

### **3. FINANZMARKT UND ENTBETTUNG IN DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT**

---

Mit dem Begriff property-led development wurde im vorigen Kapitel der stärkere Einbezug privater immobilienwirtschaftlicher Akteure in die Formulierung und Umsetzung von Planung betont. Das Ziel ist die Erneuerung und Anpassung der gebauten Umwelt an veränderte sozioökonomische Bedingungen in der postindustriellen Stadt. Es sollen damit Voraussetzungen für ökonomisches und demographisches Wachstum geschaffen werden. Es ergeben sich diesbezüglich mehrere Fragen:

- Auf welche (Akteurs-)Strukturen trifft diese Politikausrichtung in der Immobilienwirtschaft? Welche Verhältnisse und Entwicklungen bestehen rund um Immobilien und Immobilieneigentum (»property«)? Im Zuge der Liberalisierung nationaler Finanzsysteme (Lütz 2002) hat sich die Bewertung von Immobilienanlagen verändert. Galten sie bislang als eine langfristige, schwer kalkulierbare und kapitalintensive Anlageform, so haben neue Finanzierungsmöglichkeiten – Aktien, Anleihen, Verbriefung von Schulden, Optionen etc. – dazu beigetragen, Immobilien zu einer attraktiven Anlageform in einem breit gestreuten Portfolio zu machen. Welche Konsequenzen ergeben sich aus einer Angleichung der Anlageformen?
- Was ist die immobilienwirtschaftliche Perspektive auf den städtischen Raum und innerstädtische Konversionsflächen? In der Immobilienwirtschaft werden innerstädtische Flächen in Wirtschaftsmetropolen sehr hoch bewertet. Solche Flächen stellen aussichtsreiche Kapitalanlagen dar. Die Attraktivität ergibt sich aus der hohen Nach-

frage nach innerstädtischem Wohn- und Büroraum. Wer sind die Akteure und welche Interessen verfolgen sie?

- Wenn es stimmt, dass diese Flächen/Lagen eine hohe Nachfrage/Wertschätzung genießen, trifft dann die Annahme zu, dass Strategien eines property-led development dort besonders tragfähig sind? Immerhin gibt es interessierte Investoren und Nutzer. Aus dieser Konstellation könnte sich eine Win-win-Situation für Immobilienwirtschaft und lokalem Staat ergeben. Wenn beide Seiten davon profitieren könnten, würde dies doch die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass ein Projekt umgesetzt wird und (Teil-)Ziele des lokalen Staates verwirklicht werden. Handelt es sich bei der Entwicklung innenstadtnaher Flächen also um ein gestaltbares Feld lokaler Politik? Welchen Einfluss hat der Immobilienzyklus? Inwieweit beeinflusst er die immobilienwirtschaftlichen Tätigkeiten?

Im Folgenden werden zuerst in idealtypischer Weise die privatwirtschaftlichen Immobilienakteure und ihre Beziehungen zueinander dargestellt. Danach wird der Einfluss immobilienwirtschaftlicher Zyklen auf die Entwicklung immobilienwirtschaftlicher Tätigkeiten analysiert, um im Anschluss daran die Veränderungen zu reflektieren, die durch Liberalisierungen nationaler Finanzsysteme entstanden sind. Die Liberalisierungen bedeuten vor allem eine Veränderung der Akteurskonstellationen und eine Verschiebung der Machtverhältnisse in der Immobilienwirtschaft und innerhalb von Städten.

Ziel dieses Kapitels ist es, ein Verständnis immobilienwirtschaftlicher Zusammenhänge, Akteurskonstellationen und Verwertungsprozesse zu schaffen. Die Analyse der Auswirkungen finanzwirtschaftlicher Liberalisierungen auf die Immobilienwirtschaft soll helfen, den Spielraum von property-led development zu verstehen. Dies beinhaltet, die Interdependenz weltwirtschaftlicher und immobilienwirtschaftlicher Entwicklungen zu reflektieren, aufgrund derer sich lokale immobilienwirtschaftliche Konstellationen verändern. Welche Kalkulationen und Spekulationen bewegen die Akteure?

### **3.1 Akteurskonstellationen**

Der Begriff Akteure umfasst in dem hier verwendeten Sinne weniger Individuen, sondern überwiegend Organisationen und institutionalisierte Gruppen von Menschen. Handlungsweisen einzelner Individuen können durchaus Bedeutung erlangen; deren Handlungsweisen sind allerdings – in dem hier interessierenden Zusammenhang – in der Regel auf Strate-

gien und Prinzipien von Institutionen und Organisationen zurückzuführen, und stellen wiederum eine Interpretation und Reaktion auf Herausforderungen des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Umfeldes dar. In diesem Sinne ist es sinnvoller, Organisationen und deren interne Logik, Arbeitsweisen und Ausrichtungen zu untersuchen als einzelne Personen. Die Analyse von Organisationen und Institutionen als Akteure erfordert in diesem Verständnis eine Kontextualisierung, d. h. eine Einbettung der Akteure in ihrem Handlungsfeld.

Immobilienentwicklung umfasst die Tätigkeiten rund um die Schaffung von physischer Infrastruktur, d. h. die Herstellung und Formung der gebauten Umwelt für den Austausch von Informationen, der Produktion von Gütern und die physischen und juristischen Transaktionen, auf denen Verwaltungs-, Produktions-, Handels-, Regierungs- und Finanzfunktionen aufbauen. In diesem Sinne handelt es sich um die Erstellung der Infrastruktur, welche die Zirkulation des Kapitals in seinen verschiedenen Formen ermöglicht. Ein weiteres Geschäftsfeld der Immobilienwirtschaft ist die Errichtung von Wohnraum (vgl. auch Boddy 1981: 281). Räumlich findet Immobilienentwicklung sowohl am städtischen Rand statt, wo Wachstum an der Verschiebung baulich-räumlicher Grenzen materiell erfahrbar ist, als auch in innerstädtischen Bereichen, wo aufgrund von wirtschaftlichen Veränderungen und Abnutzungen bestehende Gebäude und Flächen unter Umständen einer (Nutzungs-)Konversionen unterliegen. Ob allerdings tatsächlich bauliche Tätigkeiten stattfinden, ist nicht in erster Linie davon abhängig, ob eine Nachfrage oder die Möglichkeit zur Umnutzung besteht. Entscheidend für die Umsetzung von Immobilienprojekten ist, ob für die beteiligten Akteure ein Gewinn realisierbar erscheint (Ratcliffe/Stubbs 1996: 8, MacLaren 2003: 37 ff.). Denn in einem kapitalistischen Wirtschaftssystem ist nicht der Bedarf oder die Notwendigkeit einer baulichen Veränderung entscheidend, sondern der damit erzielbare Gewinn. Da bei der Entwicklung von Immobilien in der Regel vielfältige Akteure beteiligt sind (vgl. Abb. 3.1) und der mit einer Immobilie erzielbare Gewinn »endlich« ist, müssen die Akteure ihren jeweiligen Anteil am Gewinn untereinander aushandeln. Dabei ist es von der Machtposition des einzelnen Akteurs in der Wertschöpfungskette abhängig, welche Spanne realisiert werden kann. Beteiligt sind Grundstückseigentümer, Projektentwickler, Investoren, Kapitalgeber (wie z. B. Banken), Bauunternehmer, Nutzer und beratende/unterstützende Dienstleistungen (wie z. B. Makler oder Facility Manager). Die Preise, die zwischen den Akteuren ausgehandelt werden, hängen von den jeweiligen Macht- und Marktkonstellationen ab, d. h. welches Preisgefüge und welche Dominanzstrukturen in verschiedenen

Immobilienteilmärkten sowie dem Boden-, Kapital-, Wettbewerbs-, Büro- und Gewerbegebächenmarkt bestehen.

Anders als die Abb. 3.1 nahe legt, sind die einzelnen Rollen und Positionen nicht streng voneinander zu trennen. Akteure können mehrere Rollen gleichzeitig einnehmen. Wirtschaftlich betrachtet, ist dies auch rational, da sich bei einer Veränderung von Marktconstellationen das Machtgefüge der Akteure untereinander verschieben kann, weshalb ein Wechsel in den Positionen und Arbeitsfeldern vorteilhaft ist. Beispiele hierfür sind:

- Grundstücksbesitzer, die sich dazu entschließen, ihr Grundstück für ein Büuprojekt zu entwickeln. Soweit sie über das Kapital verfügen, können sie noch zusätzlich die Rolle des Investors einnehmen. Falls sie das Gebäude nach Fertigstellung selbst nutzen, haben sie noch die Rolle des Nutzers inne.
- Projektentwickler können ebenfalls die Rolle des Investors einnehmen, wenn sie über ausreichend Kapital verfügen.
- Einzelne Bauunternehmer können noch die Rolle des Projektentwicklers übernehmen. Dies geschieht häufig, wenn der Markt für Bauerstellung und Grundstückserschließung schwach ist und es deshalb ratsam ist, die Geschäftsfelder auszudehnen, um von Baukonjunkturen unabhängiger zu sein.
- Investoren wie Versicherungen oder Banken können ihre Tätigkeiten auf Projektentwicklung und langfristiges Investment ausdehnen. Dies geht häufig mit einer Erweiterung ihres Geschäftsfeldes auf »real estate management« einher.

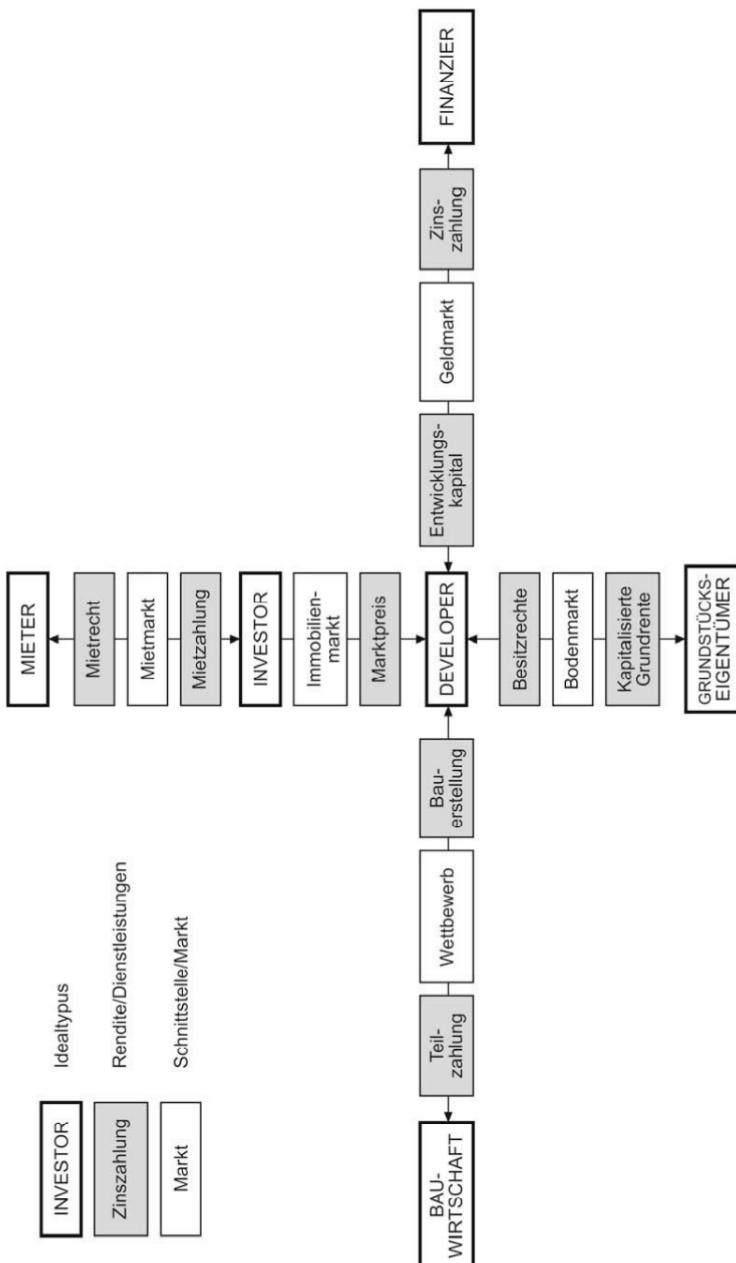
Die Übernahme weiterer oder der Übergang zu anderen Arbeitsfeldern hängt oft mit der Möglichkeit bzw. Notwendigkeit zusammen, zusätzliche Profitquellen zu erschließen.

Im Zentrum des Entwicklungsprozesses stehen in der Regel die Projektentwickler<sup>1</sup>. Sie sind in der Regel diejenigen, die ein Bauvorhaben anstoßen und es bis zum Abschluss, d. h. der Vermietung und/oder Verkauf begleiten. Das Tätigkeitsfeld von Projektentwicklern umfasst die Grundstückssuche und die Erstellung eines dem Standort entsprechenden Nutzungs- und Nutzerprofils. Diese Standort- und Machbarkeitsanalyse geht in der Regel mit der Suche nach potenziellen Investoren einher.

---

1 Für die folgende Ausführung zu den einzelnen Akteuren und ihren Tätigkeitsfeldern vgl. Bone-Winkel (1998: 497 ff.), MacLaren (2003: 13 ff.), Süddeutsche Zeitung vom 23. April und 28. Mai 2004.

Abb. 3.1: Idealtypisches Modell privatwirtschaftlicher Akteure der Immobilienentwicklung



Quelle: MacLaren (2003: 12)

Insbesondere die wirtschaftliche Machbarkeit und darauf aufbauend der voraussichtliche Erfolg ist ein wichtiges Kriterium, um Investoren zu interessieren und damit ein Projekt realisierbar zu machen. Aufgabenfelder des Projektentwicklers sind also Planung, Bau und Vermarktung. Ausgeführt wird die Tätigkeit in Unternehmen, die sich auf diese Dienstleistung spezialisiert haben, aber auch in Abteilungen von Bauunternehmen, Immobilienfonds oder Versicherungen. Ein Unterschied zwischen Projektentwicklern besteht darin, ob sie die entwickelte Immobilie im eigenen Portfolio behalten (sog. »developer-investors« oder »institutional investor-developers«) oder verkaufen (»developer-sellers«). Die Grenze ist jedoch durchlässig. Je kleiner ein Projektentwicklungsunternehmen ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Entwicklung einer Immobilie im Auftrag eines Investors bzw. mit dem Ziel des Verkaufs getätigkt wird, da das Kapital für umfangreiche und langfristige Investitionen fehlt. Je größer und kapitalkräftiger ein Projektentwickler ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass nicht nur der Gewinn aus der Entwicklung abgeschöpft wird, sondern auch der aus der Vermietung. Aber auch developer-investors neigen nach einer gewissen Zeit dazu, ihre Immobilie auf den Markt zu bringen, um das Portfolio von weniger ertragreichen Immobilien zu bereinigen. Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist die Reichweite der Tätigkeit (lokal/überregional) und der Tätigkeitssektor (Einzelhandel, Hotel, Logistik, Büros etc.).

Das Tätigkeitsfeld von Projektentwicklern ist häufig auf eine Region beschränkt, da in die Arbeit lokalspezifische Voraussetzungen und Anforderungen eingehen. Zwar können Projektentwickler auch überregional bzw. international tätig sein; in der Mehrzahl der Fälle sind sie es jedoch nicht, da Projektentwicklungstätigkeiten sich nicht nur in Planungen im Büro erschöpfen, sondern Kontakte vor Ort voraussetzen, um Informationen über weitere Projekte, interessante Standorte, Marktbewegungen und wichtige »Türöffner« zu erhalten. Von großer Wichtigkeit sind Beziehungen zur Stadtplanung, denn wenn Projektplanungen angepasst bzw. verändert werden müssen, ist eine (erneute) Absprache mit der Stadtplanung erforderlich. Dies unterscheidet Projektentwickler von anderen Immobilienakteuren wie Immobilieninvestoren, die überregional tätig sein können.

Der Tätigkeit der Projektentwicklung ist der Bodenmarkt vorgeschaletet: Auf dem Bodenmarkt werden die Rechte auf eine Fläche bzw. ein Grundstück gehandelt. Diese Rechte beinhalten die Möglichkeit, Miete für die Nutzung einzufordern und im rechtlichen Rahmen über Nutzung und Gestaltung zu entscheiden. Bevor also ein Immobilienprojekt realisiert werden kann, muss das Recht auf Eigentum verhandelt

werden. Grundstückseigentümer rangieren von Privatpersonen, öffentlicher Hand, Organisationen wie Hafen, Kirche, Bahn etc., kleineren Firmen bis hin zu Unternehmen mit regionaler, nationaler oder internationaler Ausrichtung. Die Vielfalt der Eigentümer bedingt eine Vielfalt der Interessen, die sich nicht nur auf Profitmaximierung reduzieren lassen. Industrieunternehmen nutzen Fläche, um darauf zu produzieren oder sie für spätere betriebliche Erweiterungen frei zu halten. Wenn Nutzungen obsolet sind oder durch den Verkauf einer Fläche mehr Gewinn realisiert werden kann als im operativen Geschäftsfeld, ist ein Verkauf möglich. Insbesondere für Privatpersonen haben bestimmte Grundstücke häufig einen emotionalen Wert: sie wollen eine aus ihrer Perspektive »sinnvolle« Gestaltung realisiert sehen. Welche Nutzungen überhaupt realisiert werden können, ist von öffentlichen Planungen und Festschreibungen abhängig. Planung beeinflusst damit die potenzielle Entwicklung des Marktwertes einer Fläche bzw. Immobilie. Die Höhe des Marktwertes ist aber auch vom Immobilienzyklus abhängig. In Boomzeiten kann für ein Grundstück mehr erzielt werden als in Krisenzeiten.

Der Zugang zu Fläche ist ein Engpassfaktor bei der Immobilienentwicklung und eröffnet einen eigenen Tätigkeitsbereich. Dieser besteht in der Grundstücksbeschaffung und -erschließung. Grundstücksgesellschaften tragen Flächen für spätere Projekte zusammen. Bis eine kritische Größe der zusammengetragenen Flächen erreicht ist und eine Planungsfreigabe erfolgt, verbleiben die Grundstücke z. T. über längere Zeit im Bestand ohne dass weitere Veränderungen auf den Flächen erfolgen. Nach entsprechenden Planungsänderungen besteht die gewinnbringende Möglichkeit, die Flächen für die baulichen Veränderungen vorzubereiten. Bei der Entwicklung der Flächen wird häufig der Bogen geschlagen zum Bereich Projektentwicklung.

Im Entwicklungs- und Bauprozess werden in der Regel beträchtliche Kapitalmengen über einen längeren Zeitraum gebunden. Einen Immobilienentwicklungsprozess in Gang setzen zu können, setzt seitens des Projektentwicklers ausreichend Eigenkapital voraus oder die Möglichkeit, Geld über den Kapitalmarkt zu akquirieren. Häufig wird auf zwei Formen der Finanzierung zurückgegriffen, um die Probleme der Finanzierung zu reduzieren: eine kurzfristige Finanzierung für den Zeitraum der Projektentwicklung und eine langfristige, welche die gesamten Baukosten abdeckt. Für die Entwicklungsfinanzierung wird häufig auf Kredite zurückgegriffen. Die Kreditfinanzierung zumindest des Entwicklungsprozesses – aber nicht unbedingt der Grundstückserwerbung – ist selbst für größere Projektentwickler gang und gäbe. Der häufigste Kreditgeber für Kredite mit kurzen Laufzeiten sind nach wie vor Banken. Allerdings setzen sich zunehmend weitere Finanzierungsformen durch,

wodurch die Grenzen zwischen kurz- und langfristiger Finanzierung verschwimmen. Beispiele sind Finanzarrangements mit institutionellen Investoren wie Versicherungen oder Offenen Immobilienfonds, welche die Projektentwicklung finanzieren, bis das Objekt nach Fertigstellung in ihr Eigentum übergeht. Bei großen Projekten wird häufig eine Syndizierung vorgenommen, d. h. die Verteilung des Gesamtdarlehensbetrag auf mehrere (Bank-)Partner. Banken kombinieren dabei meist Kredite mit weiteren kapitalmarktbasierten Finanzierungsformen wie Verbriefung, Mezzanine-Lösungen etc. Möglich ist auch, Kapital durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen zu akquirieren. In den letzten zwei Jahrzehnten haben sich im Zuge des internationalen Trends zur finanziellen Liberalisierung und globalen Integration der Finanzmärkte neue Finanzierungsquellen für Projektentwickler ergeben (vgl. zum breiten Feld der neuen Finanzierungsformen Gondring et al. 2003). Allerdings handelt es sich bei diesen Finanzierungsformen nicht immer um langfristig stabile. Die Investition in Immobilien ist der Suche nach optimalen Renditen unterworfen: wenn sich in anderen Bereichen als dem der Immobilien günstigere Verwertungsbedingungen ergeben, kann ein Investitionsabzug erfolgen. MacLaren (2003: 22) bemerkt dazu »...because property development is just one of many types of short-term borrowing, the conditions under which the financial interests become engaged in the process of development are determined largely by what is happening outside the property sector.« Dies weist auf die hohe Bedeutung (welt-)wirtschaftlicher Bedingungen hin und relativiert die Möglichkeit eines strukturierten Zugriffs des lokalen Staates durch Strategien des property-led development.

Bauunternehmen bzw. die Bauindustrie stellen die Verbindung dar zum produzierenden Gewerbe. Die Bauunternehmen realisieren den materiellen Produktionsprozess einer Immobilie. In der Regel übernimmt ein Generalunternehmer den Bau und beauftragt dazu eine Vielzahl von weiteren, spezialisierten Subunternehmen. Die Position von Subunternehmen ist innerhalb der immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfungskette jedoch umso schwächer, je weiter ein Unternehmen in der Hierarchie vom Generalunternehmen entfernt ist. Üblicherweise werden Bauaufträge öffentlich ausgeschrieben (insbesondere bei der öffentlichen Hand als Bauträger) oder es wird eine begrenzte Anzahl von Unternehmen beauftragt, Angebote abzugeben (stärker ausgeprägt bei privatwirtschaftlichen Bauträgern). Bauunternehmen sind also darauf angewiesen, dass es genügend Bauprojekte gibt. Sie haben aber selbst wenig Einfluss darauf, ob und wie ein Bauprojekt realisiert wird.

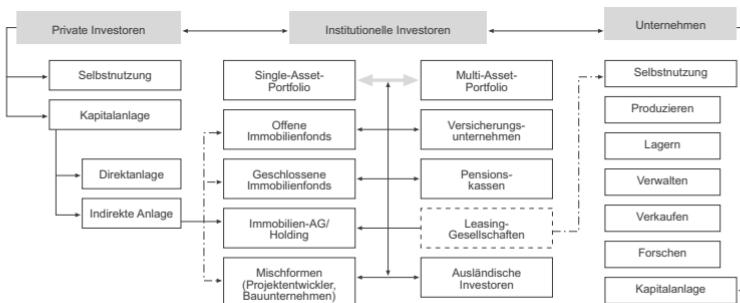
Langfristige Investoren lassen sich in direkte und indirekte Investoren unterscheiden. Direkte Investoren legen Kapital in eine bestimmte

Immobilie an, deren Eigentümer sie sind oder werden. Mit der Investition soll eine sichere und wertsteigernde Kapitalanlage realisiert werden, die durch die Vermietung und/oder Selbstnutzung gewährleistet werden soll. Indirekte Investoren stellen demgegenüber ihre Mittel einer Anlagegesellschaft zur Verfügung stellen, d. h. sie beteiligen sich in der Regel an einem Portfolio bestehend aus Immobilien und – je nach Anlagegesellschaft – weiteren Anlageobjekten. Die Rendite aus Immobilien resultiert aus den Mietzahlungen des Nutzers für die Nutzungsrechte an einem Objekt oder aus dem Verkauf. Im gewerblichen Immobiliensektor investiert ein geringerer Teil der direkten Investoren, aber ein größerer Teil der indirekten Investoren als Kapitalanlage und nicht zur Selbstnutzung. Eine andere, sinnvollere Variante der Unterscheidung von Immobilieninvestoren ist ihre institutionelle Struktur. Demnach sind die drei größten Gruppen von Investoren im Immobilienbereich private Anleger, institutionelle Investoren und (Non-Property-)Unternehmen (s. Abb. 3.2). Bei den privaten Anlegern handelt es sich um eine Investorengruppe, die als Privatpersonen tätig werden. Demgegenüber sind institutionelle Investoren als auch Non-Property-Unternehmen keine Privatpersonen, sondern Unternehmen. Bei institutionellen Investoren sind solche Unternehmen, deren Geschäftsfeld ausschließlich in Immobilien besteht (z. B. offene Immobilienfonds) von den Unternehmen zu unterscheiden, die neben Immobilien auch in andere Anlageformen investieren (z. B. Versicherungen). Beide Investorengruppen sind durch ein Verhalten geprägt, das stark durch die konjunkturelle und Finanzmarktsituation beeinflusst wird.

Im Falle von Unternehmen mit einem Portfolio, das neben Immobilien weitere Anlageprodukte enthält, wird stark nach Ertrag einer Anlage investiert. Wenn also Immobilien im Vergleich zu anderen Anlageprodukten eine geringere Rendite erzielen, droht ein Abzug des angelegten Kapitals aus dieser Anlageform. Immobilienunternehmen wie offene Immobilienfonds oder Immobilien-AG's reagieren auf zu geringe Renditen mit einer Umschichtung ihrer Investments von ertragsschwachen Produkten und Standorten zu ertragsstarken. Sowohl Kapitalanlagegesellschaften mit einem Multi-Asset- als auch solche mit einem Single-Asset-Portfolio sind von einem Abzug bzw. ausbleibendem/reduziertem Zufluss von Kapital betroffen, wenn andere Anlagebereiche höhere Renditen versprechen. Demgegenüber sind produzierende und Dienstleistungsunternehmen, deren Geschäftsfeld nicht in Immobilien und auch nicht im Kapitalanlagemanagement besteht, an Immobilien überwiegend zur Selbstnutzung interessiert. Sollten Bestandsimmobilien frei werden, dann werden sie inzwischen häufig in eigenständige Bereiche, dem »Corporate Real Estate Management« ausgelagert. Dieser Bereich,

der seit Ende der 1990er Jahre stark an Gewicht gewonnen hat, ist wiederum eher dem Bereich der institutionellen Investoren zuzurechnen.

*Abb. 3.2: Investoren im Immobilienbereich*



*Quelle:* Bone-Winkel 1998: 503

Eine gestiegene Bedeutung von finanzmarktbasierten Investoren gilt in Europa erst seit 10 bis 15 Jahren, aber in den USA schon länger aufgrund einer privaten Altersvorsorge und Finanzmarktderegulierungen, die bereits zu Anfang der 1980er Jahre stattfanden. Im Unterschied zu institutionellen Investoren besteht bei privaten Anlegern als auch bei Non-Property-Unternehmen das Motiv zur Investition nicht ausschließlich in der Kapitalanlage. Sie investieren auch zur Selbstnutzung.

Eine wichtige Position nehmen Makler ein. Makler übernehmen die Beratung von Projektentwicklern; sie bereiten z. T. Wirtschaftlichkeits-exposés (bezüglich Standort und Segment der Nutzung) vor. Soweit die Vernetzung eines Projektentwicklers auf dem jeweiligen Markt gering ist, vermitteln sie Investmentskapital. Ihre wichtigste Funktion besteht jedoch in der Suche nach den späteren Nutzern einer Immobilie. Insbesondere international tätige Makler wie Jones Lang LaSalle oder CB Richard Ellis stellen eine wichtige Vermittlung zu großen Kunden bzw. transnationalen Unternehmen dar. Es besteht die Tendenz, dass expandierende, international tätige Unternehmen Makler mit einem global gefächerten Standortnetzwerk mit der Suche nach passenden Standorten beauftragen. Es wird davon ausgegangen, dass diese aufgrund ihres Netzwerkes über die betreffende Standortexpertise und das Marktwissen verfügen – und dies mit den spezifischen Anforderungen des Unternehmens verbinden können (Interview J. Nagel, 19.2.2003). Aber nicht nur dieser Zugang zu Global Players, sondern grundsätzlich die Funktion der Vermittlung von Nutzern gibt Maklern eine wichtige Position. Insbesondere in Krisenzeiten gibt es die Tendenz, dass Projektentwickler In-

vestmentkapital nur noch unter der Bedingung erhalten, dass sie vor der Baufertigstellung schon spätere Nutzer vorweisen können. Den Zugang zum Vermietungsmarkt bzw. zu Nutzern bereiten Makler.

Es gibt bei der Realisierung von Immobilienprojekten noch weitere beratende und unterstützende Unternehmen wie Rechts- und Wirtschaftsberatung, technische Beratung oder Gebäudemanagement, die jedoch keinen Einfluss auf die Immobilie selbst nehmen, sondern nur die Realisierung begleiten, beschleunigen und absichern sollen.

Am Ende des Entwicklungsprozesses stehen die späteren Nutzer/Mieter als jene, welche die Rendite für den langfristigen Investor gewährleisten. In der Regel werden die Eigentumsrechte an einer Immobilie auch erst dann von Projektentwicklern an Investoren transferiert, wenn eine bestimmte kritische Größe an Mieteinnahmen bzw. Anzahl an Mietern erreicht ist. Insbesondere in Zeiten einer schwachen Nachfrage nach Immobilien erhält die Frage von langfristigen, stabilen Mietverträgen höchste Priorität. Nutzer bzw. Mieter sind dann in einer günstigen Position, da ein Entgegenkommen des Vermieters verhandelbar wird. Das Entgegenkommen hat jedoch eine untere Grenze, ab der die Kosten einer Vermietung nicht mehr durch den Ertrag einer Vermietung gedeckt werden. Verhandlungspotenzial besteht in der Miethöhe, Mietdauer und besonderen baulichen Wünschen. Obwohl Immobilien in der baulichen Gestaltung und Vermarktung auf eine spätere Nutzergruppe zugeschnitten werden, versuchen Projektentwickler aber aus diesen Gründen, die Raumnutzung flexibel zu halten. Das Entwicklungsrisiko soll durch eine breite Gruppe möglicher Nutzer gering gehalten werden.

Aus der Betrachtung der bei einer Immobilienentwicklung beteiligten Akteure ist erkennbar, dass die Projektentwicklung sich mit zwei Märkten auseinandersetzen muss: dem Vermietungsmarkt, der die Schnittstelle zu Mietern bzw. Nutzern darstellt und dem Finanzmarkt, der die Schnittstelle zu Investoren ist, die nach renditeträchtigen Anlageformen suchen (MacLaren 2003: 31). Die Projektentwicklung und Finanzierung sind die Gravitationszentren: sie beinhalten das Know-how und Kapital für die Realisierung von Immobilien. In diesen beiden Bereichen fällt die Entscheidung zu einem Bauprojekt. Aber nur wenn beide Bereiche zu einer Übereinkunft kommen, erfolgt die Umsetzung. Die beiden Märkte laufen nicht immer synchron, da die Tätigkeitsbereiche unterschiedliche Zeitfenster und Motivationsgrundlagen haben.

»At times of boom, the rush of investors seeking to channel funds into property may drive valuations to unrealistically high levels and encourage developers to initiate too many schemes, aiming to meet demand from investors rather than from users. Inevitably, the market tends to »overheat« and many

more buildings are developed than user-demand justifies.« (MacLaren 2003: 31)

Aus diesem Zitat lässt sich auf die Bedeutung immobilienwirtschaftlicher Zyklen schließen. Zu bestimmten Zeiten scheint sich die Immobilienentwicklung von der Nachfrage zu entkoppeln. Wie ist dieser Prozess erklärbar und welchen möglichen Einfluss hat er auf property-led development?

### **3.2 Immobilienwirtschaftliche Zyklen**

Güter, bei denen der individuelle Nutzungsaspekt in den Hintergrund tritt, kann man als Vermögensgegenstände bezeichnen. Zu diesen Vermögensgegenständen zählen monetäre Aktiva jeder Art wie Fremdwährungen, Wertpapiere, Aktien etc. Umfassend einigt diese Güter ihr Wertaufbewahrungscharakter, d. h. sie werden in der Regel nicht zur Eigennutzung erworben, sondern mit der Absicht der Wiederveräußerung. Sie verfügen also für den Besitzer in erster Linie über einen Tauschwert.

Das Problem von Vermögensgegenständen wie Immobilien ist, dass es einen engen Zusammenhang zwischen der Erwartung über die zukünftige Preisentwicklung und dem gegenwärtigen Preisgefüge gibt. Daraus ergibt sich die Gefahr spekulativer Bubbles und einer grundsätzlichen Anfälligkeit gegenüber Immobilienzyklen. Denn die Erwartung zukünftiger Preise hat einen starken Einfluss auf das aktuelle Angebots- und Nachfrageverhalten. Neben der erwarteten Kapitalverzinsung als Verhältnis von Nettoeinnahmen aus einem Immobilienprojekt und seinen Entwicklungskosten gibt es noch weitere Bedingungen, die auf das Investitionsverhalten und damit auf den Immobilienzyklus Einfluss nehmen. Dazu gehören u. a.:

- die Gewährung von Abschreibungsmöglichkeiten, welche die Gunst bestimmter Standorte bzw. Immobilienprodukte erhöht;
- der Ertrag aus vergangenen Immobilieninvestitionen als Indikator;
- das Bestreben der Portfoliodiversifikation insbesondere bei institutionellen Investoren, wodurch bestimmte Produkte und Standorte an Attraktivität gewinnen (Leitner 1994: 785) und
- Regulierungen in Bezug auf Planung und Vermietung in Bereichen wie Büro-, Gewerbe-, Wohn-, Einzelhandel- und sonstige Spezialimmobilien (z. B. Logistik, Hotel).

Grundsätzlich unterliegt die Immobilienentwicklung Aufschwung- und Abschwungphasen, die mit makroökonomischen Bedingungen korrespondieren. Zurückzuführen ist dies auf den Umstand, dass der Umfang der Entwicklungstätigkeit in Beziehung steht zur Nachfrage nach Immobilien. Der Immobilienzyklus korrespondiert somit mit dem Wirtschaftszyklus, aber nicht unbedingt in zeitlicher Hinsicht. Aufgrund der langen Umsetzungszeiten – d. h. von der Planung über den Bau bis zur Fertigstellung und Vermietung – kann ein Immobilienprojekt zeitversetzt zum Boom fertig werden, d. h. dann, wenn die Nachfrage bereits gesättigt ist. Dieser »time lag« ist der Grund für immobilienwirtschaftliche Bubbles. Zur Verdeutlichung wird im Folgenden auf die verschiedenen Phasen des Immobilienzyklus eingegangen (vgl. hierzu auch Leitner 1994, MacLaren 2003). Das Entstehen von spekulativen Bubbles reduziert die Wirksamkeit von Strategien des property-led development: ein Überangebot an bzw. eine schwache Nachfrage nach Immobilien reduziert die Bereitschaft zu bauen. Das Ziel einer baulichen Erneuerung und Ausdehnung der Steuer- und Wirtschaftsbasis kann dadurch beeinträchtigt werden.

## Aufschwung

Entwicklungs- und Bautätigkeit setzt mit der Nachfrage nach bestimmten Gebäuden bzw. Immobilien ein, die ein Ausdruck für eine anziehende Wirtschaftskonjunktur ist. Ursache ist im Allgemeinen eine Veränderung von Marktstrukturen, technologischer Wandel bzw. ein Aufschwung in Schlüsselindustrien, woraufhin sich die Nachfrage spürbar belebt. Die aggregierte gesamtwirtschaftliche Entwicklung ergibt sich aus der unterschiedlichen Dynamik einzelner Wirtschaftsbranchen, so dass die Krise einer Branche parallel zum Aufschwung bzw. Erholung einer anderen Branche verlaufen kann. So verlief in vielen westlichen Metropolen in den 1980er Jahren der Expansionskurs von unternehmensorientierten und Finanzdienstleistungen parallel zur Deindustrialisierung. Unabhängig davon, was jeweils der Startschuss für eine Wiederbelebung des Immobilienmarktes ist, ist eine zunehmende Nachfrage nach Immobilien der Ausgangspunkt.

Zum Zeitpunkt des Aufschwungs kann eine Preisspirale in Gang gesetzt werden, da ein begrenztes Angebot an Immobilien bzw. Flächen auf eine höhere Nachfrage trifft. In dieser Situation können hohe Preise realisiert werden. Dies ist ein Anreiz für Projektentwickler, neue Projekte in Angriff zu nehmen. Denn steigende Mieten erhöhen die Rendite, d. h. den prozentualen Ertrag eines Investments gerechnet über den Zeitraum eines Jahres. Der Aufschwung ist eine Phase, in der Projektent-

wickler aufgrund der Erwartung steigender Renditen Baugrundstücke sammeln, Planungen anstellen und Baugenehmigungen einholen.

## Boom

Die Ausdehnung des wirtschaftlichen Aufschwungs auf eine Vielzahl von Branchen bewirkt zusätzliche Nachfrage nach Immobilien und damit kontinuierlich steigende Preise. Die Aussicht auf höhere Gewinne ermutigt eine steigende Zahl von Projektentwicklern, neue Projekte in Angriff zu nehmen. In dynamischen Städten betätigen sich neben lokalen Projektentwicklern zunehmend überregional bzw. international tätige Projektentwickler, die stetig auf der Suche nach ertragreichen Märkten und Standorten sind. In Phasen des Booms erweitert sich das geographische Feld der Entwicklungstätigkeit sowohl auf überregionale als auch auf Standorte innerhalb einer Stadt. Standorte, die vorher als zu risikoreich, unübersichtlich und wenig attraktiv beurteilt wurden, kommen nun als Investitionsstandorte in Betracht.

In dieser Phase lässt sich das Verhalten von Projektentwicklern und Investoren mit dem Begriff »Herdeninstinkt« umschreiben. Der Erfolg jener Immobilienakteure, die am Anfang eines Immobilienzyklus tätig geworden sind, ermutigt weitere Akteure, ähnliche Projekte und Standorte in Angriff zu nehmen. Mehr als das: andere Immobilienakteure sehen sich unter Druck, ähnliche Wege einzuschlagen, aus der Befürchtung heraus, Investment- und Profitmöglichkeiten zu verpassen. Aber nicht nur die Befürchtung, lukrative Optionen auszulassen, sondern auch die Konsequenzen einer möglichen Fehlentscheidung treiben dazu, ähnliche Entscheidungen wie andere Immobilienakteure zu treffen. Dies gilt für Projektentwickler, aber vor allem für institutionelle Investoren, die sich ihren Anlegern gegenüber rechtfertigen müssen. Trifft ein institutioneller Investor eine Investitionsentscheidung zugunsten eines unkonventionellen Standortes/Projektes, dann muss er bzw. sie sich bei einem Fehlschlag rechtfertigen – möglicherweise mit dem Ergebnis, Anleger zu verlieren. Treffen aber die Erwartungen bezüglich des konventionellen Standortes/Anlage nicht zu, dann hat sich der gesamte Markt geirrt. Der Vermögensverlust liegt dann außerhalb des Einflusses und der Möglichkeiten des jeweiligen Immobilienakteurs. Die Fehlentscheidung hat zwar ähnliche Konsequenzen – Verlust von Anlegern –, aber sie ist nicht auf ein individuelles »Fehlverhalten« rückführbar und damit nicht »selbstverschuldet«.

In der Boomphase neigen Investoren also dazu, auf ähnliche Anreiz- und Marktstrukturen zu reagieren, womit aber auch die Konkurrenz um aussichtsreiche Projekte und Immobilien zunimmt. Einzelne Investoren

fangen an, sich zu überbieten und damit die Preisspirale weiter anzutreiben. Dies gilt insbesondere für dynamische Immobilienmärkte, auf denen lokales Kapital durch internationales ergänzt wird. Es wächst also der Pool an Investoren, die nach ertragreichen Anlagemöglichkeiten suchen. Die Konsequenz des Rennens um aussichtsreiche Objekte ist ein z. T. rasanter Anstieg der Preise und damit eine Reduzierung der Rendite (zum Verhältnis von Rendite, Miete und Marktpreis vgl. Exkurs). Für Projektentwickler ist dies eine günstige Situation, da Kapital vorhanden ist und hohe Profite erzielbar erscheinen. Viele Projektentwickler nehmen solange weitere Projekte in Angriff, wie anlagesuchendes Kapital vorhanden ist. An diesem Punkt des Zyklus ist aber die Wahrscheinlichkeit hoch, dass Finanz- und Vermietungsmärkte allmählich auseinanderdriften, da nicht mehr unter Einbezug der Nachfrageentwicklung geplant wird. Denn mit der Zunahme des Umfangs finanzmarktgetriebener Immobilienprojekte nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass der Markt überhitzt. Weit mehr Projekte, als dies die Nachfrage rechtfertigen würde, werden unternommen. Auch wenn sich diese Überhitzungstendenzen abzuzeichnen beginnen, werden weiterhin Projekte geplant, da individuelle Projektentwickler häufig davon ausgehen, dass ihre Projekte eine Marktnische besetzen können, d. h. auch auf einem enger werdenden Markt Nutzer finden. Aber unabhängig von den Kalkulationen und Erwartungen, die mit einem Projekt verbunden sind, gibt es einen Anreiz im Rennen zu bleiben: das Aussetzen bereits begonnener Projekte stellt eine kostenintensive Angelegenheit dar. Bereits investiertes Kapital würde entwertet werden, da die Bausubstanz bei Nichtnutzung leidet. Hinzu kommt, dass auf aufgenommene Kredite Zinsen zu zahlen sind. Nicht zuletzt bedeuten unabgeschlossene Projekte einen Imageverlust, der nachteilige Wirkung haben kann, wenn Projektentwickler bspw. neue Kredite benötigen. Deshalb ist es sinnvoll, ein Projekt zum Abschluss zu bringen, auch wenn die Vermietungs- und Verkaufsaussichten nicht kalkulierbar sind. Die Kosten eines Baustops können höher sein als die Kosten der Fertigstellung, da ja immer die Hoffnung besteht, dass sich doch noch Nutzer finden lassen.

### Exkurs zu Marktpreis, Profit, Rendite und Miete

Der Anreiz für privatwirtschaftliche Immobilienentwicklung ist die Aussicht auf einen gewissen Profit. Dieser Profit ergibt sich aus der positiven Differenz zwischen Entwicklungskosten eines Projektes und seinem Marktwert. Die Entwicklungskosten beinhalten den Preis für das Grundstück, die geschätzten Kosten für Planung, Erschließung und Bau, die Kosten für Beratungsdienstleistungen und Kredite. Jeder Projektentwickler ist mit einer gewissen Unsicherheit und einem Risiko konfrontiert, da Kostenentwicklungen langfristig schwer zu prognostizieren sind und auch der Marktwert sich kaum vorhersagen lässt. In Boomphasen ist auch mit einem randständigen Standort ein hoher Preis erzielbar. In Krisenphasen weisen aber vorwiegend etablierte Lagen stabile Marktwerte auf. Dies ist aber nochmals zu differenzieren nach der Art des Projektes und der Nutzung.

Schlussendlich entscheidet der Marktwert bzw. der zu erzielende Preis und/oder Mieten über den Projekterfolg. Bei der Preisfestsetzung wird in der Regel folgendes vereinfachtes Schema angewendet. Das Schema verweist auf die zentralen Größen der Kalkulation, nämlich Mietzahlung, Rendite und Preis (vgl. MacLaren 2003: 37):

$$\begin{array}{rcl} \text{Aggregierte jährliche Miete} & & \\ \hline & = \text{Kapitalwert bzw. Preis z. B.} \\ \text{Rendite in \%} & & \end{array}$$

$$\begin{array}{rcl} 100.000 & & \\ \hline & = € 2.000.000 \\ 5\% € & & \end{array}$$

Der Preis ergibt sich demnach aus der Höhe der Mietzahlungen für ein Objekt und wird beeinflusst von der Höhe der Rendite, die ein Objekt für einen Investor als dem Käufer erbringen soll. Eine Immobilie, die 2 Mio. Euro kostet, schafft bei einer feststehenden Höhe der Mieteinnahmen für den Investor eine Anfangsrendite von 5%. In dem Maße, in dem die Miete steigt, steigt auch die Rendite. Die Möglichkeit, höhere Mieten durchsetzen zu können, ist in Boomphasen der Grund dafür, warum Investoren bereit sind, einen höheren Preis für Immobilien zu zahlen – auch wenn dies anfangs die Rendite verringert. Die Aussicht auf steigende Mieten kann auch sehr teure Immobilien attraktiv werden lassen. Gleichzeitig muss der Profit aus Immobilieninvestitionen mindestens gleich, wenn nicht sogar über der Höhe anderer Investments liegen, da

ansonsten die Gefahr droht, dass Investoren Kapital abziehen und in andere Bereiche investieren. Es gibt also idealtypisch einen trade-off zwischen Projektentwickler und Investor. Je höher der erzielbare Preis für eine Immobilie ist, desto höher ist der Gewinn für einen Projektentwickler, aber umso niedriger der Anreiz für einen Investor. Damit besteht die Gefahr, dass Investoren das Interesse an Immobilien verlieren können. Je geringer der Preis für eine Immobilie ist, desto niedriger ist aber der Profit für einen Projektentwickler und damit die Motivation, weitere Projekte zu beginnen.

Der Marktpreis bzw. Kapitalwert einer Immobilie kann sich in Boom- und Krisenphasen weitgehend von den Erstellungs- und Entwicklungskosten entkoppeln. Dies hängt mit der Trennung zwischen dem Finanz- und Vermietungsmarkt zusammen. Miethöhen werden auf dem Vermietungsmarkt gebildet, aber auf dem Finanzmarkt wird die akzeptable bzw. notwendige Rendite festgelegt. Der Vermietungsmarkt ist auch der Markt, der den Impuls für einen Rückzug von Investoren gibt. Denn wenn der Leerstand zunimmt, wird auch die Aussicht auf steigende Renditen geringer und damit im Umkehrschluss andere Anlagemöglichkeiten attraktiver.

## Abschwung

In dem Maße, in dem zunehmend Immobilienprojekte ihren Abschluss finden und als Gewerbe-, Büro- und andere Flächen auf dem Markt angeboten werden, wird es für den einzelnen Projektentwickler schwieriger, Mieter für seine Objekte zu finden. Mit der Sättigung der Nachfrage finden automatische Mieterhöhungen ein Ende. Vielmehr müssen Projektentwickler möglichen Mietern »Vorteile« bieten, damit sie einen Um-/Einzug erwägen. Dies beinhaltet z. B. einen für den Mieter kostenlosen nutzerspezifischen Umbau, Bezahlung des Umzugs, Aussetzen der Mietzahlungen für einen bestimmten Zeitraum etc. Wenn allerdings Mieter für die Objekte fehlen, dann werden Investoren vorsichtig, denn die Mietzahlungen bestimmen die Rendite, die aus einer Immobilie geschöpft werden kann. Abnehmende Kapitalflüsse bedeuten jedoch für Projektentwickler einen härteren Kampf um Entwicklungskapital, wodurch sich die Entwicklungskosten in der Regel erhöhen, und ein Entgegenkommen gegenüber Investoren begünstigt wird. Zum Teil werden Investoren wie Banken, Versicherungen etc. als Teilhaber in das Unternehmen aufgenommen. Sowohl Projektentwickler als auch Investoren versuchen nach Möglichkeit, einer Krise zu entgehen, indem sie Kapital verlagern: entweder an andere Standorte, Nutzungen (Produkte) oder Tätigkeitsfelder, bspw. von Entwicklung zu Akquisition und Handel.

Der Tiefpunkt des Immobilienzyklus ist jedoch noch nicht erreicht, denn in der Abschwungphase sind noch weitere Immobilienprojekte in der Fertigstellungspipeline; diese drohen, den Markt zu »überschwemmen«.

## Krise

Mit steigenden Leerstandsraten ziehen sich Investoren zurück. Für Projektentwickler sinkt der erzielbare Marktpreis für eine fertig gestellte Immobilie. Um weiterhin Investoren interessieren zu können, müssen ihnen höhere Renditen geboten werden, was einen niedrigeren Profit für die Entwickler bedeutet. Insgesamt ziehen sich Investoren zurück und verlagern ihr Anlageinteresse auf andere Bereiche wie Anleihen, Aktien, aber auch andere Immobilientypen und -standorte etc. In dem Maße, in dem Mieter nicht mehr gehalten werden können, Mieten sinken und Immobilien nur noch schwer Investoren finden, tritt der Immobilienzyklus in eine krisenhafte Phase ein. Bereits geplante Entwicklungsprojekte werden ausgesetzt, andere stehen nach Abschluss leer – beide Tendenzen bedeuten einen Wertverlust. Falls Projektentwickler ausreichend kapitalkräftig sind, verschieben sie ihr Tätigkeitsfeld von der Entwicklung zu Akquisition und Handel. Was die Krisenphase mit der Aufschwungphase verbindet, ist, dass jedes Entwicklungsprojekt, das in Angriff genommen wird, nun gewisse Vorvermietungsraten bzw. Vorverkaufsquoten vorweisen muss, damit Investoren bzw. Kreditgeber Kapital geben. Hintergrund ist ein großes Misstrauen bezüglich des Projekterfolgs. Bauprojekte für Selbstnutzer nehmen im Vergleich zu spekulativen Projekten zu. In dieser Phase überwiegt ein Verhalten, das mit dem Begriff »Schönheitswettbewerb« umschrieben werden kann. Immobilienentwickler nehmen nur noch solche Projekte in Angriff, von denen sie annehmen, dass sie potenziellen Investoren – und späteren Nutzern – am stärksten gefallen. Um also die Chancen im »Schönheitswettbewerb« zu steigern, wählt man nicht jene Projekte, die man selbst am besten, schönsten, aussichtsreichsten findet, sondern jene, die der breiten Masse von Kapitalgebern gefallen könnten. Damit ist ähnlich wie im Fall des »Herdentriebverhaltens« das Verhalten à la »Schönheitswettbewerb« von fundamentalen Marktdaten abgelöst: es ist ein Spiel mit Erwartungen auf der Basis von Marktbeobachtungen, die mit den tatsächlichen Marktentwicklungen in Zusammenhang stehen können, aber nicht immer müssen.

Akteure wie Grundstücksgesellschaften, Projektentwickler und Investoren sind zum einen daran interessiert, inwieweit sich bestimmte Städte aufgrund ihrer Wirtschaftsdynamik als Investitionsstandorte eignen. Zum anderen interessiert sie der Mikrostandort, also die direkte

Umgebung und Anbindung des jeweiligen Immobilienprojektes. Gesamtstädtische Strategien liegen eher weniger im Kalkül der jeweiligen Akteure. Je nachdem, ob die Wirtschaftsdynamik, die aktuelle Immobilienkonjunktur und der Mikrostandort zusagen, wird ein Investment erwogen oder abgelehnt. Es stellt sich die Frage, ob über eine Einbindung dieser Akteure in die Planung ihr Verhalten beeinflusst werden kann. Wenn die Immobilienentwicklung überwiegend auf Marktsignale reagiert, verlieren Strategien des property-led development ihre Reichweite. »Herdentriebverhalten« bzw. »Schönheitswettbewerb« zeigen jedoch, dass Immobilienentwicklung auf weitere markexterne Anreize reagiert.

War dieses Verhältnis schon immer gleich? Wurde die Immobilienentwicklung schon immer stark durch den Immobilienzyklus und Erwartungen beeinflusst? Es stellt sich die Frage, welche Auswirkungen die weitreichenden Liberalisierungen im Finanzmarktbereich hatten bzw. haben. Liberalisierungen nationaler Finanzsysteme haben zu stärker spekulativen Investments und einem Anstieg im anlagesuchenden Kapital geführt, das auch in den Immobilienbereich fließen kann. Welche Relevanz hat dies für die Immobilienentwicklung?

### **3.3 Einfluss von Finanzmarktentwicklungen**

Die Liberalisierung nationaler Finanzsysteme hat zu weitreichenden Änderungen in der Immobilienwirtschaft geführt. Neben der Kreditaufnahme bei Banken gibt es nun weitere Möglichkeiten der Finanzierung von Immobilien und Immobilienprojekten. Immobilienfonds, weitere Investmentfonds, Immobilien-AG's, Private-Equity-Beteiligungen etc. bewirken eine finanzseitige Entbettung der Immobilienentwicklung. In Westeuropa hatten lokale Banken bzw. lokale Zweigstellen nationaler Banken bis in die 1980er bzw. 1990er Jahre eine Monopolstellung bei der Immobilienfinanzierung. In den USA übernahmen Sparkassen (Saving & Loans) diese Aufgabe. Die langfristige Bindung von Kapital bedeutete ein hohes Risiko, da Nachfrageänderungen über längere Zeiträume kaum kalkulierbar waren – und somit auch die Gewinnspanne. Aufgrund des Risikos, das mit Immobiliengeschäften verbunden war, war Immobilienfinanzierung vorrangig ein Geschäft der lokalen Banken – und nicht der Banken mit internationaler Orientierung. Lokale Banken hatten (und haben) aufgrund ihrer lokalen Eingebundenheit ein umfassendes Know-how über problematische und aussichtsreiche Immobilieninvestitionen im regionalen Kontext.

Immobilienfinanzierung und -investitionen waren also durch die Spezifik des Investitionsobjektes Immobilie geprägt: immobil, unteilbar,

über einen längeren Zeitraum schwer veräußerbar und in der Realisierung von lokalen Wissensnetzwerken abhängig<sup>2</sup>. Diese Bedingungen haben sich in den 1980er Jahren geändert, als sich allmählich neue Finanzierungsformen jenseits der lokalen Banken durchsetzten und neue Akteure ins Spiel kamen. Neue Finanzierungsformen wie die Emission von Aktien oder die Ausgabe von Anleihen und Fondsanteilen bewirkten einen Bedeutungsgewinn des Finanzmarktes<sup>3</sup> bei der Finanzierung von Investitionen und zwar sowohl für produktive als auch für Immobilieninvestitionen (Coakley 1994).

Wichtig ist in diesem Zusammenhang die gestiegene Bedeutung institutioneller Investoren wie Pensions-, Investmentfonds und Versicherungen, die einen zunehmenden Anteil des privaten Vermögens konzentrieren (Lütz 2002: 156). Auch im Immobiliensektor ist diese Investorengruppe bedeutender geworden; insbesondere in immobilienwirtschaftlichen Aufschwungphasen gewinnt diese Gruppen Marktanteile bei der Finanzierung von Immobilienprojekten im Vergleich zur Kreditfinanzierung der Banken. Es handelt sich aber nicht nur um eine quantitative Verschiebung in der Gruppe der Investoren und Finanziers, sondern auch um eine qualitative, da institutionelle Investoren zu einer größeren Marktvolatilität beitragen können. Damit wird aber auch die Reichweite und der Korridor von Strategien eines *property-led development* begrenzt.

Das Prinzip der institutionellen Investoren besteht allgemein darin, die Sparbeiträge bzw. Vermögen von Individuen und Unternehmen profitabel anzulegen, d. h. als Investoren tätig zu werden. In den USA stieg der Anteil des von institutionellen Investoren verwalteten privaten Vermögens zwischen 1980 und 1995 auf 42% an, während der Anteil der von amerikanischen Geschäftsbanken verwalteten Gelder in diesem Zeitraum von 50 auf 18 % fiel (Lütz 2002: 156). Damit geht ein generell-

- 
- 2 Wie Terence LaPier (1998:4) bemerkt: »Unlike capital and security markets, real estate lacked a centralized market mechanism; each market, large or small, was discrete and fiercely independent.«
  - 3 Der Begriff »Finanzmarkt« ist der Oberbegriff für die Teilbereiche Kapitalmarkt und Geldmarkt. Während sich der erste auf die langfristige Finanzierung privater und öffentlicher Investitionen bezieht, so bezieht sich der zweite auf die kurzfristige Liquiditätssicherung vor allem zwischen den Banken. Da kurzfristige Finanzierungen langfristiger Investitionen zunehmen, der Geldmarkt mittlerweile auch Nichtbanken zur Verfügung steht und Banken und andere Finanzunternehmen eine Vielzahl von neuen Finanzinstrumenten und Finanzinnovationen geschaffen haben, die weder den klassischen Geldmärkten noch den Kapitalmärkten zugeordnet werden können, wird im Folgenden der Begriff »Finanzmarkt« verwendet (vgl. Huffschmid 1999: 17).

ler Rückgang der Spareinlagen bei Banken und des Anteils der vergebenen Bankkredite einher. So hat der Anteil der Bankspareinlagen in Deutschland von 1980 bis 1995 um 8,2% abgenommen und in den USA um 16,7%. Der Anteil der Bankkredite reduzierte sich im gleichen Zeitraum um 5,9% auf knapp 78% (in den USA um 5,6% auf knapp 59%, vgl. Lütz 2002: 156). Ein zentraler Unterschied zwischen institutionellen Investoren und Banken besteht darin, dass institutionelle Investoren die gesammelten Sparbeiträge nicht als Kredite an Unternehmen weitergeben, sondern Aktien, Anleihen, Vermögensgegenstände etc. kaufen. Es findet jedoch eine allmähliche Angleichung zwischen Banken und institutionellen Investoren statt. Im Zuge des Bedeutungsgewinns des Finanzmarktes erweiterten Banken ihr Kerngeschäft der klassischen kreditbasierten Finanzierung um Investmentbanking. Banken legen verschiedene Fonds auf, die ausschließlich bzw. zu einem gewissen Anteil in Immobilien investieren. Weiterhin handeln sie mit Finanzderivaten wie die Verbriefung von Hypothekendarlehen, womit Finanzierungsrisiken weiter gegeben und handelbar werden.

Dies hat weitreichende Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen. Jenseits der Bankenfinanzierung haben sich weitere Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung für produktive als auch Immobilieninvestitionen ergeben. Zwei weitere Formen der Finanzierung sind die wertpapiermäßige Unterlegung von Investitionen durch die Ausgabe von Anleihen oder die Notierung von Unternehmen an der Börse. Beispiele hierfür sind im Immobiliensektor Immobilien AG's, Real Estate Investment Trusts (REITs) oder das Bündeln von Immobilienhypotheken in handelbare Instrumente, die als Wertpapiere an der Börse verkauft werden. Eine andere Möglichkeit der Finanzierung sind nichtbörsennotierte indirekte Anlageformen wie z. B. Fonds. Fonds, an denen Privatpersonen als auch Unternehmen Anteile erwerben können, werden von Kapitalanlagegesellschaften wie Banken, Versicherungen, aber auch Unternehmen mit einem umfangreichen Immobilienbestand aufgelegt. Die Anlagetätigkeit von Fonds besteht in der Regel darin, ein Portfolio aufzubauen, das eine möglichst hohe Rendite bei einem kalkulierbaren Risiko erbringt.

Nicht nur Immobilienfonds, sondern auch andere institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Private Equity Fonds, Hedge Fonds, Versicherungen, Vermögensverwaltungen etc. neigen dazu, gewisse Anteile des Vermögens in Immobilien (und Immobilienderivate) zu investieren. Immer häufiger geschieht dies über den Erwerb von Anteilen an Immobilienfonds, REITs und Real Estate Private Equity Fonds (REPE). Es

handelt sich um Anlageformen<sup>4</sup>, mit denen sich ein indirekter Zugang zum Immobilienmarkt öffnet: auf das Know-how von Experten gestützt, kann das eigene Portfolio diversifiziert und gegen Inflation abgesichert werden. Es hat sich eine Tendenz herausgebildet, dass in Immobilien immer verstärkt (indirekt, aber auch direkt) investiert wird, wenn das allgemeine Zinsniveau und die Erträge auf dem Aktienmarkt rückläufig sind. Die Möglichkeit des Rückgaberechts von Anteilen bei Fondsinvestitionen erhöht die Investitionsneigung, da bei Markt- und Zinsänderungen Kapital nicht langfristig gebunden ist, sondern in andere Anlagebereiche umgelenkt werden kann. Die Immobilienanlage ist auch dadurch attraktiver geworden, dass Anleger entsprechend ihrem Risikoprofil aus einer Bandbreite von Fonds mit unterschiedlichen Risiko- bzw. Sicherheitsspektrum auswählen können.

Ein gewisser Sockelanteil des Portfolios institutioneller Investoren besteht unabhängig von konjunkturellen Entwicklungen aus Immobilien(anteilen), da sie als eine sichere Anlage mit durchschnittlichen Erträgen geschätzt werden. Dies gilt auch für große Finanzdienstleister wie Versicherungen und Banken, die Fonds auflegen sowie einige attraktive Immobilien direkt in ihr Portfolio aufnehmen. Jenseits dessen erfolgt aber eine Verschiebung von Kapital je nach Rendite einer Anlagemöglichkeit.

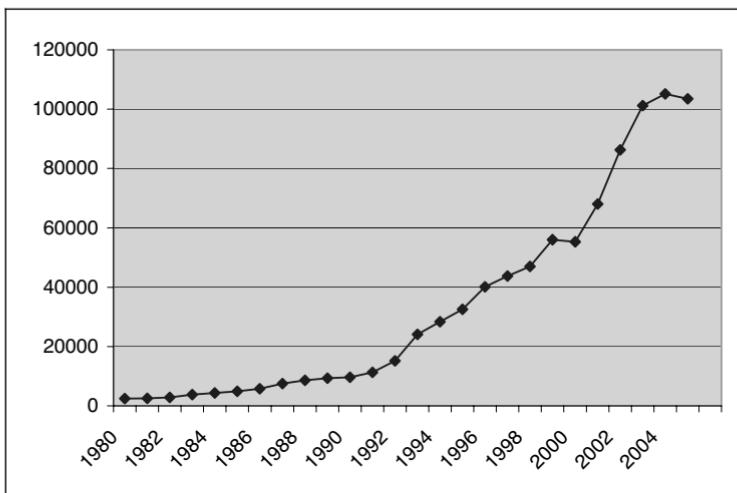
Insgesamt befindet sich die Finanzmarktfinanzierung von Immobilien auf dem »Vormarsch« und Bankkredite auf dem »Rückzug«. Einen Eindruck vom Siegeszug einer Form der Finanzmarktfinanzierung, nämlich den offenen Immobilienfonds, gibt die Abb. 3.3.

Damit erfolgt ein Übergang von der Investitionsfinanzierung durch Banken zum Finanzinvestment institutioneller Investoren (Huffschmid 1999). Es ist allerdings weniger üblich, dass sich institutionelle Investoren wie Fonds noch vor der Fertigstellung und Vermietung an der Finanzierung einer Immobilie beteiligen. Die Regel ist eher, dass Projektentwickler nach Abschluss der Immobilienentwicklung und Vermietung das Objekt an Fonds veräußern. Nur in Boomzeiten ändert sich das Verhältnis zwischen Projektentwickler und Fonds.

---

4 Im Folgenden werden auf Immobilien spezialisierte Anlageformen wie REITs, REPE und verschiedene Immobilien-Spezialfonds allgemein als Immobilienfonds bezeichnet soweit es nicht um einen spezifischen Fonds geht.

*Abb. 3.3: Entwicklung des Fondsvermögen der deutschen offenen Immobilienfonds 1980 bis 2005, in Mio. €*



*Quelle: Eigene Auswertung, Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 1993-2006*

Die zunehmende Tendenz zum Aktien- und Fondsinvestment geht in Boomphasen des Immobilienzyklus mit einem Transfer der Immobilien von Entwicklern zu Investoren einher, was nach Leitner (1994: 795) ein »disarticulating building development from ownership« bedeutet. Motiviert durch die hohen Profiterwartungen engagieren sich institutionelle Investoren bereits in der Entwicklungsphase einer Immobilie. Dadurch, dass sie bereits als Bauherren auftreten – und nicht erst nach der Fertigstellung die Immobilie erwerben –, versuchen sie, Gewinne aus mehreren Teilen der immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfungskette für sich zu beanspruchen. Dies birgt allerdings die Gefahr, das Risiko einer Immobilieninvestition aus den Augen zu verlieren. Die Risiken bestehen in diesem Fall in einer schwer kalkulierbaren Nachfrageentwicklung.

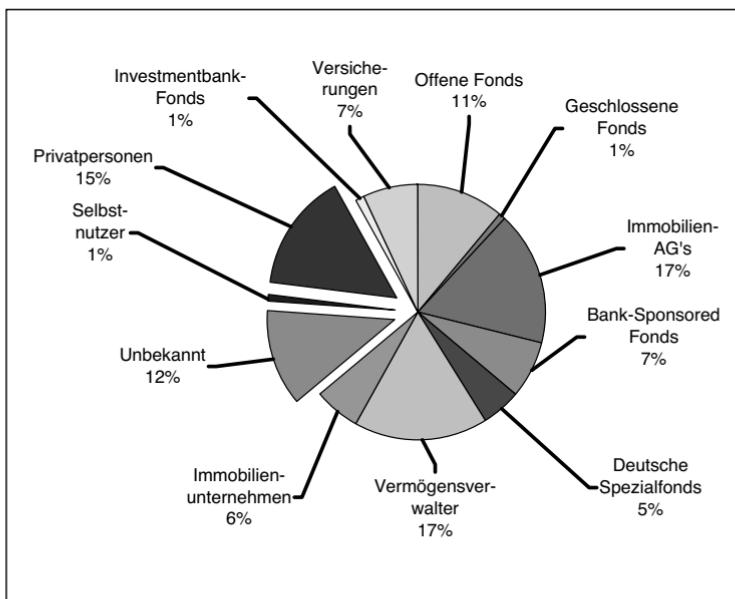
Die Heftigkeit des Immobilienzyklus wird in diesem Sinne durch eine finanzielle Liberalisierung verstärkt. Eine Ursache hierfür ist, dass es mehr Möglichkeiten der Finanzierung gibt: insbesondere in Boomphasen ist es einfacher, an Kapital zu gelangen, da nun auch institutionelle Investoren sich an den Entwicklungskosten beteiligen. Für Projektentwickler, deren eigentliches Geschäftsfeld in der Immobilienentwicklung besteht, gilt, dass neue Immobilienprojekte solange realisiert werden, so lange es Kapital hierfür gibt (Ball 1994). Das Vorhandensein von Kapi-

tal motiviert sie, ungeachtet absehbarer Marktentwicklungen neue Immobilienprojekte zu realisieren. Dieses Verhalten wird von institutionellen Investoren in Boomzeiten unterstützt. Sie neigen angesichts steigender Kaufpreise dazu, neue Projekte zu finanzieren – auch wenn es bereits Anzeichen einer Nachfragesättigung gibt. Der Antrieb dafür besteht in der starken Konkurrenz um hohe Renditen (vgl. 3.2, »Boom«). Dies begünstigt ein Überangebot.

In der Abschwungphase bzw. Krise neigen institutionelle Investoren aber zur Zurückhaltung, weshalb bei anziehender Konjunktur die Immobilienangebote zum Engpassfaktor werden können und somit einen neuen Immobilienzyklus begründen. In diesem Sinne verstärken finanzmarktisierte Investoren den Immobilienzyklus durch ein kurzfristiges und an der erzielbaren Rendite ausgerichtetes Verhalten. D. h. die Ausprägungen der Hoch- und Tiefphase eines Zyklus werden deutlicher (vgl. Beitel 2000, Lizieri et al. 2000, Moricz/Murphy 1997, Pryke 1994). Dieses Phänomen wird jedoch auch durch Innovationen im Bausektor unterstützt. Aufgrund reduzierter Errichtungszeiten erhöhen sich die Umlaufzahl und der Umschlag, was ein Überangebot begünstigt (Ball 1994). Ball argumentiert, dass diese Ursachen in Großbritannien und den USA Ende der 1980er Jahre zu einem massiven Einbruch im Immobiliensektor geführt haben. Demgegenüber sei in Ländern mit einer höheren Regulierung im Finanz- und Planungswesen wie Frankreich oder Deutschland der Ausschlag und wirtschaftliche Schock geringer gewesen (Ball 1994). Aber auch in Deutschland haben finanzielle Liberalisierungen (Lütz 2002) als auch planerische Flexibilisierungen (Heeg 2003) zugenommen.

Eine andere Ursache für eine stärkere Volatilität der Immobilienzyklen durch finanzielle Liberalisierungen besteht in der spezifischen Ausrichtung der Investitionsstrategien von institutionellen Investoren an den profitabelsten Anlagemöglichkeiten. Diese werden nicht mehr ausschließlich im nationalen Markt, sondern international gesucht. Maßstab der Investitionen ist nicht mehr das nationale Zinsniveau bzw. nationale Verwertungsbedingungen, sondern Verwertungsbedingungen auf internationalen Märkten. Abb. 3.4 gibt Aufschluss über die Struktur der grenzüberschreitenden Immobilieninvestitionen in Europa 2001. Demnach ist der überwiegende Anteil der Immobilieninvestoren gemessen an der investierten Summe zur Gruppe der institutionellen Investoren gehörig. Nur 28% der Investitionen stammen nicht von institutionellen Investoren, sondern von Privatpersonen, Selbstnutzern oder sie sind nicht zuordnen.

*Abb. 3.4: Grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen in Europa, erste Hälfte 2001, insg. 6.6 Mrd. €*



*Quelle:* JLS 2001

Bei einer Änderung der Finanzmarktvorzeichen wird Kapital verschoben: zwischen europäischen Standorten und im internationalen Maßstab. MacLaren (2003: 55 f.) kommt zu dem Schluss, dass sich die Volatilität des internationalen Finanzmarktes auf den Immobilienmarkt überträgt:<sup>5</sup>

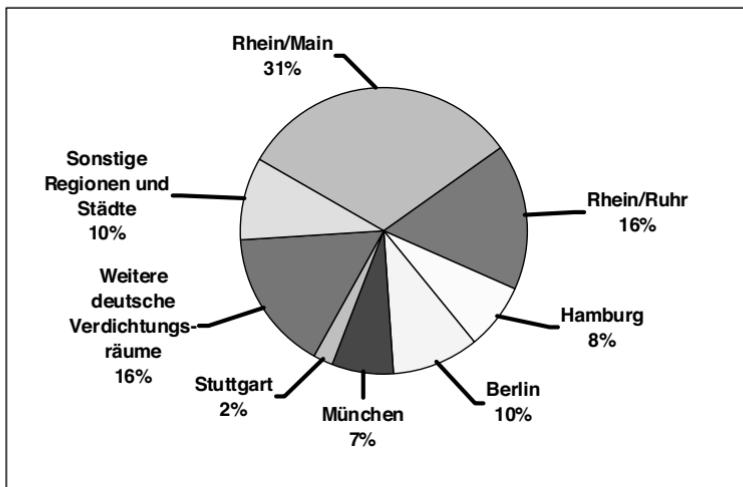
5 Wie die Turbulenzen um die Schieflagen mehrerer amerikanischer Hypothekenbanken im Sommer 2007 zeigt, kann die Wirkung aber auch umgedreht sein: hier wirkte sich eine Krise des amerikanischen Privatimmobilienmarktes auf den internationalen Finanzmarkt aus. Mitte August 2007 wurden durch mehrere Vermittlungsschritte (u. a. notleidende Hypothekenkredite, Liquiditätsengpässe von Hypothekenbanken und Banken, die mit verbrieften Hypothekendarlehen handelten, sowie abnehmende Bereitschaft von Geschäftsbanken anderen Banken eine Kreditlinie zu gewähren) nicht nur die Wall Street in Mitleidenschaft gezogen, sondern auch die Aktienbörsen in Europa und Asien. In Deutschland mussten die beiden Banken IKB und Sachsen LB, nachdem sie sich auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt verspekuliert hatten, mit öffentlichen Hilfen gestützt werden (»Die Banken vertrauen sich nicht mehr« FAZ 17.8.2007, »Turbulenzen belasten amerikanische Konjunktur« und »Bankenkrise weitert sich in Deutschland aus« FAZ 18.9.2007, »US-Krise trifft deutsche Banken« Frankfurter Rundschau 31.7.2007).

»The global character of investment flows and their volatility, particularly during the increasingly deregulated financial environment of the 1980s and 1990s, can significantly exacerbate cycles, deepening the recessions and heightening the booms [...]. First, an influx of credit increases competition between lenders, reduces the cost of finance and alters developers profitability calculations in a positive manner, thereby encouraging new development. Second, overseas demand for investment property further stimulates development by competitively driving up prices for completed buildings. For these reasons, cheap credit and an influx of investment capital, became important catalysts of the UK property boom of the 1980s.« (MacLaren 2003: 55 f.)

Die Liberalisierung nationaler Finanzmärkte und der Bedeutungsgewinn institutioneller Investoren haben großen Einfluss auf die Tragfähigkeit und die Reichweite von Strategien des property-led development. Für Planer und lokale politische Akteure gibt es potenziell weniger Möglichkeiten, am Verhandlungstisch zu überzeugen, d. h. Immobilienakteure zur Umsetzung von Projekten in einer bestimmten Art und Weise zu bewegen. Tatsächlich sind es Projektentwickler, mit denen Verhandlungen geführt werden. Da diese jedoch weitgehend von der Finanzierung durch Investoren abhängig sind, ist deren Beteiligung stark vom Immobilienzyklus beeinflusst. Projektentwickler schlagen zwar Projekte vor und betreuen die Realisierung, aber sie benötigen die Finanzierung. Investoren sind nach Barney Wharf nicht nur passive Gestalter von Städten: »[...] it is clear from the surge of investment-driven construction that swept the USA in the 1980s that finance capital is not some passive actor in the construction of landscapes, but an active participant with a logic of its own.« (Warf 1994: 325)

Diese »logic of its own« ist jedoch umso schwerer zu beeinflussen, je weiter entfernt diese Akteure sind – im räumlichen als auch übertragenen Sinne. Institutionelle Investoren haben also ein großes Gewicht bei der Gestaltung der gebauten städtischen Umwelt als auch bei der Strukturierung des Immobilienmarktes. Allerdings ist dieses »Gewicht« nicht räumlich gleich verteilt. Vielmehr lässt sich eine deutliche Ausrichtung der Investments auf Metropolen feststellen (vgl. Abb. 3.5). Dies ist gleichbedeutend mit Überinvestitionen auf bestimmten Märkten, die den Kriterien geringer Risiken und hoher Gewinne entsprechen (Logan 1993: 52).

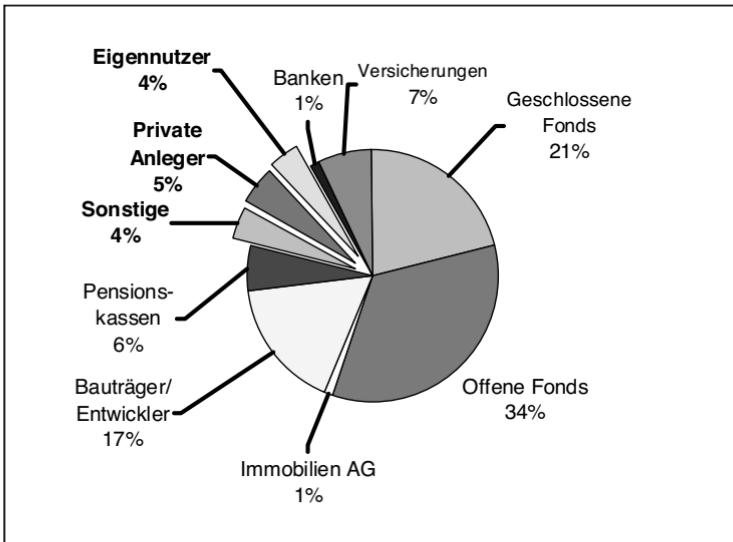
*Abb. 3.5: Räumliche Verteilung deutscher Liegenschaften offener Immobilienfonds nach Verkehrswert 2003 (in %)*



*Quelle: Eigene Auswertung der Rechenschaftsberichte von 16 deutschen offenen Immobilienfonds*

Der Grund für die Konzentration auf Metropolen liegt darin, dass diese als liquide Märkte interessante Immobilienstandorte darstellen. Dort gibt es die stärkste und anhaltendste Nachfrage; damit besteht auch die Möglichkeit, entsprechende Immobilien mit einer Wertsteigerung wieder verkaufen zu können. Dies ist vor allem für institutionelle Investoren wie Fonds oder Aktiengesellschaften wichtig, die ihre Immobilien weniger langfristig halten, sondern an kurzfristigen Rendite- und Wertsteigerungen interessiert sind. Für die Gruppe der Selbstnutzer gilt demgegenüber, dass der Investitionsstandort identisch ist mit dem Standort der Tätigkeit. Dieser kann in Metropolen sein; da das Preisgefüge jedoch insbesondere in prominenten Lagen durch die Kapitalkraft institutioneller Anleger bestimmt wird, neigen Selbstnutzer eher dazu, außerhalb zentraler Lagen zu investieren. Dies bezieht sich sowohl auf Randlagen in Metropolen als auch auf Lagen außerhalb von Metropolen. Abb. 3.6 belegt den Zusammenhang zwischen Metropolen und institutionellen Investoren am Beispiel deutscher Städte. Demnach war diese Investorengruppe im Bereich der Gewerbeimmobilien die mit Abstand wichtigste Akteursgruppe in den fünf größten deutschen Städten. Dieses Ergebnis lässt sich auf das US-Städtesystem übertragen.

Abb. 3.6: Investments an ausgewählten Standorten<sup>6</sup> nach Käufergruppen für 2002



Quelle: Eigener Entwurf nach Daten von Atis Müller 2003

Demnach gibt es eine Konzentration auf Metropolen, die stark durch Finanz-, wissens- und unternehmensorientierte Dienstleistungen geprägt sind. Dies wird auch durch Abb. 3.5 verdeutlicht, die am Beispiel der räumlichen Verteilung deutscher Liegenschaften von offenen Immobilienfonds zeigt, dass vor allem die wirtschaftsdynamischen Städte mit einer wirtschaftlichen Spezialisierung Ziel der Investitionen sind. Diese dynamischen und liquiden Immobilienmärkte haben für institutionelle Investoren den Vorteil, dass bei abnehmenden Renditeaussichten das in Immobilien gebundene Kapital wieder flüssig gemacht werden kann. Ein Kennzeichen institutioneller Investoren ist insofern ihr stark volatiles Verhalten, das allerdings für stadtentwicklungspolitische Strategien Probleme mit sich bringt.

Institutionelle Investoren lassen sich nur schwer in die Logik von Stadtökonomien einpassen, da überregionale Verwertungsbedingungen und -möglichkeiten handlungsanleitend sind. Durch historische oder zyklusbedingte Zufälle mag es eine Übereinstimmung in der Logik beider Bereiche geben, aber dies ist kein konstitutiver Bestandteil. So weist Peter W. Daniels (1993) auf den problematischen Zusammenhang zwischen Stadtplanung und Marktzyklen hin, der vor allem durch die Zykl-

---

6 Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München.

zität von Kapitalverfügbarkeit und Dienstleistungsentwicklung geprägt wird. Die Stadtentwicklung ist das Opfer dieser Zyklizität:

»Capital is footloose and producer services are footloose: information technology has seen to that. The expansion of services into the international market-place has [...] introduced a greater degree of flexibility, and ultimately competition, into the global urban system than was the case in the past. As the experience with Canary Wharf (ein großes Entwicklungsprojekt, das unter dem Begriff »Londoner Docklands« besser bekannt ist, S.H.) has shown, it has also made the outcome of large-scale planning and redevelopment within cities a hostage to external international factors over which they can have limited control.« (Daniels 1993: 166)

Ein Vorteil besteht darin, dass in Metropolen vergleichsweise umfangreich Kapital für Immobilienprojekte zur Verfügung steht; der Nachteil ist aber, dass diese Investoren sich nur schwer in eine stadtpolitische und stadtökonomische Logik passen lassen. Dies bedeutet aber nicht, dass Stadtplanung zu einem »zahnlosen Tiger« wird, sondern dass finanzmarktbasierte Investoren sich dem gestaltenden Zugriff der Stadtplanung entziehen können. Zum einen, indem Investments an anderen Standorten erfolgen oder die Stadtplanung unter Druck gesetzt wird, einer Investorenplanung zuzustimmen. Logan (1993: 52f.) formuliert in diesem Zusammenhang die These, dass die Arbeit lokaler Projektentwickler mit großen finanzmarktbasierten Investoren dazu führen wird, dass größere und prestigeträchtigere Projekte realisiert werden, die substanzelle Veränderungen im Stadtbild bewirken werden. Der Grund dafür ist, dass die Planungen den Zielen und Interessen dieser Investoren entsprechen müssen: sie neigen dazu, mehr Kapital in einzelne Projekte zu investieren, um Skalenerträge zu realisieren.

