

Global Markets Real Estate



**Immobilien-
Investmentmarkt:
Nach dem Boom
ist vor dem Boom?**

DEUTSCHE / HYPO
Ein Unternehmen der NORD/LB

Redaktionsschluss: 15. August 2010

Verantwortlich für den Inhalt: Deutsche Hypothekenbank

Ansprechpartner

Andreas Pohl · phone + 49 511 3045-310 · email: andreas.pohl@deutsche-hypo.de
(Vorstand)

Dr. Günter Vornholz · phone + 49 511 3045-640 · email: guenter.vornholz@deutsche-hypo.de
(V.i.S.d.P.; Marktanalyse)

www.Deutsche-Hypo.com

Gliederung

Management Summary	4
1. Der Immobilien-Investmentmarkt	5
2. Die Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes	6
2.1 Günstige Rahmenbedingungen: Globale Liquiditäts- und Vermögensentwicklung	7
2.2 Trend I: Globalisierung	10
2.3 Trend II: Zunehmende Verzahnung von Immobilien- und Kapitalmarkt	14
2.4 Trend III: Immobilien als Asset-Klasse	16
3. Daten und Statistiken	17
3.1 Der globale Immobilien-Investmentmarkt	17
3.2 Der deutsche Immobilien-Investmentmarkt	21
Exkurs: Immobilienumsätze des IVD	24
4. Zukunftsperspektiven: Boom in Sicht?	25
Exkurs: Immobilienzyklus	25
Exkurs: Investment-Boom	26
4.1 Ausblick auf das Immobilienangebot	26
4.2 Was machen die Investoren?	27
4.3 Wie entwickeln sich die Finanzierungsrahmenbedingungen?	28

Management Summary

Der Immobilien-Investmentmarkt, auf dem die institutionellen Anleger in gewerblich genutzte Immobilien investieren, ist für die Immobilienbranche von großer Bedeutung: schließlich werden hier die Preise und damit auch die Rendite bestimmt. Während der Immobilien-Investmentmarkt früher im Wesentlichen vom Vermietungsmarkt geprägt war, wird dieser seit ungefähr einem Jahrzehnt immer stärker vom Kapitalmarkt abhängig. In dieser Studie wird der Frage nachgegangen, warum und wie es zu dieser Entwicklung kam und welche Konsequenzen sich daraus ergeben?

Der Immobilien-Investmentmarkt wird sowohl durch die Realwirtschaft (Vermietungsmärkte) als auch vom Kapitalmarkt und dem Finanzmarktumfeld beeinflusst. Früher waren Immobilien eher langfristige Kapitalanlagen. Selbst wenn Immobilien nicht zur Eigennutzung, sondern als Kapitalanlage gekauft wurden, stand das eher langfristige Halten der Immobilie im Vordergrund („buy and hold“-Strategie). Indiz für diese Sichtweise war auch die Finanzierung, die üblicherweise durch langfristige Hypotheken erfolgte. Der Preis/Wert einer Immobilien bestimmte sich von daher auch durch den Nutzwert der Immobilien: der Preis als ein Vielfaches (Multiplikator) der Miete. Heute dagegen ist ein stärkerer Einfluss des Kapitalmarktes als früher festzustellen. Kurzfristig orientierte Anleger waren vor allem in den Boomjahren verstärkt auf dem Markt aktiv.

Die Veränderungen des Immobilien-Investmentmarktes lassen sich auf mehrere Faktoren zurückführen. Ein entscheidender Beitrag für den Wandel kam von der globalen Liquiditäts- und Vermögensentwicklung, ohne die die drei weiteren Trends sich wohl nur schwerlich hätten durchsetzen können. Die Liquiditätsschwemme hat zu einer Niedrigzinsphase und letztlich zu einer Vermögenspreisinflation geführt. Dies wurde auch durch den Leverage-Effekt begünstigt.

Weitere Einflussgrößen haben sich in den letzten Jahren gewandelt. Die Globalisie-

rung zeigt sich auf den Immobilien-Investmentmärkten z.B. im Auftreten von mehr und vor allem neuen Marktteilnehmern und darin, dass mehr Märkte im Fokus stehen. Weiterhin ist eine zunehmende Verzahnung von Immobilien- und Kapitalmärkten festzustellen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Kapitalmärkte zum einen eine Alternative für die Finanzierung von Immobiliendeals zur klassischen Kreditfinanzierung darstellen. Zum anderen wurde der Kapitalmarkt auch zur Refinanzierung der Immobilienkredite genutzt. Immobilien sind zudem zu einem „Asset“ geworden, sie haben sich in der Sicht der Anleger/Investoren geändert: Sie werden als ein Asset behandelt. Diese Trends haben dazu geführt, dass Immobilien zu einem Investmentgut geworden sind. Der Preis/Wert der Immobilie, die im Fokus des Immobilien-Investmentmarktes steht, wird heute viel stärker durch die Bedingungen des Kapitalmarktes bestimmt.

Dieser grundlegende Wandel des Immobilien-Investmentmarktes zeigt sich auch in der Entwicklung der Volumen: sowohl global als auch in Deutschland. Das zunehmende Interesse zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts mündete in den Boom 2006/07 und als Gegenreaktion in den darauf folgenden Absturz. Wenn auch nicht in den Ausmaßen, so ist dies doch der typische Ablauf eines Zyklus. Die Besonderheit liegt in der Volatilität, die auf die Entwicklung der globalen Liquidität zurückzuführen ist.

Abschließend erfolgt der Ausblick mit der Frage, ob nach dem Boom schon der nächste Boom und damit auch die nächste Krise zu erwarten ist? Wesentliche Grundlage hierfür sind weiterhin niedrige Zinsen. Entscheidend ist aber, dass die opportunistischen, ausländischen Investoren die Assetklasse „deutsche Immobilien“ in den Fokus nehmen. Zudem müssen die Banken wieder in der Lage sein, das wesentlich höhere Transaktionsvolumen finanzieren zu können. Dafür ist ein funktionierender Kapitalmarkt, auch für Verbriefungen, eine Voraussetzung.

1. Der Immobilien-Investmentmarkt

Unter dem Immobilien-Investmentmarkt wird im Sinne dieser Studie der institutionelle (bzw. professionelle) Teil des Immobilienmarktes verstanden, welcher Investitionen in gewerblich genutzte Immobilien zum Gegenstand hat. Dabei werden einzig die Transaktionen institutioneller Investoren, wie u.a. Immobilienfonds, Versicherungen, Immobilien-AGs oder ausländische Investoren, erfasst, so dass private Anleger keine Berücksichtigung finden. Die Transaktionen der Marktteilnehmer zielen dabei auf die Realisierung einer Rendite, welche zum einen aus Vermögenszuwächsen durch Wertsteigerungen der Immobilien oder zum anderen durch Mieteinnahmen erzielt werden können. Die traditionelle Eigennutzung der Immobilie ist damit nicht das primäre Ziel des Investments.

Der so definierte Immobilien-Investmentmarkt war mit seinen Transaktionen von jeher von großer Bedeutung für die gesamte Immobilienbranche. Auf diesem Markt bilden sich durch das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage die Preise für Immobilien. Wird die Relation zwischen dem so bestimmten Immobilienpreis und dem Cash Flow (u.a. Mieten) oder der Wertsteigerung des Objektes ermittelt, ergeben sich die entsprechenden Renditekennziffern.

Diese können dann beispielsweise bei Portfolioentscheidungen für den Vergleich mit anderen Investments wie Aktien oder Bonds herangezogen werden. Diese Quervergleiche werden mehr und mehr erforderlich, da durch die Entwicklung der letzten Jahre die Verzahnung zwischen traditionellem Immobilien- und Kapitalmarkt deutlich enger und unumkehrbar geworden ist. Die noch vor dieser Zeit übliche getrennte Betrachtung beider Märkte würde heute ein zu eingeschränktes Bild vergleichbarer Anlagealternativen ergeben.

Keine einheitliche Definition

Bis heute gibt es jedoch keine einheitliche Definition des Immobilien-Investmentmarktes, so dass je nach Analyse unterschiedliche Abgrenzungen vorgenommen werden. Wie bereits einleitend dargestellt, werden in dieser Untersuchung die institutionellen Anleger betrachtet, welche in gewerbliche Immobilien und Entwicklungsgrundstücke mit künftiger gewerblicher Nutzung investieren. Die dazu im Gegensatz stehenden privaten Investoren, welche Immobilien zur Eigennutzung oder Kapitalanlage erwerben, werden hier nicht weiter berücksichtigt (dennoch sind sie in einigen Statistiken enthalten). Daneben werden Investments in Wohnimmobilien teilweise ebenfalls nicht weiter betrachtet, unabhängig davon, ob es sich um institutionelle oder private Investoren handelt. Aus der nicht trennscharfen Abgrenzung des Marktes resultieren je nach

Immobilien-Investmentmarkt

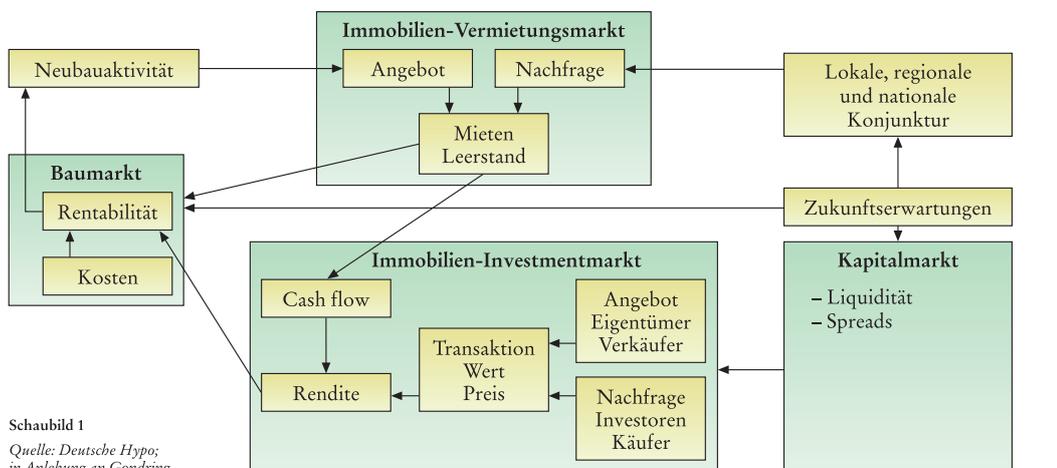


Schaubild 1
Quelle: Deutsche Hypo;
in Anlehnung an Gondring

Studie unterschiedliche Ergebnisse (z.B. bezüglich der Investmenthöhen) oder sogar verschiedene Entwicklungstrends.

Gesteigertes Interesse erfuhr der Immobilien-Investmentmarkt durch die Entwicklung der letzten Jahre. Nach einer über lange Jahre relativ gleichmäßigen Entwicklung des globalen und auch des deutschen Marktes schnellte das Investmentvolumen in den Jahren 2006 und 2007 nach Oben. Nach diesem Boom wiederum setzte eine vergleichbare Gegenbewegung ein. Diese Studie beschäftigt sich mit der Frage, ob diese Entwicklung eine einmalige Konstellation war oder ob aus der derzeitigen Marktlage abgeleitet werden kann, dass der Immobilien-Investmentmarkt sich bereits wieder in einer Vor-Boom-Phase wie vor 2005 befindet.

2. Die Entwicklung des Immobilien-Investmentmarktes

Neben den Immobilienmärkten hat sich in den vergangenen Jahren insbesondere auch der Immobilien-Investmentmarkt radikal gewandelt. Vor der Vereinigung kennzeichnete den deutschen Immobilienmarkt im Vergleich zu seinen internationalen Pendants (z. B. USA) eine kaum vorhandene Investmenttradition. Die Veränderungen begannen in Deutschland zu Beginn der 90er Jahre, in denen Immobilien zunehmend als Assetklasse etabliert wurden. Anfang des letzten Jahrzehnts legte die Entwicklung dann deutlich an Dynamik zu, was auch am weit überdurchschnittlichen Wachstum des Transaktionsvolumens zu erkennen ist.

Ausgangssituation: „buy and hold“

Zunächst waren die Investoren vorwiegend Bestandhalter, die die Immobilien als langfristige Kapitalanlage ansahen und daher auch keine schnell umsetzbaren „Exit-Strategien“ benötigten. Die Marktteilnehmer, deren Verhalten durch die konsequente Verfolgung des „buy and hold“-Ansatzes charakterisiert war, kamen zumeist aus der Immobilienbranche und waren durch diese

geprägt. Wertbestimmend für eine Immobilie und ihr Entwicklungspotenzial waren maßgeblich der Vermietungsmarkt und dessen Perspektiven. Der Preis ergab sich durch den abdiskontierten Wert der erwarteten zukünftigen Mieteinnahmen eines Objektes, womit den Zukunftserwartungen eine große Bedeutung zukam (auch hinsichtlich Immobilienspekulation). Das Investment war damit Vermietungsmarkt-orientiert und die Rendite direkt durch die zukünftigen Mieteinnahmen bestimmt.

Drei wesentliche Trends

Der einsetzende Wandel des Immobilien-Investmentmarktes wurde im Besonderen durch drei Trends geprägt. Zum einen die Globalisierung, die neben neuen Märkten und Marktteilnehmern auch zu mehr Transparenz und einem höheren Professionalisierungsgrad führte. Daneben sorgte die zunehmende Verzahnung von Immobilien- und Kapitalmarkt für weitere Dynamik. Dies zeigte sich in einem veränderten Verhalten der Marktteilnehmer sowie durch ein deutlich höheres Angebot an mittelbaren Immobilienanlagealternativen wie z. B. Verbriefungen. Schließlich zeigt sich in den letzten Jahren, dass sich neben klassischen Investmentformen, wie beispielsweise Aktien oder Wertpapiere, auch die Assetklasse „Immobilie“ erfolgreich am Kapitalmarkt etablieren konnte. Hierdurch haben auch neue Investorengruppen diese Anlageform (direkt oder mittelbar) für sich entdeckt.

Grundlegende Voraussetzung: Globale Liquidität

Eine grundlegende Voraussetzung ist in der globalen Liquiditäts- und Vermögensentwicklung zu sehen. Ohne diese Rahmenbedingungen hätten die drei zuvor genannten Trends sich nicht in gleicher Weise durchsetzen können. Bedingt durch eine mehr als ausreichende Verfügbarkeit von internationaler Liquidität kam es zu einer Niedrigzinsphase, welche es in dieser Form noch nicht gegeben hatte. Diese niedrigen Zinsen haben in Verbindung mit dem Leverage-Effekt zu einer deutlichen Zunahme der Nachfrage geführt, was sich in der Folge in einer Vermögenspreisinflation niederschlug.

In der Summe hat die Entwicklung der letzten Jahre dazu geführt, dass die Immobilien-Investmentmärkte weitaus stärker durch die Entwicklung auf den Kapitalmärkten bestimmt werden. In gleicher Weise, wie die Kapitalmärkte an Bedeutung gewonnen haben, ist der Einfluss der Vermietungsmärkte auf die Marktentwicklung zurückgegangen. Die Immobilienpreisentwicklung wird heute in einigen wesentlichen Bereichen durch den Kapitalmarkt, dessen Entwicklung und seine spezifischen Anforderungen bestimmt. Bei bedeutenden Marktteilnehmer dominieren daher mittlerweile auch die „buy and sell“- oder die „buy and manage“-Strategien, für deren Erfolg kurzfristige Wertänderungen erforderlich sind. Damit tritt aktives Immobilien(portfolio)-Management mehr in den Fokus als das traditionelle Verwalten der Bestände.

sich das Wachstum der globalen Liquidität in Relation zum globalen Bruttoinlandsprodukt weit überproportional entwickelte. Bereits in Folge der Asienkrise betrug die Wachstumsdifferenz im Jahr 1999 rd. vier Prozentpunkte. Nach der „Dot.com“-Krise schnellte die Wachstumsdifferenz auf enorme zwölf Prozentpunkte im Jahr 2003 hoch, nach bereits vier Prozentpunkten im Vorjahr. In den Jahren 2005 und 2006 ist eine zurückhaltendere Ausdehnung der Geldmenge erkennbar, das Wachstum der Liquidität bleibt aber dennoch über dem des Bruttoinlandsproduktes. Die erneute Rückkehr zu einer weit überproportionalen Geldmengenausweitung wurde durch den Ausbruch der globalen Finanzkrise ausgelöst. Im Jahr 2007, dem Zusammenbruch des Subprime-Marktes in den USA betrug die Wachstumsdifferenz bereits wieder neun Prozentpunkte und wuchs im Jahr darauf auf knapp zwölf Prozentpunkte an.

**2.1 Günstige Rahmenbedingungen:
Globale Liquiditäts- und Vermögensentwicklung**

Grundsätzliche Voraussetzung für die rasante Entwicklung der Asset-Klasse „Immobilien“ war eine enorme Ausdehnung der im Umlauf befindlichen Geldmenge als Folge einer expansiven Geldpolitik der Zentralbanken. Diese Entwicklung ist bereits seit der Asienkrise 1997 zu beobachten und wurde durch die durch das Platzen der „Dot.com“-Blase ausgelöste Krise 2001 noch weiter forciert. Schaubild 2 zeigt deutlich, dass

Ziel der expansiven Geldpolitik war es jeweils, konjunkturelle Schwächephase zu überwinden. Vor allem das Federal Reserve Board, aber auch die Europäische und Japanische Zentralbank haben in dieser Weise agiert, da sie keine Inflationsgefahren gesehen haben (EZB) oder diese für nachrangig angesehen haben (FED). Bemerkenswert ist an dieser Entwicklung, dass die Geldmenge (Liquidität) deutlich stärker ausgeweitet wurde als das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes dies erfordert hätte. Dies bedeutet einen Überschuss an globaler Liquidität.

Globale Liquidität und reales Bruttoinlandsprodukt

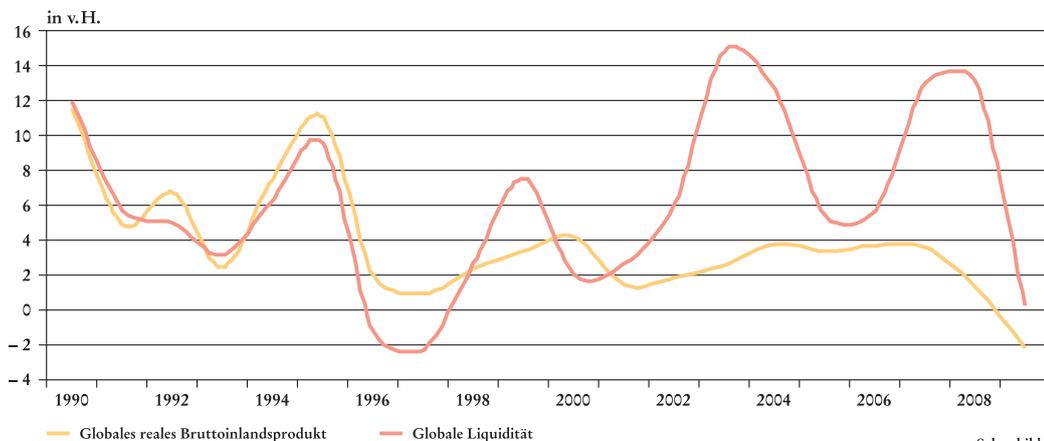


Schaubild 2
Globale Liquidität = Wachstumsraten der (weiten) Geldmengen von US, UK, Japan und Euroland
Quelle: Stat. Ämter, eigene Berechnung

Grundsätzlich wird Liquidität durch die Zentralbanken in Form von Zentralbankgeld bereitgestellt. Dieses besteht aus dem Banknotenumlauf und den Guthaben der Kreditinstitute bei der Notenbank sowie deren Mindestreserveverpflichtung. Dieses Basisgeld löst einen Geld- und Kreditschöpfungsprozess durch das Bankensystem aus, der letztlich zu Geldformen unterschiedlicher Liquidität führt. Die von der EZB benutzte weiteste Definition dieser Geldmenge ist die Geldmenge M3. Diese Mittel können von Wirtschaftssubjekten dann für die Bezahlung von Gütern und Dienstleistungen (Transaktionsmotiv) genutzt werden. Auf diese Weise wird das Bruttoinlandsprodukt mit Liquidität unterlegt. Eine in Relation zum Wachstum des Bruttoinlandsproduktes zu hohe Ausdehnung der Geldmenge kann Inflation zur Folge haben.

Ein der Liquiditätsentwicklung entsprechender Anstieg der Verbraucherpreise konnte aber bis heute nicht beobachtet werden. Im Gegenteil, deren Entwicklung zeigt sich relativ stabil. Dies wirft die Frage nach dem Verbleib der zweifelsfrei vorhandenen internationalen Überschussliquidität auf.

Eine Möglichkeit der Absorption der Liquidität besteht in realem Wirtschaftswachstum. Der daraus resultierende höhere Bedarf an Transaktionskasse könnte dann durch die bereits vorhandene Liquidität gedeckt werden. Eine weitere denkbare Möglichkeit besteht in einer strukturellen Veränderung in der Geldnachfrage. In diesem Fall wäre die gestiegene Nachfrage nach liquiden Anlagen keine vorübergehende, sondern eine dauerhafte Erscheinung und würde damit die Liquidität absorbieren. Untersuchungen der EZB haben gezeigt, dass ein nicht unerheblicher Anteil der Geldmenge M3 diesem geänderten Verhalten zuzurechnen ist.

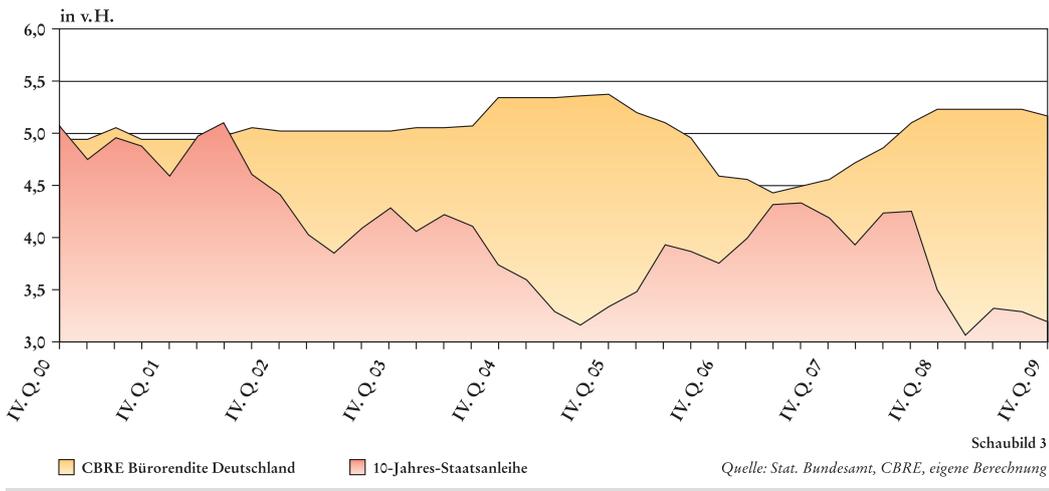
Schließlich kann die Überschussliquidität zu einer Vermögenspreisinflation führen. Steigende Preise für Fondsanteile, Wertpapiere, Rohstoffe oder Immobilien wären die Folge. Sowohl die Entwicklung vor dem Platzen der „Dot.com“- als auch der Immobilienblase zeigen, dass ein wesentlicher Teil der internationalen Überschussliquidität diesen Weg gefunden hat.

Die verfügbare Liquidität ermöglicht einerseits Zinsarbitragegeschäfte durch die Geschäftsbanken, andererseits aber auch die Nutzung der Leverage Effektes zur Steigerung der Eigenkapitalrendite durch die Investoren. Niedrige Leitzinsen verstärken das Renditepotenzial der Anlage, da durch die niedrigen Refinanzierungskosten Banken Zinsarbitragegeschäfte realisieren können. Hierbei leihen sich die Banken günstiges Geld und legen es beispielsweise in Staatspapieren an. Diese haben eine höhere Verzinsung, so dass durch die Zinsarbitrage ein laufender Gewinn realisiert werden kann. Für die Banken sind diese Geschäfte nahezu ohne Risiko, so dass sie einen Teil der Mittel auch für risikoreiche Anlagen mit entsprechend höherer Rendite verwenden, in der Folge steigen deren Kurse. Auf diese Weise erhöht sich das Kreditschöpfungspotenzial der Banken, so dass sie in der Lage waren, den Investmentboom in den Jahren 2005-2007 zu finanzieren. Zinsdifferenzen bzw. Renditespreads werden so eine wichtige Bezugsgröße für die Anleger. In Schaubild 3 sind die Renditespreads zwischen einem Investment in Büroimmobilien und 10-jährigen Staatsanleihen in Deutschland einander gegenübergestellt.

In ihrer Entwicklung zeigen die Renditen der Büroimmobilien über nahezu den gesamten Beobachtungszeitraum eine deutlich bessere Performance als die 10-jährigen Staatsanleihen. Damit werden sie zu interessanten Alternativen im Rahmen moderner Portfoliostrategien (vgl. auch Abschnitt 2.4), was durch die steigende Nachfrage in der Folge auch zu steigenden Immobilienpreisen führt.

Die zu beobachtenden Differenzen in den erzielbaren Renditen und die Zinsen für Fremdkapital machen die Ausnutzung des „Leverage Effektes“ für Investoren interessant. Hierbei handelt es sich um einen Hebeleffekt, mit dessen Hilfe die Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals gesteigert werden kann. Ist der Fremdkapitalzins kleiner als die Rendite des Gesamtkapitals, ist die Voraussetzung für die Wirkung des positiven Leverage Effektes erfüllt und die Eigenkapitalrendite durch eine Erhöhung des Anteils des Fremdkapitals steuerbar. Ist die

Renditespreads zwischen 10-Jahres-Staatsanleihen und Büroimmobilien



die Relation andersherum, kommt es zum negativen Leverage Effekt, der die Eigenkapitalrendite reduziert. Die in den Jahren 2005 bis 2007 massiv in den deutschen Immobilienmarkt eintretenden ausländischen Investoren, Hauptträger des Immobilieninvestment-Booms, haben in hohem Maße vom positiven Leverage Effekt profitiert und konnten mit seiner Hilfe außergewöhnlich gute Renditen erzielen. Zusätzlich war durch die erfolgten und erwarteten Wertsteigerungen ein höherer Leverage Effekt möglich. Gerade opportunistisch ausgerichtete Investoren setzten in hohem Maße auf den Leverage Effekt.

Wie bereits beschrieben könnte eine strukturelle Veränderung der Geldnachfrage die internationale Überschussliquidität absorbieren, so dass es nicht zu einer Inflation bei den Verbraucherpreisen kommt. Dies erhöht allerdings das Risiko einer Vermögenspreisinflation, wenn Haushalte aus einer verbesserten Vermögensposition heraus Anlagealternativen suchen. Dies steigert die Nachfrage nach geeigneten Vermögenswerten, so dass Preissteigerungen die Folge sind. Mit der Immobilie als der klassischen wertstabilen Anlageform („Betongold“) und der Möglichkeit, über den Kapitalmarkt auch kleinere Anteile an Immobilien zu erwerben, steigt die Attraktivität der Bildung von Immobilienvermögen.

In den vergangenen Jahren hat zudem die hohe Unsicherheit der zukünftigen Ent-

wicklung der gesetzlichen Rentenversicherung zu einer Veränderung der Einstellung der Haushalte bezüglich des Vermögensaufbaus geführt. Die liquideste Vermögensform ist dabei das Geldvermögen. In Schaubild 4 ist die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland dargestellt.

Die Lockerung der Geldpolitik in Folge der „Dot.com“- und der Finanzkrise hat sich jeweils in einer deutlich erkennbaren Steigerung der Geldvermögensbildung gezeigt. Zum Geldvermögen zählen hierbei die klassischen Anlageformen bei Banken, Investmentfonds, verschiedenen Versicherungen und Wertpapiere. In dem Maße, in dem Immobilien als Anlagealternative bei der Geldvermögensbildung darstellen, werden die Immobilienmärkte durch diese Entwicklung beeinflusst werden. Damit kann die zunehmende Vermögensbildung in Deutschland auch als struktureller Effekt die Immobilienmärkte betreffen, welcher die Nachfrage nach Immobilienassets und damit nach Immobilien steigert.

Insgesamt schafft so die internationale Überschussliquidität die Voraussetzung für die fulminante Entwicklung der Asset-Klasse Immobilien. Sie birgt aber auch die Gefahr der Bildung neuer Blasen an den Immobilienmärkten. Durch die engere Verzahnung von Kapital- und Immobilienmarkt kann der Transmissionsprozess mit deutlich erhöhter Geschwindigkeit ablaufen – in beide Richtungen.

Geldvermögensbildung der privaten Haushalte in Deutschland 1991–2009

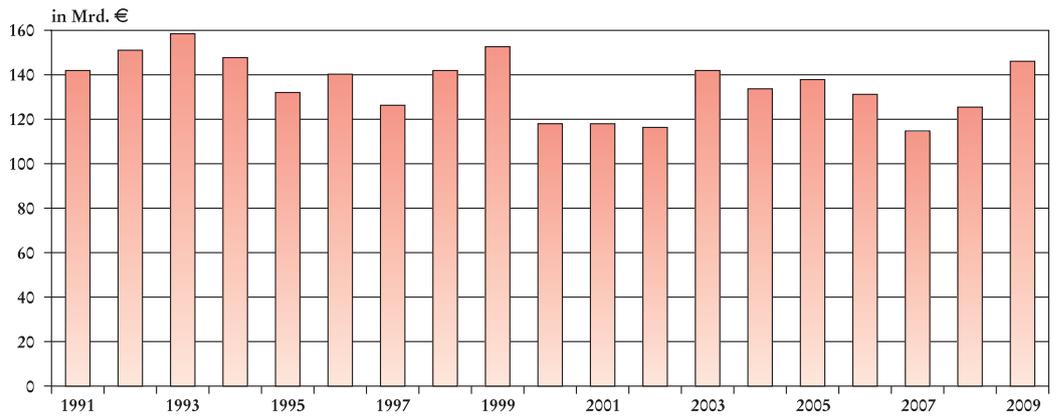


Schaubild 4

Quelle: Deutsche Bundesbank

2.2 Trend I: Globalisierung

Ein wichtiger Faktor für die rasante Veränderung der deutschen Immobilienmärkte stellt die Globalisierung dar, welche den Immobilienmarkt mit allen positiven und negativen Konsequenzen erreicht hat. Nach den internationalen Assetmärkten veränderte der Prozess der Globalisierung auch das Wesen der Immobilieninvestmentmärkte. Zunächst geschah dies im angelsächsischen Raum, dann aber auch in Europa und Deutschland.

Globalisierung Definition

Globalisierung bezeichnet allgemein den Prozess der zunehmenden weltweiten Vernetzung nahezu aller Lebensbereiche. Hierzu zählen neben Ökonomie und Ökologie auch Politik, Kultur und Sicherheit. Die zunehmende Vernetzung der Welt schafft neue Abhängigkeiten, so dass Entwicklungen und Probleme, die zuvor isoliert betrachtet werden konnten, nun von zusätzlichen globalen Größen beeinflusst oder gar bestimmt werden.

Die Globalisierung selbst ist dabei im Kern kein neues Phänomen. Wird hierunter die genannte zunehmende Integration und Vernetzung verschiedenster Lebensbereiche verstanden, kann von einem dauerhaften Prozess gesprochen werden, der sich parallel zur Menschheitsgeschichte entwickelte. Ebenso wie deren Entwicklung nicht linear verlief, erfolgen auch die durch die Globalisierung

hervorgerufenen Veränderungen schubweise, von jeweils anderen Faktoren getrieben.

Der Begriff „Globalisierung“ fand mit dem letzten Schub der Entwicklung Eingang in den allgemeinen Sprachgebrauch. In Deutschland ist dies seit den 90er Jahren des letzten Jahrhunderts der Fall. Ein wichtiger treibender Faktor für diesen Entwicklungsschub, insbesondere unter ökonomischer Perspektive, waren neben der weiter voranschreitenden Öffnung von Märkten für internationale Akteure die Innovationen in den Bereichen Informations- und Kommunikationstechnologien sowie der Logistik.

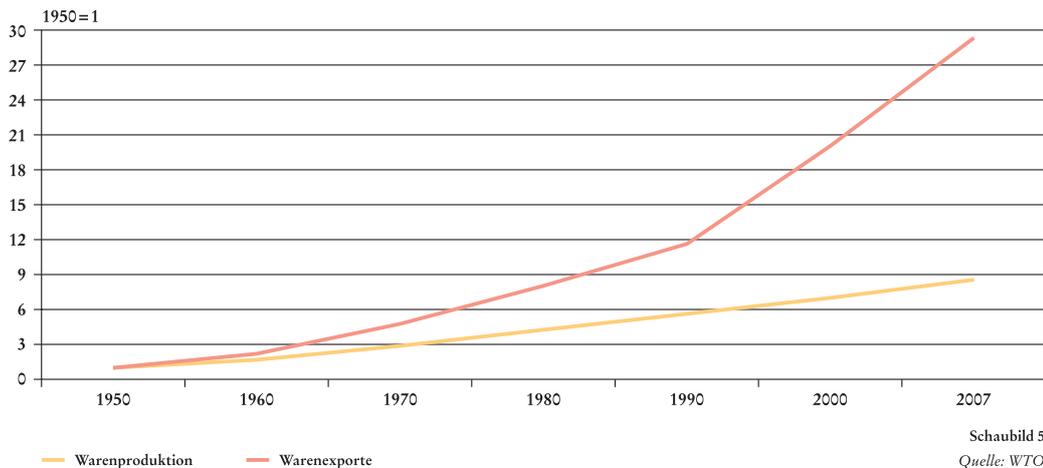
Globalisierung und Welthandel

Das Welthandelsvolumen stieg in Relation zur Weltproduktion in den letzten Jahren überproportional an (vgl. Schaubild 5). Dies ist deutlicher Beleg für die sich global intensivierenden Handelsbeziehungen und die damit zunehmende Verflechtung. Diese zeigt sich in global strukturierten Wertschöpfungsketten und der damit verbundenen Ausnutzung von Spezialisierungsgewinnen.

Globalisierung und Kapitalmärkte

Bei den internationalen Investitionen zeigt sich die deutliche Zunahme besonders bei den Direktinvestitionen. Diese umfassen im Allgemeinen Unternehmensbeteiligungen, Fusionen und Käufe sowie reinvestierte Erträge von ausländischen Tochtergesellschaften sowie Kredite zur Gründung von

Warenproduktion und -handel weltweit (1950–2007)



Unternehmen im Ausland. Schaubild 6 veranschaulicht die Entwicklung für den Zeitraum 1970 bis 2007. Deutlich zu erkennen ist der rasante Anstieg in den 90er Jahren, aber auch die Auswirkungen der durch das Platzen der „Dot.Com“-Blase ausgelösten Finanzkrise 2001. Seit 2003 hat die Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen allerdings zu alter Dynamik zurückgefunden bzw. diese sogar noch steigern können.

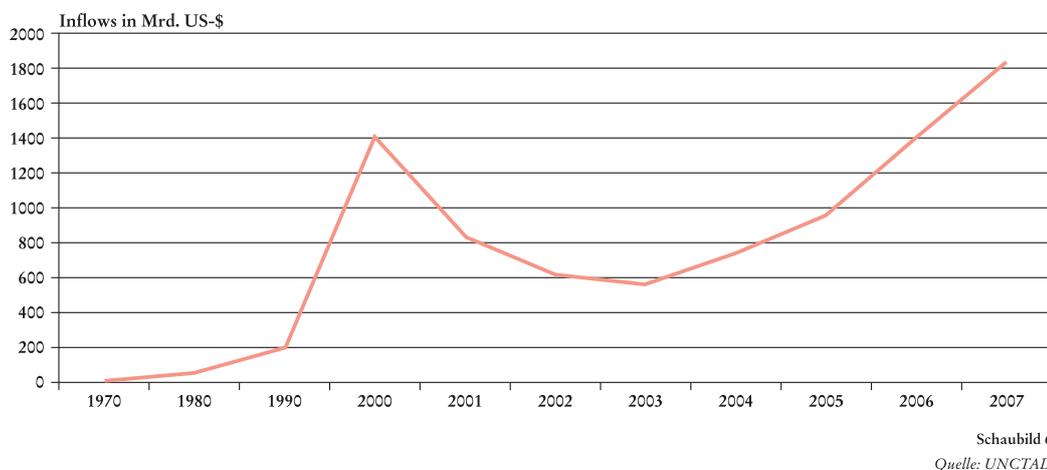
Die Daten zeigen auf eindrucksvolle Weise die Wandlung von klassischen binnenmarkt-orientierten Unternehmen hin zu weltweit agierenden Beteiligungsgeflechten. Deren Aufbau erfordert die rasante Steigerung der globalen Transaktionen, besonders auch im Bereich „Mergers and Acquisitions“.

Globalisierung: Neue Märkte

Einen deutlichen Wandel weisen auch die internationalen Kapital- und Investmentmärkte auf. Getrieben von der Suche nach Rendite erschließen sich die Anleger immer weitere Märkte. Zunehmend werden Investments nicht mehr nur der Investitionsfinanzierung und der Vermögensbildung wegen nachgefragt, die Wertpapierspekulation hat als Motiv für den Erwerb von Aktien deutlich an Gewicht gewonnen.

Diese zunehmende globale Interdependenz zeigt sich selbstverständlich auch auf den Immobilienmärkte. Da die gehandelten Objekte aber immobil und die Märkte zunächst häufig sehr intransparent waren, erreichte die

Ausländische Direktinvestitionen (1970–2007)



Globalisierung die Immobilienmärkte mit einiger Verzögerung. Eine Voraussetzung war die Öffnung von Märkten für internationale Akteure. In diesem Zusammenhang sind die Staaten Osteuropas zu nennen, aber auch China und weitere asiatische Immobilienmärkte zählen hierzu. Diese neuen Märkte werden mit wachsender Geschwindigkeit und Intensität in die bereits globalisierten Strukturen anderer Immobilienmärkte integriert.

Neben den traditionell starken Immobilienmärkten in den USA und Europa kommt der weiteren Entwicklung insbesondere den Emerging Markets in Asien eine hohe Bedeutung zu, da diese noch über gutes Wachstumspotenzial verfügen. Damit sind diese Immobilienmärkte attraktive Alternativen im Rahmen einer internationalen Diversifizierung von Portfolios.

Globalisierung: Neue Akteure

Vorangetrieben wurde diese Integration durch neue, ausländische Investoren, zu denen auch Banken und vor allem kurzfristig orientierte institutionelle Investoren gehören. Zunächst kam es zu vermehrten Transaktionen auf dem deutschen Wohnungsmarkt (insb. Paketverkäufe von Wohnungen), ab etwa 2006 nahm dann das Interesse ausländischer Anleger an Gewerbeimmobilien deutlich zu. Die in Schaubild 7 dargestellten Daten der Bulwien Gesa AG zeigen den Höhepunkt des Anteils ausländischer Anleger

am Transaktionsvolumen in Deutschland in den Jahren 2005 bis 2007, in denen rund zwei Drittel aller Aktivitäten ausländischen Investoren zuzurechnen ist.

Leicht differenziert sind die Ergebnisse der Makler von Jones Lang LaSalle. Sie sehen den Anteil ausländischer Anleger bereits im Jahr 2005 bei zwei Dritteln. 2006 stieg dieser auf etwa 80 v. H., um im Folgejahr wiederum auf 68 v. H. zurückzugehen.

Wichtige Akteure für diese rasante Entwicklung ausländischer Investments waren international agierende Hedge-Fonds, die durch eine spekulative Anlagestrategie charakterisiert sind. Zudem wird gezielt mit Hilfe des Leverage-Effektes die Eigenkapitalrendite gesteigert. Durch die Erzielung hoher Renditen verbreitete sich dieser Fondstyp in den ab Ende der 90er Jahre sehr rasch und gewann damit deutlich an Einfluss auf die Marktentwicklung. Sie waren durch ihre Anlagestrategie in Verbindung mit ihrem aggressiven Auftreten in besonderem Maße verantwortlich dafür, dass die Immobilienpreise stark anstiegen. Den Bedeutungszuwachs institutioneller Investoren belegt auch die Entwicklung des Anteils des Vermögens institutioneller Investoren am Bruttoinlandsprodukt jeweils (vgl. Schaubild 8).

Nach dem Platzen der „Dot.com“-Blase konnten die institutionellen Anleger in den Folgejahren wieder an Anteilen zurückgewinnen. Es zeigt sich allerdings, dass

Anteil ausländischer Anleger am Transaktionsvolumen 1990–2009

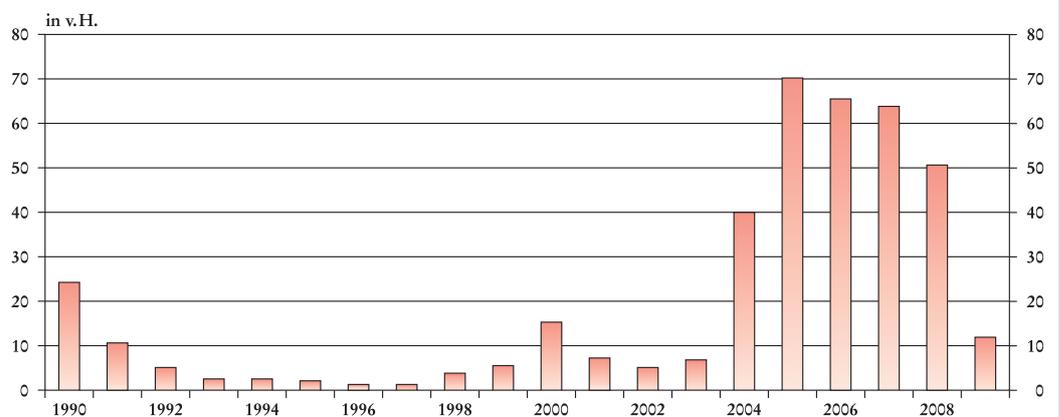
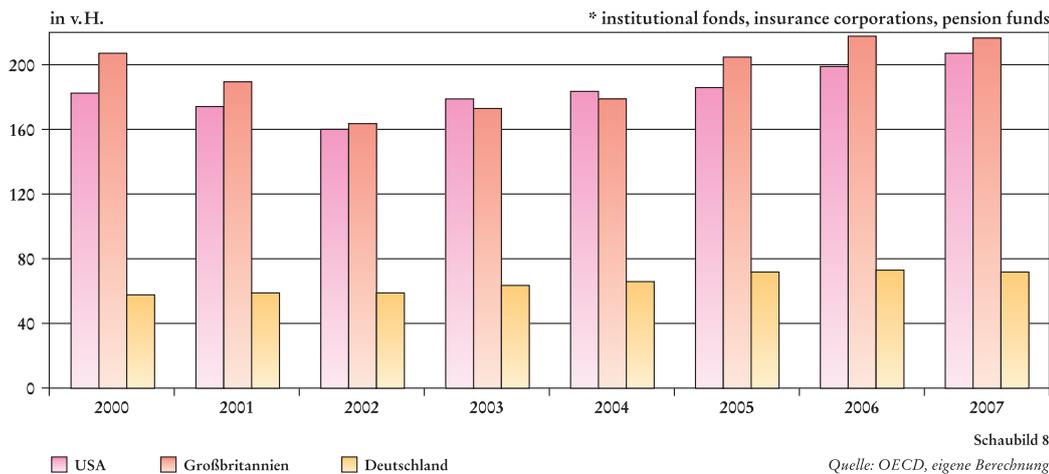


Schaubild 7
Quelle: Bulwien Gesa AG

Anteil Vermögen* institutioneller Investoren am BIP 2000–2007



Deutschland gegenüber den angelsächsischen Ländern zwar eine ähnliche Entwicklung, aber ein deutlich niedrigeres Niveau aufweist.

Für die Immobilienmärkte bedeutet der vermehrte Markteintritt neuer Akteure mit anderen Geschäftsmodellen einen enormen Anstieg der Wettbewerbsintensität. Trotz eines deutlich erhöhten Marktvolumens kam es zu höheren Preisen und Multiplikatoren. Bei den immobilienfinanzierenden Banken sind durch die auch hier erhöhte Wettbewerbsintensität die Margen unter Druck geraten. Zudem wurden bei der Kreditvergabe neben anderen Veränderungen höhere Loan-to-Value-Relationen üblich.

Neben die klassischen Immobilienmarktakteure, die häufig primär auf die nationalen Märkte fokussiert waren, tritt damit ein neuer Typus. International agierende, opportunistisch ausgerichtete Investoren mit einem eher kurzfristigen Anlagehorizont. Diese richten ihre Entscheidungen an Portfoliostrategien aus und suchen sich gezielt Anlageklassen aus, zu denen auch Immobilien zählen.

Zunehmende Markttransparenz

Im Zuge der Globalisierung hat sich auch die Markttransparenz deutlich verbessert. Zum einen haben sich vermehrt Analysten mit dem Marktgeschehen auseinandergesetzt. Die von ihnen angefertigten Analy-

sen erhöhen die Markttransparenz für alle Akteure nachhaltig. Zum anderen erhöht die vermehrte Einführung internationaler Standards und international anerkannter und bekannter Produkte die Transparenz. Damit werden nationale Besonderheiten, die zu asymmetrischer Information unter den Marktteilnehmern führt, zunehmend reduziert.

Trotz dieser Fortschritte lässt die Transparenz der Immobilienmärkte aber dennoch weitere Wünsche offen. Wobei im internationalen Vergleich deutliche Unterschiede festzustellen sind. Die verfügbare Datenlage erweist sich als einerseits sehr dünn und eher mit regionalem Bezug, andererseits als sehr uneinheitlich strukturiert, da viele Daten von einzelnen Marktteilnehmern zu eigenen Zwecken erhoben werden. Einheitliche und für alle Akteure verfügbare Informationen über Bestände, Umsätze und Preise sind im Falle der Immobilienmärkte nach wie vor nur teilweise verfügbar.

*„Professionalisierung“
der Immobilienmärkte*

Unter Professionalisierung wird im Kern verstanden, dass Marktteilnehmer klar definierte Businesspläne erarbeiten und befolgen, die bereits geeignete Exit-Strategien für einzelne Objekte oder Immobilienportfolios enthalten. Damit wird die Abkehr von der traditionellen „buy and hold“-Strategie der Immobilienbranche und die Zunahme

kurzfristiger renditegetriebener Tradings zu einem Wesensmerkmal der Professionalisierung. Zudem wird Professionalisierung gleichgesetzt mit dem Einsatz moderner Portfoliostrategien und der Entwicklung neuer Produkte, wie sie auf den Kapitalmärkten bereits seit Längerem genutzt werden. Dadurch kommt es zu einer immer engeren Verzahnung zwischen dem Kapitalmarkt auf der einen und dem Immobilienmarkt auf der anderen Seite (vgl. hierzu auch Abschnitt 2.3).

2.3 Trend II: Zunehmende Verzahnung von Immobilien- und Kapitalmarkt

In der Vergangenheit nutzte die Immobilienbranche den Kapitalmarkt zur Beschaffung von langfristigem Fremdkapital für Objektfinanzierungen. Der Kapitalmarkt ist neben dem Geld- und dem Kreditmarkt Teil des Finanzmarktes. Die zu diesem Zweck üblichen Instrumente waren auf der einen Seite der klassische Hypothekarkredit, welcher mit Hilfe der Emission von Pfandbriefen durch die Hypothekenbanken refinanziert wurde. Auf der anderen Seite agierten offene und geschlossene Immobilienfonds im Rahmen der durch den Staat definierten engen regulatorischen Bedingungen. Entscheidend für die Investition in ein Projekt waren die erwarteten zukünftigen Erträge eines Objektes, so dass der Vermietungsmarkt großen Einfluss auf den Immobilieninvestmentmarkt hatte und zumeist die langfristig orientierte „buy and hold“-Strategie bei einem Investment zum Einsatz kam.

Neue Rahmenbedingungen

Dieses Bild hat sich in den vergangenen Jahren für Investoren und Banken deutlich gewandelt. Neben den typischen Marktakteuren ist der Anteil internationaler Investoren enorm angestiegen. Dies verfolgen bei ihren Investment-Entscheidungen allerdings eher kurzfristige Strategien.

Für die Banken hat sich der regulatorische Rahmen verändert. Zum einen ist das Pfandprivileg nicht mehr auf die Hypothekenban-

ken beschränkt, so dass unter bestimmten Bedingungen auch andere Banken ihre Refinanzierung mit Hilfe der Emission von Pfandbriefen gestalten können. Zum anderen erfordern die neuen Eigenkapitalrichtlinien („Basel II“) eine risikoorientierte Perspektive und ein entsprechendes Management des Portfolios. Risiko- und eigenkapitalentlastenden Refinanzierungsformen über den Kapitalmarkt kommen somit eine weit höhere Bedeutung zu. Eine solche Refinanzierungsform ist die Securitisation bzw. Verbriefung, welche in den USA bereits seit den 70er Jahren eingesetzt wird und sich in den vergangenen Jahren in Deutschland, auch in Folge der zunehmenden Globalisierung, immer mehr durchsetzt hat.

Strategiewechsel weg vom „buy and hold“

Die vom Kapitalmarkt vorgegebenen Anforderungen für Investments in Immobilien werden im Zuge dieser Entwicklung immer bestimmender für den Immobilienmarkt. Ein am Immobilieninvestmentmarkt festzustellender Strategiewechsel bei Banken und Investoren zeigt dies. Die Banken setzen dabei auf ein aktives Portfoliomanagement und verfolgen klar definierte Exit-Strategien. Dies bedeutet einen Strategiewechsel hin zu „buy and sell“ oder „buy and manage“. Im Falle der „buy and sell“-Strategie handelt es sich zwar um eine strukturierte Immobilienfinanzierung mit der entsprechenden Risikoübernahme in der Bilanz der Bank, das eigentliche Ziel besteht jedoch darin, die Finanzierung bzw. Teile davon zügig an den Kapitalmarkt weiter zu geben. Der „buy and manage“-Ansatz ist eine Kombination aus den beiden Extremen „buy and hold“ und „buy and sell“. Die Bank bleibt über den gesamten Finanzierungszeitraum Ansprechpartner des Kunden (ganz im Sinne einer klassischen „Hausbank“), unabhängig von den jeweils gewählten Exit-Instrumenten. Damit wird die Funktion der Bank zu der eines typischen Intermediärs zwischen dem Kunden auf der einen und dem Kapitalmarkt auf der anderen Seite. Sie kann auf diese Weise ihren Kunden aus der Immobilienwirtschaft den Kapitalmarkt erschließen, muss andererseits aber dessen Bedingungen berücksichtigen.

Dieser Strategiewechsel zeigt sich auch bei den Investoren, welche mit klar definierten Exit-Strategien agieren. Sie verfolgen ebenfalls hauptsächlich den „buy and manage“-Ansatz, wobei sie gezielt zum Zwecke des aktiven Risiko- bzw. Renditemanagements Immobilien in ihre Portfolios aufnehmen.

Instrumente der Verzahnung

Die zunehmende Verzahnung zwischen Immobilien- und Kapitalmarkt wird mit Hilfe unterschiedlicher Instrumente erreicht. Dies sind zum Beispiel die Verbriefung bzw. Mortgage Backed Securities (MBS) oder Real Estate Investment Trusts (REITs).

Mortgage Backed Securities sind eine spezielle Form der Asset Backed Securities (ABS). Hierbei veräußert oder verbrieft ein Kreditinstitut Teile seiner Kreditrisiken aus Immobilienkrediten über die Begebung von Schuldverschreibungen. MBS sehen die Veräußerung des Forderungsbestandes des Originators (Bank oder Unternehmen) an eine rechtlich selbständige Gesellschaft, die eigens dafür gegründet wird, vor. Diese Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) hat die Aufgabe, Forderungsbestände anzukaufen und durch die Emission von Wertpapieren, die durch den Forderungsbestand gesichert sind, die Forderungskäufe zu refinanzieren (Off-Balance-Sheet Finanzierung). Im Gegensatz zu Pfandbriefen erscheinen diese Wertpapiere nicht in der Bilanz der originierenden Stelle, da diese den Pool der deckenden Vermögenswerte zur Durchführung der Verbriefung an die ausgebende Stelle überträgt.

MBS werden in Abhängigkeit von der Nutzungsart der Immobilie weiter in Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) bei Wohnimmobilien und Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) bei Gewerbeimmobilien unterschieden. Hierbei wird aus theoretischer Sicht eine Vielzahl homogener Immobiliendarlehen in Sicherheitenpools mit unterschiedlichen Risiko-Rendite-Tranchen zusammengeführt und im Anschluss an eine spezielle Zweck- (oder Vehikel-) Gesellschaft verkauft. Diese emittieren die MBS schlussendlich am Kapitalmarkt. Auf diese Weise werden die Risiken

an den Kapitalmarkt weitergegeben und die Banken können eine Entlastung ihres regulativen Eigenkapitals erzielen, da diese Finanzierungsform nicht bilanzwirksam ist (Off-Balance-Finanzierung). Damit bilden die MBS eine Brücke, die den Immobilien- und den Kapitalmarkt miteinander verbindet.

Durch MBS ergeben sich für die Akteure der Immobilienbranche vor allem eine vorzeitige Verbesserung der Liquiditätssituation und gegebenenfalls günstigere Finanzierungsbedingungen als diese im traditionellen Hypothekengeschäft möglich wären. Für Finanzinstitute hat die Weiterveräußerung verbrieftener Kredite den weiteren Vorteil, dass weniger Reserven zur Ausfallsicherung vorgehalten werden müssen. Das frei werdende regulatorische Eigenkapital ermöglicht es ihnen, neue Kredite zu vergeben.

Die MBS auf die Subprime-Immobilien in den USA gelten aber auch als die Auslöser der weltweiten Finanzkrise. Um dies in Zukunft zu verhindern, will die Bundesregierung demnächst eine entsprechende EU-Richtlinie umsetzen. Dabei soll ein Institut zukünftig nur dann in Verbriefungen investieren dürfen, wenn eine Erklärung ursprünglichen Kreditgebers vorliegt, dass dieser einen Teil der Risikoposition selbst hält. Zur besseren Beurteilung von Risiken der Verbriefung sollen zudem strengere Kriterien und genauere Begriffsbestimmungen sowie eine Informationspflicht der Investoren eingeführt werden.

Bei einem **Real Estate Investment Trust** (REITs) handelt es sich um eine Kapitalgesellschaft, zumeist in Form einer Aktiengesellschaft, deren Unternehmenszweck in der Abwicklung direkter oder indirekter Immobiliengeschäfte besteht. Diese können der Erwerb, die Errichtung, der Verkauf sowie die Vermietung und Verpachtung eigener und die Finanzierung fremder Immobilien sein. Es kann sich sowohl um börsennotierte (public REITs) oder nur einem bestimmten Anlegerkreis zugängliche Gesellschaften (private REITs) handeln. Die wichtigste Besonderheit der REITs besteht in ihrer steuerrechtlichen Behandlung. Auf Ebene der Kapitalgesellschaft gilt die Befreiung von

Unternehmenssteuern, die Besteuerung der Erträge geschieht erst auf der Ebene der Anleger. Dieses Steuerprivileg ist allerdings an bestimmte Anforderungen geknüpft, die von Land zu Land durchaus variieren können. Die wichtigste Vorgabe ist hierbei, dass der Großteil der Erträge (80 bis 100 v. H.) in Form einer Dividende an die Anleger ausgeschüttet werden muss, die diese dann nach ihrem individuellen Steuersatz zu versteuern haben. REITs sind damit Akteure am Kapitalmarkt und stellen ähnlich wie eine klassische deutsche Immobilienaktiengesellschaft eine Verbindung zwischen beiden Märkten her. Neben der Befreiung von den Ertragsteuern unterscheiden sich die REITs von der Immobilienaktiengesellschaft zusätzlich durch den Zwang zur Börsennotierung (wie u.a. in Deutschland). REITs eröffnen Anlegern die Möglichkeit der indirekten Immobilienanlage. Die Anteile sind wiederum frei handelbar erschließen auch den Anlegern die Möglichkeit zu Immobilieninvestments, die diese Möglichkeit sonst nicht hätten.

Neue Risiken für Immobilienmärkte

Die engere Verzahnung des deutschen Immobilien- mit dem internationalen Kapitalmarkt birgt allerdings nicht zu vernachlässigende Risiken. Immobilieninvestments werden hierdurch sehr viel anfälliger für geopolitische Risiken, starke Wechselkurschwankungen und Trends an den internationalen Kapitalmärkten. Zwar haben diese Entwicklung auch in der Vergangenheit bereits Immobilienmärkte beeinflusst, aber die Wirkungen waren eher indirekt. Heute sind deren Folgen für die Immobilienmärkte unmittelbarer, schneller und massiver. Die neu auf dem deutschen Markt auftretenden Investoren unterscheiden sich von herkömmlichen Immobilieninvestoren der Vergangenheit. Für sie ist die Immobilie ein Investitionsobjekt wie andere Assets auch, welches primär Cash Flow produzieren soll und jederzeit gegen andere Vermögenswerte ausgetauscht werden kann. Die Investoren sind zudem gezwungen, sich mit globalen politischen und ökonomischen Entwicklungen zu befassen, die im Kern zunächst den Kapitalmarkt betreffen. Die Gesetzmäßigkeiten des Kapitalmarktes beeinflussen auf diese Weise zunehmend

die Entwicklung der Immobilienmärkte. Durch die vorhandene internationale Liquidität, die Transparenz und globale Portfoliostrategien steht der deutsche Immobilienmarkt durch die Verzahnung mit dem Kapitalmarkt in Konkurrenz zu anderen Assetmärkten.

2.4 Trend III: Immobilien als Asset-Klasse

Grundsätzlich werden am Kapitalmarkt die verschiedenen Anlagemöglichkeiten nach Asset- oder auch Anlageklassen strukturiert. Die wichtigsten Asset-Klassen sind in diesem Zusammenhang Aktien, Renten, Rohstoffe und Immobilien. Alternative Investments wie Hedge-Fonds, Private Equity und Derivate werden üblicherweise der Anlageklasse des jeweiligen Basiswertes zugeordnet und stellen keine eigenständige Anlageform dar.

Konkurrierende Kapitalmarktassets

Als Folge der zuvor dargestellten Verzahnung zwischen Immobilien- und Kapitalmarkt beeinflussen die Kapitalmarktentwicklungen nun auch die Immobilieninvestmentmärkte. Immobilien stehen mit anderen Asset-Klassen um das weltweit zur Verfügung stehende Kapital im Wettbewerb. Durch die neuen Finanzierungsinstrumente ist aus ihnen eine fungible Anlagealternative auch für international tätige Investoren geworden. So kann die Immobiliennachfrage steigen, weil andere Anlagealternativen gerade eine Schwächephase durchlaufen und für die Anleger weniger attraktiv sind. Diese kapitalmarktgetriebenen Entwicklungen werden zukünftig unmittelbarer auf die Immobilieninvestmentmärkte wirken. Die bereits zu beobachtenden kürzeren Haltedauern belegen dies.

Portfoliostrategie

Für die Anlageentscheidung der Investoren spielt diese Strategie eine wesentliche Rolle. Mit ihrer Hilfe kann die Gesamrendite und das Gesamtrisiko eines Portfolios durch die Veränderung der Asset-Allocation gesteuert werden. Die unterschiedliche Entwicklung der Einzelwerte in den verschiedenen Asset-

Klassen ermöglicht eine positive Performance des Portfolios, obwohl einzelne Teile sich vielleicht negativ entwickelt haben. Zwei typische Strategien stellen die Fokussierung und die Diversifikation dar. Erwartet ein Anleger in bestimmten Anlagesektoren ein geringeres Risiko oder eine besonders hohe Rendite, engagiert er sich verstärkt in diesen Asset-Klassen. Für die Beurteilung der Anlagesituation muss er aber entsprechende Informationen und Erfahrungen verfügen. Im Falle der Diversifikation minimiert ein Anleger die Abhängigkeit von der Entwicklung einer einzelnen Asset-Klasse durch eine ausreichende Streuung. Auf diese Weise kann durch die Diversifikation das Risiko bei gegebener geplanter Rendite minimiert oder aber bei vorgegebenem Risiko die Rendite maximiert werden. Zudem lassen sich beide Strategievarianten kombinieren, indem beispielsweise ein Anleger in Immobilien investiert, die Investments aber weltweit verteilt.

Die klassischen Eigenschaften der Immobilie als wertstabiles Investment mit guten Erträgen machen sie zu einem für die Investoren sehr interessanten Asset. Auf der anderen Seite bedeutet dies aber auch eine Entkopplung des Objektes von den Investoren, die die jeweiligen Immobilien zumeist überhaupt nicht kennen. Spekulative Preisentwicklungen werden auf diese Weise ermöglicht, welche eben nicht auf immobilientypische Marktentwicklungen zurückgehen, sondern ihre Ursache in Veränderungen des Kapitalmarktes haben.

3. Daten und Statistiken

Eine exakte Definition von Immobilien-Investmentmärkten liegt nicht vor, so dass von den verschiedenen Marktbeobachtern (u.a. Makler) unterschiedliche Abgrenzungen vorgenommen werden. Aufgrund der Vertraulichkeit bei den Kaufverträgen gibt es bei der Erfassung der Transaktionen – regional differenziert – grundlegende Schwierigkeiten. Somit werden teilweise nur plausible Schätzungen vorgenommen, die einen Teil der beobachtbaren Abwei-

chungen erklären können. Da keine offiziellen Statistiken vorliegen, werden von den Marktbeobachtern auch nur die Investments berücksichtigt, von denen sie Kenntnis erlangen. Weiterhin werden je nach Quelle neben den gewerblichen Immobilienobjekten auch Wohninvestments berücksichtigt. Üblicherweise werden sowohl mit Share- als auch mit Asset-Deals beide Unterarten von Immobilieninvestitionen erfasst. Als Share-Deal werden solche Transaktionen bezeichnet, bei denen Investoren nicht die betreffenden Immobilien selbst erwerben, sondern Anteile an einer Objektgesellschaft, die ihrerseits eine oder mehrere Immobilien hält. Beim Asset-Deal erwirbt der Investor eine Immobilie hingegen direkt (von der IVD werden nur diese Deals berücksichtigt). Ebenfalls erfolgt die Unterscheidung zwischen institutionellen und privaten Investoren nicht einheitlich, so dass sich unterschiedliche statistische Entwicklungen ergeben.

3.1 Der globale Immobilien-Investmentmarkt

Das Geschehen auf den weltweiten Immobilien-Investmentmärkten wird von den amtlichen Statistiken nicht erfasst, so dass hier auf die Daten der Makler bzw. Analysten zurückgegriffen wird. Im Folgenden werden überwiegend die Daten von Cushman & Wakefield für die gewerblichen Transaktionen verwendet; auf anderen Quellen wird gesondert hingewiesen.

Datenlage uneinheitlich

Unterschiede in den Daten können im Wesentlichen auf folgende Ursachen zurückgeführt werden. So werden bei den gewerblichen Transaktionen die Investments in Büro-, Einzelhandel-, Logistik- und Spezialimmobilien sowie sonstigen Immobilien erfasst, nicht aber die Transaktionen bei Development-Projekten sowie die Investitionen in Mehrfamilienhäuser. Unterschiede können sich so durch differenzierte Abgrenzungen bei den gewerblichen Objekten erklären. Zudem können selbst bei gleicher Tendenz die zugrunde liegenden Werte sehr unterschiedlich sein.

Weiterhin lassen sich die Unterschiede durch die Verwendung von Wechselkursen begründen. Die Transaktionen werden jeweils in US-Dollar (USD) und somit mit Hilfe eines Wechselkurses erfasst, wenn sie in anderer Währung getätigt werden. Bei Jones Lang LaSalle werden z. B. die Transaktionswerte zum jeweiligen durchschnittlichen Tageskurs des Quartals in USD umgerechnet. Somit werden die Wechselkursschwankungen nicht herausgerechnet, wodurch sich allein schon deutliche Unterschiede bei den Transaktionswerten ergeben können. Wechselkursschwankungen zwischen den verschiedenen Jahren haben zum einen teilweise signifikanten Einfluss auf die Wachstumsraten der Transaktionen. So wuchs das globale Transaktionsvolumen 2006 in USD um knapp 30 v. H. und in Euro nur um gut 20 v. H. Zum anderen sind die Wechselkurse als wichtige Determinante für die Asset-Allokation immer wieder Anlass für Spekulationen, teilweise werden Transaktionen hierdurch erst ausgelöst. So profitierte z. B. Großbritannien 2009 von der relativen Schwäche des britischen Pfunds.

Letztlich ist sehr auffallend, dass die Datenreihen in den verschiedenen Jahresberichten nicht miteinander kompatibel sind. Die Wertangaben für die vorangegangenen Jahre stimmen häufig nicht mit den Angaben aus den Vorjahresberichten aus der gleichen Quelle überein, von daher sind die Aussagen auch nur bedingt aussagefähig. Eine Ursache hierfür kann der frühe Veröffentlichungstermin sein, so dass in dem Folgejahr mit hoher Wahrscheinlichkeit Veränderungen vorgenommen werden müssen.

Dynamische Entwicklung des globalen Immobilien-Investmentmarktes

Auf dem globalen Immobilien-Investmentmarkt war in der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts eine sehr dynamische Entwicklung festzustellen (vgl. Schaubild 9). Insgesamt haben sich die weltweiten Transaktionen im Aufschwung mehr als versechsfacht. So war z. B. das durchschnittliche Transaktionsvolumen eines Quartals im Jahr 2006 genauso hoch wie das im gesamten Jahr 2001. Auf dem Zenit im Jahr 2007 betrug das globale Transaktionsvolumen nach Cush-

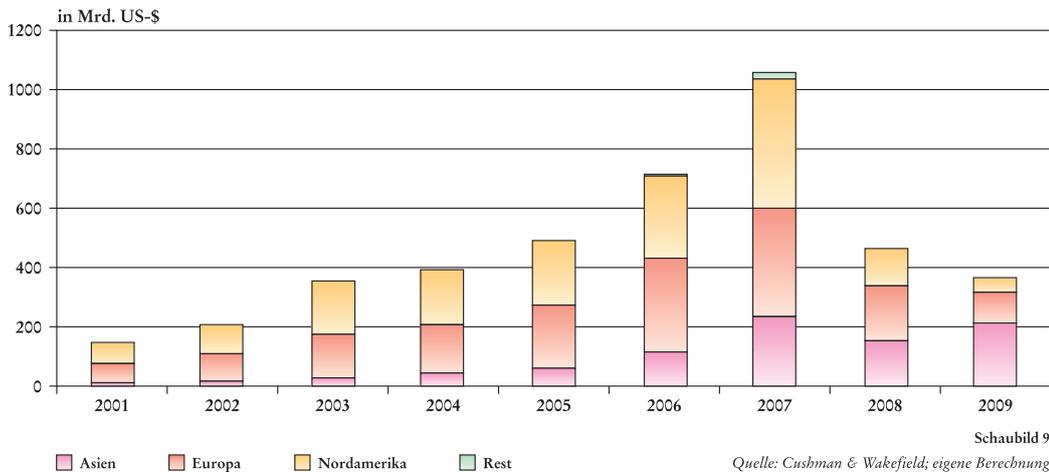
man & Wakefield über 1.061 Mrd. USD (nach Jones Lang LaSalle: 759 Mrd. USD). Im darauf folgenden Abschwung ging das Volumen aber bis 2009 wieder drastisch um zwei Drittel zurück, bei Jones Lang LaSalle betrug der prozentuale Rückgang sogar 72,5 v. H. Dies ist darauf zurückzuführen, dass deutliche Differenzen beim globalen Transaktionsvolumen bestehen: Cushman & Wakefield weist ein Volumen von 366 Mrd. USD aus, während Jones Lang LaSalle nur 209 Mrd. USD angibt. Die Unterschiede liegen vor allem beim Transaktionsvolumen in Asien.

Gemeinsam ist bei allen Analysen die Annahme, dass die Talsohle im Sommer 2009 wieder durchschritten worden ist. Das globale Transaktionsvolumen war im II. Halbjahr doppelt so hoch wie im ersten Halbjahr. Die Käufer wurden von den relativ zu anderen Assets niedrigen Preisen und hohen Renditen angezogen. Außerdem hat sich die Liquiditätssituation verbessert, auch wenn die Banken noch immer zurückhaltend in ihrer Kreditpolitik sind. Letztlich war es ebenfalls der Ausblick auf verbesserte realwirtschaftliche Bedingungen. Auch wenn es in den meisten Regionen Verbesserungen gab, wuchs das Transaktionsvolumen besonders stark in Asien (lt. Cushman & Wakefield).

Büroimmobilien dominieren

Bei den Objekten dominierten bei den Investoren über alle Jahre mit Ausnahme von 2009 die Büroimmobilien. Fast die Hälfte des Transaktionsvolumens entfiel auf Büros. In der Gunst der Investoren folgten Einzelhandels- und Logistikimmobilien. Zwar wiesen beide Bereiche absolutes Wachstum auf, das aber im Marktvergleich unterdurchschnittlich ausfiel, so dass deren Anteile am Marktvolumen sanken. Tendenziell mehr Anteile gewannen hingegen die sonstigen Immobilien. Im Verlauf des Booms kamen zunehmend mehr Investoren auf den Markt, die ein opportunistisches Risikoprofil aufwiesen. Sie suchten eine höhere Rendite abseits der traditionellen Märkte. Das Jahr 2009 stellt gegenüber den Vorjahren eine Ausnahme dar. Die Investments in die traditionellen Objekte brachen ein, wohingegen insbesondere in Asien lt. Cushman & Wakefield in Grundstücke investiert wurde.

Globaler Immobilien-Investmentmarkt



Nach den Investmentzielen hatten die USA bis 2008 stets das höchste Transaktionsvolumen. In der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts fand hier sogar die Mehrzahl der Transaktionen statt. Im folgenden Boom setzte rasch die Suche nach neuen Investmentmöglichkeiten ein, aber auch in den Core-Märkten wurde weiter investiert. Die zunehmend auf dem Markt auftretenden opportunistischen Investoren suchten höhere Rendite auch in aufstrebenden oder B-Märkten (neue geografische Märkte, die außerhalb der Core-Bereiche liegen). Daher sank der Anteil der USA zunächst auch nur leicht. Erstmals tauchte China 2007 unter den Top 10 Zielländern auf und wurde 2009 erstmals zum größten Investmentmarkt der Welt, gefolgt von UK und erst an dritter Stelle folgten die USA.

2008 Abkühlung der Entwicklung

Der Rückgang im Kreditangebot und die stark angestiegenen Kosten der Finanzierung von Immobilientransaktionen führten 2008 zu deutlichen Rückgängen der Aktivitäten. Auch wenn die Symptome des Problems ähnlich sind, erfolgte der Rückgang regional und insbesondere auf Ebene der Länder sehr differenziert.

Der Boom an den globalen Immobilien-Investmentmärkten zeigte sich am deutlichsten an dem starken Anstieg der Cross-Border Investments, bei denen Käufer und/

oder Verkäufer sich in einer anderen Region als die Immobilie selbst befindet. Noch Anfang des vergangenen Jahrzehnts waren nur geringe Aktivitäten von Investoren in anderen Ländern zu verzeichnen. Im Zuge des Booms beim Transaktionsvolumen stieg der Anteil der Cross-Border Investments kontinuierlich an und erreichte im Jahr 2007 mit durchschnittlich einem Drittel des Volumens seinen Höhepunkt. Der Zusammenbruch zeigte sich hier auch wiederum eindrucksvoll. Die Cross-Border Investments sind seit Ihrem Höhepunkt 2007 drastisch gefallen, nach Recherchen von DTZ um gut 80 v. H. bis zum Jahr 2009.

2009 Binnenmarktkonzentration

Im Jahr 2009 konzentrierten sich die Transaktionen wieder vornehmlich auf den jeweiligen Binnenmarkt: der Marktanteil der grenzüberschreitenden Käufe sank auf nur noch ein Fünftel der Transaktionen (nach Jones Lang LaSalle waren es sogar nur noch 10 v. H.). Besonders stark waren die Emerging Markets in Lateinamerika, Europa und Asien betroffen, die vor allem unter dem drastischen Wechsel der Risikostrategie der Investoren litten. Auf der einen Seite scheuten die Investoren das Risiko; auf der anderen Seite standen Kredite nur eingeschränkt für derartige Aktionen zur Verfügung.

Die Entwicklung des Transaktionsvolumens und die Finanz- und Wirtschaftskrise hat

sich entsprechend auf die Wertentwicklung der Immobilien ausgewirkt. Aufgrund des Fehlens eines weltweiten Indikators wird auf verschiedene nationale Indikatoren zurückgegriffen, um die Preisentwicklung u.a. auch bei den einzelnen Objektarten im Zeitablauf nachzuvollziehen. Allen gemeinsam ist aber ein ähnlicher Verlauf, so liegt der Tiefpunkt bei den Werten ungefähr im Jahr 2004/05 und der danach einsetzende Boom hatte seinen Höhepunkt in 2007. Der anschließende Abschwung endete weitgehend im vergangenen Jahr.

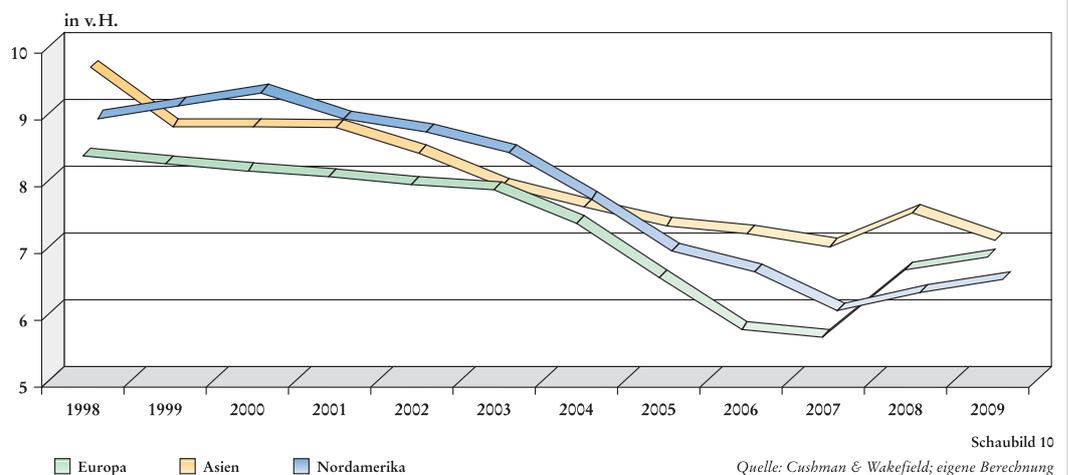
Preisentwicklung vom Investmentzyklus bestimmt

So stiegen die Preise für Büroimmobilien in New York um rund 150 v. H., um dann wieder um 60 v. H. bis 2009 zu sinken. Dementsprechend liegen die Werte heute ungefähr wieder auf dem Niveau von 2004. Die Renditen sanken zunächst um über 400 Basispunkte, um dann wieder um gut 250 Basispunkte zu steigen. Die Werte europäischer Immobilien werden von CB Richard Ellis auf der Basis ihrer Fondsbewertungen analysiert und geben so einen Überblick über die Entwicklung von institutionell gehaltenen Investments. Mit dem Rückgang der Marktliquidität ist auch bei CBRE ein Wertrückgang bei allen Immobilienarten festzustellen. Nach sieben aufeinander folgenden Quartalen kam es im IV. Quartal 2009 im Durchschnitt aller europäischer Märkte zu einer Stabilisierung.

Diese Entwicklung spiegelt sich auch bei den Renditen wider (vgl. Schaubild 10). Seit Ende der 90er Jahre sinken die Renditen (insgesamt im Durchschnitt aller Objekte) in den drei Weltregionen Nordamerika, Europa und Asien, wenn auch nicht bei allen Objekten und in allen Regionen im gleichen Ausmaß und jederzeit. Ausgelöst durch die seit 2004 stark steigenden Preise kam es zu dem vernehmlichen Rückgang der Yields. Insbesondere aber in den sich entwickelnden Märkten war der Renditerückgang dramatisch. Die Talsohle wurde im Verlauf des Jahres 2007 erreicht, wobei dies in Nordamerika und Europa im I. und in Asien im II. Halbjahr geschah.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise ließ die Nachfrage nach Immobilien zusammenbrechen, mit den entsprechenden Auswirkungen auf Preise und damit Renditen. Seit dem stiegen die Renditen in Nordamerika kontinuierlich um rund 150 Basispunkte an, jedoch schwächte sich der Anstieg im letzten Halbjahr deutlich ab. In Europa betrug der Anstieg hingegen gut 125 Basispunkte, aber in 2009 kam es seit dem Sommer schon wieder zu einem leichten Rückgang. Weniger ausgeprägt war der Anstieg in Asien mit nur rund 50 Basispunkten, wobei hier schon seit dem Jahresende 2008 die Renditen wieder fallen. Die stagnierende Entwicklung bei den Renditen (und fallenden bei den prime assets) in den letzten Monaten ist auf eine wachsende Nachfrage und einem dazu nicht korrespondierenden Anstieg beim Angebot zu-

Renditen (durchschnittlich über alle Sektoren)



rückzuführen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass in den meisten Märkten die Renditen ihren Höhepunkt im Verlauf dieses Jahres gefunden haben.

3.2 Der deutsche Immobilien-Investmentmarkt

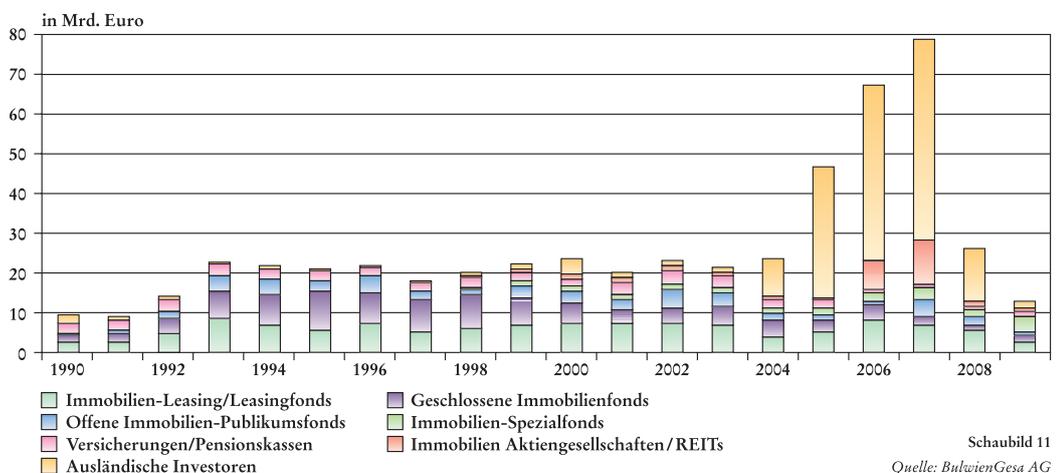
Der Immobilienbestand institutioneller Investoren in Deutschland wird von der BulwienGesa AG auf insgesamt rund 385 Mrd. Euro für das Jahr 2009 geschätzt. Dabei entfallen die größten Anteile mit rund einem Drittel auf Geschlossene Fonds und zu einem Viertel auf Immobilien-Leasinggesellschaften. Gut ein Fünftel des Bestandes wird von ausländischen Investoren gehalten (vgl. Schaubild 11). Auch wenn das Anlageverhalten nicht eindeutig den einzelnen Investorengruppen zuzuordnen ist, erfolgt ein derartiger Versuch von der BulwienGesa AG. Ergebnis dieser groben Abschätzung ist, dass das langfristige Anlageverhalten bei den Investoren dominiert und die kurzfristigen Anlagestrategien nur eine untergeordnete Rolle spielen. Anlagestrategie und -horizont können aber nur schwerlich den einzelnen Investmenttypen zugerechnet werden und auch innerhalb der einzelnen Investorengruppen sind diese differenziert. Insbesondere durch das verstärkte Vordringen ausländischer Investoren hat sich das Anlageverhalten insgesamt verändert: sowohl die Strategie als auch die Haltedauer werden aktiv von den Investoren bestimmt.

Vier Phasen der Immobilien-Investmentmarktentwicklung in Deutschland

In den vergangenen Jahren hat sich der deutsche Immobilien-Investmentmarkt spürbar gewandelt und ist deutlich dynamischer geworden; unterschieden werden können drei verschiedene Phasen. Bis zur **Vereinigung** war dieser Markt jahrelang fast ausschließlich von deutschen Investoren dominiert. So gehörten Lebensversicherungen und Offene Immobilienfonds zu den einzigen nennenswerten institutionellen Investoren, die überwiegend eine „buy and hold“-Strategie verfolgten. Mit **Beginn der 90er** Jahren kamen verstärkt weitere Investoren auf den Markt: die Geschlossenen Immobilienfonds. Deren Expansion ist vor allem auf steuerliche Aspekte zurückzuführen. Für Anleger waren sie vornehmlich ein Steuersparvehikel dank der großzügigen steuerlichen Förderung wie z. B. der Sonder-AfA. Insgesamt war es ein vergleichsweise abgeschlossener Markt und ausländische Investoren waren fast nicht vorhanden.

Eine Abkehr zur „buy and sell“-Strategie und ein vermehrtes Interesse deutscher Anleger an ausländischen Märkten mit dem gleichzeitigen Auftreten ausländischer Investoren in Deutschland kennzeichneten die folgende Periode. Ab **Ende der 90er** Jahre kamen die ausländischen Investoren in deutlich höherer Zahl hinzu, wozu vor allem die internationalen Beteiligungsgesellschaften (Private-Equity-Fonds) zählten. In

Deutschland: Investmentvolumen institutioneller Anleger



Deutschland erwarben diese überwiegend größere Portfolios, die zunächst vornehmlich aus dem Wohnungsbereich stammten. Zunehmend wurden dann auch Gewerbeimmobilienportfolios gehandelt. Die Portfoliotransaktionen und die Aktivitäten der ausländischen, opportunistisch orientierten Anleger trugen wesentlich zu den Rekordtransaktionsvolumina bei.

Ab Mitte des letzten Jahrzehnts verbuchte der deutsche Immobilien-Investmentmarkt immer neue Rekorde. Es engagierten sich zunehmend weitere opportunistische Investoren, die immer risikofreudiger wurden und die günstigen Kapitalmarktbedingungen ausnutzten. Einige Marktteilnehmer agierten in diesen Boomjahren primär wie Finanzinvestoren und waren zur Steigerung ihrer Eigenkapitalrenditen sehr hoch fremdfinanziert. Für einige Investoren wurde dies zu einem zentralen Element ihrer Strategie.

Das Verhalten opportunistischer Investoren ist auch durch die Marktbedingungen zu erklären. Aufgrund der starken Liquiditätsentwicklung befanden sich die Zinsen auf historischen Tiefständen. Dies ermöglichte den Leverage-Effekt. Das relativ hohe Renditeniveau und niedrige Finanzierungskosten erhöhten bei hohem Fremdkapitaleinsatz die Eigenkapitalrendite drastisch. Gleichzeitig wurden dadurch auch die Finanzierungen immer spekulativer. Auch wenn es bereits ab Jahresmitte 2007 – dem Zenit des Investmentzyklus – zu einem deutlichen Rückgang der Aktivitäten kam, wurde 2007 das höchste jemals in Deutschland getätigten Gewerbeimmobilien-Transaktionsvolumen erreicht.

Durch die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise haben sich 2008 auch die Rahmenbedingungen des Immobilien-Investmentmarktes geändert. Die Anfangsrenditen der Investments waren in den Vorjahren deutlich gesunken, gleichzeitig haben sich die Finanzierungskosten erhöht. Aufgrund des brach liegenden Interbankenmarktes sind die Liquiditätskosten deutlich angestiegen. Die Banken verfolgten zudem eine sehr viel restriktivere Kreditvergabepolitik. So sind auch ihre Ansprüche an den zu leis-

tenden Eigenkapitaleinsatz der Investoren gestiegen. Die Renditespanne der Investoren verkleinerte sich und somit auch die Möglichkeit, die Verzinsung des Eigenkapitals mit Hilfe eines hohen Fremdkapitalsanteils zu erhöhen. Entsprechend änderten sich auch die Investoren. Die opportunistischen, rein leverage-gesteuerten Anleger zogen sich zurück und sicherheitsorientierte Anleger dominierten. Auf der Käuferseite dominierten nun wieder Anleger mit einem vergleichsweise hohen Eigenkapitaleinsatz

Als Resultat der veränderten Rahmenbedingungen hat sich das Transaktionsvolumen 2008 um rund zwei Drittel verringert und halbierte sich 2009 noch einmal auf nun rund 13 Mrd. Euro. Dabei kam es aber im Verlauf des Jahres 2009 zu einer Trendumkehr. Im ersten Halbjahr waren die Aktivitäten fast vollständig zum Erliegen gekommen; im zweiten Halbjahr 2009 – und vor allem im IV. Quartal – kam es zusammen mit der wirtschaftlichen Erholung zu einer moderaten Belebung.

Die Belebung am Immobilien-Investmentmarkt ist auch darauf zurückzuführen, dass es zu einer zunehmenden Annäherung der bis dahin deutlich divergierenden Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern kam. Vielfach wurden aus den früher opportunistisch ausgerichteten ausländischen Investoren Verkäufer. Sie waren gezwungen, sich angesichts der nicht erfüllten Geschäftsstrategien von ihren in der Boomphase gekauften Immobilienbeständen in Deutschland zu trennen. Auch bei den Käufern kam zu einem Wandel. Die Renditespreads sanken und die Finanzierungskosten näherten sich wieder den Immobilienrenditen von Büro- und Einzelhandelsobjekten an. Die eigenkapitalstarken Investoren konzentrierten sich dabei vor allem auf Core-Immobilien, also moderne Objekte an guten Standorten mit bonitätsstarken Mietern.

Besonderheit der Entwicklung

Um die Besonderheit der Entwicklung in den Boomjahren herauszuarbeiten, wird ein Vergleich mit den Durchschnittswerten dieser Jahre vorgenommen. Nach den Statistiken der BulwienGesa AG lag das Transak-

tionsvolumen der institutionellen Investoren in den Jahren zwischen 1993 und 2004 relativ konstant bei gut 20 Mrd. Euro. Schon 2005 hatte sich das Investmentvolumen im Vergleich zum Durchschnitt der Vorjahre verdoppelt, in den beiden Folgejahren war es jeweils um mehr als das Dreifache höher (2007: knapp 80 Mrd. EUR). Bei diesem längerfristigen Vergleich stellen die zwei Rekordjahre 2006 und 2007 zwei absolute Ausnahmeergebnisse dar. Auch das Ergebnis von 2008 war noch überdurchschnittlich, während das Jahr 2009 mit einer Abweichung von rund 40 v. H. vom langfristigen Trend eine starke Übertreibung nach unten darstellt.

Bedeutung ausländischer Investoren

Die Immobilien-Investmentmärkte erfuhren einen erheblichen Schub durch den Einstieg internationaler Investoren. Angestoßen und im Wesentlichen verantwortlich für den Boom waren die ausländischen Investoren, die erstmals 2004 vermehrt auftraten. In diesem Jahr aber verdrängten sie zunächst vorwiegend die inländischen Investoren. Erst in den Folgejahren kam es durch die Ausländer zu einem drastischen Anstieg der Transaktionen. Waren es zunächst Transaktionen auf dem Wohnungsmarkt (Paketkäufe von Wohnungen), nahm 2006 auch das Interesse ausländischer Investoren an gewerblichen Immobilien deutlich zu. Im Schaubild sind die Daten der BulwienGesa AG dargestellt, die den Höhepunkt in den Jahren 2005 bis 2007 sehen. In dem Zeitraum wurden rund zwei Drittel aller Aktivitäten von Ausländern getätigt.

Erst 2006/07 folgten mit einer deutlichen zeitlichen Verzögerung die inländischen Investoren. Hierbei waren es im Inland vor allem Immobilien Aktiengesellschaften und Spezialfonds für institutionelle Anleger, die sich in den Boomjahren überdurchschnittlich engagierten. In diesen Jahren haben sich dagegen die Versicherungen bzw. Pensionskassen sowie die Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds wesentlich weniger engagiert als im langfristigen Durchschnitt. Im letzten Jahr waren die ausländischen Investoren fast wieder vollständig verschwunden, wenn überhaupt, dann traten sie als Verkäufer auf.

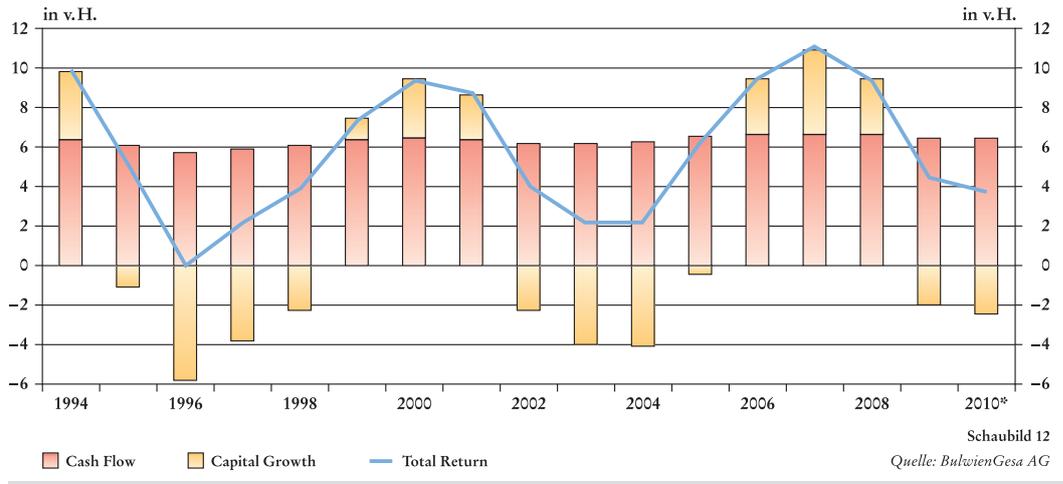
Schnelle Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Wertentwicklung

Die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich nicht nur vergleichsweise schnell und direkt auf Umfang und Tempo der Transaktionen sondern auch auf die Kaufpreis- und Renditeentwicklungen ausgewirkt. Für die Darstellung der Wertentwicklung wird im Folgenden auf den Indikator VICTOR von Jones Lang LaSalle zurückgegriffen. Es wird die Wertentwicklung für Büroimmobilien in fünf Top-Standorten in Deutschland im VICTOR erfasst. In wichtigen Teilmärkten wird die Preisentwicklung des vermieteten Büroflächenbestandes untersucht und ungewichtet in einem Gesamtindex gemittelt. Hiernach ist der Indikator von seinem Tiefpunkt im letzten Quartal 2004 um mehr als 30 v. H. bis Mitte 2007 angestiegen. Danach kam es zu kontinuierlichen Wertverlusten, so dass zur Jahresmitte 2009 mit einem Indexstand von knapp 100 der Ausgangswert des Jahres 2003 wieder erreicht wurde. Seit diesem Tiefpunkt haben sich die Werte wieder leicht erholt. Dabei profitierten die Märkte von dem deutlich aufgehellten Investmentumfeld mit fallenden Anfangsrenditen in allen Märkten. Die Erholungsphase wird stark von externen Einflüssen bestimmt. Neben den indirekten Einfluss der Realwirtschaft, durch ihre Kopplung über die Vermietungsmärkte, werden direkte Effekte des Kapitalmarktes (Finanzmarktumfeldes) die weitere Entwicklung bestimmen.

Renditeentwicklung anhand des German Property Index

Bei der Darstellung der Renditeentwicklung wird der German Property Index (GPI) verwendet. Der GPI ist ein Immobilien-Performance-Index, der auf der Grundlage vorhandener Marktdaten von der BulwienGesa AG berechnet wird (vgl. Schaubild 12). Der GPI stellt die Gesamrendite der Immobilie (Total Return) dar und ergibt sich aus dem Capital Growth Return (Wertänderungsrendite) und dem Cash Flow Return (Rendite aus laufenden Mieterträgen). Der Index berechnet sich aufgrund von 127 Marktständen in den Segmenten Büro, Einzelhandel, Wohnen und Logistik.

German Property Index



Der zyklische Verlauf des GPI wird insbesondere durch die Entwicklung des Capital Growth bestimmt, während der Cash Flow über die Jahre hinweg relativ stabil ist. Entsprechend des hohen Transaktionsvolumens mit der starken Nachfrage ausländischer Investoren in 2007 erreicht der GPI aufgrund der hohen positiven Wertänderungen seinen Höhepunkt. Noch 2008 verzeichnete der GPI eine positive Wertveränderung aller Immobilien, während für die Jahre 2009 und 2010 von der BulwienGesa AG eine negative Entwicklung prognostiziert wird.

Exkurs: Immobilienumsätze des IVD

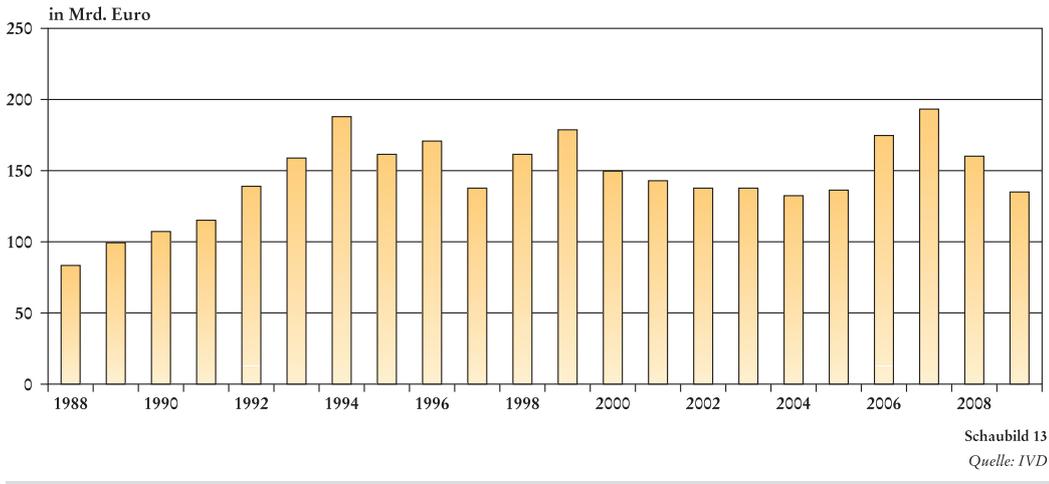
Zum bundesweiten Transaktionsgeschehen auf den Immobilienmärkten bestehen keine amtlichen Statistiken. Daher werden anders als bei den Daten der Makler vom Immobilienverband Deutschland (IVD) die Immobilienumsätze näherungsweise aus dem Grunderwerbsteueraufkommen abgeleitet, das vom Bundesministerium der Finanzen erhoben wird. Das Immobilienumsatztransaktionsvolumen beziehungsweise der Immobilienumsatz umfasst sämtliche privaten und gewerblichen Immobilientransaktionen, die der Grunderwerbsteuer unterliegen. Dementsprechend werden in der IVD-Statistik Share-Deals – also der Verkauf von Immobilien-Unternehmen nicht erfasst. Da die überwiegende Zahl der Transaktionen der Grunderwerbsteuer

unterliegt, ist diese Statistik ein geeignetes Mittel, die jährlichen Immobilienumsätze zu erfassen.

Das Transaktionsvolumen unterlag dabei im Zeitablauf erheblichen Schwankungen (vgl. Schaubild 13). Während Mitte der 90er Jahre sich vor allem der Wiedervereinigungsboom positiv bemerkbar machte, waren es sonst vor allem steuerliche Änderungen durch den Gesetzgeber, die sich auswirkten. Vorzieheffekte durch die Abschaffung der Eigenheimzulage (2006) und die Erhöhung der Grunderwerbsteuer (2007) begünstigten die Umsatzentwicklung. Aber erst der Boom an den Investmentmärkten führte zu deutlichen Veränderungen. Der Boom wirkte sich auch auf die Zusammensetzung der Objekte aus. Hatten die gewerblichen Objekte zuvor einen Anteil von rund 20 v.H. am Umsatz, stieg dieser Anteil in den Boomjahren auf rund ein Drittel.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat die Umsätze – vor allem wegen der Finanzierungsschwierigkeiten bei großen Transaktionen – wieder deutlich zurückgehen lassen. Nach Rückgängen um die jeweils rund 15 v.H. lag der Umsatz im Jahr 2009 bei rund 135 Mrd. Euro. Der aktuelle Immobilienumsatz befindet sich somit wieder auf dem Niveau der Jahre 2002 bis 2005 und unter dem langfristigen Durchschnitt. Der wesentliche Rückgang des Transaktionsvolumens ist zurückzuführen auf den Bereich der gewerb-

IVD – Immobilienumsätze in Deutschland



lichen Investments und hier vor allem auf das Fernbleiben internationaler Finanzinvestoren.

Die Immobilienumsätze des IVD spiegeln den gesamten Markt wider, wobei zu beachten ist, dass bei diesem Indikator die privaten Haushalte dominieren. Hingegen ist der Marktanteil institutioneller Investoren eher klein; vor dem Boom lag er bei durchschnittlich rund 20 v.H. und stieg während des Booms auf gut 30 v.H. Im letzten Jahr lag er aufgrund des geringen Engagements dieser Investoren nur bei knapp 10 v.H. Es ist aufgrund der Zusammensetzung mit einer geringeren Volatilität bei diesem Indikator zu rechnen. Die privaten Haushalte reagieren relativ robust gegenüber der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, während institutionelle Investoren sehr viel sensibler reagieren. So lässt sich auch der deutliche Rückgang der Umsätze dieser Investorengruppe in den letzten beiden Jahren erklären.

**4. Zukunftsperspektiven:
Boom in Sicht?**

Exkurs: Immobilienzyklus

Die Aktivität auf den Immobilienmärkten folgt grundsätzlich einem zyklischen Verlauf, der in die folgenden vier Phasen unter-

schieden wird, welche in ihrer Dauer durchaus variieren können.

Der „up-cycle“ besteht aus der Projektentwicklungs- und Überbauungsphase. In der Projektentwicklungsphase kommt es bedingt durch die stark zunehmende Flächennachfrage zu steigenden Mieten, wodurch wiederum eine Ausdehnung des Flächenangebotes ausgelöst wird. Diese Angebotserhöhung führt in der folgenden Überbauungsphase noch zu weiterer Flächenausdehnung, obwohl die Nachfrage bereits wieder schrumpft und die zunehmenden Leerstände sich negativ auf die Mietpreise auswirken. Diese Entwicklung mündet dann wieder in die Phase der Marktberreinigung. Die zyklischen Bewegungen sind das Ergebnis einer Kombination aus Angebots- und Nachfragewirkungen, die als exogene Faktoren auf die Immobilienmärkte einwirken.

In der Phase der Marktberreinigung kommt es bedingt durch ein Überangebot an Baufertigstellungen zu sinkender Flächennachfrage und zunehmenden Leerständen durch mangelnde Absorption. Daraus resultieren entsprechend niedrige Mieten. In der anschließenden Marktstabilisierungsphase bleibt es zwar zunächst bei relativ niedrigen Mieten, durch die zunehmende Flächennachfrage erhöht sich allerdings die Absorption, wodurch wiederum die Leerstände abnehmen. Beide Phasen werden auch im so genannten „down-cycle“ zusammengefasst.

Exkurs: Investment-Boom

Der typische Ablauf eines Investment-Booms wurde von Charles Kindleberger in seiner „Anatomy of a Typical Financial Crisis“ untersucht. Er unterscheidet in Anlehnung an Hyman Minsky fünf charakteristische Phasen. Er betont besonders die Rolle, die eine leverage-getriebene Kreditaufnahme zur Finanzierung spekulative Assets beim Entstehen einer Blase spielt.

Am Startpunkt der Entwicklung steht eine Veränderung („Displacement“), die durch einen exogenen Schock auf das makroökonomische System ausgelöst wird. Dabei können diese „Schocks“ sehr unterschiedlicher Natur sein. Es kann sich um eine Miss- oder Rekordernte, Kriegsbeginn oder Kriegsende, politische Faktoren oder die Einführung grundlegender neuer Technologien handeln. Entscheidend ist, dass sich ein niedriges Zinsniveau als Resultat der Veränderung einstellt. Ist die Veränderung lang anhaltend genug, wird sie die ökonomischen Erwartungen und Gewinnmöglichkeiten verändern. Die Globalisierung weitet dabei das Wirkungsgeflecht deutlich aus.

Im Anschluss an die Veränderung kommt es nun zur Euphorie („Euphoria“). Die neuen Gewinnmöglichkeiten locken immer mehr Anleger an. Der Bankensektor versucht in dieser Situation seine Möglichkeiten der Geld- und Kreditschöpfung voll auszunutzen. Darüber hinaus werden neue Banken und Investmentgesellschaften gegründet sowie neue Finanzierungsinstrumente zur Schaffung von mehr Liquidität entwickelt. In dieser Phase kann es auch zu einem gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsschub kommen, wenn z. B. in Folge der Euphorie die Nachfrage zunimmt und Unternehmen. Dieser Schub wiederum heizt die Euphorie der Marktteilnehmer noch weiter an.

Im Stadium der Manie („Mania“) überhitzen die Märkte und es kommt zu Blasenbildungen. Die Marktteilnehmer haben extrem optimistische Zukunftserwartungen hinsichtlich der weiteren ökonomischen Entwicklung und gehen von einem Szenario mit dauerhaft steigenden Preisen aus. Dies führt zur Zunahme spekulativer Geschäfte, die

Anlagen werden lediglich zum Zweck des späteren Verkaufs zu einem höheren Preis getätigt. Die Gewinne der bislang erfolgreich agierenden Anleger werden zum Magnet für immer neue Investoren, die hyperaktiv nach irgendwelchen Anlagemöglichkeiten suchen, um ihrerseits von der Gesamtentwicklung zu profitieren.

Erreicht der Investment-Boom seinen Höhepunkt, werden die ersten Insider beginnen aus dem Markt auszusteigen. Dies ist der Beginn der Phase der Besorgnis bzw. des Umschwungs („Revulsion“). Einzelne Ereignisse können diese auslösen, wie beispielsweise das Auffliegen eines Schwindels oder der Zusammenbruch eines Unternehmens. Es setzt eine allgemeine Ernüchterung angesichts der Erkenntnis der viel zu hoch getriebenen Preise ein, die langfristigen (fundamentalen) Wert der Anlage in keiner Weise mehr wiedergeben. Nun fallen die Preise, Unternehmensinsolvenzen nehmen zu und es beginnt die letzte Phase, die Torschlusspanik („Panic“).

Wie auch die Manie treibt die Torschlusspanik sich mit wachsendem Momentum selber an. Nun wollen möglichst alle Anleger den Markt wieder verlassen und aus ihren Investments aussteigen. Dies bringt die Preise noch weiter unter Druck und das Geschäftsmodell der Kurspekulation bricht zusammen. Drei Dinge können diese Entwicklung stoppen: Erstens fallen die Preise auf ein derartig niedriges Niveau, dass Investoren in wenig liquide Anlageklasse zurückkehren. Der Handel mit den Assets wird zweitens zeitweilig bei der Unterschreitung von Preisuntergrenzen ausgesetzt. Schließlich kann drittens eine Zentralbank die Marktteilnehmer überzeugen, dass sie Liquidität in ausreichender Menge bereitstellen wird, um die Nachfrage danach zu befriedigen.

4.1 Ausblick auf das Immobilienangebot

Im Zuge der allgemeinen wirtschaftlichen Belebung werden sich auch die Aussichten für den deutschen Immobilienmarkt in diesem Jahr weiter aufhellen.

Wohnimmobilien preisstabil

Bei den Wohnimmobilien zeigt Deutschland sich als eines der preisstabilsten Länder. Eine geringe Eigentumsquote in Verbindung mit einer eher konservativen Bewertungs- und Finanzierungspraxis haben sehr zu dieser Entwicklung beigetragen. In Verbindung mit der gesamtwirtschaftlichen Erholung gewinnen Investments in deutsche Wohnimmobilien wieder an Attraktivität, auch für ausländische Investoren.

Da auch der Wohnungsneubau seit Jahren rückläufig ist bzw. stagniert ist nicht mit steigenden Leerstandsquoten zu rechnen, was auf eine stabile Miet- und Preisentwicklung schließen lässt.

Wieder steigende Preise bei Gewerbeimmobilien

Etwas anders zeigen sich die Aussichten für die Märkte für Gewerbeimmobilien. Hier mussten in vielen Fällen bereits Preiszugeständnisse gemacht werden, da die Immobilien in der Boom-Phase zu überhöhten Preisen gekauft wurden. Für die Entwicklung in den Kernmärkten erwarten wir einen eher positiven Verlauf. Hier sind bereits Preissteigerungen zu beobachten, die sich auch weiter fortsetzen werden. In diesen Märkten finden sich die Core-Immobilien mit stabilen Cash Flows und einer guten Preisentwicklung. Gerade in einem eher risikoscheuen Umfeld sind dies stark nachgefragte Objekte.

Insgesamt präsentiert sich der deutsche Immobilienmarkt in besserer Verfassung als viele andere Märkte weltweit. Er zeigt sich damit weiter als ein vergleichsweise preisstabiler Markt, wodurch er von der letzten Krise weniger betroffen worden ist als andere internationale Immobilienmärkte. Eine Erholung der Preise würde auch dazu führen, dass wieder mehr Objekte angeboten werden.

Die Voraussetzungen für einen erneuten Boom am Immobilien-Investmentmarkt sehen wir in diesem Jahr allerdings nicht erfüllt. Diese Voraussetzungen bestehen zum Einen in der Realisierung großvolumiger Finanzierungen („Mega Deals“). Zum An-

deren bedarf es der Rückkehr von Investoren, die nicht nur Core-Immobilien, sondern auch Objekte an Sekundärstandorten mit einem anderen Chance-Risiko-Profil nachfragen.

4.2 Was machen die Investoren?

Weltweit erholten sich die Immobilien-Investmentmärkte im ersten Halbjahr 2010 von der internationalen Finanzkrise. Nach Angaben von Jones Lang LaSalle nahm beispielsweise das globale Transaktionsvolumen bei Gewerbeimmobilien im Vergleich zum selben Zeitraum des Vorjahres um das Doppelte auf 130 Mrd. USD zu. Dies bedeutet aber keinesfalls eine Rückkehr zu den Rekordvolumina der Vor-Krisen-Zeit. Im Vergleich hierzu wird für 2010 ein Volumen von weniger als der Hälfte der damaligen Umsätze erwartet.

Eine überdurchschnittliche Entwicklung konnte die Region Amerika verzeichnen. Im zweiten Quartal konnte das Transaktionsvolumen hier um 54 v. H. im Vergleich zum schwachen Vorquartal zulegen. Eher unterdurchschnittlich fiel die Entwicklung in Asien aus. Hier sank das Transaktionsvolumen um 34 v. H. Dennoch kann für das Gesamtjahr eine Steigerung des Transaktionsvolumens von ca. 30 v. H. erwartet werden. In der Region EMEA (Europa, Naher Osten, Afrika) zeigte das Transaktionsvolumen insgesamt eine eher durchschnittliche Entwicklung. Hier konnte im Vergleich zum Vorquartal ein Zuwachs von 15 v. H. auf 23 Mrd. USD festgestellt werden. In Relation zum Vorjahr bedeutet dies eine Zunahme von 80 v. H. Neben Großbritannien als bedeutenden Markt (Anteil am Transaktionsvolumen 40 v. H.) rücken auch die Märkte der skandinavischen Länder, Polens, Frankreichs und Deutschland vermehrt in den Focus der Investoren. Für die Gesamtregion wird für 2010 mit einem Wachstum des Transaktionsvolumens von 35 v. H. gegenüber 2009 gerechnet.

In Deutschland musste zwar im zweiten Quartal ein Rückgang des Transaktionsvolumens um rd. 600 Mio. EUR festgestellt werden, allerdings konnte hier durch die im Frühjahr durch die Griechenlandkrise aus-

gelöste Verunsicherung auch nicht mehr erwartet werden. Hinzu kam die Unsicherheit, die aus der Diskussion über die Veränderung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für offene Immobilienfonds entstand und in deren Folge einige Fonds erneut schließen mussten. Dennoch sind deutsche Gewerbeimmobilien weiterhin eine gute Anlage. Gerade an sichere Investments interessierte Investoren finden zurück auf den deutschen Markt. Wird das komplette erste Halbjahr im Vergleich zum (schwachen) Vorjahreszeitraum betrachtet, relativiert sich das negative Quartalsbild. Das Transaktionsvolumen konnte auf dieser Basis um 148 v. H. zulegen.

Generell gilt für das Jahr 2010 an den Immobilien-Investmentmärkten, dass die Investoren eher risikolose Anlagealternativen bevorzugen. Konkurriert wird derzeit primär um Investments in die Kernmärkte. Hier finden sich gut vermietbare Objekte in Toplagen mit geringem Mietausfallrisiko. Damit erlebt der Markt eine Rückkehr des langfristigen Anlageverhaltens, welches sich an der Ertragskraft einer Immobilie orientiert. Die risikoorientierten Trading-Strategien sind derzeit kaum zu beobachten. Zudem geht der Trend zu überschaubareren Investments, womit die Zeit der großen, leverage-getriebenen Mega Deals erst einmal beendet ist. Kurzfristig werden aufgrund der weiterhin schwierigen Finanzierungsbedingungen zunächst noch die eigenkapitalstarken Gesellschaften den Markt bestimmen. Zu diesen sind Immobilienfonds, Versicherungen, Pensionskassen und Family Offices zu rechnen.

Sehr viel zurückhaltender werden in diesem Jahr die Private Equity Fonds agieren. Weltweit haben diese Fonds im vergangenen Jahr 70 v. H. weniger Kapital akquiriert als im Vorjahr. Dieser Negativtrend wird 2010 zunächst andauern. Verschiedene Fonds leiden unter Wertberichtigungen, der ihr Eigenkapital aufzehrt. Insgesamt erwarten die Investoren von den Fonds eine deutlich risikoaversere Strategie als in der Vergangenheit, so dass auch diese um die Objekte in den Kernmärkten mitbieten.

Eine neue Gruppe von Marktteilnehmern im deutschen Immobilien-Investmentmarkt

könnten Staatsfonds (Sovereign Wealth Funds) werden, die für die Anlage und Verwaltung staatlichen Kapitals verantwortlich sind. Diese Fonds sind bereits seit Langem auf den internationalen Investmentmärkten aktiv. Bislang sind sie im deutschen Markt nur wenig engagiert, dies könnte sich zukünftig allerdings durchaus ändern und für positive Nachfrageeffekte sorgen.

Grundlegende Voraussetzungen für einen erneuten Boom am Immobilien-Investmentmarkt sind zum Einen eine deutlich höhere Anzahl von Anlegern, von denen zum Anderen ein höherer Anteil eine opportunistische, leverage-getriebene Strategie verfolgt.

4.3 Wie entwickeln sich die Finanzierungsrahmenbedingungen?

Seit Beginn des Jahres versucht die EZB, die von ihr zur Krisenbekämpfung bereitgestellte Liquidität Stück für Stück wieder vom Markt zu nehmen. Die Jahresänderungsrate der Geldmenge M3 ist bis einschließlich Mai negativ. Im Juni kam es mit 0,2 v. H. wieder zu einer leichten Ausdehnung. Dies zeigt das Bestreben der EZB, die vorhandene Überschussliquidität einzusammeln. Sie darf hierbei allerdings nicht zu abrupt vorgehen, da die Liquiditätsversorgung der Banken über den Interbankenmarkt nach wie vor nicht reibungslos funktioniert. Zudem vermeidet die Zentralbank eine Erhöhung der Leitzinsen, um die konjunkturelle Erholung nicht zu gefährden.

Für die Entwicklungen in den kommenden Monaten sehen wir vermehrt Chancen, aber auch Risiken. Zu den Risiken ist die weiterhin vorhandene Verunsicherung im Bankensektor als direkte Folge der internationalen Finanzkrise zu rechnen. Ein weiterer Grund für die Unsicherheit ist die ungewisse Entwicklung des regulatorischen Umfeldes für das Bankengeschäft. Dazu zählt neben der Diskussion um eine Bankenabgabe auch die angedachte Transaktionssteuer. Zudem befindet sich als weitere Reaktion auf die Finanzkrise das Reformpaket „Basel III“ derzeit in der Konsultationsphase. Außerdem könnten die in den kommenden Monaten vielfach anstehenden Anschlussfinanzie-

rungen, u.a. großer Portfolios, die Märkte belasten.

Chancen ergeben sich vor allem durch das weitaus verbesserte makroökonomische Umfeld, zu dem auch das nach wie vor niedrige Zinsniveau zu rechnen ist. Die geringen Leitzinsen eröffnen den Banken günstige Refinanzierungsmöglichkeiten. Auch dürften geringere Kreditabschreibungen und Wertauffholungen bei bereits abgeschriebenen Wertpapieren die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken verbessern. Zusätzlich kann der bereits zu beobachtende Anstieg bei den Verbriefungen den Banken wieder mehr Spielraum bei der Kreditvergabe verschaffen.

Grundlegende Voraussetzungen für einen erneuten Boom am Immobilien-Investmentmarkt wären zum Einen, dass das Vertrauen an die Märkte (Banken- und Finanzsektor) zurückkehrt. Zum Anderen wäre weiterhin eine längerfristig verfügbare Überschussliquidität mit niedrigen Zinsen erforderlich, um Zinsarbitragegeschäfte der Banken und leverage-getriebene Investments der Anleger zu ermöglichen.

Insgesamt sehen wir derzeit die Voraussetzungen für einen erneuten Boom am Immobilien-Investmentmarkt wie in den Jahren 2005 bis 2007 als nicht gegeben. Vielmehr rechnen wir mit einem verhaltenen Aufschwung. Es liegt an allen beteiligten Akteuren, durch realistische Risikoeinschätzungen und Berücksichtigung fundamentaler ökonomischer Entwicklungsfaktoren die Bildung einer neuen Blase zu verhindern.

Übersicht der bisher erschienenen Studien:

Juni 2001	Die Finanzierung von Fußballstadien
November 2002	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil I)
Januar 2004	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil II) – Handlungsoptionen für die Zukunft
März 2005	Immobilienmärkte – Einflussfaktoren und Perspektiven
August 2005	Real Estate Investment Trusts
Dezember 2005	Housing Bubble USA – Crash or Soft Landing?
März 2006	Logistikimmobilien – eine neue Chance für den Gewerbeimmobilienmarkt?
September 2006	Liquiditätsschwemme auf deutschen Immobilienmärkten Liquidity hurricane in Germany's property markets
April 2007	Abenteuerland Asien?
August 2007	Herausforderungen für Einzelhandelsimmobilien
März 2008	Zukunft der Wohnimmobilien und der Wohnungsunternehmen in Deutschland
August 2008	Entwicklungstrends für Hotelimmobilien in Deutschland
April 2009	Demographische Herausforderungen für die Immobilienmärkte
August 2009	Einzelhandelsimmobilien – Trends auf der Angebotsseite
März 2010	Büroimmobilienmarkt der Zukunft

DEUTSCHE / HYPO

Ein Unternehmen der NORD/LB

Deutsche Hypothekenbank
(Actien-Gesellschaft)

30159 Hannover
Georgsplatz 8
Telefon +49 511 3045-0
Telefax +49 511 3045-459
Mail@Deutsche-Hypo.de
www.Deutsche-Hypo.de

10719 Berlin
Uhlandstraße 165/166
Telefon +49 30 8 82 73 31
Telefax +49 30 8 83 26 48