

Band 64

Schriften zur Immobilienökonomie

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte
Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel
Prof. Dr. Wolfgang Schäfers

Jan A. Schubert

Büroimmobilien in Deutschland: Die Bedeutung der Beschäftigungs- struktur für die Marktauswahl institutioneller Investoren



International Real Estate Business School
Universität Regensburg



Jan A. Schubert

**Büroimmobilien in Deutschland:
Die Bedeutung der Beschäftigungsstruktur
für die Marktauswahl institutioneller Investoren**

Geleitwort

Institutionelle Immobilieninvestoren spielen sowohl für Unternehmen als auch für Städte eine tragende Rolle. Ihr Kapital wird benötigt, um die sich stetig wandelnden Ansprüche der Arbeitswelt an die Büroimmobilie umzusetzen, und um die Entwicklung von Stadtquartieren funktional und städtebaulich zu fördern. Wie Investoren die Städte auswählen, in denen sie Büroimmobilien erwerben, ist auf subnationaler Ebene trotz der Bedeutung dieser Auswahl für Unternehmen und Städte jedoch wenig erforscht. Aus einer rationalen, entscheidungstheoretischen Sicht sollten sich Investoren an der Beschäftigungsstruktur in bestimmten büroaffinen Branchen orientieren. Denn von diesen geht eine hohe Büroflächennachfrage aus. Die Ergebnisse verhaltensökonomischer Studien unter Immobilieninvestoren lassen jedoch Zweifel daran aufkommen, ob dies tatsächlich zutrifft. Die vorliegende Dissertation geht daher der Frage nach, welche Bedeutung die branchenspezifische Beschäftigung für die Auswahl von Büroimmobilienmärkten durch institutionelle Immobilieninvestoren hat.

Über Experteninterviews erhebt die Arbeit die Einstellungen von Investoren zu den deutschen Städten ebenso wie Abläufe und Kriterien der Marktauswahl. Dabei differenziert sie zwischen verschiedenen Investorentypen und arbeitet entsprechende Spezifika heraus. Diese qualitativen Ergebnisse werden mittels einer Auswertung von Mietvertragsdaten der Investment Property Databank (IPD) bzgl. der Büroobjekte in den Portfolios institutioneller Investoren überprüft.

Der Untersuchung gelingt es, durch die Analyse des realen Entscheidungsverhaltens von Immobilieninvestoren Ergebnisse vorzulegen, die für die immobilienwirtschaftliche und auch raumplanerische Praxis bedeutsam sind. Gleichzeitig leistet sie einen Beitrag zum entscheidungstheoretischen Kenntnisstand, der bislang hinsichtlich der Marktauswahl institutioneller Investoren widersprüchlich war.

Die Ausrichtung der Auswertung der Mietvertragsdaten ist zudem innovativ, da eine räumlich differenzierte und nach Wirtschaftsbranchen der Mieter spezifizierte Analyse dieser Quelle bislang nicht stattgefunden hat. Dadurch wird ein neuer Weg aufgezeigt, an räumlich differenzierte Daten über vermietete Flächen, deren Nutzer und das Investorenverhalten zu gelangen, was durch die amtliche Statistik nicht abgedeckt wird.

Die Dissertation wurde am Fach Kultur- und Regionalgeographie an der Universität Trier verfasst. Sie ist ein Beispiel dafür, dass geographische und immobilienwirtschaftliche Perspektiven eng miteinander verbunden sein können und ihr Zu-

sammenspiel geeignet ist, um sowohl praxisrelevante als auch theoretische Fragestellungen zu bearbeiten.

Die Arbeit besteht aus acht Kapiteln. Nach der Einleitung schildert das zweite Kapitel den Problemaufriss und fasst die theoretischen Grundlagen ebenso wie den empirischen Forschungsstand zusammen. Die Vorgehensweise der empirischen Untersuchung wird im dritten Kapitel vorgestellt.

Die empirischen Ergebnisse des Autors werden ab dem vierten Kapitel vorgestellt, wobei zunächst die Investitionseignung der Investmentmärkte aus Sicht der Investoren in den Blick genommen wird. Den Ablauf und die Kriterien im Entscheidungsprozess der Marktauswahl stellt das fünfte Kapitel vor. Experteninterviews, v.a. mit Vertretern von offenen Fonds und Versicherungen, bilden hierzu die Basis. Das anschließende sechste Kapitel zieht Mietvertragsdaten von IPD heran. Im Zuge der Analyse dieser quantitativen Daten werden die Raumstrukturen der Investitionen und die Branchenstruktur der Mieter erfasst. Sodann prüft der Autor, ob ein statistischer Zusammenhang zwischen einer branchenstrukturell entsprechenden Beschäftigungsstruktur und der Marktauswahl beobachtet werden kann.

Die zentralen Ergebnisse der Auswertungen werden im siebten Kapitel zusammengefasst. Dabei wird ein Vergleich zwischen offenen Fonds und Versicherungen angestellt. Darüber hinaus werden Übertragungspotenziale auf weitere Investorentypen (Spezialfonds und geschlossene Fonds) ausgemacht. Das achte Kapitel beinhaltet das Fazit, welches die Forschungsfrage abschließend beantwortet und einen Ausblick gibt.

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Prof. Dr. Wolfgang Schäfers

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

IREBS Institut für Immobilienwirtschaft

International Real Estate Business School

Universität Regensburg

Vorwort / Danksagung

Institutionellen Investoren kommt auf den deutschen Büroimmobilienmärkten inzwischen eine umfassende Bedeutung zu, die auch auf Standortentscheidungen von Unternehmen und auf die Entwicklung von Städten ausstrahlt. Gleichwohl ist auf subnationalem Niveau noch nicht umfassend geklärt, wie und nach welchen Kriterien institutionelle Investoren Städte für ihre Anlagen auswählen. Was die Bedeutung einer branchenspezifischen Beschäftigungsstruktur für die Marktauswahl angeht, liegen zudem teilweise widersprüchliche Forschungsbefunde vor. Ziel der Arbeit ist es, in diesen Bereichen Erkenntnisbeiträge zu leisten. Empirisch betont die Untersuchung die qualitative Identifizierung sowie Erklärung des Entscheidungsverhaltens und überprüft die Befunde quantitativ anhand von Mietvertragsdaten. Dabei differenzieren die Analysen nach Investorentypen, Markttypen und Branchengruppen, um möglichst genaue Aussagen treffen zu können.

Auf die Bedeutung und Besonderheiten der Marktauswahl von Investoren und auf das Potenzial der Mietvertragsdaten der Investment Property Databank (IPD) bin ich während meiner beruflichen Tätigkeit als Immobilienberater aufmerksam geworden. Ohne die Förderung von Prof. Dr. Ulrike Sailer hätte ich diese Arbeit aber nicht schreiben können. Ich möchte mich daher bei ihr für die Betreuung, die vielen anregenden Gespräche, Kritik und Hinweise sowie für die unterstützenden Rahmenbedingungen innerhalb der Arbeitsgruppe an erster Stelle bedanken. Prof. Dr. Andreas Kagermeier danke ich für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Die Herausgeber der Schriften zur Immobilienökonomie, Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, Prof. Dr. Wolfgang Schäfers und Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel haben mich bei der Veröffentlichung meiner Arbeit beraten und durch die Aufnahme in ihre Schriftenreihe in besonderer Weise gefördert. Hierfür möchte ich mich sehr bedanken.

Ebenfalls bedanke ich mich bei der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif), die durch ihre großzügige finanzielle Unterstützung die Veröffentlichung in dieser Reihe mit ermöglicht hat.

Meinen Kollegen Matthias Furkert, Philipp Gößler und Michael Lenjoint danke ich herzlich für ihre ständige Bereitschaft zum Gedankenaustausch, ihre vielfälti-

gen Ratschläge, ihre Korrekturen und insbesondere für die freundschaftliche Atmosphäre.

Mein Dank gilt auch den vielen kontaktierten und interviewten Gesprächspartnern, die mit mir ihre Zeit und fachliche Expertise geteilt und somit die Erkenntnisse dieser Arbeit ermöglicht haben. Besonders hervorheben möchte ich hierbei Herrn Lars Dierkes von IPD, der mir Daten aufwendig zusammengestellt und verfügbar gemacht hat, die einen zentralen Bestandteil der empirischen Analyse ausmachen.

Auch bei den weiteren Personen meines persönlichen Umfelds, die mich beraten und meine Arbeit korrigiert haben, bedanke ich mich sehr.

Mein besonderer Dank gilt Sarah Blasczyk, die mich ermutigt hat, diese Arbeit zu beginnen und mich über die Jahre in allen Situationen immer unterstützt und beraten hat, wie keine andere.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IX
Tabellenverzeichnis	X
Abkürzungsverzeichnis.....	XII
Zusammenfassung	XIII
1 Einleitung: Problemstellung, Zielsetzung und Bearbeitung	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2 Bearbeitung.....	3
2 Büroimmobilienmärkte und institutionelle Investoren	5
2.1 Bedeutungskontexte der Büroimmobilienmärkte	5
2.1.1 Wirtschaftsstrukturelle Bedeutung	5
2.1.2 Bedeutung des deutschen Städtesystems	9
2.1.3 Bedeutung für die Stadtentwicklung	13
2.2 Bedeutung institutioneller Immobilieninvestoren	18
2.2.1 „Institutionelle Investoren“: Begriff und Bedeutungszuwachs	18
2.2.2 Typen und Merkmale.....	22
2.3 Entscheidungsverhalten institutioneller Immobilieninvestoren	31
2.3.1 Entscheidungstheoretische Zugänge	31
2.3.1.1 Rational-normative Entscheidungstheorie	31
2.3.1.2 Deskriptive Entscheidungstheorie	34
2.3.1.3 Präskriptive Entscheidungstheorie	38
2.3.1.4 Zwischenfazit: Implikationen der Theorieansätze zur Marktauswahl.....	41
2.3.2 Methodische Ansätze der Marktforschung und Arbeitspraxis für Investoren.....	41
2.3.2.1 Analysereihenfolge: Top-down vs. bottom-up.....	41
2.3.2.2 Bestimmung der Büroflächennachfrage	44
2.3.2.3 Standort- und Marktanalyse.....	45
2.3.2.4 Immobilienportfoliomanagement	47
2.3.2.5 Zwischenfazit: Implikationen der methodischen Ansätze zur Marktauswahl.....	50
2.3.3 Empirische Befunde	51
2.3.3.1 Empirische Befunde zur Bedeutung der branchenspezifischen Beschäftigung.....	51
2.3.3.2 Empirische Befunde zum Entscheidungsverhalten	53
2.3.3.3 Zusammenfassung und Forschungslücken	57

3 Forschungsdesign.....	59
3.1 Forschungsfragen und ausgewählte Investorentypen.....	59
3.2 Identifikation der Marktauswahl und einflussreicher Branchen bei institutionellen Investoren.....	62
3.2.1 Datengrundlage	62
3.2.2 Branchenidentifizierung, Datenbereinigung und Stichprobenumfang...	65
3.2.3 Stichprobentyp und Analysemöglichkeiten.....	67
3.2.4 Logistische Regression.....	68
3.3 Identifikation der Einstellungen und des Entscheidungsprozesses.....	71
3.3.1 Experteninterviews: empirische Aufgabe und Auswahl der Gesprächspartner	71
3.3.2 Durchführung und Auswertung der Experteninterviews.....	73
4 Einstellungen zur Investitionseignung der Top7 und der Regionalmärkte.76	
4.1 Vorteile der Regionalmärkte.....	77
4.1.1 Offene Fonds	77
4.1.2 Versicherungen.....	80
4.1.3 Zusammenfassung.....	81
4.2 Nachteile der Regionalmärkte	82
4.2.1 Offene Fonds	82
4.2.2 Versicherungen.....	87
4.2.3 Zusammenfassung.....	89
4.3 Investmentanforderungen in Regionalmärkten	90
4.3.1 Offene Fonds	90
4.3.2 Versicherungen.....	93
4.3.3 Zusammenfassung.....	95
5 Ablauf und Kriterien der Marktauswahl.....	96
5.1 Ablauf der Marktauswahl	97
5.1.1 Offene Fonds	97
5.1.2 Versicherungen.....	103
5.1.3 Zusammenfassung.....	105
5.2 Kriterien der Marktanalyse	106
5.2.1 Offene Fonds	106
5.2.2 Versicherungen.....	112
5.2.3 Zusammenfassung.....	113
5.3 Informationsquellen	114
5.3.1 Offene Fonds	114

5.3.2 Versicherungen	117
5.3.3 Zusammenfassung	118
5.4 Entscheidungsrelevanz spezifischer Branchen	119
5.4.1 Offene Fonds.....	119
5.4.2 Versicherungen	123
5.4.3 Zusammenfassung	124
5.5 Heuristiken in der Marktauswahl	125
5.5.1 Offene Fonds.....	126
5.5.2 Versicherungen	130
5.5.3 Zusammenfassung	131
6 Raumstrukturen von Investments und Branchen	133
6.1 Verteilung der Investments 2005 & 2009	133
6.1.1 Offene Fonds.....	133
6.1.2 Versicherungen	138
6.1.3 Zusammenfassung	142
6.2 Anmietende Branchen	142
6.2.1 Offene Fonds.....	142
6.2.2 Versicherungen	146
6.2.3 Zusammenfassung	148
6.3 Differenzierung anmietender Branchengruppen nach Märkten	149
6.3.1 Offene Fonds.....	149
6.3.2 Versicherungen	150
6.3.3 Zusammenfassung	152
6.4 Statistischer Zusammenhang von Beschäftigungsstruktur und Marktauswahl	152
6.4.1 Offene Fonds.....	153
6.4.2 Versicherungen	157
6.4.3 Zusammenfassung	159
7 Zusammenfassender Vergleich und Übertragungspotenziale	160
7.1 Einstellungen zur Investitionseignung der Regionalmärkte	161
7.1.1 Zusammenfassung offene Fonds und Versicherungen	161
7.1.2 Übertragungspotenziale für Spezialfonds	163
7.1.3 Übertragungspotenziale für geschlossene Fonds	166
7.2 Ablauf und Kriterien der Marktauswahl	169
7.2.1 Zusammenfassung offene Fonds und Versicherungen	169
7.2.2 Übertragungspotenziale für Spezialfonds	173

7.2.3 Übertragungspotenziale für geschlossene Fonds.....	177
7.3 Raumstrukturen von Investments und Branchen.....	182
7.3.1 Zusammenfassung offene Fonds und Versicherungen.....	182
7.3.2 Übertragungspotenziale für Spezialfonds.....	184
7.3.3 Übertragungspotenziale für geschlossene Fonds.....	186
8 Fazit	188
Anhang	194
Literaturverzeichnis	202

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Aufbau der Arbeit	4
Abb. 2: Stilisierte Fakten der Phasen eines Immobilienzyklus	15
Abb. 3: Merkmale und Typen institutioneller Investoren	23
Abb. 4: Forschungsfragen und Variablenkonzept	60
Abb. 5: Vermietete Bürofläche der off. Fonds 05 in m ² auf Ebene der Stadt- und Landkreise	134
Abb. 6: Vermietete Bürofläche der off. Fonds 09 in m ² auf Ebene der Stadt- und Landkreise	135
Abb. 7: Vermietete Büroflächen der Versicherungen 2005 in m ² auf Ebene der Stadt- und Landkreise	138
Abb. 8: Vermietete Büroflächen der Versicherungen 2009 in m ² auf Ebene der Stadt- und Landkreise.....	139
Abb. 9: Künftige Investitionstätigkeit in Büroimmobilien der Regionalmärkte nach Investorentypen.....	193

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Transaktionsvolumen und -quellen am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt 2009/2010	20
Tab. 2: Transaktionsvolumen und -quellen am europäischen Gewerbeimmobilienmarkt 2010	24
Tab. 3: Institutionelle Investorentypen in Deutschland	24
Tab. 4: Wirtschaftsstatistische Klassifikationen Branchengruppen FIRE und KIBS	67
Tab. 5: Überblick Experteninterviews	73
Tab. 6: Verbreitung der Analyserichtungen in der Marktauswahl nach Investorentyp	105
Tab. 7: Heuristiken in der Marktauswahl von Regionalmärkten	127
Tab. 8: Überblick Heuristiken: Verbreitung und Raumbezüge bei offenen Fonds und Versicherungen	132
Tab. 9: Vermietete Flächen der offenen Fonds in den Top7 2005 u. 2009	137
Tab. 10: Vermietete Flächen der Versicherungen in den Top7 2005 u. 2009	141
Tab. 11: Mietverträge der offenen Fonds in 2005 nach Wirtschaftsbranchen	144
Tab. 12: Mietverträge der offenen Fonds in 2009 nach Wirtschaftsbranchen	145
Tab. 13: Öffentliche Mieter im Bestand offener Fonds 2005 u. 2009	146
Tab. 14: Mietverträge der Versicherungen in 2005 nach Wirtschaftsbranchen ...	146
Tab. 15: Mietverträge der Versicherungen in 2009 nach Wirtschaftsbranchen ...	147
Tab. 16: öffentliche Mieter im Bestand der Versicherungen 2005 u. 2009	148
Tab. 17: Flächenanteile offene Fonds nach Branchengruppe und Markttyp 2005 / 2009	149
Tab. 18: Vermietungen der offenen Fonds an die öffentliche Hand in Regionalmärkten	150
Tab. 19: Flächenanteile der Versicherungen nach Branchengruppe und Markttyp 05 / 09	151
Tab. 20: Vermietungen der Versicherungen an die öffentliche Hand in Regionalmärkten	151
Tab. 21: Standortquotienten in FIRE&KIBS in Märkten der offenen Fonds	153
Tab. 22: : Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Marktauswahl der offenen Fonds	155

Tab. 23: Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Auswahl der Regionalmärkte der offenen Fonds	156
Tab. 24: Standortquotienten in FIRE&KIBS in Märkten der Versicherungen.....	158
Tab. 25: Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Marktauswahl der Versicherungen	158
Tab. 26: Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Auswahl der Regionalmärkte der Versicherungen.....	159
Tab. 27: Investitionseignung der Regionalmärkte bei offenen Fonds und Versicherungen.....	161
Tab. 28: Ablauf und Kriterien der Marktauswahl bei offenen Fonds und Versicherungen.....	170
Tab. 29: Raumstrukturen von Investments und Branchen bei offenen Fonds und Versicherungen.....	183
Tab. 30 Interviewleitfaden	194
Tab. 31: Mietvertragsdaten der offenen Fonds 2005 nach Kreisen	196
Tab. 32: Mietvertragsdaten der offenen Fonds 2009 nach Kreisen	198
Tab. 33: Mietvertragsdaten der Versicherungen 2005 nach Kreisen.....	199
Tab. 34: Mietvertragsdaten der Versicherungen 2009 nach Kreisen.....	201

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CREM	Corporate Real Estate Management
D&B	Dun & Bradstreet
et al.	et alii (und andere)
FIRE	Finance Insurance Real Estate
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IPD	Investment Property Databank
ISIC	International Standard Industrial Classification
Jg.	Jahrgang
ggfls.	gegebenenfalls
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
Kap.	Kapitel
KIBS	Knowledge Intensive Business Services
MKEV	mehrkriterielle Entscheidungsverfahren
MPT	Moderne Portfoliotheorie
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarde
s.	siehe
S.	Seite
SIC	Standard Industrial Classification
STOMA	Standort- und Marktanalyse
Tab.	Tabelle
UPIK	Unique Partner Identification Key
vgl.	vergleiche

Zusammenfassung

Diese Arbeit behandelt die Entscheidungen zur Marktauswahl institutioneller Immobilieninvestoren beim Erwerb von Büroimmobilien. Im Fokus der Untersuchung steht, welche Bedeutung eine branchenspezifische Beschäftigungsstruktur für die Marktauswahl hat.

Mit dem Strukturwandel zur Dienstleistungs- und Informationsgesellschaft sind Bürogebäude für immer mehr Menschen zur Arbeitsstätte geworden. An die Bürogebäude werden vielseitige und sich beständig verändernde Ansprüche gestellt, da sie dem konstanten Wandel der Arbeitswelt Rechnung tragen sollen. Die dafür benötigten Investitionen in die Gebäude stammen bereits zu einem erheblichen Anteil von institutionellen Immobilieninvestoren (v.a. Immobilienfonds, Versicherungen, Immobilien-AGs, REITs).

Aufgrund ihrer Rolle als Eigentümer wirken sich die Entscheidungs- und Erwerbslogiken institutioneller Investoren auf die Entwicklung neuer und die Sanierung alter Bürogebäude sowie die Standortentscheidungen von Bürobetrieben aus. Folglich beeinflussen diese Investoren auch die Stadtentwicklung. Während in den Agglomerationsräumen trotz Flächenleerständen weiter investiert wird, haben „Regionalmärkte“ (Städte außerhalb der sieben Top-Standorte) oftmals Schwierigkeiten Investoren anzuziehen. Für Kommunen und Büroimmobilienmarktakteure ist es daher bedeutsam, die Einflussfaktoren der Auswahl von Büroinvestmentmärkten seitens institutioneller Investoren zu verstehen. Hier besteht jedoch noch Forschungsbedarf.

Im Sinne einer normativ-rationalen Entscheidung sollte die Beschäftigungsstruktur einer Stadt einen wichtigen Einfluss auf die Marktauswahl haben, da sich aus ihr die Nachfrage nach Büroflächen ergibt. Internationale Forschungsergebnisse legen den Schluss nahe, dass die Branchengruppen FIRE (Finance Insurance Real Estate) und KIBS (Knowledge Intensive Business Services) besonders einflussreich sein müssten, da sie stark Beschäftigung aufgebaut haben. Die bisherigen Ergebnisse verhaltensökonomischer Studien sprechen allerdings dagegen. Hiernach weisen Immobilieninvestoren keine normativ-rationalen Entscheidungsprozesse auf. Viele Märkte werden von Beginn an nicht in Betracht gezogen. In den betrachteten Märkten werden anschließend Informationen nur teilweise erhoben und ausgewertet.

In diesem Spannungsfeld ergibt sich die übergreifende Forschungsfrage, welche Bedeutung die branchenspezifische Beschäftigungsstruktur für die Auswahl von

Büroimmobilienmärkten durch institutionelle Immobilieninvestoren in Deutschland hat.

Um diese zu beantworten erhebt die Arbeit mittels Experteninterviews das Entscheidungsverhalten von offenen Immobilienfonds und Versicherungen auf den deutschen Büroimmobilienmärkten. Dabei wird insbesondere untersucht, wie der Ablauf der Marktauswahl strukturiert ist, welche Analyse Kriterien dabei herangezogen werden und welche Einstellungen zur Investitionseignung der Märkte diesen Vorgehensweisen zugrunde liegen.

Um die Generalisierbarkeit dieser Ergebnisse zu prüfen, werden statistische Verfahren angewendet. Dazu werden für Deutschland quantitative Mietvertragsdaten der Investment Property Databank (IPD) herangezogen. Mit ihrer Hilfe wird die räumliche Allokation der Bürobestände sowie die Branchenstruktur der Mieter bei institutionellen Immobilieninvestoren erfasst. Durch logistische Regressionsanalysen wird statistisch der Zusammenhang zwischen räumlichem Anlagemuster und der lokalen Beschäftigung in den Branchen untersucht, die unter den Mietern zuvor als wichtig identifiziert wurden. Damit der Betrachtungshorizont der Arbeit über offene Fonds und Versicherungen hinausgeht, werden über ergänzende Experteninterviews die Übertragungspotenziale der Handlungslogiken auf Spezialfonds und geschlossene Fonds untersucht.

Während Versicherungen aufgrund ihrer Risikoaversion Regionalmärkte für Investitionen ausschließen, nutzen offene Fonds Regionalmärkte als Ersatz und Renditemöglichkeit vor allem in der späten Aufwärtsphase des Immobilienzyklus. Unter Spezialfonds und geschlossenen Fonds gibt es Gesellschaften, die sich auf Regionalmärkte spezialisiert haben und dort aufgrund ihrer Expertise sichere Anlagen (Core+) ermöglichen. Dabei wird eine Art Mindestanforderungskatalog eingehalten.

Es zeigt sich, dass gerade bei den unterschiedlichen Fondstypen ein bottom-up orientierter Ablauf der Marktauswahl überwiegt, der mit der Analyse von Objekt-exposés und nicht von Märkten beginnt. Im Prozess der Marktauswahl werden frühzeitig bei groben Filterungen und Marktanalysen regionalökonomische und immobilienwirtschaftliche Indikatoren verwendet, die von der lokalen Ausprägung der Beschäftigung in büroaffinen Branchen beeinflusst werden. Dadurch hat diese Beschäftigungsstruktur einen indirekten Einfluss auf die Marktauswahl, sowohl bei Regionalmärkten als auch bei den Top7. Eine direkte Auswahl der Objekte aufgrund der Branchenzugehörigkeit der Mieter oder einer spezifischen Beschäftigungsstruktur der Stadt erfolgt nicht. Dennoch erreichen Unternehmen der Bran-

chengruppen FIRE und KIBS, aufgrund ihrer hohen Büroflächennachfrage und der indirekten Berücksichtigung der Beschäftigungsstruktur im Zuge der Marktauswahl der Investoren, hohe oder sogar dominierende Anteile an den vermieteten Büroflächen. Der Zusammenhang zwischen der Beschäftigung in diesen Branchengruppen und der Marktauswahl ist in den Handlungslogiken der Investoren erkennbar und wird durch die Ergebnisse der logistischen Regressionsanalysen statistisch signifikant bestätigt. In der näheren Zukunft kommen in den Regionalmärkten vor allem Spezialfonds und geschlossene Fonds als Käufer von Büroimmobilien in Frage.

1 Einleitung: Problemstellung, Zielsetzung und Bearbeitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Mit dem Strukturwandel zur Dienstleistungs- und Informationsgesellschaft sind Bürogebäude für immer mehr Menschen zur Arbeitsstätte geworden. 2002 übten bereits ca. 30 % aller Beschäftigten ihre Berufstätigkeit in Büros aus. Weiteres absolutes und relatives Wachstum ist prognostiziert. Die Wirtschaftsbranchen, auf die sich der Beschäftigungszuwachs bereits seit den 1980er Jahren konzentriert, gehören international zu den Bereichen „Finance/Insurance/Real Estate“ (FIRE) sowie zu den „knowledge intensive business services“ (wissensintensive unternehmensbezogene Dienstleistungen, KIBS; Bulwien 2004, S. 74, Korinke et. al. 2007, S. 275ff, Strambach 2007, S. 708). An die Bürogebäude werden vielseitige und immer wieder neue Ansprüche gestellt, da sie dem konstanten Wandel der Arbeitswelt Rechnung tragen sollen. Nachdem umfassende IT-Verkabelung bereits zum Standard geworden ist, werden nun eigens konzipierte Kommunikations- und Begegnungsflächen, flexible Arbeitsplatzkonzepte, aber auch Nachhaltigkeitszertifizierungen von den Nutzern gefordert (Muschiol 2008, S. 32; Pink 2011, S. 10). Die dafür benötigten Investitionen in die Gebäude stammen bereits heute zu einem erheblichen Anteil von Immobilieninvestoren. Unternehmen fokussieren ihr Kapital zunehmend auf ihr eigentliches Kerngeschäft und ziehen Mietverhältnisse betriebseigenen Gebäuden vor.

In den Agglomerationsräumen nehmen institutionelle Investoren als Käufer und Verkäufer inzwischen eine Schlüsselposition ein. Diese sammeln Gelder auf dem Kapitalmarkt, investieren sie in ausgewählte Immobilien und managen ihre Anlagen nach Rendite- und Risikogesichtspunkten (Heeg 2004, S. 129f.; Linsin 2009, S. 29; Subroweit 2008, S. 78ff). Aufgrund ihrer Rolle als Eigentümer wirken sich die Entscheidungs- und Erwerbslogiken institutioneller Investoren auf die Entwicklung neuer und die Sanierung alter Bürogebäude, die Standortentscheidungen von Bürobetrieben und folglich auf die Entwicklung der Städte aus. Das Angebot an modernen Büroflächen ist für Städte eine wichtige Voraussetzung zur Bewältigung des Strukturwandels, die den Erhalt oder sogar die Erweiterung des Unternehmensbestands erfordert. Große innerstädtische Entwicklungsprojekte mit Nutzungsmischung und hochwertiger Architektur können Agglomerationsvorteile bewirken, die über das Entwicklungsgebiet hinaus auf die Stadt ausstrahlen. Vor dem Hintergrund der schlechten Haushaltslage sind zudem viele Städte auf das Enga-

gement von Immobilieninvestoren angewiesen. Stadtentwicklungsbehörden versuchen regelmäßig Investoren anzusprechen und ihre Planung an die privatwirtschaftlichen Ansprüche anzupassen (Dobberstein 2004, S. 32; Fainstein 2001, S. 33, 202; Heeg 2009, S. 132; Kaltenbrunner 2010, S. 2).

Dabei hat sich bereits abgezeichnet, dass gerade die finanzstarken institutionellen Investoren räumlich stark selektieren und oftmals auch nicht bereit sind in größere Städte zu investieren. Daraus ergeben sich für diese Angebotsengpässe und Attraktivitätsverlust. Im Gegensatz dazu wird in den Agglomerationsräumen viel Bürofläche entwickelt und dafür auf Freiflächen oder Wohnnutzung verzichtet. So haben sich in verschiedenen Agglomerationsräumen Deutschlands, wie z. B. Frankfurt und Düsseldorf, substanzielle Büroleerstände aufgebaut. 2010 trug der Büroflächenleerstand in den Agglomerationsräumen durchschnittlich 10 %. Ein hoher Anteil davon gilt aufgrund des Zustandes und der Gebäudeausstattung als nicht mehr am Markt vermietbar. Diese Entwicklung wurde auch durch Immobilienzyklen gefördert, an denen Projektentwickler und Investoren ursächlich beteiligt sind, und die dafür sorgen, dass immer neue Flächen über die Nachfrage hinaus erstellt werden (IVG 2011, S. 10, 15; Subroweit 2008, S. 76f., S. 78ff). Leerstände bedingen sowohl bei den Gebietskörperschaften als auch bei den Investoren Einnahmeverlusten und steigende Kosten.

Wird die Auswahl von Büroinvestmentmärkten seitens institutioneller Investoren mit ihren Einflussfaktoren verstanden, können Stadtplaner, Projektentwickler und Verkäufer von Büroimmobilien auf diese Probleme reagieren. Das Investitionsinteresse kann bei Projekten und Bestandsobjekten besser antizipiert und ggfls. ein passender Investor schneller gefunden werden.

Hier ergibt sich jedoch noch Forschungsbedarf. Grundvoraussetzung der Marktauswahl sollte die Nachfrage nach Büroflächen sein, die sich lokal aus der jeweiligen Beschäftigungsstruktur ergibt. Internationale Forschungsergebnisse legen nahe, dass die stark Beschäftigung aufbauenden Branchengruppen FIRE und KIBS die Büroflächennachfrage maßgeblich bestimmen. Hieraus lässt sich die Hypothese ableiten, dass Investoren jene Städte auswählen, die in diesen Wirtschaftsbereichen besonders viele Beschäftigte aufweisen.

Dagegen sprechen empirische Forschungsergebnisse, dass Immobilieninvestoren keine normativ-rationalen Entscheidungsprozesse aufweisen. Viele Märkte werden von Beginn an nicht in Betracht gezogen. In den betrachteten Märkten werden anschließend Informationen nur selektiv erhoben und ausgewertet. Es existieren Strategien, einfach anderen Investoren zu folgen oder immer die selben bewährten

Märkte aufzusuchen (Black et al. 2003, 95ff.; Roberts/Henneberry 2007, S. 298ff.; Scharmanski 2009, S. 196). Diese heuristischen Vorgehensweisen vereinfachen und beschleunigen die Marktauswahl. Sie reduzieren aber auch den Entscheidungsbezug zur Beschäftigungsstruktur. Daneben sind die Vorgehensweisen für die innerdeutsche Marktauswahl unzureichend erforscht und können je nach Investorentyp unterschiedlich sein. Dadurch ist es für alle betroffenen Akteure schwer, die Marktauswahl institutioneller Investoren zu verstehen, zu antizipieren und letztlich darauf zu reagieren.

In diesem Spannungsfeld ergibt sich die Forschungsfrage, welche Bedeutung die branchenspezifische Beschäftigungsstruktur für die Auswahl von Büroimmobilienmärkten durch institutionelle Immobilieninvestoren in Deutschland hat.

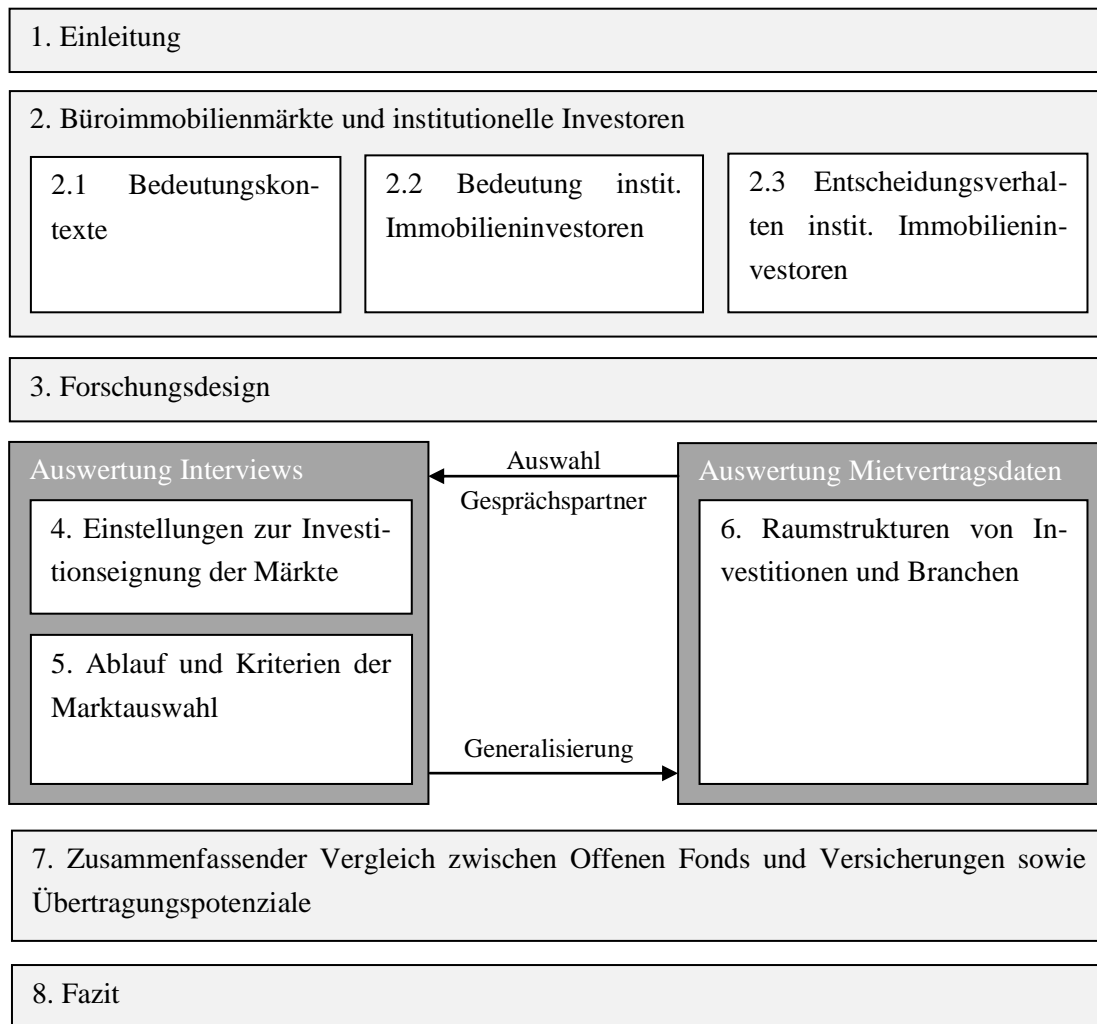
1.2 Bearbeitung

Um die Forschungsfrage zu beantworten, erhebt die Arbeit mittels Experteninterviews das Entscheidungsverhalten institutioneller Immobilieninvestoren auf den deutschen Büroimmobilienmärkten. Dabei wird insbesondere untersucht, wie der Ablauf der Marktauswahl strukturiert ist, welche Analysekriterien dabei herangezogen werden und welche Einstellungen zur Investitionseignung der Märkte diesen Vorgehensweisen zugrunde liegen.

Um die Generalisierbarkeit dieser Ergebnisse zu prüfen werden statistische Verfahren angewendet. Dazu werden für Deutschland quantitative Mietvertragsdaten der Investment Property Databank (IPD) herangezogen. Mit ihrer Hilfe wird die räumliche Allokation der Bürobestände sowie die Branchenstruktur der Mieter bei institutionellen Immobilieninvestoren erfasst. Durch logistische Regressionsanalysen wird statistisch der Zusammenhang zwischen räumlichem Anlagemuster und der lokalen Beschäftigung in den Branchen untersucht, die unter den Mietern zuvor als wichtig identifiziert wurden.

Die Analysen der Arbeit differenzieren stets zwischen Versicherungen und offenen Fonds als besonders wichtige und eigenständige Investorentypen mit spezifischen Handlungslogiken. Damit sich die Arbeit nicht vollständig auf offene Fonds und Versicherungen beschränkt, werden abschließend über ergänzende Experteninterviews die Übertragungspotenziale der Handlungslogiken auf Spezialfonds und geschlossene Fonds untersucht.

Abb. 1 fasst den Aufbau der Arbeit schematisch zusammen.

Abb. 1: Aufbau der Arbeit

Die Arbeit ist in acht Kapitel gegliedert. Nach der Einleitung schildert Kapitel 2 den Problemaufriss mit den Bedeutungskontexten der Büroimmobilienmärkte, gibt Basisinformationen zu institutionellen Immobilieninvestoren, fasst theoretische Grundlagen zum Entscheidungsverhalten zusammen, erläutert relevante Methoden im Arbeitskontext von Immobilieninvestitionen und den empirischen Forschungsstand zur Thematik. Kapitel 3 vermittelt das Forschungsdesign mit Forschungsfragen, Methodenwahl und Operationalisierung. Danach beginnen die eigenen empirischen Analysen mit den Ergebnissen zur Investitionseignung der Top7 und Regionalmärkte aus Sicht der Investoren. Kapitel 5 befasst sich mit dem Ablauf und den Kriterien im Entscheidungsprozess der Marktauswahl. Dazu werden Experteninterviews ausgewertet. Die Gesprächspartner mussten unter jenen Investoren ausgewählt werden, deren Mietvertragsdaten über IPD zugänglich waren. Diese weitere Datengrundlage wird vor allem im anschließenden Kapitel 6 ausgewertet. Dieses Kapitel erfasst die Raumstrukturen der Investitionen und setzt sie mit der Branchenstruktur in Verbindung. Es erfolgt eine statistische Prüfung auf einen

Zusammenhang zwischen einer spezifischen Beschäftigungsstruktur und der Marktauswahl. Dies dient dazu, die Generalisierbarkeit der qualitativen Ergebnisse zur Marktauswahl institutioneller Investoren quantitativ zu überprüfen. Kapitel 7 vergleicht zusammenfassend die Ergebnisse zu den untersuchten Investorentypen. Zudem identifiziert es davon ausgehend Übertragungspotenziale auf weitere Investorentypen (Spezialfonds und geschlossene Fonds). Hierfür wurden weitere Experteninterviews geführt. Als Fazit beantwortet Kapitel 8 abschließend die Forschungsfrage mit den wesentlichen Befunden und gibt einen Ausblick auf künftige Entwicklungen.

2 Büroimmobilienmärkte und institutionelle Investoren

2.1 Bedeutungskontexte der Büroimmobilienmärkte

2.1.1 Wirtschaftsstrukturelle Bedeutung

Immobilienmärkte sind für die deutsche Wirtschaftsstruktur und damit für den Übergang von der Industrie- zur Dienstleistungs- und Wissensökonomie von grundlegender Bedeutung. Mit der anhaltenden Tertiarisierung der Wirtschaft vollzog sich in den letzten Jahrzehnten eine kontinuierliche Bedeutungsverschiebung zwischen den Arbeitsformen und den dazugehörigen Betriebsstätten. Gerade die in allen westlichen Volkswirtschaften stark wachsenden unternehmensbezogenen Dienstleistungen finden in der Regel in Form von Büroarbeit statt. Als konstituierende Merkmale von Büroarbeit gelten Informationsverarbeitung (am Schreibtisch), Kommunikationsprozesse und Transaktionen. Nehmen diese Tätigkeiten in Unternehmen eine essentielle Bedeutung ein, wird von Bürobetrieben gesprochen (de Lange 1989, S. 17, 34, 55, 199, Kinder 2010, S. 265ff.;). Die Beschäftigung ist inzwischen bereits zu einem erheblichen Anteil von industriellen Arbeitsstätten in Bürogebäude verlagert worden. Daher haben Büroimmobilien im Vergleich zu Industrieimmobilien erheblich an Stellenwert gewonnen.

Die Entwicklung der Büroimmobilienmärkte ist somit Spiegelbild der Tertiarisierung. Der immobilienwirtschaftliche Datendienstleister BulwienGesa schätzte für Ende 2007 deutschlandweit die Büromietfläche auf ca. 311 Mio. m². Ausgehend von einer durchschnittlich in Anspruch genommenen Bürofläche von 22,2 m² pro Angestelltem, entspricht diese Gesamtfläche einer Bürobeschäftigung von ca. 14 Mio. Personen (Voigtländer et al. 2009, S. 4). Für 2002 hatte das Unternehmen die Zahl der Bürobeschäftigten noch auf ca. 11,5 Mio. geschätzt. Dies machte bereits 30,3 % aller Beschäftigten in der Bundesrepublik aus (Bulwien 2004, S. 74). Die

Bürobeschäftigung ist in den letzten Jahren also gewachsen und ihre Bedeutung für die Wirtschaftsstruktur ist bereits beträchtlich.

Gegenüber diesem hohen aktuellen Niveau wird der Büroflächennachfrage langfristig, d.h. nach 2020, eine Schrumpfung vorhergesagt (Just 2009, S. 117). Die Treiber bestehen vor allem in der sinkenden Arbeitsnachfrage und dem sinkenden Arbeitsangebot im Zuge des demographischen Wandels. Hinzukommt ein möglicher Anstieg der Flächeneffizienz, der den Büroraum pro Arbeitgeber reduziert, z.B. aufgrund platzsparender EDV und der Abnahme von Einzelbüros (ebd., S. 116).

Mittelfristig ist allerdings noch nicht mit einer Abnahme zu rechnen. Eine Prognose des privatwirtschaftlichen Forschungsinstituts empirica aus dem Jahr 2007 sagte bis 2015 einen absoluten und relativen Anstieg der Bürobeschäftigung voraus. Der Anteil der Bürobeschäftigung an der Gesamtbeschäftigung solle auf 37,8 % zunehmen. Das Wachstum der Bürobeschäftigung führen die Autoren auf zwei Faktoren zurück. Zum einen zeigen einige der büronutzenden Wirtschaftsbranchen ein stärkeres Beschäftigungswachstum als andere nicht büronutzende Branchen, wie z. B. die Bauwirtschaft („Niveaueffekte“ oder „intersektoraler Effekt“). Zum anderen nimmt innerhalb wachsender Branchen der Anteil der Büronutzung zu, z. B. in der Elektrotechnik oder beim Fahrzeugbau („Struktureffekte“ oder „intra-sektoraler Effekt“, Korinke et al. 2007, S. 275ff.). In verschiedenen klassischen büronutzenden Branchen, wie z. B. dem Finanz- und Versicherungswesen, habe der Anteil der Bürobeschäftigung allerdings bereits ein Maximum erreicht. Der intra-sektoraler Effekt falle somit in den letzten Jahren und auch künftig niedriger aus und verlangsamt das Gesamtwachstum der Bürobeschäftigung im Vergleich zu den 1980er und 1990er Jahren (ebd. S. 278f.). Eine neuere Schätzung von empirica beziffert das Wachstum der sozialversicherungspflichtigen Bürobeschäftigung zwischen 2009 bis 2025 auf insgesamt 3,7 %, d.h. durchschnittlich 0,2 % pro Jahr (BBSR 2011, S. 204).

Für die nutzenden Unternehmen sind Büroimmobilien Produktionsstätten, deren Eigenschaften Auswirkungen auf die eigentlichen Geschäftsaktivitäten haben. Die Anmietung und Verwaltung von Gebäuden sind für die Bürounternehmen Vorleistungen, die bezahlt werden müssen. Zwischen 1991 und 2008 fielen im deutschen Durchschnitt, mit einem Zwischenhoch während des New-Economy-Booms, die Mieten um 20 % (Voigtländer et al. 2009, S. 116f.). Die Büroimmobilienmärkte trugen somit dazu bei, dass die Bürounternehmen Kosten langfristig reduzieren konnten.

Auch wird beobachtet, dass Firmen die Kosten durch angemietete Büroflächen bei ihren Standortentscheidungen zunehmend berücksichtigen. So ist beispielsweise feststellbar, dass Firmen die zyklisch wiederkehrenden Zeiten niedriger Mietpreise gezielt verwenden um hochwertige Flächen in guten Lagen günstig anzumieten (Gerstner 2008, S. 1, S. 73).

Bzgl. ihrer Lage- und Gebäudeauswahl zeigen die Branchen heterogene Präferenzen. Bei einer Befragung unter 29 Büromietern in Stuttgart 1997 ergab eine anschließende Coinjoint-Analyse, dass z. B. Architekten dem Mietpreis einen wesentlich höheren Nutzen beimaßen als der Gebäudeausstattung. Banken bewerteten umgekehrt (Ertle-Straub 2003, S. 230). Eine umfangreichere Erhebung mit ähnlicher Auswertung wurde bislang nicht durchgeführt. Allerdings belegte im selben Jahr eine Erhebung zum Mobilitätsverhalten unter 303 unternehmensorientierten Dienstleistungsfirmen im westlichen Ruhrgebiet ebenfalls unterschiedliche Ansprüche der Branchen an ihre Flächen. IT-Unternehmen waren Aufteilungsmöglichkeiten und die Repräsentativität beispielsweise wesentlich weniger wichtig als den Werbeagenturen, Ingenieurdienstleistern und Unternehmensberatern (Henning 2008, S. 369f.; Enxing 1999, S. 129).

Das Wachstum des tertiären Sektors wird insbesondere vorangetrieben von zunehmenden Innovationen und internationalen Verflechtungen (Henschel/Kulke 2004, S. 47). Für nutzende Unternehmen müssen die Büroflächen den damit einhergehenden Ansprüchen moderner Arbeitsweisen genügen („Office Performance“, Woyczyk/Schneider 2006, S. 204). Die Büroimmobilie kann dabei in mehreren Handlungsfeldern, die Teilbereichen der zusammenfassenden Office Performance entsprechen, Beiträge liefern, die Produktivität des einzelnen Mitarbeiters zu steigern. Im Rahmen der „Process Performance“ gilt es die Führungs-, Aufbau- und Prozessorganisation zu verbessern. Essentiell ist dabei der Aufbau von Wissensbeständen, die möglichst viele Mitarbeiter teilen sollen. Voraussetzungen hierfür sind Kommunikation und Meetings, die wiederum erfordern, dass es im Gebäude möglich ist an unterschiedlichen Orten in wechselnden Graden der Formalität miteinander in Beziehung zu treten (ebd., S. 204, 210).

Diese Anforderungen muss das Gebäude im Rahmen der „Building Performance“ erfüllen (ebd. S. 204, 206, 210). Es müssen also z. B. repräsentative Konferenzräume für offizielle Meetings mit Externen vorgehalten werden, aber auch kleinere, familiär erscheinende Räume für informelle interne Treffen. Gesteigerte Kommunikation bei gleichzeitig geringerem Flächenbedarf pro Arbeitsplatz und somit Kostenreduktion können zudem durch „New-Work-Konzepte“ realisiert werden.

Hierzu gehört das Teilen eines Arbeitsplatzes („desk-sharing“) und der ständige Wechsel des Arbeitsplatzes im Büro („nicht-territorialer Arbeitsplatz“, ebd., S.206). Eine Befragung unter Angestellten unterschiedlicher Branchen belegte signifikante und stark positive Zusammenhänge nicht nur zwischen dem Wohlbefinden, sondern auch zwischen der Arbeitseffektivität der Beschäftigten und dem Anteil der Kommunikations- und Begegnungsflächen im Gebäude (Muschiol 2008, S. 32).

Moderne Arbeitsprozesse setzen zudem eine leistungsstarke und gleichzeitig flexible IT-Infrastruktur im Gebäude voraus („IT-Performance“), insbesondere bei Einführung von New-Work-Konzepten. Dazu gehört eine hohe Dichte an EDV-Anschlüssen, aber auch eine hohe Bandbreite der Datenübertragung. Lichtwellenleiter sind dabei der älteren Kupferverkabelung inzwischen vorzuziehen, da sie kleinere Leitungsschächte und keine Stockwerksverteilterräume erfordern (Woyczyk/Schneider 2006, S. 206, 212). Moderne Arbeitsprozesse sind über Kommunikation, Meetings und IT somit in vielschichtiger Weise mit Grundriss und Ausstattung der Büroflächen verbunden. Derartige Erfordernisse verlangen entweder Investitionen in den Neubau oder in die aufwendige Renovierung von Bürogebäuden.

Die Relevanz der Faktoren „Building Performance“ und „IT-Performance“ für die Arbeitsfähigkeit von Dienstleistungsunternehmen zeigt sich exemplarisch in der notwendig gewordenen gewerblichen Immobilienentwicklung der Londoner City und der Docklands für die boomende Finanzindustrie in den 1980er Jahren. Das ursprüngliche Bankenviertel in der Londoner City bot zu wenig Fläche – auch deshalb, weil die zunehmenden IT-Kabel in den teils historischen Gebäuden nicht unterzubringen waren. Moderne Büroflächen mussten erstellt werden, um eine Abwanderung in andere Finanzmetropolen zu verhindern (Hamnet 2003, S. 225, 244). Auch deutsche Städte können von Firmenabwanderungen aufgrund von Engpässen auf dem Büroflächenmarkt betroffen sein, wie man 2001 aufgrund des Büroleerstands von nur noch 0,4 % bereits für München fürchtete (Dobberstein 2002, S. 17).

Der Neubau von Immobilien hat Auswirkungen auf die Beschäftigung und Wertschöpfung im sekundären Sektor. In Deutschland waren 2006 ca. 2,2 Mio. Erwerbstätige in der Bauindustrie und ca. 178.000 Architekten und Ingenieure beschäftigt (Voigtländer et al. 2009, S. 78f.). Zwischen 1993 und 2010 befanden sich durchschnittlich ca. 14 % (4,3 Mio. m²) der fertiggestellten Nutzfläche ohne Wohnfunktion in Büro- und Verwaltungsgebäuden. 2010 kostete die Fertigstellung

eines Quadratmeters Büronutzfläche durchschnittlich ca. 1.300 €. Dies ist wesentlich teurer als die Erstellung nichtlandwirtschaftlicher Betriebsgebäude (Fabrik-, Handels-, Hotelgebäude, etc.) mit ca. 650 € pro Quadratmeter (Statistisches Bundesamt Fachserie 5, Reihe 1). Auch die Verbreitung von Nachhaltigkeitszertifikaten unter deutschen Gewerbeimmobilien entwickelt sich unter Bürogebäuden besonders stark. Im Februar 2011 entfielen 50 % aller zertifizierten Gebäude auf diesen Typ (Pink 2011, S. 10). Bürogebäude nehmen somit insgesamt als besonders hochwertige Betriebsstätten mit hoher Arbeitsplatzdichte eine wichtige Rolle in der Volkswirtschaft ein.

Neben diesen physischen Grundlagen können die Entwickler auf den lokalen Büroimmobilienmärkten auch immaterielle Werte schaffen, die den Nutzern für ihre Geschäftstätigkeiten Vorteile bieten. Eine Studie zu den Entwicklungen der Büroimmobilienmärkte und der Stadtplanung in London und New York in den 1990er Jahren kommt zu dem Schluss, dass durch die Büroentwicklungen lokale Agglomerationsvorteile entstanden. Die räumliche Konzentration förderte Kommunikation und persönliche Netzwerke. Dadurch wurden wiederum zusätzliche Interaktionen und neue spezialisierte Dienstleistungen ermöglicht (Fainstein 2001, S. 33, 202).

Zusammengefasst haben die Ausführungen gezeigt, dass die Büroimmobilienmärkte auf der Makroebene eine hohe Bedeutung für die deutsche Wirtschaftsstruktur haben, da sie Betriebsstätten für einen bereits erheblichen und weiterhin wachsenden Anteil der Beschäftigung stellen. Von der Schaffung und Instandhaltung dieser Immobilien leben wiederum Teile der Bauwirtschaft im sekundären Sektor. Das Argument der lokalen Agglomerationsvorteile zeigt allerdings auch, dass die wirtschaftsstrukturelle Bedeutung räumlich sehr unterschiedlich sein kann, da z. B. Konzentrationen und Größenvorteile auftreten können. Diese räumliche Heterogenität ist das Thema des nächsten Kapitels.

2.1.2 Bedeutung des deutschen Städtesystems

Die wirtschaftliche Bedeutung von Büroimmobilien weist innerhalb von Deutschland eine hohe Heterogenität auf. Denn das Ausmaß der Dienstleistungsbeschäftigung korreliert mit der siedlungsräumlichen Verdichtung. Dienstleistungsunternehmen und Forschungstätigkeiten konzentrieren sich in den Großstädten. Der Beschäftigungsanteil des dritten Sektors liegt in den deutschen Agglomerationsräumen teils über 70 % (Henschel/Kulke 2004, S. 47).

Agglomerationsvorteile bieten hierfür die zentralen Erklärungsansätze, wie im vorherigen Kapitel bereits am Beispiel Londons und New Yorks angesprochen. In

den wirtschaftlichen Verdichtungsräumen reduziert sich die Entfernung zu Kunden, Partnern und Konkurrenten. Damit steigen die Kontakt- und Absatzmöglichkeiten. Zudem entwickeln sich große Pools von Arbeitskräften, in denen Unternehmen qualifiziertes Personal auch für spezialisierte Tätigkeiten finden. Der Zusammenhang von Agglomerationsvorteilen und zunehmenden räumlicher Konzentrationserscheinungen wurde auch in den Modellen und Simulationen des Ökonomie-Nobelpreisträgers Krugman in den 1990er Jahren bestätigt (Krugman 1998, S. 64).

Aufgrund der polyzentrischen Siedlungsstruktur bildete sich in Deutschland im Zuge der Tertiarisierung jedoch keine einzelne dominierende Global City aus. Stattdessen teilten sich die Wirtschaftstätigkeiten auf die verschiedenen Agglomerationsräume auf (Kulke 2010, S. 12). Diese Agglomerationsräume waren in der Vergangenheit für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von hoher Bedeutung. Eine Analyse der Beiträge der deutschen Kreise zum Wachstum des BIP zwischen 1994-2003 zeigt, dass 11 Kreise in Agglomerationsräumen fast 25 % des Wachstumsbeitrags auf sich vereinten. Gleichzeitig gibt es in Deutschland diverse weitere Großstädte mit hoher zentralörtlicher Bedeutung, die zwar nicht den Rang eines Agglomerationsraums einnehmen, aber dennoch überdurchschnittliche Wachstumsbeiträge liefern, wie z. B. Aachen oder Münster (Kawka 2007, S. 42).

In diesen wachstumsstarken Agglomerationsräumen und Großstädten ist der Anteil der Bürobeschäftigung besonders hoch. Dies zeigt eine Analyse der Bürobeschäftigungsanteile an den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in den deutschen Stadt- und Landkreisen durch das Forschungsinstitut empirica für das Jahr 2009. Ländlich-peripher gelegene Kreise liegen oftmals unter einem Anteil von 25 %. Agglomerationsräume hingegen, aber auch einige Großstädte abseits dieser Ballungsgebiete, kommen regelmäßig auf über 37 % oder sogar 42 %. Viele Kreise aus den alten Bundesländern liegen mit ihrem Bürobeschäftigungsanteil allerdings in der Mitte dieser Spanne, bei etwa 30 %. Hier kann also nicht von einer polarisierten Verteilung gesprochen werden. In den neuen Bundesländern ist dies eher der Fall, besonders in Thüringen (BBSR 2011, S. 204).

Eine immobilienökonomische Studie schätzte für 2006, dass sich mehr als 50 % der Bürobeschäftigung auf die Kreise außerhalb der Agglomerationsräume verteilte (Bulwien/Fröba 2008, S. 26).

Auch die im vorherigen Kapitel angesprochene Bürobeschäftigungsprognose von empirica für den Zeitraum 2009 bis 2025 traf auf der Ebene von Raumordnungsregionen räumlich differenzierte Aussagen. Diese neuere Schätzung ergab im Ge-

gensatz zur früheren Prognose für den Zeitraum 2005 bis 2015 kein flächenhaftes Wachstum mehr (s. BBSR 2011, S. 205, Korinke et al. 2007, S. 278f.).

Die neuen Länder sind mit wenigen Ausnahmen (u.a. Berlin und Dresden) größtenteils durch eine Schrumpfung der sozialversicherungspflichtigen Bürobeschäftigung geprägt, die wiederholt unter -5 % liegt. In Süddeutschland herrscht hingegen ein Wachstum vor, das mitunter über 10 % erreicht. Im Westen kündigen sich schwache Wachstumsraten an mit einzelnen von Rückgang betroffenen Regionen, wie dem z. B. dem Ruhrgebiet. Im Norden deutet sich künftig eine hohe räumliche Heterogenität an. Schrumpfung, Stagnation und Wachstum sind oftmals eng benachbart (BBSR 2011, S. 205).

Städte werden also von Dienstleistungsunternehmen, deren Bürobeschäftigten, und somit von den Büroimmobilienmärkten im besonderen Maße geprägt. In den Agglomerationsräumen ist diese Prägung besonders intensiv. Dies wird auch städtebaulich an der Herausbildung von innerstädtischen Bürovierteln (Düsseldorf: Medienhafen, Frankfurt: Bankenviertel, Berlin: Potsdamer Platz) und weiter außerhalb gelegenen Büroagglomerationen deutlich (München: Arabellapark, Frankfurt: Niederrad, Berlin: Adlershof) (Henschel/Kulke 2004, S. 47). Die sieben Agglomerationsräume Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart werden innerhalb der Immobilienwirtschaft daher oftmals als „Top7“ bezeichnet, da diese Büroimmobilienmärkte am größten sind.

Aber auch kleinere Großstädte mit geringerer internationaler Verflechtung der Wirtschaftsaktivitäten bilden Büroimmobilienmärkte aus. Ein Marktforschungsbericht des Jahres 2010 benennt in Deutschland 63 dieser „Regionalmärkte“ oder „Regionalzentren“ (IVG 2011, S. 15ff.). Sowohl die Flächenbestände als auch die Vermietungsumsätze sind aufgrund der geringeren Marktgröße niedriger als in den Top7. Auch die Mietpreise sind nicht so hoch. Laut der Marktforschung von BulwienGesa lagen die City-Durchschnittsmieten 2008 in den Top7 bei 16€ pro m², in den Regionalmärkten bei ca. 7 bis 9€ pro m². Dabei zeigen die Regionalmärkte allerdings eine geringere Volatilität der Mieten. Diese gingen zwischen 1991-2008 in den Top7 um 29 % zurück, in den Regionalmärkten um 10 bis 26 % (Voigtländer et al. 2009, S. 118f.).

Die Leerstände in den Regionalmärkten sind ebenfalls deutlich niedriger als in den Top7. Als wesentlicher Grund hierfür gilt die stärkere Zurückhaltung der Projektentwickler mit neuen Bauvorhaben. Während in den Top7 immer wieder spekulativ gebaut wird, werden in den Regionalmärkten in der Regel nur vorvermietete Neubauten begonnen. Dennoch wird im Grundsatz die Möglichkeit eines Leer-

stands aufgrund der geringeren Vermietungsumsätze als höher angesehen als in den Top7 (Dziomba/Walther/Muncke 2007, S. 62). Deutliche Unterschiede zwischen Regionalmärkten und Top7 zeigen sich auch bei der Investitionstätigkeit der Endinvestoren von Büroimmobilien. An diese Akteure wollen die Projektentwickler der Gebäude nach der Fertigstellung oftmals verkaufen. Eine Befragung unter 41 Immobilieninvestoren im Jahr 2006 zeigte, dass nur die Hälfte unter ihnen bereit war in den deutschen Regionalmärkten zu investieren (Pelzl/Zemp 2006, S. 40).

Vielfach werten institutionelle Immobilieninvestoren Regionalmärkte trotz der stabileren Mieten und Rendite als riskanter. Dies ergab auch eine Befragung von Balzer 2007 unter 34 Investmentexperten von Maklerhäusern und Immobilieninvestoren für das Bürosegment. Regionalmärkte wurden häufig als riskanter und intransparenter wahrgenommen als die Top7. Da eine zusätzliche Auswertung von über 150 Objektbewertungen zwischen 2003 und 2007 des Maklerhauses Jones Lang LaSalle zudem ergab, dass die Renditen in den Regionalmärkten höher und die Mieten stabiler sind, folgert Balzer 2007, dass Regionalmärkte eigentlich günstige Rahmenbedingungen für Investitionen bieten (Balzer 2007, S.127ff.). Das sich daraus ableitende Potenzial wird bislang oftmals nicht genutzt.

Während der Wirtschaftskrise 2009 berichteten Immobilienmarktforscher, dass die Investoren sich kaum noch für Regionalmärkte interessierten. Dies wurde vor allem mit einer gestiegenen Risikoaversion während dieser Zyklusphase begründet (Just 2010, S. 350 ; Linsin 2009, S. 34f.).

Ein Spiegel der räumlichen Präferenzen von Immobilieninvestoren ist die durch Marktforscher und Investoren häufig vorgenommene Typisierung der Regionalmärkte in weitere Untergruppen. Die Kriterien und Methoden der Klassifizierung sind dabei unterschiedlich. Wesentlicher Parameter ist oftmals vor allem die Größe des Vermietungsmarkts, es können aber weitere Indikatoren gebildet und verwendet werden, wie z. B. das „Marktrisiko“ und die „Zukunftsperspektive“. Häufig werden die Gruppen in absteigender Reihenfolge mit Buchstaben versehen. Die größten und attraktivsten Regionalmärkte werden daher auch als „B-Märkte“ bezeichnet (Voigtländer et al 2009, S. 47f. ; IVG 2011, S. 17).

Insgesamt zeigt sich, dass im System der deutschen Städte die Bedeutung der Büroimmobilienmärkte von der Größe des jeweiligen Wirtschaftsstandorts, seiner Wirtschaftsstruktur und -entwicklung abhängt. Während in den Agglomerationsräumen Büroquartiere mehrere Viertel des Stadtbildes und der Erwerbstätigkeit prägen, ist die Büroschäftigung in vielen kleineren Städten deutlich niedriger und

wachstumsschwächer. Die letzteren erfahren eine geringere Investitionsbereitschaft von privater Seite, was von wissenschaftlicher und öffentlicher Seite regelmäßig als Nachteil erachtet wird. Ohne die Bereitschaft von Projektentwicklern und Investoren ist es schwerer für sie, Stadterneuerungsprozesse voranzubringen und moderne Betriebsstätten für ihren Unternehmensbesatz zur Verfügung zu stellen (Dobberstein 2004, S. 32; Kaltenbrunner 2010, S. 2).

2.1.3 Bedeutung für die Stadtentwicklung

In den Kapiteln 2.1.1 und 2.1.2 wurde erläutert, dass die Entwicklung der Büroimmobilienmärkte mit dem fortschreitenden Wandel zur Dienstleistungsgesellschaft einhergeht und vor allem die Agglomerationsräume große Büroimmobilienmärkte aufweisen. Städte geringerer Größe – und dies können noch Großstädte sein – benötigen ebenfalls Büroflächen, haben aber oftmals Schwierigkeiten Projektentwickler und Investoren anzuziehen. Die in den letzten Jahren gestiegene Haushaltsnot der Kommunen hat die Handlungsfähigkeit der Stadtplanung eingeschränkt. Das Engagement privater Akteure wird daher prinzipiell noch stärker benötigt. Immobilienmarktteilnehmer sind daher bereits eine wichtige Zielgruppe für Wirtschaftsförderer, Stadtplanungsämter und Bürgermeister geworden (Kaltenbrunner 2010, S. 2ff.; Schulten 2006, S. 181f.).

Besonders starke Wirkungen auf die städtische Ökonomie und den Städtebau gehen von innerstädtischen Großprojekten aus, in deren Rahmen mehrere Häuserblocks oder sogar ein ganzes Quartier umgebaut werden, und die Büronutzungen vorsehen. In deutschen Städten haben in den letzten Jahrzehnten derartige Maßnahmen abermals vor allem in den Agglomerationsräumen stattgefunden (Düsseldorf: Medienhafen, Berlin: Potsdamer Platz, Köln: Umfeld Messe Deutz, Hamburg: HafenCity, Frankfurt: Europaviertel). In den Regionalmärkten sind derartige Großprojekte wesentlich seltener (Duisburg: Innenhafen).

Im Rahmen solcher Entwicklungen werden nicht nur Büros, sondern auch Flächen für Gastronomie und in einem geringen Ausmaß auch (oft hochwertiges) Wohnen vorgesehen. Auf hochwertige Architektur wird Wert gelegt, wofür international bekannte Architekten engagiert werden. Ziel ist es oft, nicht nur funktional nützliche, sondern auch attraktive und imagerträchtige Viertel entstehen zu lassen. Damit soll nicht nur der Vermarktungserfolg des Viertels an sich erreicht werden. Von städtischer Seite hofft man auf positive Effekte für die gesamte städtische Ökonomie. Mit dem modernen, attraktiven Flächenangebot sollen Unternehmen gehalten und gefördert und eventuell sogar neue angezogen werden. Die besondere Archi-

tektur und das gastronomische Angebot sorgen für Besucher und Konsum und haben ggfls. positive Auswirkungen auf den städtischen Tourismus.

Diese Hoffnungen auf Ausstrahlungseffekte können unter dem Ansatz des „property led development“ zusammengefasst werden (Heeg 2008, S. 231ff.). Stadtplanung und Immobilienmarktakteure gehen im Rahmen der Großprojekte oftmals enge Kooperationen ein. Von öffentlicher Seite wurden wiederholt die Infrastruktur finanziert (insbesondere Verkehrsanbindung), Baurecht geschaffen und teilweise öffentliche Nutzungen im selben Viertel angesiedelt, wie z. B. der Landtag am Rande des Düsseldorfer Medienhafens. Auch bei der konkreten baurechtlichen Ausgestaltung der Planung werden Wünsche der Entwickler und Investoren mitunter besonders positiv berücksichtigt. Insgesamt wird deshalb von einer „Flexibilisierung der Stadtplanung“ im Zuge von Großprojekten gesprochen und Teil dieser sind oftmals neue Büroimmobilien (Heeg 2009, S. 132).

Die lokalen Büromärkte reagieren auf die neuen Flächen mit mehreren Mechanismen, die ihrerseits Konsequenzen für die Stadtentwicklung haben. Auf der Nutzerseite reduziert das zusätzliche Flächenangebot bei Suche nach neuen Büroflächen den Druck. Tendenziell wird sich die Zahlungsbereitschaft damit verringern. Insgesamt kann dies zu fallenden Mieten auf dem Büromarkt führen. Hiervon sind die neuen Flächen jedoch weniger betroffen. Laut einem Marktbericht von Anfang 2011 ist das Flächenangebot an attraktiven und modernen Büroflächen in den deutschen Agglomerationsräumen bezogen auf die dafür vorhandene Nachfrage knapp (IVG 2011, S. 9).

Die in Kap. 2.1.1 bereits angesprochene Befragung unter 303 unternehmensorientierten Dienstleistungsfirmen von 1997 zeigte eine starke Konstanz des Mesostandorts bei einer Verlagerung. Ca. 60 % der Unternehmen bleiben in der Gemeinde (Enxing 1999, S. 143ff.; Hennings 2008, S. 368). Übersteigen die neu erstellten Flächen den Flächenbedarf aus Unternehmensgründungen und -wachstum können sich auf den Büroimmobilienmärkten also Leerstände entwickeln, da Zuzüge von außen nach den empirischen Ergebnissen offensichtlich selten sind. Gerade unter den älteren, unzeitgemäß ausgestatteten oder schlecht gelegenen Büroflächen der Agglomerationsräume hat sich bereits seit mehreren Jahren ein struktureller Sockelleerstand ausgebildet. In den Top7 erreichten diese Leerstände 2010 Anteile von durchschnittlich ca. 10 %. Laut obigem Marktbericht hat sich in mehreren Städten der Top7 das Leerstandsniveau seit 2004 kaum verändert. Die leerstehenden Büros gelten zu großen Teilen als nicht mehr vermietungsfähig (IVG 2011, S. 10, 15).

Die sogenannte „Absorption“ blieb hinter dem neu und teils spekulativ erstellten Angebot an Büroflächen zurück.

Da Abweichungen vom Marktgleichgewicht regelmäßig auf den Büroflächenmärkten auftreten ist dieses Phänomen bereits ausführlich erforscht worden. Es lässt sich anhand von stilisierten Faktoren schematisch in einem zyklischen Phasenablauf darstellen, wie Abb. 2 zeigt (Quelle: Rottke/Wernecke 2006, S. 78).

Abb. 2: Stilisierte Fakten der Phasen eines Immobilienzyklus

		Flächen- nachfrage	Absorption	Neuflächen- bestands- zuwachs	Mieten	Leerstand	Fremdmittel- verfügbar- keit	Konjunktur
Phasen im Zeitablauf	Über- bauung	-	-	++	-	+	0	-
	Markt- bereinigung	--	-/0	+	--	++	--	--
	Markt- stabilisierung	+ / 0	+	-	+ / 0	-	- / 0	+ / 0
	Projekt- entwicklung	++	++	--	+	--	++	++

++ = stark zunehmend -/0 = langsam abnehmend
 + = zunehmend - = abnehmend
 +/0 = langsam zunehmend -- = stark abnehmend
 0 = konstant

Quelle: Rottke, N.: Immobilienzyklen in Deutschland, S. 51, mit Ergänzungen von Wernecke, M.: Büroimmobilienzyklen, Diss., in: Schulte, K.-W./ Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 31, Köln 2004, S. 45

Zum Startpunkt des Zyklus („Wellengipfel“) kommt es zu hohen Neufertigstellungen von Büroflächen, die von der Flächennachfrage nicht aufgegriffen werden. Diese Phase wird daher als „Überbauung“ bezeichnet. Dadurch kommt es zu Flächenleerstand und fallenden Mieten. In der anschließenden Phase der „Marktberreinigung“ kommen zwar weniger Flächen neu auf den Markt, die Nachfrage nimmt aber noch weiter ab. Die Leerstände steigen somit noch weiter, die Mieten fallen noch stärker. Schließlich beginnt die Flächennachfrage wieder leicht zuzunehmen, wodurch sich die vorherigen Tendenzen bei den Leerständen und Mieten ebenfalls umkehren („Marktstabilisierung“). Neue Flächen gelangen allerdings nicht mehr auf den Markt. In der vierten Phase nimmt die Flächennachfrage stark zu, womit Leerstände deutlich fallen und die Miete steigt. In dieser Situation wird wieder mit Flächenneubau begonnen, weshalb diese Phase mit „Projektentwicklung“ bezeichnet wird. Aufgrund der Dauer des Bauprozesses kommt es mehrheitlich allerdings erst zu Fertigstellungen, wenn die Flächennachfrage wieder ab-

nimmt und mit der Phase der „Überbauung“ der Zyklus wieder eingeleitet wird (s. Rottke/Wernecke 2006, S. 78).

Dem beschriebenen Schema des Immobilienzyklus liegen sowohl endogene als auch exogene Einflüsse zu Grunde. Die Orientierung der Projektentwickler, Banken und Investoren an derzeitigen und nicht zukünftigen Preisen ist von den Marktteilnehmern selbst bedingt und führt zu Anpassungsverzögerungen („Time Lags“). Time Lags entstehen sowohl im Preismechanismus, bei der Entscheidungsfindung und während der Konstruktion (ebd., S. 79).

Die Flächennachfrage hingegen ist wesentlich von der allgemeinen Konjunktur bestimmt und kann daher nicht von Marktakteuren beeinflusst werden. Dasselbe gilt für die Entwicklungen auf den Finanzmärkten, von denen Projektentwickler für ihre Maßnahmen Fremdkapital aufnehmen müssen. Gerade in Zeiten hoher Liquidität auf den Kapitalmärkten mit niedrigen Zinsen entwickelt sich eine hohe Bereitschaft für Immobilienanlagen, wie die Jahre 2006 und 2007 international gezeigt haben (Subroweit 2008, S. 76ff.).

An der Auswirkung der Finanzmärkte auf lokale Büroimmobilienmärkte sind Investoren maßgeblich beteiligt, da über sie das Kapital für die Neubauten und Käufe transferiert wird. Sie sind mit daran beteiligt, dass sich Finanzkrisen auf lokale Immobilienmärkte auswirken und zu übertriebenem Investitions- bzw. Deinvestitionsverhalten führen (Heeg 2009, S. 134).

Im beschriebenen stilisierten Zyklus wird die Bereitstellung neuer Flächen insbesondere von der Nachfrage und Mietentwicklung im Spitzensegment der Immobilien bestimmt. Von den wiederkehrenden Überbauungsphasen ist allerdings der alte Bürobestand besonders von Mietverfall und Leerstand betroffen. Dieser ist gegenüber den modern ausgestatteten Neubauten kaum wettbewerbsfähig, gerade in dezentraler Lage (Subroweit 2008, S. 78ff.).

Die beschriebenen Entwicklungen können für die Städte insgesamt mit negativen Folgen einhergehen. Hohe Büroleerstände sind für die Stadtentwicklung problematisch, da die Infrastruktur im Umfeld der leerstehenden Gebäude weniger intensiv genutzt wird und sich somit schwerer amortisiert. Struktureller Leerstand reduziert auch die Instandhaltungsbereitschaft des Eigentümers, da das Objekt keine Mieten generiert. Langfristig können hohe Leerstände damit Bausubstanz und Erscheinungsbild beeinträchtigen. Konzentrieren sich die Leerstände in einem Quartier, sind die umgebenden Einzelhandels- und Gastronomieangebote zunehmend betroffen. Im schlimmsten Falle droht städtischer Verfall (Heineberg 2006, S. 58, 271; Wehrli-Schindler 2008, S. 257). Gleichzeitig werden an anderen Stellen der

Stadt für die Neubauten in der Regel wertvolle Flächen aufgeben und neue Infrastruktur finanziert.

In den Agglomerationsräumen führt die Entwicklung der Büroimmobilienmärkte zusätzlich zu Nutzungskonflikten. Wie bereits von Alonso 1960 im Bodenrentenmodell beschrieben, setzen sich die zahlungskräftigeren Büronutzungen gegenüber Wohnnutzungen auf dem Grundstücksmarkt durch. Steigende Anteile der Wohnbevölkerung können innenstadtnah ihren Wohnflächenbedarf nicht befriedigen und werden an den Stadtrand und darüberhinaus verdrängt. Für die Wohnbevölkerung geht dies mit dem Verlust eines urbanen Wohnumfeldes und steigendem Mobilitätsaufwand einher. Eine solche Entwicklung ist aus Stadtplanungssicht dann besonders ungerechtfertigt, wenn gleichzeitig alte Bürogebäude leer stehen. Solche Situationen treten nicht nur in Global Cities wie London auf, sondern auch in Deutschland, wie z.B. im Fall Frankfurt am Main. Um auf diesen Konflikt zu reagieren, beauftragte die Stadt Frankfurt 2007 eine Studie, die die Umnutzungspotenziale von Büro- zu Wohngebäuden aufzeigen sollte (Dörny/Werner 2009, S. 89-93). Im Ergebnis erscheinen die Umnutzungsmöglichkeiten vor allem aufgrund bautechnischer Hürden aber nur in wenigen Fällen möglich (ebd., S. 108).

Zusammengefasst droht den Städten ein Dilemma. Sie brauchen das Kapital der Investoren, um benötigte moderne Büroflächen anbieten zu können und Zusatzeffekte für die städtische Ökonomie durch besonders anziehende Viertel zu generieren. Dies gelingt den Agglomerationsräumen wesentlich besser als den übrigen Städten. Dafür nehmen die ersteren jedoch zunehmende Nutzungskonflikte, Folgekosten von Büroleerständen und eine Anfälligkeit für Finanzmarktentwicklungen in Kauf.

Eine zentrale Steuerungsfunktion auf den regionalen wie auf den metropolitanen Büroimmobilienmärkten nehmen die Investoren ein. Sie lenken die Kapitalflüsse und bestimmen die Bauaktivitäten maßgeblich mit. Für die Stadtplanung besteht somit auch die Notwendigkeit, die Merkmale und Interessen dieser Akteursgruppe zu verstehen, um Handlungs- und Entwicklungsmuster auf den Büroimmobilienmärkten und die davon betroffenen Teile der städtischen Ökonomie antizipieren zu können.

2.2 Bedeutung institutioneller Immobilieninvestoren

2.2.1 „Institutionelle Investoren“: Begriff und Bedeutungszuwachs

Anhand von Transaktionen von Gewerbeimmobilien im Jahr 2002 wurde bereits gezeigt, dass in den Agglomerationsräumen die meisten Käufer zur Gruppe der institutionellen Immobilieninvestoren gehören (Heeg 2004, S. 129f.). Diese Investoren sind damit von herausragender Bedeutung für die Büroimmobilienmärkte, und daher auch für die Wirtschaftsstruktur, das Städtesystem und die Stadtentwicklung.

Das Verständnis des Begriffs „institutioneller Investor“ im Rahmen dieser Arbeit lehnt sich an Gahn und Walbröhl an. Diese Autoren charakterisieren einen institutionellen Investor im Wesentlichen durch sechs Merkmale (Gahn 1994, S. 11 und Walbröhl 2000, S. 9, 82):

1. Nicht-natürliche Person
2. Anlagemittel in erheblicher Größenordnung
3. Professionalität der Kapitalanlage
4. Bestehen einer Organisation
5. Sammeln von Kapital für Dritte (als Haupt- oder Nebentätigkeit)
6. Hauptziele der Immobilienanlage: Sicherheit und Rentabilität

Die Merkmale fünf und sechs sind Ergänzungen Walbröhls der ersten vier Eigenschaften, die Gahn vorgab. Diese können auch als Spezifizierungen der Punkte zwei und drei verstanden werden. Die erhebliche Größenordnung der Anlagemittel wird über das Sammeln von Kapital erreicht. Unter einer professionellen Kapitalanlage wird wiederum i.d.R. verstanden, dass sie sich Sicherheit und Rentabilität als Ziel gesetzt hat.

Eine Befragung unter 41 institutionellen Investoren in 2006 ermittelte die drei wichtigsten Gründe für die Investition in die Anlageklasse Immobilien: 1. stabile Erträge (sehr wichtig) 2. breite Diversifikation (wichtig) 3. keine Korrelation zu Aktien- und Bondmärkten (wichtig) (Pelzl/Zemp 2006, S. 13).

Dieselbe Erhebung ergab, dass 55 % des Anlagevolumens auf Büroimmobilien entfielen. Dieser Anteil sollte laut Umfrage 2009 auf 44 % fallen. Eine frühere Befragung unter 31 Versicherungen und Pensionsfonds im Jahr 1999 ergab, dass ca. 40 % ihres Portfolios aus Büroimmobilien bestanden. Dies war der größte Anteil eines Immobiliensegments in den Portfolios (Walbröhl 2000, S. 290). Diese Ergebnisse zeigen, dass Büroimmobilien langfristig trotz Schwankungen eine erhebliche Bedeutung für institutionelle Investoren einnehmen.

Für Investoren bieten Büroimmobilien die Möglichkeit vom Megatrend des Strukturwandels zu profitieren. Eine Panelstudie zeigte für mehrere Länder, dass Wohnimmobilien im Wert 1:1 mit dem BIP steigen, Büroimmobilien jedoch im Verhältnis 2:1 (Jäger/Voigtländer 2007, S. 11, Voigtländer et al. 2009, S. 133). Eine Auswertung der Renditeverläufe von deutschen Einzelhandels- und Büroimmobilien ermittelte die durchschnittlichen Rendite-Risiko-Verhältnisse zwischen 1989 bis 2005 (Einzelhandel: 5,98 % zu 2,29 %, Büro: 4,58 % zu 2,35 %). Einzelhandelsimmobilien scheinen somit in diesem Zeitraum die besseren Anlagebedingungen aufgewiesen zu haben. Das Prinzip der Diversifikation/Risikostreuung empfiehlt jedoch als Sicherheitsmaßnahme nicht nur eine räumliche Streuung, sondern auch eine nach Immobiliensegmenten (s. Kap. 2.3.2.4, Thomas/Wellner 2007, S. 114ff.). Ein weitreichender Ersatz von Büroimmobilien durch Einzelhandelsobjekte in den Portfolios institutioneller Investoren ist somit nicht zu erwarten.

Die Informationslage zum Anlageverhalten von Immobilieninvestoren ist für analytische Zwecke oft unzureichend. Die amtliche Statistik deckt das Anlageverhalten nicht ab (Voigtländer 2008, S. 32). Nur manche Investorentypen unterliegen einer Berichtspflicht, wie z. B. die offenen Immobilienfonds. Eine gute Informationsquelle über einzelne Investoren stellt die Investment Property Databank (IPD) dar. Kooperierende Investoren stellen Informationen zu sämtlichen Gebäuden in ihrem Bestand für die Datenbank zur Verfügung (Piazolo 2008, S. 50f.). Da jedoch nicht alle Investoren mit IPD kooperieren wird der deutsche Investmentmarkt nur teilweise abgedeckt. Daher ist man immer wieder auf die Berichterstattung von privatwirtschaftlichen Marktbeobachtern angewiesen. Allerdings werden nicht alle Transaktionen publik gemacht und von den Marktberichten daher nicht erfasst (off-market deals). Zudem ist die Ergebnisdarstellung oftmals aggregiert. Eine besondere Schwäche liegt dabei in der meist fehlenden räumlichen Differenzierung des Anlagegeschehens. Die Zahlen beziehen sich oftmals auf Deutschland insgesamt oder auf die Top7.

Tabelle 1 zeigt nach zwei Marktberichten von BNP Paribas Real Estate die Neuanlagevolumen am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt von 2009 bis 2011 auch nach Investorentypen. Angaben zu weiteren Jahren waren im Marktbericht nicht enthalten. Da die statistische Erfassung nicht identisch mit jener früherer Marktberichte ist, können die Daten auch nicht ergänzt werden. Die Kürze des betrachteten Zeitraumes erlaubt somit keine Identifizierung langfristiger Trends, zumindest können aber Informationen über aktuelle Größenordnungen entnommen werden.

Tab. 1: Transaktionsvolumen und -quellen am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt 2009/2010

2009 (in Mio.€)	insgesamt	darunter institut. Inv.	darunter ausländ. Inv.
GE-Einzelinvestments	9311	5123	1118
GE-Portfolioinvestment	1276	1003	319
GE-Investments insgesamt	10587	6126	1437
Anteil an GE-Investments insgesamt		58%	14%
2010 (in Mio.€)	insgesamt	darunter institut. Inv.	darunter ausländ. Inv.
GE-Einzelinvestments	15307	10749	3953
GE-Portfolioinvestment	4266	3803	3234
GE-Investments insgesamt	19573	14552	7187
Anteil an GE-Investments insgesamt		74%	37%
2011 (in Mio.€)	insgesamt	darunter institut. Inv.	darunter ausländ. Inv.
GE-Einzelinvestments	19850	15852	5460
GE-Portfolioinvestment	3671	3631	2537
GE-Investments insgesamt	23521	19483	7997
Anteil an GE-Investments insgesamt		83%	34%

Quelle: eigene Zusammenstellung nach BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7-10
sowie BNP Paribas Real Estate 2012, S. 5-8

Institutionelle Investoren hatten selbst im Krisenjahr 2009 noch einen Anteil an allen Transaktionen von 58 %, der danach noch weiter anstieg. Dies unterstreicht ihre hohe Bedeutung in den letzten Jahren.

Inländische Investoren dominieren den Handel mit Immobilien, allerdings nahm die Aktivität ausländischer Investoren seit 2010 auf ein Niveau von über 30 % stark zu. Die letzteren nutzen offensichtlich wesentlich häufiger Portfoliodeals um Immobilien zu erwerben (2010: 45 % vs. 8 %, 2011: 32 % vs. 7 %). Solche Transaktionsformen ermöglichen eine schnellere Vergrößerung des Immobilienbestands als Einzelankäufe. Das geringere Ausmaß ausländischer Portfoliodeals im Krisenjahr 2009 (22 %) wird in der Literatur mit der damaligen Schwierigkeit Fremdkapital zu erhalten begründet („credit-crunch“). Ausländische Investoren unterliegen anderen Gesetzesvorschriften als inländische. Dies führt in angelsächsischen Ländern bspw. zu wesentlich höheren Fremdfinanzierungen als es in Deutschland üblich ist.

Das räumliche Anlageverhalten ausländischer Investoren scheint sich in Deutschland auf jene Agglomerationsräume zu konzentrieren, wo besonders viele ausländische Unternehmen angesiedelt sind (z. B. Frankfurt und Düsseldorf). Städte abseits der Agglomerationsräume werden verstärkt gemieden, weil die Datenlagen zu ihren Immobilienmärkten im Vergleich zu den Agglomerationsräumen deutlich schlechter sind. Ohne derartige Daten fällt es ausländischen Investoren besonders

schwer, Marktkenntnisse aufzubauen. (Just 2010, S. 345ff.). Experteninterviews unter internationalen Investoren zeigten als zentrale Anlagemotive im Wesentlichen die Aussicht auf höhere Renditen und Risikostreuung (Scharmanski 2009, S. 182).

Für den Bedeutungszuwachs inländischer sowie ausländischer institutioneller Investoren können mehrere Gründe aufgeführt werden. Eine wesentliche Ursache besteht darin, dass Wirtschaftsunternehmen im Rahmen des sich zunehmend verbreitenden „Corporate Real Estate Managements“ (CREM) verstärkt ihre Flächennutzung überdenken und eigengenutzte Immobilien abstoßen (Heeg 2004, S. 126f). Im Durchschnitt entfielen 2008 ca. 10 % des Gesamtvermögens deutscher Unternehmen auf Immobilien. Das frei werdende Kapital lenken sie um auf ihr Kerngeschäft, wo sie mitunter eine höhere Rendite erreichen können als die etwa 5 %, die die erwähnte Studie von Jäger/Voigtländer 2007 langfristig ermittelte. Dabei sind auch Effizienzgewinne aufgrund der Arbeitsteilung durch die Auslagerung der Immobilienbewirtschaftung an professionelle Dienstleister möglich. Zudem können Erlöse und Kosteneinsparungen für untergenutzte Flächen erzielt werden (Dobberstein 2002, S. 19; Schäfers/Gier 2008, S. 854ff.). Damit die Option eines Verkaufs und einer nachfolgenden Anmietung („sale and lease back“) überhaupt möglich wird, bedarf es eines Käufers/Investors und des ausreichenden Angebots an Mietflächen. Während in den USA die Eigennutzerquote 2006 nur noch 30 % betrug, lag der Anteil in Europa noch bei ca. 70 %. Es wird daher allgemein angenommen, dass der Wandel vom Eigennutzer zum Mieter in Europa voraussichtlich noch weiter anhalten und die Bedeutung institutioneller Investoren vermutlich noch wachsen wird (Patel 2006, S. 253; Heeg 2004, S. 126f.).

Neben dem Trend des CREM treiben auch die Entwicklungen an den Finanzmärkten die zunehmende Aktivität institutioneller Investoren an. Sowohl beim Neubau als auch beim Erwerb eines Bestandsgebäudes bedarf es oftmals sehr hoher Kapitalvolumina, gerade bei großen und modern ausgestatteten Gebäuden, die sich in den Zentren mit hohen Bodenwerten befinden. Bei der dafür notwendigen Finanzierung nehmen institutionelle Investoren gegenüber klassischen Bankdarlehen eine immer größere Rolle ein. Dies wurde mit der Flexibilisierung und Liberalisierung der Finanzmärkte nicht nur in Deutschland, sondern auch international gesetzlich gefördert (Heeg 2004, S. 125; Heeg 2009, S. 132). Die niedrigeren Restriktionen erhöhten die Geschäftsmöglichkeiten und führten zu einem Anstieg des anlagesuchenden Kapitalvolumens. Somit stehen institutionellen Immobilieninvestoren sowohl höhere Finanzmittel als auch größere Gestaltungsspielräume bei ihrer

Anlage zur Verfügung. Beispiel für gesteigerte Spielräume ist etwa die Liberalisierung internationaler Anlagen bei offenen Fonds durch das Finanzmarktfördergesetz in 2002 (Just 2010, S. 341ff.). Mit den Immobilienspezialfonds und Real Estate Investment Trusts (REITS) wurden neue Investitionstypen eingeführt, die im nächsten Kapitel vorgestellt werden. Finanzierungsmittel und freie internationale Anlagemöglichkeiten sind auch die Triebfedern der ausländischen Investoren auf dem deutschen Investmentmarkt. Ihr Kapital drängt, wie oben beschrieben, besonders zyklisch hinzu.

Mit der Veränderung der Finanzmärkte begann auch eine Umstrukturierung und Standardisierung der internationalen Immobilieninvestmentmärkte, die auch in Deutschland erkennbar ist. Verbände, wie die „Royal Chartered Surveyors“ (RICS) entwickeln global geltende Immobilienbewertungssystematiken. IPD erfasste 2009 für kooperierende Investoren die Performance der Investitionsobjekte nach einheitlicher Berechnungsgrundlage in über 20 Ländern (IPD 2009, S. 2). Maklerhäuser entwickeln globale Niederlassungsnetzwerke, beraten weltweit Mieter und Investoren, und erleichtern die Immobilienanlage mit Marktforschungsberichten für die meisten Länder Europas, Amerikas und Asiens oder mit dem Markttransparenzindex von Jones Lang LaSalle. Die fortschreitende Standardisierung und Professionalisierung der Marktteilnehmer bewirkt eine Vereinfachung und Effizienzsteigerung der Immobilienanlage insgesamt – auch der inländischen (Scharmanski/Fuchs 2008, S. 158f.; Subroweit 2009, S. 282f.).

Da der Immobilieninvestor als Eigentümer über Kauf, Neubau, Gestaltung und Sanierung entscheidet, kommt ihm sowohl gegenüber dem Mieter, als auch gegenüber der Gebietskörperschaft eine ausschlaggebende Bedeutung zu. Angesichts der dominanten Anteile institutioneller Investoren am deutschen Investmentmarkt liegt bereits heute eine Konzentration von Entscheidungsbefugnissen in der Hand dieser Akteure vor. Weil sich hieraus, wie zuvor beschrieben, eine zentrale Bedeutung für Unternehmen, Standortentscheidungen und Stadtstrukturen ableitet, ist es wichtig, sich den Entscheidungsgrundlagen für die Marktauswahl dieser Akteure zu widmen.

2.2.2 Typen und Merkmale

Aufgrund gesetzlicher Regelungen und unterschiedlicher Geschäftsmodelle existieren mehrere Typen von institutionellen Immobilieninvestoren. Sie unterscheiden sich z.B. hinsichtlich ihrer Gesellschaftsform, der betrieblichen und rechtlichen Grundlagen sowie ihres Agierens im Büroimmobilienmarkt. Abb. 3 fasst die zentralen Merkmale institutioneller Investoren nach Gahn 1994 und Walbröhl

2000 nochmals zusammen (s. Kap. 2.2.1) und ergänzt die wichtigsten Typen von Investoren, die diese Eigenschaften besitzen.

Abb. 3: Merkmale und Typen institutioneller Investoren

Merkmale institutioneller Immobilieninvestoren		
1. Nicht-natürliche Person 2. Anlagemittel in erheblicher Größenordnung 3. Professionalität der Kapitalanlage 4. Bestehen einer Organisation 5. Sammeln von Kapital für Dritte (als Haupt- oder Nebentätigkeit) 6. Hauptziele der Immobilienanlage: Sicherheit und Rentabilität		
Wichtige Typen institutioneller Immobilieninvestoren		
Versicherungen und Pensionskassen	Immobilien-AGs	REITs
Offene Fonds	Geschlossene Fonds	Spezialfonds
Quelle: eigene Bearbeitung nach Gahn 1994, S. 11 und Walbröhl 2000, S. 9, 82		

Die Auflistung der Investorentypen ist nicht abschließend, sondern gibt jene an, auf die sich deutschsprachige wissenschaftliche Darstellungen meistens konzentrieren. Öffentliche Haushalte, Stiftungen sowie Banken erfüllen zwar ebenfalls die sechs genannten Kriterien, sie werden jedoch oft nicht separat aufgeführt, sondern eher indirekt über die Finanzvehikel (i.d.R. Fonds unterschiedlicher Art), in die sie investieren, oder die sie selber auflegen (Loos 2005, S. 23; Rottke/Schlump 2007, S. 44ff.; Schäfers/Trübestein 2006, S. 112). Diese Arbeit folgt dieser Betrachtungsweise.

Tabelle 2 fasst auf Grundlage eines immobilienwirtschaftlichen Marktberichts von Jones Lang LaSalle die Transaktionen auf dem europäischen Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien zusammen (ca. 97 Mrd. €) und ordnet sie verschiedenen Investorentypen zu. Es wird die hohe Bedeutung institutioneller Investoren sichtbar, die europaweit 60% der Transaktionen mit Gewerbeimmobilien abwickelten. Unter diesen waren dem Volumen nach besonders wichtig: Versicherungen, Pensionskassen, Banken und die diversen Formen der Immobilienfonds.

Feinere Untergliederungen sind dem Marktbericht nicht zu entnehmen. Auf europäischer Ebene haben derartige Statistiken das Problem, dass Fonds mit vielfälti-

gen Geschäftsmodellen auf Basis unterschiedlicher gesetzlicher Regelungen existieren und somit schwer vergleichbar sind.

Tab. 2: Transaktionsvolumen und -quellen am europäischen Gewerbeimmobilienmarkt 2010

Transaktionsvolumen 2010		Mrd. €	Anteil
Institutionelle Investoren	Fonds (alle Typen)	28,58	29%
	Versicherungen, Pens.kas., Banken	23,14	24%
	REITS & Immo-AGs	6,96	7%
Private Investoren		12,59	13%
Eigennutzer		0,66	1%
Sonstige		25,52	26%
Summe		97,45	100%

erfasste Länder: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finland, Frankreich, Italien, Irland, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Polen, Rumänien, Russland, Schweden, Spanien, Tschechien, Ungarn, Vereinigtes Königreich

Quelle: eigene Bearbeitung nach Jones Lang LaSalle 2011, S.4-7

Die Kategorie „Fonds“ fungiert hier somit als kleinster gemeinsamer Nenner. Auf der Ebene einzelner Länder lassen sich deren Merkmale einheitlicher spezifizieren. Für den deutschen Immobilienmarkt übernimmt diese Aufgabe Tab. 3.

Tab. 3: Institutionelle Investorentypen in Deutschland

Investorentyp	Ausgewählte Unterscheidungsmerkmale	Immobilienvermögen	Anzahl	Quelle
Versicherungen und Pensionskassen	Anlage von Beitragszahlungen, Sicherheitsorientierung aufgrund gesetzlicher Vorgaben	2009: ca. 26 Mrd.€	605 Versicherer und 29 Pensionskassen	BaFin Jahresbericht 2009 S. 83ff.
Offene Fonds	Liquidität durch Handel mit Fondsanteilen, staatlich beaufsichtigt	2009: ca. 88 Mrd. €	48	BaFin Jahresbericht 2009 S. 220
Spezialfonds	Typ des offenen Fonds mit geringeren gesetzl. Auflagen und Begrenzung auf institutionelle Anleger	2009: ca. 30 Mrd. €	140	Feri EuroRating nach Handelsblatt 13.01.2010
Geschlossene Fonds	Investment über fixe Laufzeit bis zur Auflösung	2009: ca. 200 Mrd. € (Platzierungsvolumen)*	2007: ca. 4000	Voigtländer et al. 2009, S. 146; Rottke/Schlump 2007
Immobilien-AGs	Liquidität durch Handel mit Unternehmensanteilen	k.A.	75	DIMAX-Titel (7.12.2010)
REITs	s.o., aber mit Besteuerung auf der Anlegerseite	2010/03: ca. 2,43 Mrd. €	3	www.reits-in-deutschland.de (10.12.2010)

* Summe des seit 1970 platzierten Anlagevermögens

Die Tabelle charakterisiert die sechs zuvor aufgeführten wichtigsten Investorentypen hinsichtlich zentraler Unterschiede und der Größenordnungen ihrer Finanzvolumen. Diese Investorentypen werden mit ihren zentralen Merkmalen der Reihe nach vorgestellt.

Versicherungen und Pensionskassen

Dieser Investorentyp nutzt Immobilien, um die Beitragszahlungen der Versicherungsnehmer gewinnbringend anzulegen. Da Versicherungen zudem erhebliche Beschäftigtenzahlen haben, spielt auch die Eigennutzung für sie eine Rolle (Gantenbein 2004, S. 271). Aufgrund der Beitragszahlungen verfügen sie über viel Eigenkapital und sind für ihre Anlagen somit weniger auf Fremdkapital angewiesen. Der Immobilienanteil ihrer Gesamtanlagen betrug 2007 ca. 5 % (Rottke/Schlump 2007, S. 43f.). Dieser niedrige Prozentsatz ist darin begründet, dass andere Anlagevehikel, wie z. B. Aktien, als renditestärker gelten. Jedoch bietet die Immobilie die Möglichkeit der Diversifikation und schützte in der Vergangenheit vor Inflation (Gantenbein 2004 S. 272ff.). Auch wenn der Immobilienanteil seit 1980 (10 %) deutlich gefallen ist, ist der absolute Betrag weiter gestiegen – von 14,2 auf 25 Mrd. Euro in 2003 und ca. 26 Mrd. Euro in 2009 (Fink 2005, S. 80f., 85f. ; Bafin 2009, S. 83ff.). 2010 vereinten Versicherungen und Pensionskassen 12 % des Transaktionsvolumens am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt auf sich (2009: 10 %). Damit waren sie hinter den Spezialfonds und den geschlossenen Fonds der drittgrößte Akteur (IVG 2011, S. 20, BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7ff.).

Die Anlagetätigkeit der Gesellschaften wird durch das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und die Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (AnlV) reguliert. Sie steht unter der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Hierdurch soll eine möglichst hohe Sicherheit und Liquidität garantiert werden, da das Hauptgeschäft der Versicherungen darin besteht, die Risiken anderer – der Versicherungsnehmer – zu tragen (Fink 2005, S. 82). Für 2009 benennt die Bafin eine Gesamtzahl von 634 Versicherungsunternehmen, in denen die einzelnen Firmen jedoch oftmals großen Konzernen zugehörig sind. Die Anlagetätigkeit kann auf der Konzernebene dann zentral erfolgen, wie dies im Immobiliensegment beispielsweise bei den Versicherern Allianz und Gothaer der Fall ist.

Büros spielen als Immobiliensegmente eine herausgehobene Rolle. 2002 war fast die Hälfte ihres Immobilienvermögens in Büros angelegt (Bulwien 2008, S. 234). Bzgl. der Eigennutzung ließen sich die Hauptverwaltungen historisch vielfach in den Handelszentren und Industriekonzentrationen nieder. Diese entwickelten sich in Deutschland analog zum polyzentrischen Städtensystem und lagen teilweise auch abseits der heutigen Agglomerationsräume (z. B. Saarbrücken, Aachen oder Dresden). Traditionell lag die Standortpräferenz auf der City, deren Entwicklung Banken und Versicherungen in Deutschland maßgeblich mitgeprägt haben. Allerdings

beinhaltet der Geschäftsablauf diverse back-office Tätigkeiten ohne Notwendigkeit von face-to-face Kontakten bei gleichzeitig hohem Flächenbedarf. Dies führte auch bei Versicherungen zur Dekonzentration und Verlagerung in die randstädtischen Büroimmobilienmärkte (de Lange 1989, S. 198f.; Kulke 2010, S. 169).

Offene Fonds

Offene Fonds werden durch das InvG reguliert, dessen Einhaltung durch die BaFin kontrolliert wird. Sie tragen kontinuierlich Gelder von privaten oder auch institutionellen Anlegern zu einem rechtlich unselbstständigen Sondervermögen zusammen, das von einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) treuhänderisch verwaltet wird (Klug 2009, S. 7). Aus diesem Vermögen werden Immobilien (vor allem Gewerbeimmobilien) kontinuierlich erworben, gehalten und verkauft. 2010 hatten offene Fonds einen Anteil von sechs Prozent am Transaktionsvolumen am deutschen Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien (2009: 12 %; IVG 2011, S. 20, BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7ff.). 2003 hatten die offenen Fonds ca. 70 % ihres Anlagevermögens in Büroimmobilien angelegt. Dieses Immobiliensegment ist für diesen Investorentyp also besonders wichtig (Bulwien 2008, S. 233).

Das Vermögen des Fonds ist von jenem der auflegenden KAG getrennt. Die Anleger erhalten Anteile an dem Fonds und können diese auch an die KAG jederzeit zurückverkaufen. Dadurch ist für den Anleger eine hohe Liquidität gewährleistet. Zudem kann er die Wertentwicklung seiner Anlage gut beobachten. Grundsätzlich profitiert er sowohl aus den Ausschüttungen der Mieteinnahmen als auch aus den Wertsteigerungen der Gebäude, durch die der Wert ihrer Fondsanteile steigt. Insgesamt eignen sich daher risikoarme Anlagen in werthaltigen, nichtduplizierbaren Lagen für offene Fonds besonders (Sotelo 2008, S. 76). Für die Sicherheit der Anlage werden auch relativ niedrige Renditen akzeptiert. Eine Auswertung der Performance von 15 deutschen offenen Fonds zeigt, dass 2009, 2010 und 2011 die jährliche Rendite im Durchschnitt zwischen -0,2 % bis 3,3 % schwankte (Eilrich/Friedemann/Milewski 2011, S. 18).

Um die jederzeitige Anteilsrücknahme zu garantieren, muss die KAG sicherstellen, dass eine Mindestliquidität von 5 % zu jedem Zeitpunkt vorliegt. Maximal dürfen jedoch 49 % in Liquiditätsanlagen investiert sein. Sollte die Liquidität unter die Mindestgrenze fallen, z. B. durch eine starke Zunahme an Rücknahmeaufträgen, darf die Rücknahme laut §81 InvG ausgesetzt werden. Dies trat zum ersten Mal 2005 bei dem Fonds „grundbesitz-invest“ ein, nachdem die KAG mitgeteilt hatte, dass sie aufgrund einer Neubewertung des Immobilienvermögens einen Wertrückgang von 15-20 % erwarte (ebd., S. 8). Seitdem wurden mehrere offene

Fonds geschlossen, insbesondere 2008, als im Verlauf der Finanzkrise 12 offene Fonds die Anteilsrücknahme verweigerten. Im März 2010 waren noch 7 von ihnen geschlossen. Drei von diesen hatten zwischenzeitlich wieder geöffnet, mussten aufgrund weiterer Mittelabflüsse aber wieder geschlossen werden (Bafin 2009, S. 218f.).

Spezialfonds

Immobilien-spezialfonds sind eine besondere Variante der offenen Fonds, da ihre Anteile zwar frei handelbar sind, jedoch weniger gesetzlichen Auflagen unterliegen. Ihre Anlegeranzahl ist auf zehn juristische Personen beschränkt, bei denen es sich in der Regel um institutionelle Investoren handelt (Sailer/Grabener 2007, S. 325). Natürliche Personen sind nicht zugelassen. Das Anlagevermögen der Spezialfonds hat in den letzten Jahren stark zugenommen, weil sie als Anlageform aufgrund von gesetzlichen Deregulierungen wettbewerbsfähiger geworden sind. Versicherungsgesellschaften gliedern vermehrt Teile ihres Immobilienvermögens in Spezialfonds aus, um deren Anteile weiterhin zu halten, die Verwaltung jedoch dem professionellen Management der KAG zu überlassen. Der weitere Ausbau der privaten Altersvorsorge gilt als zusätzlicher Antrieb für das Wachstum der Spezialfonds. Mit einem platzierten Eigenkapital von ca. 4 Mrd. Euro in 2009 reichen sie bereits an die offenen und geschlossenen Fonds heran (Schmoll genannt Eisenwerth 2008, S. 715). 2010 machte ihr Anteil am Transaktionsvolumen auf dem deutschen Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien 15 % aus (BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7ff.). Im Gegensatz zu den offenen Fonds war Anfang 2010 das durchschnittliche Anlagevolumen jedoch wesentlich kleinteiliger (Spezialfonds: 214 Mio. Euro, offene Fonds: 1833 Mio. Euro, s. Tab.3).

Geschlossene Fonds

Für dieses Anlagevehikel werden ein bis maximal fünf bestimmte Objekte ausgewählt, in die eine feste private oder institutionelle Anlegergruppe von der Auflage bis zur Auflösung des Fonds investiert. Die Anleger erhalten Zahlungen aus den Reinerlösen der Vermietung und aus dem letztlichen Verkauf der Immobilie.

Die Initiierung eines geschlossenen Fonds orientiert sich entweder am Finanzierungsbedarf eines Unternehmens, das das Objekt anmietet, oder an den Interessen der Kapitalanleger, für die das passende Objekt gesucht wird. Das letztere trifft auf den Großteil der deutschen geschlossenen Fonds zu (Pfnür 2011, S. 157). Bei den Kapitalgebern kann es sich sowohl um Privatpersonen, als auch Wirtschaftsunternehmen oder institutionelle Investoren handeln. Da diese Anleger mitunter sehr unterschiedliche Ziele verfolgen und über unterschiedliche Chancen-Risiko-

Neigungen verfügen, liegt bei geschlossenen Fonds eine hohe interne Heterogenität vor. Dies führt auch dazu, dass nicht nur Gewerbe-, sondern auch Wohnimmobilien erworben werden.

Der Markt der geschlossenen Immobilienfonds insgesamt gilt als besonders wenig reguliert und intransparent (Voigtländer et al. 2009, S. 147). Die Fähigkeit der Wertdarstellung der Anlage ist bei geschlossenen Fonds nur gering ausgeprägt. Anleger können sich vor allem mittels Abrechnungen über die Entwicklung ihrer Anlage informieren. Als Anlageobjekte empfehlen sich nach dieser Sichtweise daher eher solche in duplizierbaren Lagen, die keine Wertentwicklung aufweisen. Lediglich stabile Einnahmen gelten als wichtig (Sotelo 2008, S. 80, 85).

Die in der Tab. 3 angegebene Summe von 200 Mrd. Euro entspricht dem seit den 1970er Jahren angelegten Platzierungsvolumen. Da hiervon das Kapital aus den Fondsaufösungen jedoch nicht abgezogen ist, ist das aktuell tatsächlich gehaltene Investmentvermögen wesentlich darunter zu schätzen. Zwischen 1993 und 2008 lag die jährliche Eigenkapitalplatzierung bei 4,7 Mrd. Euro. Die offenen Fonds erreichten zwischen 1998 und 2008 mit einem Platzierungsdurchschnitt von 3,8 Mrd. Euro eine ähnliche Größenordnung (Voigtländer et al. 2009, S. 147). In der Vergangenheit ging für die Anleger das Investment mit substantiellen Steuervorteilen einher, weshalb die Objekte nur eine relativ niedrige Rendite erwirtschaften mussten. Zusammen mit dem Wunsch nach einer hohen Stabilität der Einnahmen boten sich daher besonders sichere Anlageobjekte an (Pfnür 2011, S. 157). Zwischen 1999 und 2005 wurden die Steuervorteile jedoch deutlich reduziert. Danach wurden deshalb wesentlich weniger geschlossene Fonds aufgelegt (ebd. S. 157f.; Schmoll genannt Eisenwerth 2008, S. 716). Dennoch erreicht ihr Anteil am Transaktionsvolumen auf dem deutschen Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien 17 % in 2009 und 20 % in 2010 (BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7ff.).

Aufgrund der weggefallenen Steuervorteile und schlechter Erfahrungen aus früheren Insolvenzen verlangen die Kapitalgeber inzwischen jedoch höhere Renditen und Risikoprämien als früher. Gleichzeitig sind die Ansprüche an die Wiederverkaufsmöglichkeit der Anlageobjekte gestiegen (Pfnür 2011, S. 158). Zwei Initiatoren geschlossener Fonds gaben Ende 2010 in Interviews an, dass die meisten Anleger eine Rendite von ca. 5 % forderten. Dies sei aufgrund der Knappheit wertstabiler Objekte in der geringsten Risikoklasse kaum mehr zu erreichen. Tendenziell besteht daher trotz deutlicher Sicherheitsaffinität dennoch eine Bereitschaft für die geforderte Rendite höhere Risiken einzugehen als unter den Anlegern offener Fonds (Eilrich/Friedemann/Milewski 2011, S. 26).

Immobilien-AGs

Nach dem Verständnis von Pfnür 2011 sind Immobilien-AGs an der Börse notierte Aktiengesellschaften, die zu Anlagezwecken Immobilien erwerben und verwalten (Pfnür 2011, S. 154). Durch Erwerb von Aktienanteilen an den Unternehmen können Anleger mit hoher Liquidität indirekt am Immobiliengeschäft partizipieren. Ein bedeutender Anteil der AGs entstand durch die Ausgliederung der Immobilienbestände von Großunternehmen aus dem sekundären Sektor, deren Geschäftsfeld außerhalb des Immobilienbereichs liegt. Zumindest die alten Gebäudebestände wurden damit in der Regel nicht mit einem Investmentziel zusammengestellt, sondern zur Versorgung der Beschäftigten. Zu den Anlageobjekten gehören oftmals Wohnimmobilien (Sailer/Grabener 2007, S. 326).

Die Bank Ellwanger&Geiger fasst 75 Unternehmen (Stand 2010), deren Geschäftstätigkeit mindestens zu 75 % im Immobilienbereich liegt, im Index DIMAX zusammen. Der Index erfasst damit nicht nur Unternehmen, die in Immobilien investieren, sondern z. B. auch immobilienbezogene Dienstleister (Pfnür 2011, S. 154). Die Marktkapitalisierung der im DIMAX geführten Immobilien-AGs betrug Anfang Dezember 2010 ca. 10,1 Mrd. Euro (www.privatbank.de/de/fonds-eundg_indizes_1.html 10.12.2010). Die Marktkapitalisierung der Unternehmen entspricht jedoch oftmals nicht ihren tatsächlichen Immobilienvermögen, zu dem kaum Informationen frei zugänglich sind.

Bezüglich ihrer Geschäftsmodelle sind Immobilien-AGs eine sehr heterogene Gruppe. Manche haben sich auf Projektentwicklung spezialisiert, andere auf Verwaltung von Wohnungsportfolios, Investitionen in Gewerbeimmobilien oder Fondsinitiativen. Teilweise werden auch mehrere dieser Geschäftsfelder gleichzeitig ausgeübt.

2009 hatten Immobilien-AGs 3 % und 2010 10 % Kapitalanteil an deutschen gewerblichen Investmenttransaktionen (BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7ff.). Da die AGs große Handlungsspielräume mit ihrem Anlagekapital haben, besteht für die Anleger ein höheres Risiko als z. B. bei den offenen Fonds. Außerdem kommen unternehmensspezifische Risiken hinzu, z. B. durch einen hohen Verschuldungsstand. Die Anleger erwarten daher auch eine höhere Rendite als von offenen Fonds, die die AGs mit den Gebäuden erwirtschaften müssen. Nach Sotelo 2008 eignen sich Büros als Anlageobjekte für sie daher nur eingeschränkt und ausschließlich in duplizierbarer Lage, da ihr Renditepotenzial als zu gering erachtet wird (Sotelo 2008, S. 85; Eilrich/Friedemann/Milewski 2011, S. 22.f).

REITs

Real Estate Investment Trust (REITS) sind eine in Deutschland relativ neue Anlageform, da die Gesetzesgrundlage erst seit dem 1. Januar 2007 besteht. Es handelt sich um eine Sonderform der Immobilien-AG, deren Anteile ebenfalls an der Börse gehandelt werden. Allerdings erfolgt die Versteuerung nicht auf der Unternehmensebene, sondern bei den Anlegern (Schmoll genannt Eisenwerth 2008, S. 724). REITS gelten als besonders geeignet, um mit ihren Anlageobjekten bestimmte managementintensive Themen abzudecken (z. B. Betreiberimmobilien), wenn sie die entsprechenden Spezialisten anstellen. Büros sind daher vor allem in duplizierbarer Lage geeignet, ansonsten ist der Managementvorteil nicht stark genug (Sotelo 2008, S. 85ff.).

Auf dem gewerblichen Investmentmarkt spielten REITS in Deutschland bislang eine untergeordnete Rolle. Im März 2010 waren drei REITS durch Umwandlung aus bestehenden Portfolios aufgelegt. Zusammen mit Equity Fonds kamen sie 2009 auf ca. 2 % des Transaktionsvolumens, 2010 auf ca. 7 %. (BNP Paribas Real Estate 2011, S. 7ff.). Zukünftig wird weiteres Wachstum erwartet, da Kapitalmarktbeobachter eine höhere Nachfrage nach aktienartigen Vehikeln für Immobilienanlagen registrieren als es derzeit ein Angebot gibt. Das Rendite-/Risikoprofil wird ähnlich eingeordnet wie bei den Immobilien-AGs (Eilrich/Friedemann/Milewski 2011, S. 22f.). Die Internet-Informationsplattform REITS-in-Deutschland schätzte im März 2010 für die nächsten Jahre die Entstehung weiterer REITS mit einem Anlagevolumen von ca. 9,4 Mrd. Euro.

Der Überblick über die Landschaft der institutionellen Immobilieninvestoren zeigt, dass es gewisse Größen- und damit Bedeutungsunterschiede auf dem deutschen Gewerbeimmobilien-Investmentmarkt gibt. Allerdings gibt es keinen den Markt dominierenden Typus. Tatsächlich hat sich der Anlagemarkt mit den neuen Spezialfonds und REITS weiter segmentiert. Dabei verwenden institutionelle Investoren unterschiedliche Geschäftsmodelle und Finanzierungsformen. Zudem sind sie auch an unterschiedliche gesetzliche Restriktionen gebunden.

Die jeweilige Finanzierungsform und der gesetzliche Rahmen bedingen in zentraler Weise die Risikobereitschaft und somit das Anlageverhalten der Investoren. Versicherungen werden durch den gesetzlichen Schutz der Beitragszahlungen der Versicherungsnehmer zu besonders sicherem Anlageverhalten gedrängt. Offene Immobilienfonds werden direkt als Anlageform gezeichnet und können entsprechend risikobereiter auftreten als Versicherungen. Sie sind aber dennoch durch die

Berichtspflichten und das Liquiditätsgebot zu weitgehend sicheren Anlagen angehalten. Geschlossene Fonds wiederum sind kaum reguliert und können daher Büros auch in duplizierbarer Lage und in Absprache mit ihren Anlegern auch riskantere Objekte erwerben. Immobilien-AGs und REITs sind ebenfalls wenig reguliert und ziehen risikobereitere Anleger an, die auch höhere Renditen erwarten. Das jeweilige Anlageverhalten muss daher im Kontext der unterschiedlichen Rahmenbedingungen für die Investorentypen betrachtet werden.

2.3 Entscheidungsverhalten institutioneller Immobilieninvestoren

Wie in den vorangegangenen Kapiteln dargestellt, beeinflussen institutionelle Investoren mit ihrer Auswahl der Büroimmobilienmärkte für ihre Anlagen die Wirtschaftsstruktur und die Stadtplanung auf fundamentale Weise. Dieser Bedeutung entsprechend existieren bereits vielfältige Ansätze, das Investitionsverhalten dieser in sich heterogenen Akteursgruppe zu erklären. In den nächsten Kapiteln soll zunächst auf die bestehenden theoretischen Erklärungsansätze eingegangen werden. Anschließend erörtere ich, welchen Beitrag eine Betrachtung der in der Geschäftspraxis üblichen Analyseinstrumente zum Verstehen der Marktauswahl leisten kann.

2.3.1 Entscheidungstheoretische Zugänge

2.3.1.1 Rational-normative Entscheidungstheorie

Die neoklassische Wirtschaftstheorie geht davon aus, dass Investitionen auf ökonomisch rationalen Entscheidungen beruhen. Wilkinson 2008 stellt die typischen Annahmen eines „ökonomischen Standardmodelles“ wie folgt zusammen (Wilkinson 2008, S. 5):

- Wirtschaftssubjekte sind rational
- Wirtschaftssubjekte handeln zwecks Maximierung ihres Erwartungsnutzens
- Der Nutzen eines Wirtschaftssubjektes bezieht sich nur auf sich selbst, nicht auf den Nutzen anderer Personen
- Wirtschaftssubjekte nutzen die bayesianische Wahrscheinlichkeitslehre
- Wirtschaftssubjekte haben konsistente Zeitpräferenzen
- Jedes Einkommen und alle Anlagen sind vollständig fungibel

Wilkinson versteht Rationalität im ökonomischen Standardmodell als die Forderung nach einer Transitivität der Präferenzen, denen kohärente Aktionen und konsistente Entscheidungen nachfolgen (ebd. S. 385). Diese Konzeption findet sich auch in der Konstruktion des homo oeconomicus als rational handelndem Entscheider wieder (Welsche 2010, S. 10f.).

Gegen diese Charakterisierung von Rationalität sind von verschiedenen Seiten Einwände erhoben worden, wie Wilkinson 2008 zusammenfasst. Eine grundlegend entgegengesetzte Position vertrat von Mises bereits 1949. Nach ihm müsse jegliche menschliche Handlung rational sein, weil man immer entsprechend den persönlichen Präferenzen in sich schlüssig handle. Nach Berridge 2001 wiederum könne keine Präferenz rational oder irrational sein, da man darüber nicht diskutieren könne. Die Diskussion dieser Zweifel und die Kritik am vorgestellten Rationalitätsbegriffs sind nicht abgeschlossen und führen sowohl auf psychologische als auch auf philosophische Ebenen (nach Wilkinson 2008, S.386 ff.).

Wenn auch nicht zweifelsfrei definierbar, so ist das Konzept der Rationalität dennoch nützlich, um Entscheidungsverhalten analysieren und verstehen zu können (Wilkinson 2008, S. 386ff.). Da der Rationalitätsbegriff im Sinne des ökonomischen Standardmodells besonders einflussreich gewesen ist und vielfältige Anwendung gefunden hat, wird im weiteren Verlauf des vorliegenden Textes auch dieses Verständnis dem Begriff zugrunde gelegt. Nach Eisenführ/Weber 2003 ist es zwar nicht möglich, eine Entscheidung als absolut oder exakt rational zu bezeichnen, man könne aber von „mehr oder weniger rational“ sprechen. Rationalere Entscheidungen sehen sie als eine Möglichkeit, erfolgreicher ökonomische Problemstellungen zu lösen (Eisenführ/Weber 2003, S. 4). Hinter diesem Argument steht eine normative Zielsetzung. Entscheidungsmodelle, die nach den eingangs genannten Annahmen konstruiert sind, zeigen, wie rationale(re), nutzenmaximierende Akteure das Problem lösen müssten. Dies soll als Richtschnur bei realen Entscheidungsproblemen dienen (Wilkinson 2008, S. 27f.).

Die Annahmen des rationalen ökonomischen Standardmodells sind in der immobilienwirtschaftlichen Praxis, Forschung und bis in Berufsverbände hinein weit verbreitet. Black et al. 2003 bezeichnen den rational choice-Ansatz als Paradigma der immobilienwirtschaftlichen Disziplin (Black et al. 2003, S. 95). Für die Investitionsabläufe bei Immobilieninvestoren wurden normative Prozessmodelle entwickelt, nach denen idealerweise vorgegangen werden sollte, um optimierende Investitionen zu tätigen. Roberts/Henneberry 2007 stellen in ihrer Literaturübersicht eine Synthese dieser Modelle vor, die sich in zehn Phasen gliedert (Eilon 1969; Farragher/Kleinman 1996; Feeney et al. 2000; Gallimore et al. 2000; Hargitay/Yu 1993; Jaffe/Sirmans 1995; Phyr et al. 1989; Tyebjee/Bruno 1984 nach Roberts/Henneberry 2007, S. 291):

1. Aufstellung von anfänglichen Investmentzielen und Entscheidungskriterien
2. Erstellung einer vollständigen, detaillierten Entscheidungsfindungsstrategie, die die gewünschte Portfoliostruktur und Performance umsetzt
3. Suchphase für vielversprechende Immobilien
4. Informationsanreicherung mit Marktinformationen
5. Berechnung der zu erwartenden Ergebnisse (Rendite u. Risiko auf Objekt- u. Portfolioebene)
6. Anwendung der Entscheidungskriterien
7. Abwägung zwischen den Immobilien
8. Screening (Überblick und Vergleich, sodann Ausschluss unpassender Immobilien)
9. Anlageauswahl
10. Verhandlung, Geschäftsdurchführung und nachfolgende Aktivitäten

Für die Marktauswahl relevant sind insbesondere die Phasen zwei, vier und neun. In Phase zwei wird demnach eine volle Strategie bzgl. sektoraler und räumlicher Diversifizierung erstellt (ebd., S. 298f). Phase vier beinhaltet eine Analyse des ökonomischen und politischen Klimas auf lokaler und nationaler Ebene. In Phase neun erfolgt nach den vorangegangenen Abwägungsphasen die Auswahl einer Investitionsmöglichkeit. Dadurch wird der Markt endgültig festgelegt.

Grundsätzlich macht die normative Entscheidungstheorie keine Vorgaben, wie stark das Engagement in den Top7 und Regionalmärkten jeweils ausfallen sollte. Allerdings geht sie von einem perfekten Informationsstand der Akteure über die Marktentwicklungen aus. Dieser ist in der Realität in den Regionalmärkten wesentlich geringer, weshalb sie unter Investoren allgemein als intransparent gelten. Hiervon geht eine hemmende Wirkung auf ihre Investitionsbereitschaft aus (Dziomba/Walther/Muncke 2007, S. 62). Ein weiterer einflussnehmender Faktor wären die Präferenzen des Entscheiders bzgl. Risiko und Rendite. Stark sicherheitsorientierte Investoren wie z. B. Versicherungen müssten einen höheren Nutzen von den nachfragestarken Hauptmärkten haben. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sind zufließende Mieteinnahmen die Voraussetzung einer rentablen Immobilieninvestition. Auch der Gewinn aus einem möglichen Wertzuwachs eines Anlageobjekts hängt entscheidend vom Mietpreis und der vermieteten Fläche ab, da diese als Berechnungsgrundlage in den Wertermittlungsverfahren dienen (Bone-Winkel et al. 2008a, S. 630ff.). Mietzuflüsse setzen wiederum eine entsprechende Büroflächennachfrage voraus. In Märkten mit niedriger Nachfrage ist die Vermietungssituation schwieriger, langwieriger und somit riskanter. Aus rational-

normativer Sicht wäre somit davon auszugehen, dass die Nachfrage für sicherheitsorientierte Investoren von elementarer Bedeutung ist und die Hauptmärkte somit besser geeignet sind. Investoren, die eine höhere Risikobereitschaft und somit Renditeerwartung haben, wie z. B. Immobilien-AGs, könnten sich hingegen auch zu Regionalmärkten hingezogen fühlen (s. Kap. 2.1.2 und Kap. 2.2.2).

Trotz des hohen Geltungsanspruchs der normativen Entscheidungstheorie ist jedoch noch nicht gesagt, dass die Ansprüche an rationale Entscheidungen in der Praxis auch tatsächlich umgesetzt werden. Die normativen Vorgaben sind Konstrukte der „reinen Theorie“ (Hennings 2008, S. 356). Die benannten Ansprüche an eine rationale Investitionsentscheidung führen aufgrund ihrer komplexen Vielschichtigkeit und Tragweite zu einer hohen kognitiven, zeitlichen und finanziellen Beanspruchung des Entscheiders. Ob in der Realität Entscheider dazu im vollen Maße bereit sind, ist ein grundsätzlicher Zweifel, der seitens der deskriptiven Entscheidungstheorie an den Ergebnissen der normativ-rationalen Entscheidungsmodelle geäußert wird.

2.3.1.2 Deskriptive Entscheidungstheorie

In den modernen Wirtschaftswissenschaften und der Wirtschaftsgeographie wird bezweifelt, dass Entscheidungen in der Realität auf – wie in Kap. 2.3.1.1 erläutert – ökonomisch rationalen und Nutzen maximierenden Überlegungen fußen. Unabhängig von der zuvor benannten Kritik, wie Rationalität im ökonomischen Standardmodell definiert ist und ob Rationalität überhaupt eine Kategorie menschlichen Handels sein kann, gibt es theoretisch und empirisch fundierte Belege, dass die Kriterien, die Rationalität im neoklassischen Sinne ausmachen, in Entscheidungssituationen oftmals nicht zutreffen. Ausgehend von einer Abkehr von Rationalität in Entscheidungssituationen sind in den letzten 30 Jahren eine Vielzahl von Situationen erforscht worden, in der das Entscheidungsverhalten von Menschen durch das ökonomische Standardmodell nicht erklärt werden konnte. Dass dieses Modell somit auch kein reales Entscheidungsverhalten prognostizieren kann, wird als eine zentrale Schwäche dieses Theorieansatzes angesehen. Dadurch wird der Nutzen der normativen Modelle in Frage gestellt (Wilkinson 2008 S. 7f.). Die Arbeiten aus dem Bereich der Verhaltensökonomie („behavioral economics“) versuchen daher, nicht normative Vorgaben zu entwickeln, wie entschieden werden sollte, sondern verfolgen einen deskriptiven Ansatz, reales Entscheidungsverhalten zu verstehen und zu begründen. Diese Zielsetzung steht somit in hoher Übereinstimmung mit der Ausrichtung der vorliegenden Forschungsarbeit, in der ebenfalls Entscheidungsverhalten verstanden werden soll. Die für diese Arbeit wesentlichen

Annahmen und Erkenntnisse der Verhaltensökonomie werden daher nachfolgend vorgestellt.

Die Verhaltensökonomie ist durch eine Vielzahl unterschiedlicher und teilweise auch in Widerspruch stehender Konzepte und Begriffsverständnisse geprägt. Ein zentraler gemeinsamer Ausgangspunkt besteht aber darin, dass die an einer Entscheidung beteiligten Personen als Menschen aufgefasst werden, die nur begrenzt rational handeln können („bounded rationality“, Welsche 2010, S. 11; Wilkinson 2008, S. 8). Sie unterliegen kognitiven Defiziten, die es ihnen erschweren, komplexe Zusammenhänge rational zu lösen. Dazu gehören die begrenzte Identifizierung von Handlungsalternativen, unvollständiges Wissen und ein eingeschränktes Bewertungsvermögen des künftigen Geschehens. Dieser Ansatz geht bereits auf Simon 1959 zurück (Gerstner 2008, S. 63f.). Dies führt dazu, dass der Entscheider nicht damit rechnen kann, ein optimales Ergebnis auf Basis seiner Entscheidung zu erreichen. Als Ziel wird daher auch nicht die Nutzenmaximierung angenommen, sondern lediglich eine Zufriedenstellung („satisficing“, Wilkinson 2008, S. 387). Nach Becker 1996 und Cyert/March 1995 ist das satisficing auch auf Unternehmen zu übertragen. Ihnen zufolge streben Individuen nach ihrem eigenen Nutzen und stellen diesen dabei höher, als den Nutzen oder das vereinbarte Ziel eines Kollektivs, bzw. einer Firma. Demnach werden die Ziele eines Kollektivs/Firma den individuellen Zielen unterliegen. Für ein Unternehmen kann es damit nicht mehr zu einer optimalen, sondern nur noch zu einer zufriedenstellenden Lösung eines Entscheidungsproblems kommen (nach Gerstner 2008, S. 63ff.).

Anders als in der neoklassischen Wirtschaftstheorie wird bei verhaltensökonomischen Ansätzen auch davon ausgegangen, dass die Umwelt, in der Entscheidungen getroffen werden, chaotisch, dynamisch und durch unperfekte Märkte (z. B. mit unvollständigen Informationen) gekennzeichnet ist (Gallimore/Hansz/Gray 2000, S. 604). Gigerenzer/Todd 1999 betonen, dass diese Umwelt einen hohen Einfluss auf eine Entscheidung ausübt. Beim Reflektieren über die Entscheidung und in der Modellierungen von Entscheidungsprozessen sollte sie daher berücksichtigt werden (Welsche 2008, S. 33f.).

Eine besondere Bedeutung als Instrumente und Mechanismen in der Entscheidungsfindung im verhaltensökonomischen Ansatz haben Heuristiken. Darunter wird verstanden, dass Menschen angesichts komplexer Entscheidungssituationen und der eigenen begrenzten Rationalität kognitive Vereinfachung und Abkürzungen anwenden. Der Nutzen für den Anwender besteht darin, dass in kurzer Zeit mit relativ einfachem Aufwand ein Entscheidungsproblem bearbeitet wird. Führt

die Entscheidung zu einem guten Ergebnis ist diese Vorgehensweise ökonomisch hoch effizient. Allerdings kann die Vereinfachung auch zu schlechten Ergebnissen führen, so dass Heuristiken nicht prinzipiell als positiv oder negativ beurteilt werden können (Welsche 2008, S. 10; Wilkinson 2008, S. 408).

In ihrem Forschungsprogramm „heuristics-and-biases“ erarbeiteten die Psychologen Kahneman und Tversky von 1979 an eine Reihe von Heuristiken. Ihre praktische Verwendung wurde von Kahneman und Tversky und auch nachfolgenden Forschern in Experimenten belegt. Im Rahmen der Experimente wurden die Probanden mit einer Entscheidungssituation konfrontiert, für die der rational choice-Ansatz eine eindeutige Lösung bereit hält. Hohe Anteile der Probanden entschieden sich jedoch anders. Sie verwendeten vereinfachende Entscheidungsregeln, aufgrund derer sie vom rational vorgegebenen Verhalten abwichen. Welsche 2008 fasst diese Heuristiken in drei Gruppen zusammen (Welsche 2008, S. 18-26):

- Die Gruppe der *Repräsentativitätsheuristiken* umfasst Situationen, in denen die Zuordnung eines Merkmals nach einer angenommenen Repräsentativität des Merkmals erfolgt, obwohl dabei gegen die Regeln der Wahrscheinlichkeit verstoßen wird.
- Als *Verfügbarkeitsheuristiken* werden Fälle verstanden, in denen der Eintritt eines Ereignisses als umso wahrscheinlicher erachtet wird, je besser man sich ein solches Ereignis, z. B. aufgrund früherer ähnlicher Situationen oder persönlicher Betroffenheit, vorstellen kann.
- Bei den *Verankerungs- und Anpassungsheuristiken* lassen sich Personen bei der Schätzung eines Wertes von der Höhe einer Zahl leiten, die ihnen kurz zuvor gezeigt wurde. Die zuvor genannte Zahl wird intuitiv als bedeutsam eingestuft, obwohl sie inhaltlich-logisch jedoch mit dem zu schätzenden Wert in keinerlei Zusammenhang steht.

Eine für die vorliegende Arbeit nützliche theoretische Ergänzung zur Einordnung von Heuristiken in einen Verwendungszusammenhang entwickeln Sunstein/Ullmann-Margalit 1999. Sie betrachten Heuristiken als eine von mehreren Strategien zweiter Ordnung, wie Individuen und Unternehmen die Last einer Entscheidung durch eine bestimmte Bearbeitungs- oder Organisationsweise der Entscheidungssituation reduzieren können. Andere Strategien zweiter Ordnung umfassen z. B. „strikte Regeln“, „kleine Schritte“ oder „Delegieren“. „Strikte Regeln“ eignen sich beispielsweise bei möglichen schweren Konsequenzen der Entscheidung. Sie bedingen oftmals im Vorfeld der Entscheidung einen hohen Arbeitsaufwand, weil die Entscheidungsergebnisse für viele Einzelsituationen bestimmt wer-

den müssen. Danach sind die jeweiligen Entscheidungen jedoch schnell und einfach zu treffen. „Strikte Regeln“ bieten sich daher dann an, wenn viel Planung erforderlich ist, oder eine hohe Anzahl an gleich gelagerten Entscheidungen getroffen werden muss. „Kleine Schritte“ hingegen teilen die Gesamtentscheidung in kleine Teilentscheidungen, die jeweils für sich ohne große Folgen sind und wesentlich weniger Arbeitsaufwand erfordern. Dies bietet sich z. B. an, wenn die Gesamtentscheidung von hoher Komplexität und mit schweren Folgen verbunden ist. „Delegieren“ lagert die Entscheidung, oder Teile von ihr, an eine andere Instanz aus, wodurch man nicht mehr selbst die gesamte Last und Verantwortung tragen muss (Sunstein/Ullmann-Margalit 1999, S. 8ff., S. 21ff.).

Die vorangegangenen Ausführungen zeigen, dass die verhaltensökonomische Entscheidungstheorie einen theoretischen Rahmen mit bewusst realitätsnahen Annahmen bietet. Zudem eröffnet sie mit dem Instrument der Heuristik und dem Konzept der Strategien zweiter Ordnung Verständnis- und Interpretationsgrundlagen, die für eine Vielzahl von realen Entscheidungssituationen als Strukturierungshilfen geeignet zu sein scheinen.

Die grundsätzliche Annahme, dass versucht wird, die Komplexität und den Arbeitsaufwand einer Entscheidung zu reduzieren, führt für die Immobilieninvestoren zu Konsequenzen für das Entscheidungsproblem der Marktauswahl. Zunächst erscheint es naheliegend, dass nicht alle Märkte vollumfänglich analysiert werden. Im Sinne der Vereinfachung und Beschleunigung ist es wahrscheinlicher, dass nur eine Auswahl analysiert wird und dies auch nur mit einem deutlich eingeschränkten Methodenspektrum. Märkte, für die ein besonders guter Informationsstand vorliegt, wären dabei besonders attraktiv, weil der Arbeitsaufwand niedriger ist. Prinzipiell lohnt sich der Aufwand der Entscheidungsfindung besonders in solchen Märkten, wo es viele Anlagemöglichkeiten gibt und wiederholt auf das aufgebaute Marktwissen zurückgegriffen werden kann. Dies spräche auch für eine Bevorzugung von bereits bekannten Märkten. Die deskriptive Entscheidungstheorie legt somit bis zu einem bestimmten Grad nahe, dass die Hauptmärkte gegenüber den Regionalmärkten bevorzugt werden, weil der Arbeitsaufwand hier geringer und lohnenswerter ist.

Auf der anderen Seite kann eine hohe Rendite aber auch einen erhöhten Analyseaufwand rechtfertigen. Regionalmärkte wären hiernach also nicht grundsätzlich auszuschließen. Wird ein neuer Markt untersucht, gäbe es dennoch Möglichkeiten, den Analyseaufwand zu reduzieren, z. B. indem eher hoch aggregierende Indikatoren (z. B. BIP oder Bevölkerungsentwicklung) betrachtet werden. Die vielfältigen,

ineinander greifenden Einzelheiten eines komplexen Systems/Marktes auszuwerten setzt eine gewisse Expertise und Zeiteinsatz voraus, was mit übergreifenden sozioökonomischen Kennziffern vermindert würde.

Der konzeptionelle Schwachpunkt der deskriptiven Entscheidungstheorie liegt darin, dass ihre Forschungserkenntnisse in den Funktionen des Beschreibens und Erklärens verharren. Sie beinhaltet keine Vorgaben, wie Entscheidungen oder Handeln grundsätzlich sein sollten (French 2001, S. 401). Zur Lösung von erkannten Problemen oder zur Veränderung von Handlungsweisen bieten sie daher keine strukturgebende Herangehensweise. Diese Aufgabe übernimmt stattdessen die präskriptive Entscheidungstheorie. Diese integriert die Erkenntnisse der Verhaltensökonomie und versucht dennoch Handlungsempfehlungen zu entwickeln.

2.3.1.3 Präskriptive Entscheidungstheorie

Ziel der präskriptiven Entscheidungstheorie ist es, Wege aufzuzeigen, wie eine prozessuale Rationalität im Entscheidungsverhalten entwickelt werden kann. Hierfür werden im allgemeinen zwei Kriterien angeführt, die jeweils vier Merkmale oder Bedingungen aufweisen (Eisenführ/Weber 2003, S. 4ff.):

1. Konsistente Entscheidungsgrundlage
 - a. Die Wahl der Alternativen hängt von der Zukunft und nicht von der Vergangenheit ab
 - b. Transitivität der Präferenzen
 - c. Präferenzen sind invariant, hängen also nicht von der Darstellungsform ab
 - d. Unabhängigkeit von irrelevanten Alternativen
2. Rationale Entscheidungsprozedur
 - a. Lösung des richtigen Problems
 - b. Analyseaufwand ist der Bedeutung des Problems angemessen
 - c. Zukunftserwartungen beruhen auf objektiven Daten
 - d. Die subjektiven Ziele und Präferenzen sind stabil und dem Entscheider klar

Der Nutzen der präskriptiven Entscheidungstheorie für Immobilieninvestoren wird insbesondere darin gesehen Praxisanleitungen zu geben, wie sichere und rentable Investitionsentscheidungen in der Realität aussehen sollten. Gemein mit der normativ-rationalen Entscheidungstheorie hat sie somit eine handlungsanleitende „Politikimplikation“ (French 2001, S. 405; Wilkinson 2008, S. 27f.). Im Gegensatz zur normativen Entscheidungstheorie sollen dabei die Entscheidungen aber keinem allgemeingültigen Optimum entsprechen. Stattdessen geht man von der Erfül-

lung subjektiver Ansprüche aus – zu einem zufriedenstellendem Ausmaß. Die Grundannahmen der begrenzten Rationalität und des satisficing sind somit genau so vertreten wie in der deskriptiven Entscheidungstheorie. Dennoch könne eine subjektive „Entscheidungsrationalität“ erreicht werden, wenn der Prozess der Entscheidungsfindung möglichst rational abläuft. Dies beginne mit einer Verdeutlichung der jeweiligen Ziele/Präferenzen, an denen sich die Entscheidung ausrichten solle (Lifka 2009, S. 21ff.; Eisenführ/Weber 2003, S. 10ff.). Eine Prozessrationalität kann erreicht werden, wenn die Entscheidungsperspektive sich immer an den jeweiligen Interessen und Zielen orientiert, ein objektiver und vollständiger Informationsstand zum Zielerreichungsgrad der ausgewählten Kriterien/Ziele hergestellt wird und eine systematische, nachvollziehbare und regelgeleitete Vorgehensweise zur Entscheidungsfindung verwendet wird (Grünig/Kühn 2006, S. 44f.; Lifka 2009, S. 26).

Die Anwendung der präskriptiven Theorie auf Entscheidungsprobleme begann unter dem Begriff der „mehrkriteriellen Entscheidungsverfahren“ (MKEV) bereits in den 1960er und 1970er Jahren. Auf die Standortforschung wurden diese bislang kaum angewendet (Lifka 2009, S. 27f.). Mit der Arbeit von Lifka 2009 liegt allerdings inzwischen nun auch ein präskriptives Modell für Immobilieninvestitionsentscheidungen vor. Ausgangspunkt ist ein Katalog von Eigenschaften, die die moderne Immobilienmarktforschung, im Rahmen derer Entscheidungsprobleme gelöst werden sollen, erfüllen müsse (ebd., S. 6ff.). Lifkas präskriptives Modell sieht sechs Phasen vor, die sich größtenteils mit jenem des in der Literatur verbreiteten universellen präskriptiven Systems für Entscheidungsprozesse decken (ebd. S. 29; Laux 2003, S. 8):

1. Bezugsrahmen klären
2. Zielsystem modellieren
3. Handlungsoptionen ermitteln
4. Datenerhebung konzeptionieren und durchführen
5. Bewertung der Handlungsoptionen
6. Kontrolle

Zu Beginn soll das Problem möglichst genau beschrieben werden und eine Festlegung zur weiteren Organisation der Entscheidungsfindung erfolgen. Als nächstes werden die zu erreichenden Ziele erfasst und in eine Rangfolge/Hierarchie gebracht. Im dritten Schritt werden die möglichen Alternativen/Handlungsoptionen festgelegt. Dabei soll ein räumliches Filterverfahren („Screening“) verwendet werden, bei dem zuerst unmögliche Alternativen direkt eliminiert werden, sodann

mit Schlüsselkriterien eine grobe Selektion stattfindet und anschließend die verbleibenden Alternativen hinsichtlich aller relevanter Kriterien zu verglichen sind. Mit fallender Zahl der verbleibenden Alternativen steigt der Detaillierungsgrad der Analyse (Lifka 2009, S. 42ff.). Im vierten Schritt (Datenerhebung) erfolgt eine Operationalisierung, wie die ausgewählten Alternativen bzgl. ihres Zielerreichungsgrades beurteilt werden können. Hierbei werden bestimmte Kriterien ausgewählt, skaliert und zu einer Entscheidungsmatrix systematisiert. Auf dieser Grundlage können im fünften Schritt Gesamtwerte für jede Alternative bestimmt werden. Dazu müssen die Einzelwerte pro Alternative normiert, gewichtet und aggregiert werden. In der letzten Phase wird der Alternativengesamtwert kontrolliert, indem seine Schwankungsanfälligkeit getestet wird. Dies solle beispielsweise durch Sensitivitäts- und Szenarioanalysen erfolgen.

Die Implikationen dieses präskriptiven Ansatzes für die Marktauswahl entsprechen insgesamt denen des normativen Ansatzes. Die Hauptmärkte bieten einen weiter reichenden und aktuelleren Informationsstand, weshalb sie für die umfassenden prozessrationalen Analysen besser geeignet sind. Sicherheitsorientierte Investoren würden die Hauptmärkte aufgrund des niedrigeren Risikos bevorzugen. Für risikobereitere Investoren hingegen kämen die Regionalmärkte stärker in Betracht.

Lifka sieht sein Entscheidungsmodell nicht als Garantie für eine erfolgreiche Entscheidung, sondern als Möglichkeit, die Erfolgswahrscheinlichkeit zu erhöhen (ebd. S. 197ff.). An seinem Entscheidungsmodell bleibt insgesamt jedoch unklar, für welche konkreten Praxissituationen und Größenordnungen es anwendbar sein soll. Da die Zielhierarchisierung davon ausgeht, dass ein Hauptziel des Entscheidungsproblems identisch mit einem Unternehmensziel sein sollte, scheint das Modell besonders für übergeordnete Probleme entworfen zu sein. Für einen großen Investor kann der Ankauf eines mittelgroßen Büroobjekts jedoch nur einen kleinen Teilbeitrag zu den Unternehmenszielen liefern. Der Autor wendet sein Modell exemplarisch an einem selbst gewählten Entscheidungsproblem an – die Auswahl eines Investitionsstandortes (Wohnnutzung) unter mehreren möglichen in München. Die Bearbeitung erreicht zwar tatsächlich eine hohe prozessuale Rationalität, geht allerdings mit einem großen Erhebungs-, Analyse- und Bewertungsaufwand einher.

Grundsätzlich setzt der präskriptive Ansatz voraus, dass der jeweilige Entscheider dazu bereit ist, einen erheblichen Analyseaufwand zu betreiben, da sonst keine Prozessrationalität erreichbar ist. Lifka selbst führt an, dass räumliche Entschei-

dungen oftmals eine sehr hohe Komplexität erreichen und daher nicht vollständig rational bearbeitet werden können. Intuition und Erfahrung würden daher immer als Orientierungsmittel verbleiben (ebd. S. 9). Es ist zu vermuten, dass Entscheidungsprobleme im Geschäftsalltag der Investoren regelmäßig auf einer niedrigeren Komplexitätsebene und mit weniger Aufwand bearbeitet werden, als es das obige Modell vorschlägt.

2.3.1.4 Zwischenfazit: Implikationen der Theorieansätze zur Marktauswahl

Es lässt sich zusammenfassen, dass aus Sicht von allen drei theoretischen Ansätze zum Entscheidungsverhalten die Hauptmärkte für institutionelle Investoren besser geeignet sind. Aus jeder der drei Perspektiven sind die Entscheidungen hier einfacher zu treffen, weil der Informationsstand besser ist und die Analyse somit leichter fällt. Aus deskriptiver Warte betrachtet ermöglichen die Hauptmärkte zudem aufgrund ihres höheren Objektangebots eine effizientere Ausnutzung des Arbeitsangebots, weil häufiger auf das vorhandene Wissen zugegriffen werden kann. Unter normativen und präskriptiven Gesichtspunkten bieten sich die Hauptmärkte vor allem für Investoren an, deren Zielsystem stark sicherheitsorientiert ist. Die Regionalmärkte passen demnach hingegen eher zu Investoren, die höhere Renditen präferieren, als sie in den Top7 erzielen können und bereit sind, dafür höhere Risiken einzugehen. Dies könnte auch den erhöhten Arbeitsaufwand rechtfertigen. Insgesamt zeigt die entscheidungstheoretische Betrachtung also, dass bei einer starken Beachtung des Informations- und Arbeitsaufwands seitens des Investors die Hauptmärkte tendenziell bevorzugt würden. Legt er einen gesteigerten Wert auf die Rationalität seiner Entscheidung, wird sein Zielsystem seine räumlichen Entscheidungen deutlich mit beeinflussen.

2.3.2 Methodische Ansätze der Marktforschung und Arbeitspraxis für Investoren

Das vorangegangene Kapitel hat ausgeführt, dass Informationsstand und Arbeitsaufwand relevante Faktoren bei Investitionsentscheidungen sein können. Aus diesem Grunde widmet sich dieses Kapitel den Einflüssen auf die Marktauswahl, die von häufig benutzten Kriterien/Indikatoren und Analysemethoden der Investoren ausgehen.

2.3.2.1 Analysereihenfolge: Top-down vs. bottom-up

Roulac 1995 sieht zwei grundsätzliche Blickwinkel, die bei einer immobilienbezogenen Entscheidung eingenommen werden können (Roulac 1995, S. 502f.):

a) Top-down: „Wo in der Welt könnte ich ein Grundstück identifizieren, das am besten meinen Flächennutzungs- oder Investitionsinteressen entspricht?“

b) Bottom-up: „Wie wird das Grundstück durch höhere Kräfte beeinflusst?“

In beiden Fällen arbeitet man sich von der jeweiligen Ausgangsfrage im Rahmen eines Analyseprozesses über alle geographischen Maßstabsebenen nach unten bzw. nach oben. Die in der Immobilienwirtschaft gängigen Maßstabsebenen sind der Mikrostandort (direktes Objektumfeld), der Mesostandort (Stadt und Region) und der Makrostandort (Nation/Staat). Je nach Fragestellung werden Meso- und Makrostandort auch zusammengefasst (Dziomba/Walther/Muncke 2007, S. 12).

Der top-down Ansatz geht vom Allgemeinen zum Speziellen und soll auf jeder Ebene die beste Alternative identifizieren. Beim bottom-up Ansatz hingegen beginnt die Analyse mit dem Objekt und weitet sich sukzessive aus. Somit wird Schritt für Schritt eine Gesamteinschätzung ermöglicht (Lifka 2009, S. 45).

Eng mit der Analysereihenfolge verbunden ist das sogenannte „Screening“, da hierdurch die Analyse erst einen vergleichenden Charakter bekommt. Beim Screening werden während der oben beschriebenen Wechsel zwischen den Maßstabsebenen mehr und mehr Alternativen ausgefiltert. Während die Zahl der Alternativen dabei immer mehr abnimmt, steigt das Analysedetail immer weiter an. Es können drei Phasen des Screenings identifiziert werden (ebd., S. 47):

1. Elimination
2. Grobselektion
3. Feinselektion

Bei der Elimination prüft man welche der zu Beginn noch zahlreichen Alternativen bestimmte Mindestanforderungen erfüllen. Unter diesen erfolgt anschließend die Grobselektion anhand von weiteren, zentralen Schlüsselkriterien. Die dann noch verbleibenden Fälle werden bzgl. aller relevanter Kriterien miteinander verglichen, um die letzte Auswahl zu treffen. Das Screening versucht also, auf arbeitseffiziente Weise die geeignetsten Alternativen unter vielen zu identifizieren (ebd., S. 45). Dabei ist die gewählte Analysereihenfolge für die Marktauswahl der Investoren allerdings von großer Bedeutung. Während beim top-down Ansatz die Analyse mit nationalen, oder zumindest lokalen Büroimmobilienmärkten beginnt, liegen beim bottom-up Ansatz direkt konkrete Anlageobjekte vor. Beim top-down Verfahren erhalten Informationen über den Büroimmobilienmarkt und die Wirtschaftsstruktur somit im Sinne einer Ausschlussfunktion einen sehr starken Ein-

fluss. Diese Vorgehensweise zielt darauf ab, im besten Markt die besten Objekte zu finden.

Beim bottom-up Ansatz hingegen erfolgt die Elimination durch Objektangaben. Markt- und Wirtschaftsdaten wären Teil der Grob- oder Feinselektion. Es kann nicht davon gesprochen werden, dass der beste Markt ausgewählt wird, sondern das insgesamt beste Objekt. Dabei sind Markt- und Standorteigenschaften nur einzelne Bestandteile aller betrachteten Faktoren. Märkte, von denen keine oder nur wenige Objektangebote vorliegen, werden somit entsprechend weniger oder gar nicht in der Analyse berücksichtigt. Die beiden Analysereihenfolgen kommen somit zu unterschiedlichen Ergebnissen. Laut normativ-rationalem Investitionsentscheidungsmodell sollte die Marktauswahl top-down erfolgen. Darin sieht die zweite Phase die Erstellung einer detaillierten Entscheidungsfindungsstrategie vor, die eine räumliche Selektion bereits integriert. Konkrete Objektangebote werden erst in der anschließenden „Suchphase“ hinzugezogen (s. Kap. 2.3.1.1).

Der top-down Ansatz kann die attraktivsten Top7 und Regionalmärkte identifizieren. „Attraktiv“ könnte dabei z. B. besonders rentabel oder auch besonders sicher sein. Er eignet sich dann besonders gut, wenn angenommen wird, dass eine Anlage von Entwicklungen des Gesamtmarktes besonders betroffen ist oder man Marktentwicklungen meiden oder ausnutzen möchte (ebd., S. 45). Die Entwicklung eines Marktes ist für den einzelnen Immobilieneigentümer nicht zu steuern. Die Einflussmöglichkeiten auf das Objekt sind mittels Vermietungsmanagement, Marketing, Renovierung etc. hingegen deutlich höher. Die anfängliche Analyse von Märkten stellt kontrollierend sicher, dass sich die Anlageobjekte nur in solchen mit den gewünschten Eigenschaften befinden werden. Allerdings ist diese Vorgehensweise hinsichtlich der Arbeitseffizienz dem bottom-up Ansatz unterlegen, wenn sich zeigt, dass in den analysierten Märkten kaum attraktive Objekte auffindbar sind. Auch schließt der top-down Ansatz möglicherweise gute Objekte aufgrund der Markteigenschaften aus. Dadurch können Anlagegelegenheiten verpasst werden.

Es wird deutlich, dass die Untersuchungsreihenfolge das Analyseergebnis deutlich beeinflusst. Ein typisches Instrument zur Marktauswahl ist die Standort- und Marktanalyse. Bevor diese vorgestellt wird, soll jedoch erläutert werden, wie eine wichtige Datengrundlage – die Büroflächenachfrage – ermittelt werden kann.

2.3.2.2 Bestimmung der Büroflächennachfrage

In Kap. 2.3.1.1 wurde hergeleitet, dass die Büronachfrage aus normativ-rationaler Sicht für sicherheitsorientierte Investitionsentscheidungen von hoher Bedeutung ist und Büroimmobilienmärkte mit hoher Nachfrage bevorzugt würden. Demnach ist es bedeutsam, wie die Büroflächennachfrage bestimmt und verwendet werden kann. Im Wesentlichen existieren zwei Möglichkeiten. In internationalen immobilienwirtschaftlichen Forschungen, die die Büroflächennachfrage berücksichtigen (z. B. als unabhängige Variable in Mietpreismodellen), wurde in der Vergangenheit häufig auf die Beschäftigung in den Wirtschaftsabteilungen Finance Insurance Real Estate (FIRE) und Unternehmensbezogene Dienstleistungen zur Operationalisierung zurückgegriffen, wie Brounen und Jennen 2009 in ihrer Literaturlauswertung zeigen (Brounen/Jennen 2009, S. 343). Die Beschäftigten in diesen Wirtschaftsbereichen gelten als Büronutzer, die für ihre Tätigkeiten entsprechende Bürofläche benötigen. Rabianski und Gibler 2007 kritisieren die alleinige Verwendung der FIRE-Beschäftigten als unpräzise Vereinfachung der tatsächlichen Büronachfrage, da nicht alle Angestellten im FIRE-Segment in Büros arbeiteten, da es auch erhebliche Bürobeschäftigung außerhalb dieses Sektors gebe und da interregional der Anteil der Bürobeschäftigung innerhalb des FIRE-Segments schwanke (Rabianski/Gibler 2007, S. 53f.).

In Deutschland ist seit 1997 aufgrund ähnlicher Kritikpunkte mit einer Anzahl von Arbeiten ein alternativer Ansatz zur Bestimmung der Bürobeschäftigung vorangetrieben worden. Das Verfahren nach Dobberstein 1997 hat sich zur Bestimmung der Büronachfrage und sogar zur Schätzung des Bürobestands hierzulande durchgesetzt (Ertle-Straub 2008, S. 89). Es teilt in den Berufsordnungen der Bundesagentur für Arbeit jedem Beruf eine Büronutzungsquote zu. Für Beamte und Selbstständige wird eine Pauschale festgelegt (Dobberstein 1997, S. 322ff.). Unter Verwendung eines durchschnittlichen Flächenbedarfs pro Bürobeschäftigten kann aus der amtlichen Beschäftigungsstatistik die Büroflächennachfrage geschätzt werden.

Während nach dem international verbreiteten Ansatz die Büroflächennachfrage von einer bestimmten Beschäftigungsstruktur abgeleitet wird, ist dies beim deutschlandspezifischen Ansatz nach Dobberstein nicht der Fall. Für die räumliche Komponente der Investitionsentscheidung haben diese methodischen Unterschiede Konsequenzen. Zwar erreicht der Beschäftigungsanteil der Büronutzer in den Agglomerationsräumen die höchsten Werte. Insgesamt findet sich aber mehr als die Hälfte der Bürobeschäftigung außerhalb der Agglomerationsräume (s. Kap.

2.1.2). Auch der ländliche Raum wies 2005 nach dieser Bestimmungsweise noch Bürobeschäftigungsanteile von durchschnittlich 20 % auf (Bulwien 2008, S. 225f.). Dies mag mit daran liegen, dass der relative Anteil der öffentlich Beschäftigten, die beim Verfahren nach Dobberstein auch mit in die Bürobeschäftigung einfließen, deutschlandweit eher gleichmäßig verteilt ist.

Die FIRE-Branchen und unternehmensbezogenen Dienstleistungen hingegen umfassen ein engeres Branchenspektrum und erreichen ein niedrigeres anteiliges Niveau an der Gesamtbeschäftigung. 2009 betrug der Anteil der Beschäftigten im Wirtschaftsabschnitt J, K (Finanzierung, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen) im gesamtdeutschen Durchschnitt 17,5 % (eigene Auswertung, Bundesamt für Statistik 2011). Im ländlichen Raum wird der Anteil noch deutlich darunter liegen. Diese Branchengruppe ist dafür bekannt, sich vor allem in den höherrangigen urbanen Räumen niederzulassen. Orientiert man sich in der Marktauswahl an dieser Branchengruppe, werden die höherrangigen Zentren daher noch stärker ins Auge fallen als bei Betrachtung der Bürobeschäftigung nach Dobberstein.

2.3.2.3 Standort- und Marktanalyse

Im vorangegangenen Kapitel habe ich erläutert, wie die Büroflächennachfrage ermittelt werden kann. Eine häufige Anwendung findet sie als Indikator im Rahmen der Standort- und Marktanalyse (STOMA).

Die Standort- und Marktanalyse ist eine regelmäßig bei Investitionsentscheidungen verwendete Analysemethode. Sie ist ein wichtiges Instrument bei der Entscheidungsfindung. Ziel der STOMA ist, dass der Investor nach den Auswertungen alle wirtschaftlichen Umweltbedingungen eines Objekts kennt und die Eignung für sein Vorhaben mit Vor- und Nachteilen beurteilen kann. In dem in Kap. 2.3.1.1 vorgestellten normativ-rationalem Entscheidungsmodell würde eine STOMA in den Phasen zwei und vier eingesetzt. In der zweiten soll eine detaillierte räumliche Strategie entwickelt werden, in der vierten soll sich der Entscheider einen umfassenden Überblick über die lokale und regionale Wirtschafts- und Nachfragesituation verschaffen. In dem in Kap. 2.3.1.3 erörterten präskriptiven Entscheidungsmodells nach Lifka 2009 würde die STOMA die Phasen vier und fünf einnehmen, in denen zunächst die standort- und marktrelevanten Daten erhoben und sodann bewertet werden.

Dziomba/Walther/Muncke 2007 haben für die immobilienwirtschaftliche Praxis einen Leitfaden für die STOMA entwickelt, der in mehreren Ausgaben der Fachzeitschrift „Immobilien-Zeitung“ veröffentlicht wurde. Er vermittelt einen Eindruck, wie eine STOMA im Arbeitsalltag durchgeführt werden könnte. In ihrem

Leitfaden raten die Autoren entsprechend dem normativ-rationalen Modell bei Projektentwicklungen und Investitionsprozessen eine STOMA frühzeitig durchzuführen. Sie wird in vier Phasen gegliedert:

1. Vorlaufphase
2. Researchphase
3. Analysephase
4. Bewertungsphase

In der Vorlaufphase werden der Untersuchungsbedarf und die Analyseziele bestimmt. In der Researchphase werden sowohl vor-Ort Daten erhoben, als auch digital verfügbare Daten gesammelt, wie z. B. aus der amtlichen Statistik oder aus immobilienwirtschaftlichen Datenbanken (Dziomba/Walther/Muncke 2007, S. 9f., S. 64).

Bestandteil der Analysephase für den Büroimmobilienmarkt ist eine „sektorale oder regionale Strukturanalyse“, worunter eine „tiefgreifende Analyse der regionalen (räumlichen) oder sektoralen (einen Wirtschaftszweig betreffenden) quantitativen und qualitativen Nutzungsstrukturen“ verstanden wird (ebd., S. 10; S. 71). Da unterschiedliche Wirtschaftsbranchen unterschiedliche Präferenzen bzgl. des Mikrostandorts und der Gebäudeausstattung haben, sollte der lokale Unternehmensbesatz Berücksichtigung finden. Dabei gelten größere Unternehmen als besonders wichtig für Investoren, weil sie größere Flächen nachfragen und in der Regel eine höhere Bonität haben. Dadurch sinkt das Mietausfallrisiko. Zur Abschätzung der konkreten Büroflächennachfrage empfehlen die Autoren hingegen die Zahl der Bürobeschäftigten, wie sie über das Verfahren nach Dobberstein bestimmt wird (ebd., S. 37ff.). Eine geringe Büroflächennachfrage wird dabei als Risiko für die Vermietungsmöglichkeiten verstanden. Als Indikator für den Erfolg eines Bürostandes kann die Miethöhe herangezogen werden, da sie die Attraktivität für den Mieter in Form einer Zahlungsbereitschaft widerspiegelt.

In der Bewertungsphase der STOMA werden die unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten miteinander verglichen. Dabei werden die gesammelten Informationen zu gegenwärtigen Stärken und Schwächen (strengths & weaknesses) sowie künftig erwarteten Chancen und Risiken (opportunities & threats) verdichtet (SWOT-Analyse). In ihrem Rahmen wird ein System zur Punktevergabe entwickelt, das es erlaubt, ein schnell erfassbares Profil mit wenigen Endwerten zu generieren. Damit kann der Analyst die Anlagemöglichkeiten effizient vergleichen und eine Entscheidung anbieten oder direkt selbst treffen. Um sich weiter abzusichern, empfehlen die Autoren, die einzelnen Annahmen und Grundlagen ihrer Ergebnisse zu hin-

terfragen und die Robustheit der Ergebnisse bei anderen Annahmen oder Grundlagen zu betrachten (Sensitivitätsanalyse). Es lässt sich analysieren, wie stark sich das Endergebnis ändert, wenn eine Eingangsvariable einen anderen Wert erhält. Auf diese Weise ergeben sich die maßgeblichen bzw. kritischen Parameter der Entscheidungsgrundlage und wie anfällig die Entscheidung bei Schwankungen eben dieser ist. Das präskriptive Investitionsentscheidungsmodell nach Lifka 2009 sieht eine SWOT-Analyse in der fünften Phase („Bewertung der Handlungsoptionen“) und eine Sensitivitätsanalyse in der sechsten Phase („Kontrolle“) vor (s. Kap. 2.3.1.3). Der STOMA-Leitfaden weist somit eine Nähe zur präskriptiven Entscheidungstheorie auf. Er empfiehlt, den Entscheidungsprozess mittels geeigneter Daten, SWOT-Vergleichen und Sensitivitätskontrollen zu rationalisieren.

Laut den Leitfaden-Autoren kommen STOMAs bzgl. der Regionalmärkte regelmäßig zu dem Schluss, dass die Anlage dort riskanter ist als in den Hauptmärkten. Die Flächennachfrage und die Miethöhe sind niedriger. Die Informationslage ist schwieriger, weil die geringere Immobilienmarktgröße nicht den nötigen Absatzmarkt für spezialisierte Dienstleister bietet, die qualifizierte Marktreports erstellen können. Auf der anderen Seite rechtfertigt das höhere Risiko in den Regionalmärkten auch niedrigere Kaufpreise, weil die Renditeerwartung höher ist (ebd., S. 62). Gleichzeitig bedeutet die Berücksichtigung der Branchenstruktur im Rahmen der STOMA auch, dass die Regionalmärkte nicht einheitlich bewertet werden, sondern unterschiedliche Profile erkannt werden, da die Wirtschaftsstruktur in Deutschland regional sehr unterschiedlich ist. Oberzentren mit einem substanziellen büroaffinem Unternehmensbesatz, wie z. B. Wiesbaden, können somit seitens der Investoren erkannt und für Investitionen in Betracht gezogen werden. Großstädte in Regionen mit Strukturproblemen, wie z. B. das Ruhrgebiet, könnten hingegen ausgeschlossen werden.

Mit abnehmender Datenqualität würde die STOMA in den Regionalmärkten ihren Nutzen als Entscheidungsinstrument prinzipiell jedoch entsprechend einbüßen. Welche Daten letztendlich verwendet und welche Analysen vorgenommen werden, bestimmt jeder Investor selbst. Da die reduzierte Datenverfügbarkeit in den Regionalmärkten prozessrationale Vorgehensweisen erschwert, liegt der Schluss nahe, dass Investoren hier einen höheren Grad an Intuition verwenden.

2.3.2.4 Immobilienportfoliomanagement

Die im vorigen Kapitel geschilderten Standort- und Marktanalysen finden vor allem bei Investitionsvorhaben Anwendung. Derartige Vorhaben sind bei institutionellen Investoren in der Regel in den Kontext eines mitunter erheblichen Be-

standsportfolios eingebettet. In Rahmen des Managements eines solchen Portfolios erfolgen weitere Analysen, die kurz vorgestellt werden sollen.

Unter Immobilienportfoliomanagement versteht man inzwischen einen ganzheitlichen Ansatz zur Planung von Investitionen und zur Steuerung von Immobilienbeständen. Es hat in den letzten Jahren in der immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis viel Aufmerksamkeit erhalten und erfuh sowohl theoretisch als auch bzgl. seiner Praxisverwendbarkeit eine stetige Weiterentwicklung. Es gilt als wichtiges Erklärungsprinzip des Anlageerfolgs eines Investors (Loos 2005, S. 94). Grundlage des Immobilienportfoliomanagements ist die Moderne Portfoliotheorie (MPT) nach Markowitz 1952/1959. In ihrem Kern geht es um darum, das Risiko im Anlagebestand in Form von Renditeschwankungen quantitativ zu erfassen und zu minimieren. Nach den Erkenntnissen der MPT lässt sich die Rendite über ein Gesamtportfolio hinweg dann risikoadäquat optimieren, wenn die Renditeverläufe der einzelnen Anlageobjekte über die Zeit hinweg möglichst gegenläufig sind, d.h. das Risiko gestreut wird (Wellner 2009, S. 141). Dies erreicht man z. B. über eine geographische Diversifizierung erreicht. Als Datengrundlage werden dafür längere Zeitreihen über Renditeangaben für die zu analysierenden Räume benötigt. Raumeinheiten, deren Renditeverläufe mit dem Bestandsportfolio kaum oder sogar negativ korrelieren, eignen sich als Investitionsziele besonders.

Die Arbeit von Walbröhl 2000 leitet auf Basis der MPT ein eigenes idealtypisches Phasenmodell zur Immobilienanlageentscheidung ab. Das Modell legt einen Schwerpunkt auf die Formulierung, Auswahl und Kontrolle eines Zielfortfolios im Sinne der MPT. Diese Schritte machen drei von insgesamt fünf Phasen aus. Gerstner 2008 ordnet Walbröhls Modell entscheidungstheoretisch nicht als normativ, sondern als präskriptiv ein (Gerstner 2008, S. 89f.). Die Phasen drei bis zehn des normativen Modells von Roberts/Henneberry 2007 werden von Walbröhl zu einer „Durchführungsphase“ zusammengefasst (Walbröhl 2000, S. 71; S. 309f.). Der normativ-rationale Prozessablauf nach Roberts/Henneberry 2007 schlüsselt die einzelnen Analyseschritte nach Bestimmung des Anlageziels und der Anlagestrategie somit feiner auf und steht nicht im direktem Widerspruch zu dem Modell von Walbröhl.

Seit den Anfängen der MPT wurde das Portfoliomanagement über die Betrachtung von Renditeschwankungen hinaus weiterentwickelt. Dabei geht es nicht nur um die Planung von neuen Investitionen, sondern um eine ganzheitliche Steuerung des Immobilienbestands und die Ableitung von konkreten Maßnahmen. Im Rahmen einer umfassenden Analyse von Objekt- und Standortmerkmalen kann ein genaues

Profil des Bestands- und eines Zielfportfolios erarbeitet werden. Damit erfolgt eine Ausweitung der Verwendung rein quantitativer finanzwirtschaftlicher Daten zu qualitativen Daten, wie z. B. Drittverwendbarkeit, technische Ausstattung, Verkehrsanbindung etc. (Allendorf/Kurzrock 2007, S. 123f.). Eine Auswertungsform besteht z. B. darin, die Einzelobjekte über die Zuordnung ihrer Merkmale zu strategischen Geschäftsfeldern und anschließenden Scoringverfahren bezüglich ihrer Marktattraktivität und Wettbewerbsstärke einzuordnen. Nach einer Aggregation der Einzelwerte lassen sich sowohl das Gesamtportfolio als auch einzelne Objekte in einer Matrix bzgl. ihrer Marktattraktivität und Wettbewerbsstärke positionieren. Hieraus können die Einzelbeiträge der Objekte zum Gesamtportfolio erkannt und durch einen Vergleich mit einem idealtypischen Zielfportfolio Veränderungsmöglichkeiten abgeleitet werden (ebd., S. 129ff.; Wellner 2003, S. 57f.).

Die Bestimmung eines idealen Zielfportfolios erfolgt dabei nach einem top-down Ansatz. Dabei werden die Eckpunkte der Portfoliostrukturierung bestimmt. Es erfolgen Zielsetzungen, z. B. zu möglichen Ländern, Regionen, Standorten und Nutzungsarten, Zielrenditen, Anlagestil und Finanzierungszielen. Als Entscheidungskriterien dienen z. B. Rechtssystem, Steuersystem, Konjunkturprognosen, Immobilienmarktprognosen, Marktgröße und Marktfungibilität. Das so charakterisierte Musterportfolio dient als Erfolgsmaßstab und Benchmark im Abgleich mit dem tatsächlichen Bestandsportfolio (Loos 2005, S. 97; Schäfers/Trübestein 2006, S. 116f.).

Um dessen Profil zu erfassen, werden die Objekte bottom-up ausgewertet. Hierbei sind Merkmale des Objekts z. B. bzgl. Mieteinnahmen, Vermietungsstand, Branchenzugehörigkeit und Bonität der Mieter, lokale Beschäftigungsbasis, Rendite, etc. relevant. Aufgrund der Kombination der top-down und der bottom-up Perspektive spricht man von einem Gegenstromprinzip im Immobilienportfoliomanagement. Da die Anpassung eines Bestandsportfolios an ein ideales Musterportfolio in der Praxis allerdings als unmöglich gilt, wird zur Steuerung, Desinvestition und Neuinvestition bottom-up, also beginnend mit dem konkreten Anlageobjekt, analysiert (Wellner 2003, S. 51f., S. 117ff.; Loos 2005, S. 97; Wellner 2009, S. 165f.). Auch wenn hierbei Eigenschaften des lokalen Wirtschaftsstandorts und Büroimmobilienmarkts Berücksichtigung finden, erhalten sie im Gegensatz zur Situation bei der top-down Analyse keine ausschließende Bedeutung, da die Objekteigenschaften sie überlagern (s. Kap. 2.3.2.1).

Für die praktische Anwendung eines quantitativen Portfoliomanagements kommt erschwerend hinzu, dass die Verfügbarkeit von raumbezogenen langfristigen oder

sogar prognostischen Renditezeitreihen häufig ein Problem darstellt. Dies trifft verstärkt auf die Regionalmärkte zu. Zudem gilt innerhalb eines Landes die Diversifikation nach Nutzungsarten der regionalen Streuung als überlegen, so dass die geographische Diversifikation demnach auch nur nachgeordnete Bedeutung hätte (Thomas/Wellner 2007, S. 114; Wellner 2009, S. 154).

Insgesamt zeigt das Instrumentarium des Immobilienportfoliomanagements damit zwar das theoretische Potenzial, Märkte gezielt nach bestimmten Kriterien auszuwählen (die Literatur nennt auf lokaler Ebene dabei ebenso wie bei der STOMA explizit die Beschäftigungsbasis). Die Dominanz des bottom-up Ansatzes bei der Umformung eines Portfolios aus praktischen Notwendigkeiten, die problematische Datenverfügbarkeit und die höhere Diversifikationseignung der Nutzungsstruktur deuten aber darauf hin, dass räumliche Unterschiede im Rahmen des Portfoliomanagements nur einen untergeordneten Einfluss auf das Investitionsverhalten nehmen.

2.3.2.5 Zwischenfazit: Implikationen der methodischen Ansätze zur Marktauswahl

Das Kapitel 2.3.2 hat gezeigt, dass je nach Verwendung und Operationalisierung der Analyseinstrumente die Marktauswahl nach unterschiedlichen Mustern ablaufen und zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen kann. Wird top-down analysiert, ist es möglich, marktseitig eine Optimierung zu erreichen. Im Rahmen der STOMA stehen jedoch verschiedene Möglichkeiten offen, wie bspw. die Büronachfrage erfasst wird. Orientiert man sich dabei an den FIRE-Branchen und unternehmensbezogenen Dienstleistungen, werden die urbanen Zentren stärker hervortreten als bei Betrachtung der Bürobeschäftigung nach Dobberstein. Eine Prüfung der Beschäftigungsstruktur und des lokalen Unternehmensbesatzes wird jedoch als relevante Basisinformation ohnehin empfohlen. Unter ihrer Betrachtung finden auch die unterschiedlichen wirtschaftsstrukturellen Profile der Märkte Berücksichtigung.

Welche Daten letztlich verwendet und wie weitreichend die Analysen betrieben werden, ist aber jedem Investor selbst überlassen. Die schlechtere Informationsverfügbarkeit in den Regionalmärkten ist für Analysen hinderlich und begünstigt dort somit einen höheren Einfluss der Intuition auf die Marktauswahl. Eine top-down analysierende Vorgehensweise hat zudem den Nachteil, dass Märkte ausgewählt werden, die keine attraktiven Objekte aufweisen. Eine bottom-up Analyse ist diesbezüglich arbeitsökonomisch effizienter, auch wenn sie ihrerseits nicht den besten Markt identifizieren kann. Eine solche Vorgehensweise würde gleichzeitig bedeuten, dass Beschäftigungsstruktur oder Büronachfrage einen geringeren Ein-

fluss auf die Marktauswahl hätten, da im Gegensatz zum top-down Ansatz primär nach Objektmerkmalen gefiltert wird. Das Portfoliomanagement scheint aufgrund der kaum erfüllbaren Datenansprüche und der Unerreichbarkeit des Zielportfolios für die regionale Marktauswahl in der Praxis keine bedeutende Rolle zu spielen. Insgesamt zeigt sich, dass die Analysereihenfolge und die regionalökonomische Datengrundlage im Rahmen der STOMA die Marktauswahl deutlich beeinflussen kann.

2.3.3 Empirische Befunde

Nachdem bis jetzt sowohl aus theoretischer als auch aus methodischer Sicht Rückschlüsse auf das Investitionsverhalten gezogen wurden, soll nun vorgestellt werden, welche empirischen Belege dazu bislang vorliegen.

2.3.3.1 Empirische Befunde zur Bedeutung der branchenspezifischen Beschäftigung

Die Auswertung der theoretischen und analysepraktischen Ansätze hat gezeigt, dass es sowohl Gründe dafür als auch dagegen gibt, anzunehmen, dass branchenspezifische Beschäftigungsmerkmale einen großen Einfluss auf Investitionsentscheidungen nehmen.

International wurden die Branchen des Finanz-, Versicherungs- und Immobilienwesens sowie die unternehmensbezogenen Dienstleistungen in den Global Cities als besonders wichtige Nachfragequellen für Investoren nachgewiesen (Fainstein 2001, S. 27ff.; Sassen 2001, S. 90). Dies ist zum einen in der starken Beschäftigungsausweitung während der letzten Jahrzehnte und zum anderen in den mitunter sehr hohen Flächenproduktivitäten begründet, die es erlauben, den Eigentümern hohe Mieten zu zahlen. Es ist bekannt, dass diese Branchen sich insbesondere in den Metropolräumen niederlassen.

Weitere bestätigende empirische Ergebnisse finden Fisher und Ciochetti 2007 in ihrer Untersuchung von Mietverträgen im Bestand eines USA-weiten Büroimmobilienportfolios. 2001-2005 wurden über 50 % der Mietfläche im Portfolio an Justizwesen, Softwareentwickler, Investmentfirmen und Banken, Berater und Medienunternehmen vermietet (Fisher/Ciochetti 2007, S. 7f.). Eine direkte Verallgemeinerung ist jedoch problematisch, weil lediglich ein Portfolio untersucht und keine räumliche Differenzierung vorgenommen wurde. Außerdem unterscheiden sich andere Länder in den Wirtschaftsstrukturen von den USA. Dennoch erlaubt die Studie die Vermutung, dass die benannten Branchen die wichtigen Nutzer nicht nur in den Global Cities, sondern auch in Stadtregionen niedriger Ordnung

sind. Zudem zeigt sie die empirischen Möglichkeiten einer Datenquelle auf, die bislang in diesem Kontext kaum verwendet wurde: Mietverträge.

Gemeinsames Merkmal dieser Studien ist, dass sie einen engen Zusammenhang zwischen Büroflächennachfrage, branchenspezifischer Beschäftigung und Investitionsentscheidungen herstellen. Wie in Kap. 2.3.2.2 erläutert, ist in Deutschland an Stelle der Branchenbeschäftigung das Verfahren nach Dobberstein zur Bestimmung der Büroflächennachfrage über die Berufsgruppen stark verbreitet. Aktuelle Arbeiten gehen mittels der Dobberstein-Methode davon aus, dass mehr als 50 % der Büroflächennachfrage außerhalb der Agglomerationsräume liegt (Bulwien 2008, S. 27) und dass die vier deutschlandweit wichtigsten Branchen Wirtschaftliche Dienstleistungen, Gesundheit und Soziales, die öffentliche Verwaltung und das Kreditgewerbe seien (Baba 2008, S. 37). Diese Bestimmungsmethode entspricht einer umfassenden Berücksichtigung sämtlicher Beschäftigter, die Büroflächen für ihre Tätigkeiten benötigen. Für einen Eigentümer kann die für ihn relevante Büroflächennachfrage jedoch eine andere sein. Geht man bspw. davon aus, dass weiterhin ein hoher Anteil der öffentlich Beschäftigten in eigengenutzten Gebäuden arbeitet, sollte die resultierende Nachfrage aus diesem Sektor für Investoren niedriger als der Anteil an der Bürobeschäftigung ausfallen. Daneben ist bekannt, dass institutionelle Investoren vor allem in den Agglomerationsräumen investieren (Heeg 2004, S. 129f., s. Kap. 2.1.2). Diese spezifische Standortselektion bedeutet, dass lediglich eine Teilmenge der gesamten Büroflächennachfrage nach Dobberstein für die Investoren von Interesse ist. Umgekehrt kann man schlussfolgern, dass sich die Büroflächennachfrage, wie sie das Dobbersteinverfahren quantifiziert, nur bedingt in der Marktauswahl der Investoren niederschlägt.

Diesem Gedankengang folgend erscheint es erklärungsstärker, die Marktauswahl seitens institutioneller Investoren über die benannten Wirtschaftsbranchen bzw. die Beschäftigungsstruktur als über die Berufsordnungen nach Dobberstein zu bestimmen. Dafür wäre zu prüfen, wie weitgehend ein branchenstruktureller Erklärungsansatz des Investitionsverhaltens auf Deutschland flächenhaft übertragbar ist. Innerhalb der unternehmensbezogenen Dienstleistungen sind vor allem diejenigen, die als wissensintensiv bezeichnet werden können, in Deutschland seit längerem besonders wachstumsstark. Sie gehen mit wenigen Routinearbeiten einher und benötigen hoch qualifizierte Arbeitskräfte (Strambach 2007, S. 708). Im Jahr 2007 betrug der Anteil wissensintensiver Dienstleistungen an der Gesamtbeschäftigung in Deutschland 34,8 %. Dies unterstreicht die hohe Bedeutung dieser Branchen-

gruppe. In anderen westlichen Industrieländern werden durchschnittlich sogar noch um ca. 7 % höhere Anteile erreicht (Kinder 2010, S. 274).

Zum Kernbereich wissensintensiver Dienstleistungen zählen unter anderen auch jene Branchen, die Fisher und Ciochetti 2007 in ihrem analysierten Immobilienportfolio fanden. Strambach 2007 gibt für die deutsche Wirtschaftsstatistik (WZ 2003) die Wirtschaftszweige Datenverarbeitung und Datenbanken, Forschung und Entwicklung und Erbringung von Dienstleistungen an. Unter den letzten Zweig fallen Rechts- Steuer- und Unternehmensberatung, Markt- und Meinungsforschung, Architektur- und Ingenieurbüros, technische/physikalische/chemische Untersuchungen und Werbung. International werden wissensintensive unternehmensorientierte Dienstleistungen als knowledge intensive business services (KIBS) bezeichnet (Strambach 2007, S. 708). Genau wie der FIRE-Sektor bevorzugen auch sie für ihre Standortwahl insbesondere die Agglomerationsräume (ebd., S. 53). Eine Analyse der deutschen Bürobeschäftigungsentwicklung von 1999 bis 2005 zeigt, dass die Wirtschaftszweige Kredit- und Versicherungsgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen sowie unternehmensbezogene Dienstleistungen einen besonders starken Wachstumsbeitrag geleistet haben (Korinke et al. 2007, S. 274). FIRE und KIBS sind demnach die Branchengruppen, von denen stark zu vermuten ist, dass sie eine erhebliche Rolle als Büroflächennachfrager für institutionelle Investoren spielen.

Um zu beurteilen, ob sich institutionelle Immobilieninvestoren aber an der Beschäftigungssituation in diesen Branchen tatsächlich bei ihrer Marktauswahl ausrichten, muss man die Befunde zu ihrem Investitionsentscheidungsverhalten betrachten. Dabei sind insbesondere jene Ergebnisse interessant, die den deskriptiven Entscheidungstheorieansatz verfolgen, weil sie explizit das Ziel haben, Entscheidungsverhalten zu beschreiben und zu verstehen (s. Kap. 2.3.1.2).

2.3.3.2 Empirische Befunde zum Entscheidungsverhalten

Inzwischen fanden schon mehrfach verhaltensökonomische Erklärungsansätze auch auf immobilienwirtschaftliche Fragestellungen Anwendung, weshalb verschiedene Forscher bereits von dem Teilbereich des „behavioral real estate“ sprechen (Gallimore/Hansz/Gray 2000, S. 603 ; Black et al. 2003, S. 85).

In den letzten Jahren haben mehrere Arbeiten gezeigt, dass die Grundannahme der begrenzten Rationalität des verhaltensökonomischen Entscheidungsansatzes auch bei Immobilieninvestoren zutrifft. Zum anderen wurden Investitionsentscheidungen nachvollzogen und deutliche Abweichungen vom normativ-rationalen Entscheidungsmodell festgestellt. Heuristiken konnten dabei als wesentliche Verein-

fachungen im Entscheidungsprozess beobachtet werden, die den Arbeitsaufwand und die Komplexität der Entscheidungssituation reduzierten.

Gallimore/Hansz/Gray 2000 stellen in ihrer Befragung kleinerer Immobilieninvestoren in Großbritannien fest, dass diese Informationen zu Objekten und Märkten nur selektiv erhoben und verwendeten. D.h. es werden bewusst nicht alle verfügbaren Informationen genutzt, sondern der Such- und Analyseaufwand wird klein gehalten. Zudem gibt es subjektive Einflüsse bei der Bewertung der Informationen. Informationen, die von Person zu Person weitergetragen werden, wird eine höhere Bedeutung beigemessen als öffentlich zugänglichen Marktinformationen (Gallimore/Hansz/Gray 2000, S. 608).

Auch bei Investitionsentscheidungen großer und internationaler Immobilieninvestoren wurden Abweichungen von der neoklassischen Rationalität nachgewiesen, da sozialer Kontext und Erfahrungshintergrund der beteiligten Personen starke Einflüsse ausüben. Scharmanski 2009 zeigt, dass persönliche Kontakte und Netzwerke für Investoren von hoher Bedeutung sind, um gerade in unbekannten Märkten Wissenslücken schließen zu können (Scharmanski 2009, S. 189ff). Anhand von Expertengesprächen mit international agierenden Immobilieninvestoren beobachtet er vier relationale Mechanismen/soziale Praktiken, die den Investitionsprozess mit steuern.

- Das Prinzip der „Konformität“ bedingt, dass das eigene Handeln mit dem anderer Investoren abgeglichen wird. Dies kann bspw. dazu führen, dass die Marktauswahl eines oder mehrerer Konkurrenten nachgeahmt wird, z. B. um am Know-How anderer zu partizipieren oder um allgemeine Marktentwicklungen nicht zu verpassen.
- Nach dem Konzept der „Komplementarität“ kann auch die organisatorische Nähe zu einem Geschäftspartner oder wichtigen Kunden den Eintritt in einen Anlagemarkt bedingen. Die Schwierigkeit und das Risiko eines Markteintritts werden dabei durch vorhandene intakte Geschäftsbeziehungen abgefedert.
- „Home Bias“ beschreibt die Ausnutzung von hohen Informationsständen und dichten Kontaktnetzen in bereits vertrauten Märkten. Diese werden aufgrund der benannten Vorteile gegenüber fremden Märkten oft vorgezogen.
- Damit verwandt ist das Konzept der „Pfadabhängigkeit“, nachdem historische Strukturen oder Prozesse eine fortwirkende Bedeutung für gegenwärtige Entwicklungen haben. So erlauben bereits erschlossene und bekannte

Märkte die Ausnutzung von Skalenvorteilen, da z. B. Marktkennntnis und Netzwerke schon vorhanden sind (ebd., S. 196).

Bei der Auswahl fremder Investitionsländer verlassen die Investoren damit die neoklassische Rationalität als Entscheidungsgrundlage und gehen personenbezogen, erfahrungsbasiert, orientiert an Netzwerken und Marktteilnehmern sowie pfadabhängig vor. Dies hat sich im Verlauf des Globalisierungsprozesses der Immobilienbranche als pragmatisch und effizient für sie erwiesen (Scharmanski 2008, S. 175). Das Erkenntnisinteresse der vorliegenden Arbeit ist ähnlich, aber nicht identisch gelagert, da es nicht um die internationale, sondern um die innerdeutsche Marktauswahl geht. Hier kann von besseren, allerdings immer noch nicht vollständigen Wissensständen über die Büroimmobilienmärkte ausgegangen werden. Somit ist zunächst ungewiss, ob die von Scharmanski entdeckten Vorgehensweisen direkt übertragbar sind.

Allerdings konnten Roberts/Henneberry 2007 bereits eine Abkehr von dem im in Kap. 2.3.1.1 beschriebenen normativen Entscheidungsmodell seitens institutioneller Büroimmobilieninvestoren in Deutschland und auch in Frankreich und Großbritannien feststellen. Befragungen erwiesen, dass in der Praxis die Entscheidungsprozesse nicht die zuvor vorgestellten idealtypischen zehn Phasen des normativen Modells durchlaufen, sondern – um Aufwand und Zeit zu sparen – stark abgekürzt werden. Die Forscher beobachteten auf Grundlage ihrer Investoreninterviews eine Reduktion auf fünf Phasen (Roberts/Henneberry 2007, S. 298ff.):

1. Aufstellen einer generellen Investmentstrategie
2. Grundstückssuche
3. Analyse und Vergleich von Objekt und Markt
4. Beratung mit Kunden und/oder Management
5. Endgültige Investmentauswahl

Im Ablauf des Entscheidungsprozesses zeigen sich mehrere Strategien zweiter Ordnung (siehe Kap. 2.3.1.2). Die Gesamtentscheidung wird in mehrere „kleine Schritte“ herunter gebrochen und vom Management an untergeordnete Abteilungen „delegiert“. Dies trifft auch auf das normativ-rationale Investitionsentscheidungsmodell zu. Beide Strategien können als Antwort auf die große Bedeutung und Komplexität der Gesamtentscheidung verstanden werden. Eine wesentliche Vereinfachung des Arbeitsaufwandes wird jedoch in den tatsächlich beobachteten Entscheidungsprozessen durch eine Heuristik für die Marktauswahl erreicht. Die befragten institutionellen Investoren begrenzten in Phase zwei die Grundstückssuche bereits auf die nationalen Hauptmärkte. Sekundärstandorte wurden gar nicht

erst in Betracht gezogen und folglich auch nicht geprüft. Inhaltlich begründet ist diese Ausfilterung durch die verbreitete Einschätzung, dass Regionalmärkte intransparent und riskant sind, wie auch die Investorenbefragung von Balzer 2007 feststellte (s. Kap. 2.1.2). In Phase drei werden lediglich Objekte und Immobilienkennziffern der Hauptmärkte verglichen. Somit entfällt die Durchführung intensiverer Analysen bzgl. regionaler Beschäftigungsstrukturen, wie sie bei top-down orientierten Standortanalysen oder Zielfortfolios angeraten werden (s. Kap. 2.3.2). Die Marktauswahl als Analyseprozess ist durch die Beschränkung auf die Agglomerationsräume größtenteils vorbestimmt und muss nicht mehr bzgl. einer grundsätzlichen Eignung eines Investitionsmarktes überprüft werden. Somit sind Komplexität, Arbeits- und Informationsaufwand stark reduziert (ebd., S. 301). Vor allem in Deutschland stellten die Forscher eine dominierende bottom-up aufgebaute Vorgehensweise fest, bei der vor allem das Einzelobjekt an sich geeignet sein musste. Die Analysephase beinhaltete zwar eine Marktanalyse zu den jeweiligen Objekten, ihr Einfluss auf die räumliche Auswahl war allerdings klar eingeschränkt, da a priori die Regionalmärkte ausgeschlossen wurden und danach Objektqualitäten die nächste Auswahl bestimmten (ebd., S. 299ff.).

Diese Befunde lassen zunächst Zweifel daran aufkommen, ob von einer starken Einflussnahme der Beschäftigungsstruktur auf die Investitionsentscheidung gesprochen werden kann, wie es die empirischen Ergebnisse im vorangegangenen Kapitel nahelegten. Im Jahr 2000 hatte eine Befragung von Walbröhl unter deutschen Lebensversicherern und Pensionskassen ergeben, dass eine räumliche Streuung von Immobilieninvestitionen in Deutschland nur ansatzweise umgesetzt wurde (Walbröhl 2000, S. 295).

Die Studie von Scharmanski 2009 zeigt für internationale Investoren, dass eine top-down Auswahl nach der Portfoliotheorie nur auf Länderebene durchgeführt wird, aber nicht auf lokaler Ebene (Scharmanski 2009, S. 184). Wellner 2009 berichtet aus ihrer Praxiserfahrung, dass die Portfoliotheorie häufig nicht angewandt wird, weil sie komplex, aufwendig und schwer implementierbar ist und die benötigten Datenreihen oftmals nicht vorliegen (Wellner 2009, S. 140; S. 154).

Roberts/Henneberry 2007 zeigen in ihrer Studie mittels deskriptiver statistischer Analysen ebenfalls, dass in Deutschland, England und Frankreich die Agglomerationsräume hohe Anteile der nationalen Büroinvestments auf sich ziehen. Diese Anteile liegen dabei sowohl über dem nationalen Anteil des Bruttoinlandsprodukts als auch über ihren Beschäftigungsanteilen in den Branchengruppen FIRE und Unternehmensbezogene Dienstleistungen. Die Autoren schlussfolgern daher, dass

im Verhältnis zur Wirtschaftsaktivität eine Überkonzentration der Investments auf die Agglomerationsräume vorliegt (Roberts/Henneberry 2007, S. 295). Die Büroflächenleerstände, die in den europäischen Bürohochburgen bereits im Boom von 2007 durchschnittlich 8 % betrugten und bis 2010 auf 11 % zunahmen, scheinen dies zu bestätigen (iii-investments 2011, S. 9). Da bei Leerständen das Angebot an Flächen die Nachfrage auf einem Markt übersteigt, sind sie Anzeichen von Marktineffizienz¹.

Allerdings sind die bislang zusammengetragenen verhaltenswissenschaftlichen Ergebnisse nicht umfassend genug, um die Einflussnahme der Beschäftigungsstruktur auszuschließen.

2.3.3.3 Zusammenfassung und Forschungslücken

Die bisherigen empirischen Befunde zeigen, dass in den USA und in den Global Cities allgemein die Branchengruppen FIRE und KIBS hohe Anteile unter den Mietern bei institutionellen Immobilieninvestoren ausmachen. Es kann vermutet werden, aber es ist noch nicht belegt, dass dies auch flächenhaft auf Deutschland übertragbar ist. Die deutschen Städte sind keine Global Cities höherer Ordnung und die Wirtschaftsstruktur ist zu jener der USA verschieden. Eine genaue Branchenuntersuchung der Mieter im Bürobestand institutioneller Investoren hat es in Deutschland noch nicht gegeben. Vertiefende Erkenntnisse über Nachfragestrukturen und -dynamiken werden ausdrücklich als Forschungsdesiderat benannt (Heeg 2004, S. 135f.). Belegt ist, dass der überwiegende Anteil der Büroinvestitionen in den Top7 getätigt wird. Regionalmärkte gelten als intransparent und riskant, obwohl sie höhere Renditen und stabilere Mietniveaus aufweisen. Eine flächendeckende Zuordnung von Investitionen auf der Ebene von administrativen Raumeinheiten existiert bislang aber nicht.

Bzgl. des Entscheidungsverhaltens hat sich allerdings erwiesen, dass bei Investitionen in den Top7 keine oder nur eine unbedeutende Analyse regionalwirtschaftlicher Daten stattfindet. Dieser Befund scheint der vermuteten Bedeutung der regionalen branchenspezifischen Beschäftigung zunächst zu widersprechen. Ergebnisse zum Entscheidungsverhalten von Investoren, die auch in den Regionalmärkten investieren, liegen aber bislang nicht vor. Ebenfalls wurde in der Studie von Roberts/Henneberry 2007 nicht erfasst, welche Einstellungen und anderen Hintergründe zu dieser dominierenden Auswahl der Top7 und dem Ausbleiben einer bedeutsamen regionalwirtschaftlichen Analyse führten. Dabei können sich die die-

¹ Diese kann auch als Indikator für nicht rational handelnde Akteure verstanden werden (Smith 1991, S. 894 nach Wilkinson 2008, S. 385f.).

sem Verhalten zugrunde liegenden Einstellungen durchaus auf regionalwirtschaftliche Merkmale beziehen. Kleineren Büroimmobilienmärkten wird gegenüber den Top7 als Investmentziele allgemein beispielsweise der Nachteil zugesprochen, dass sie eine wesentlich geringere Marktgröße mit verminderten Nachvermietungschancen haben (Dziomba/Muncke/Walther 2007, S. 62). Dieser Größenunterschied beruht letztlich auf unterschiedlichen Niveaus der Büroflächennachfrage, die wesentlich von der Beschäftigungsstruktur geprägt ist. Auch Marktkennziffern wie Vermietungsumsatz, Mietpreisveränderung und Leerstände werden neben anderen Faktoren von der regionalen Beschäftigungsstruktur und -entwicklung beeinflusst und können somit zu einem Teil als ihre indirekte Konsequenz betrachtet werden (Bulwien 2004, S. 86f.).

Entschiede sich ein Investor aufgrund der niedrigeren Marktgröße oder Mietpreise allgemein gegen die Regionalmärkte und führte anschließend auch keine regionalwirtschaftlichen Vergleichsanalysen durch, läge dennoch eine indirekte Einflussnahme der branchenspezifischen Beschäftigung auf seine Entscheidung vor. Dies würde auch gelten, wenn die Entscheidung nur zwischen den Agglomerationsräumen getroffen würde und Präferenzen für oder gegen eine Stadt aufträten, die sich auf die oben benannten Marktkennziffern zurückführen ließen. Schulten 2007 sieht in der inhaltlichen Verbindung von Marktparametern und sozioökonomischen Daten eine wichtige Zukunftsaufgabe, um die künftige Entwicklung der Immobilienmärkte zu beurteilen (Schulten 2007, S. 335).

Einstellungen, Präferenzen und andere denkbare auf die Entscheidung wirkenden Hintergründe sind damit wesentliche Parameter, die für ein Verständnis des Gesamtmechanismus auch berücksichtigt werden müssen.

Es zeichnet sich somit ab, dass der aktuelle Forschungsstand vor allem die Abläufe der Investitionsentscheidungen zwischen den Top7 beschreibt. Die kausalen Hintergründe zu diesen Abläufen sind dabei noch weitgehend offen. Für die Regionalmärkte sind auch die Abläufe der Entscheidungen ungeklärt. Auf der anderen Seite sind verlässliche Belege über die Branchenstruktur der Mieter und eine genauere flächendeckende Verteilung der Investitionen in Deutschland auch nicht gegeben. Somit konnte ein regionalwirtschaftlicher Zusammenhang noch nicht beobachtet werden.

Ein allgemeiner Wirkungsmechanismus zwischen räumlichen Beschäftigungsmerkmalen und Investitionsentscheidungen kann damit bislang nur bruchstückhaft nachvollzogen werden. Diese Forschungslücken sollen im Rahmen dieser Arbeit adressiert werden.

3 Forschungsdesign

3.1 Forschungsfragen und ausgewählte Investorentypen

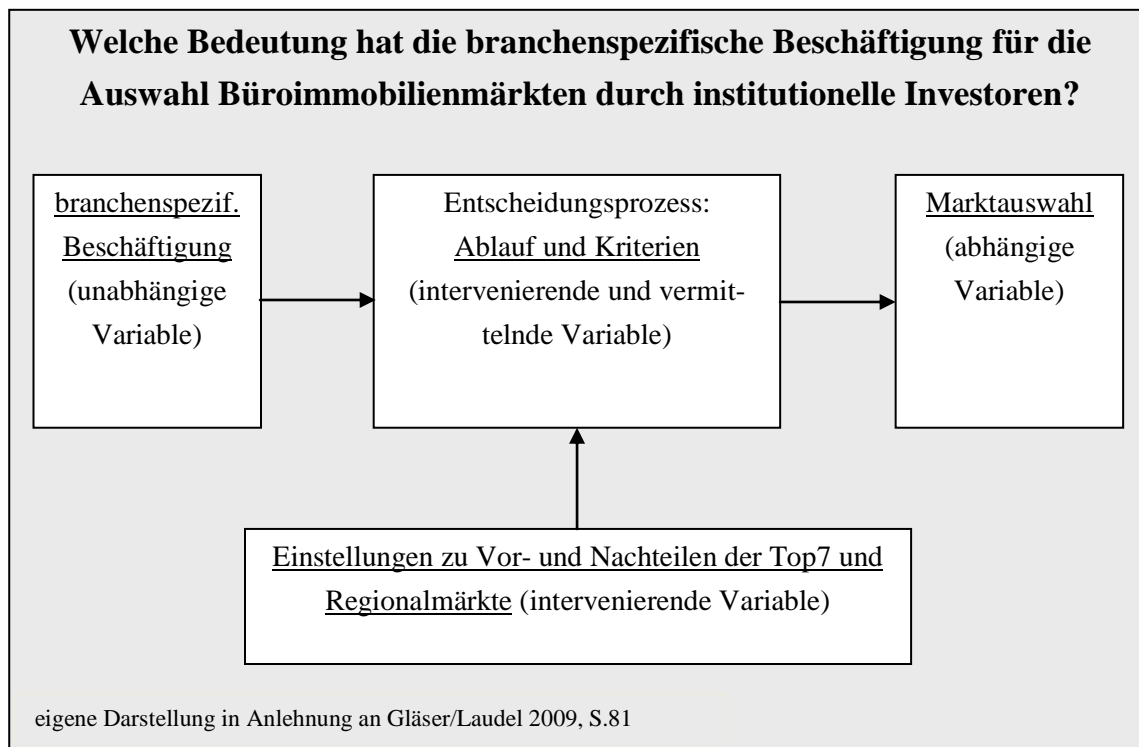
Um die aufgezeigten Forschungslücken zu bearbeiten, geht die vorliegende Arbeit der übergeordneten Forschungsfrage nach, welche Bedeutung die branchenspezifische Beschäftigung für die Auswahl von Büroimmobilienmärkten durch institutionelle Immobilieninvestoren hat.

Um hierüber Aufschluss zu erhalten, müssen vier Unterfragen beantwortet wer-

1. Welche Einstellungen zu den Vor- und Nachteilen der Top7 und Regionalmärkte bestehen?
2. Wie ist der Ablauf der Auswahlentscheidungen im Falle von Regionalmärkten und welche Kriterien werden dabei heran gezogen?
3. Welche Branchen sind einflussreich?
4. In welchen Städten wird investiert?

Diese Unterfragen markieren die Eckpunkte des insgesamt in der Dachfrage adressierten Kausalmechanismus. Dieser ist im Sinne eines soziologischen Variablenkonzeptes in Abb. 4 dargestellt (Gläser/Laudel 2009, S. 81). Die Marktauswahl wird darin als eine abhängige Ergebnisvariable verstanden.

Entsprechend den bisherigen Erkenntnissen über die Mieter und die räumliche Konzentration der Investitionen (s. Kap. 2.3.3.1) wird die Marktauswahl zwar von der branchenspezifischen Beschäftigung beeinflusst (unabhängige Variable), aber nicht in eindeutiger Weise. Stattdessen findet im Rahmen des Entscheidungsprozesses eine Intervention statt, wie es die empirischen Erkenntnisse der deskriptiven Entscheidungstheorie zeigen (s. Kap. 2.3.3.2). Es wird davon ausgegangen, dass die Investoren bestimmte Ansichten zu den Märkten haben, die sich als Vor- und Nachteile ausdrücken lassen. Im Entscheidungsprozess werden diese Einstellungen und die branchenspezifische Beschäftigung berücksichtigt. Gleichzeitig strukturieren die Investoren den Ablauf des Entscheidungsprozesses zur Marktauswahl in einer bestimmten Art und Weise. Zudem werden sie dabei spezifische Kriterien (z.B. regionalökonomische Indikatoren) heranziehen, auf deren Basis die Auswahl statt findet. Ablauf und Kriterien des Entscheidungsprozesses setzen die auf sie wirkenden Einflüsse von branchenspezifischer Beschäftigung und Einstellungen zur Investitionseignung der Märkte um und haben die Marktauswahl zum Ergebnis (s. Kap. 2.3.2). Aufgrund dieser zentralen Verbindungsfunktion zwischen allen relevanten Variablen kann von einer intervenierenden Vermittlung gesprochen werden.

Abb. 4: Forschungsfragen und Variablenkonzept

Für diese Arbeit ist es nicht notwendig alle sechs institutionellen Investorentypen zu untersuchen, die in Kap. 2.2.2 vorgestellt wurden. Eine Auswahl besonders wichtiger und geeigneter Investorentypen ist ausreichend. Im Falle der REITs deuten sowohl die noch geringe Anzahl als auch das vergleichsweise geringe Immobilienvermögen auf eine noch untergeordnete Bedeutung auf dem Immobilienmarkt hin, selbst wenn für die nächsten Jahren mit einer deutlichen Zunahme gerechnet wird.

Auch Immobilien-AGs eignen sich für die weitere Analyse nur eingeschränkt. Dies ist darin begründet, dass oftmals weder eine Fokussierung auf Büroimmobilien noch bzgl. ihrem Geschäftsmodell eine überwiegende Tätigkeit als Endinvestor vorliegt (s. Kap. 2.2.2). Das Forschungsinteresse dieser Arbeit beschränkt sich auf die Handlungslogiken einer sehr geringen Anzahl deutscher Immobilien-AGs. Aufgrund ihres Kapitalvolumens galten Versicherungen, offene und geschlossene Fonds langfristig als die wichtigsten Investorengruppen (Schätzel 2002, S. 19). Über die größten Gesamtvolumina verfügen aktuell die geschlossenen und offenen Fonds, wobei die Spezialfonds bei den jährlichen Platzierungen inzwischen gleichgezogen haben und in ihrer Bedeutung steigen (s. Tab.3, Kap. 2.2.2). Für die weiteren Analysen sind diese vier Investorengruppen damit prinzipiell interessant.

Versicherungen verfügen ebenfalls über erhebliche Immobilienbestände bei gleichzeitig hohem Anteil des Bürosegments. Aufgrund der noch höheren rechtli-

chen Sicherheitsansprüche gibt es einen anderen Rahmen als bei den offenen Fonds. Versicherungen sind zudem eine der Wachstumsquellen der Spezialfonds. Für die angestrebte Untersuchung bieten sich somit die offenen Immobilienfonds und die Versicherungen insgesamt stark an. Sie decken erhebliche Anteile der Investitionsaktivitäten ab und lassen aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen voneinander abweichende Entscheidungsursachen und Anlageverhalten erwarten. Hierdurch können mittels Vergleich Unterschiede und Gemeinsamkeiten der Handlungslogiken erarbeitet werden. Dies erlaubt einen besonders umfassenden Erkenntnisgewinn bzgl. ihrer Marktauswahl und hebt das Potenzial für Verallgemeinerungen auf der Ebene der institutionellen Investoren insgesamt.

Weniger eindeutig sind die geschlossenen Fonds und Spezialfonds für ihre Tauglichkeit zur empirischen Untersuchung einzuschätzen. Die Initiierung geschlossener Fonds orientiert sich nicht immer an den Interessen auf dem Kapitalmarkt, sondern auch am Finanzierungsbedarf einzelner Unternehmen bzgl. ihrer genutzten Immobilien. Das Forschungsinteresse der Arbeit konzentriert sich jedoch auf den ersten Orientierungsbezug – den Kapitalmarkt. Ebenfalls liegt die nachgewiesene Anlageneigung vieler geschlossener Fonds für Wohnimmobilien nicht innerhalb des Forschungsinteresses dieser Arbeit. Es ist daher davon auszugehen, dass ein hoher Anteil der Immobilienanlagen geschlossener Fonds geringen Bezug zu den Forschungsfragen dieser Arbeit hat. Darüber hinaus ist es problematisch, dass für die geschlossenen Fonds kaum Datenbestände existieren. Fragen zur Mieterstruktur und räumlichen Verteilung werden daher kaum zu beantworten sein.

Die Spezialfonds haben aufgrund ihrer steigenden Neuplatzierungsvolumina zwar eine wachsende Bedeutung, jedoch stehen hinter diesen als Anleger nochmals andere institutionelle Investoren. Letztere können wiederum von unterschiedlichem Typus sein. Es ist folglich nicht nur mit einer eigenen spezifischen Handlungslogik zu rechnen, sondern auch mit einer Transmission von Handlungslogiken unterschiedlicher Investorentypen. Demnach wäre hier zum einen ein besonders heterogenes und zum anderen ein weniger spezifisches Anlageverhalten zu erwarten². Hinzu kommt auch bei ihnen eine Datensituation, die die Analyse zur Mieterstruktur und zur räumlichen Verteilung der Investitionen stark behindert.

Sowohl geschlossene Fonds als auch Spezialfonds sind daher für die empirische Analyse dieser Arbeit deutlich weniger geeignet als Versicherungen und offene

² Das Argument der Transmission von Handlungslogiken anderer Investorentypen bei indirekten Anlagen trifft auf geschlossene Fonds auch zu. Dort können sich aber auch Privatanleger beteiligen. Die Relevanz dieses Aspekts kann bei geschlossenen Fonds daher als geringer eingeschätzt werden.

Fonds. Den letzteren soll daher das Hauptaugenmerk der Analyse gelten. Da den geschlossenen Fonds und Spezialfonds aber eine gewisse Bedeutung auf dem deutschen Büroinvestmentmarkt zukommt, sollen sie nicht vollständig ausgeklammert werden. Die Arbeit wird darum auch thematisieren in wie weit sich die Ergebnisse aus der Analyse der Handlungslogiken der offenen Fonds und Versicherungen auf diese zwei weiteren Investorentypen übertragen lassen.

3.2 Identifikation der Marktauswahl und einflussreicher Branchen bei institutionellen Investoren

Zum Analysieren der Variablen des in Kap. 3.1 modellierten Akteursverhaltens zur Marktauswahl bieten sich vor allem qualitative Methoden an. Um die Untersuchungsergebnisse statistisch auf ihre Generalisierbarkeit zu überprüfen, muss aber auch eine quantitative Erfassung der einflussreichen Branchen (unabhängige Variable) und der Marktauswahl (abhängige Variable) gewährleistet sein. Es existieren allerdings nur wenige Quellen hochwertiger quantitativer Daten zur Marktauswahl und zu einflussreichen Branchen bei institutionellen Immobilieninvestoren. Die Auswahl an erfassten Investoren, die die vorhandenen Datenquellen treffen, begrenzt auch die mögliche Auswahl an Investoren für die qualitativen Auswertungen. Denn qualitative und quantitative Daten müssen bei den gleichen Investoren erhoben werden. Ansonsten könnte es zu erheblichen Verzerrungen zwischen den Ergebnissen der qualitativen und der quantitativen Auswertungen kommen. Da die Verfügbarkeit quantitativer Daten zu einflussreichen Branchen und zur Marktauswahl damit Folgen für die qualitativen Auswertungen der Arbeit hat, wird die Erfassung und Analyse dieser Daten (Kap. 3.2) vor den qualitativen Methoden (Kap. 3.3) dargestellt.

3.2.1 Datengrundlage

Zu den Mieterstrukturen und der räumlichen Verteilung der Büroimmobilien in den Portfolios institutioneller Investoren existieren keine frei zugänglichen Daten. Die derzeit einzige vollständige Quelle für diese Informationen besteht in der Mietvertragsdatenbank des Datendienstleisters Investment Property Databank (IPD). Dieser erhält von institutionellen Immobilieninvestoren Mietvertragsdaten, um daraus Indizes und benchmarkings für diese zu erstellen. Kooperierende Investoren können dadurch die Rendite des eigenen Portfolios mit der Entwicklung der Objekte anderer Investoren vergleichen und erhalten so relative Aussagen über die

Performance. Unter den erfassten Investoren sind eine Reihe Versicherungen und offene Fonds.³

Neben den Indizes bietet IPD Portfolioanalysen und durch Verwendung von Bonitätsdaten der Firmenauskunftei Dun&Bradstreet (D&B) eine Risikobewertung der Mieter an. Sowohl die mieterbezogenen als auch renditerelevanten Informationen sind naturgemäß von hoher Geschäftsbedeutsamkeit und vertraulich. Die Weitergabe der Daten an IPD setzt ein organisiertes Berichtssystem seitens des Investors voraus, das regelmäßig entsprechend den Vorgaben von IPD die erforderlichen Informationen aus den Mietverträgen aufbereitet. Die Kooperation mit IPD ist freiwillig und die beschriebenen Dienstleistungen sind kostenpflichtig. Aus diesen Gründen kooperieren vor allem große professionelle Investoren und stellen ihre Mietvertragsdaten für die Dienste zur Verfügung. Jeder Mietvertrag entspricht einer nachgewiesenen Flächennachfrage eines Unternehmens mit Angabe zu Ort, Fläche und Mietpreis. Diese Daten sind daher für den Forschungskontext dieser Arbeit besonders geeignet.

Investoren können sich zeitweilig oder dauerhaft für und gegen eine Kooperation mit IPD entscheiden. Dies führt dazu, dass es über die Jahre zu Neuzugängen und Abwanderungen unter den kooperierenden Investoren kommt. Um eine Momentaufnahme zu vermeiden und Aussagen über eine zeitliche Konstanz der beobachteten Muster treffen zu können, sollen in der Untersuchung zwei Zeitschnitte betrachtet werden. Hierfür bieten sich die Jahre 2005 und 2009 an, welche vor und nach dem letzten Immobilienboom der Jahre 2006 und 2007 liegen. Die Zyklizität der Immobilieninvestitionen ist als Phänomen bekannt. Sie ist gekennzeichnet durch eine Angebots- und Preisübertreibung zum Ende des Booms, wie es auch 2007 in Deutschland beobachtet wurde (Just 2010, S. 345 f., s. Kap. 2.1.3). In der anschließenden Phase kommt es zu einer Korrektur, in der Marktpreis und Neubauprojekte zur vorhandenen Nachfrage zurückkehren. Mit den zwei ausgewählten Jahren werden die mit der Boomphase anzunehmenden Übertreibungen ausgespart. Gleichwohl ergeben sich aus dem zyklusspezifischen Kontext unterschiedliche Ausgangssituationen. 2005 wurde eine anziehende Flächenachfrage beobachtet, die Stimmung der Büroimmobilienmarktakteure hellte sich auf und die Zukunftsaussichten wurden positiv beurteilt (Atisreal 2006 a, S. 4). 2009 hingegen war von den Folgen der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise geprägt. Während dieser sank nicht nur die Flächennachfrage, sondern auch die Versor-

³ Geschlossene Fonds und Spezialfonds waren in dem dieser Arbeit zur Verfügung gestellten Datensatz kaum oder gar nicht erfasst.

gung mit Fremdkapital wurde für Investoren problematisch und Notverkäufe drohten (Junius 2009, S. 67).

Für die Analyse sind zudem vor allem solche Objekte interessant, bei denen bewusst eine Investitionsentscheidung für einen Büroimmobilienmarkt getroffen wurde. Daher wurde die Auswahl der Mietverträge weiterhin auf solche Objekte beschränkt, die zu mindestens 75 % als Büros genutzt sind. Büroflächen in gemischt genutzten Immobilien, wie z. B. in Shopping Centern oder Logistikhallen, werden daher nicht erfasst. Aus Datenschutzgründen wurden nur Daten aus Gebäuden für solche Kreise zur Verfügung gestellt, die drei oder mehr Gebäude in der IPD-Datenbank aufwiesen. 2005 und 2009 wurden dadurch Mietverträge mit insgesamt bis zu 200.000 m² nicht in die Untersuchung einbezogen.

Wie beschrieben ist nur ein Anteil der institutionellen Investoren Datenlieferant/Kunde von IPD. Ebenfalls sind nicht alle kooperierenden Investoren bereit, die Firmennamen ihrer Mieter an IPD weiterzureichen. Da ohne Identifizierung der Firma auch keine Branchenzuordnung erfolgen kann, konnten die Mietverträge dieser Investoren nicht berücksichtigt werden. Aufgrund dieser Umstände ist somit keine Kompletterhebung sämtlicher Mietvertragsinformationen im Bestand institutioneller Investoren in Deutschland möglich. Die tatsächlich ausgewerteten Verträge stammen für 2005 und 2009 von jeweils drei Versicherungen, neun (2005) und sechs (2009) offenen Fonds. Hierbei sind nur manche Versicherungen und Fonds in beiden Jahren enthalten. Bei der Erhebung handelt es sich konzeptionell also um eine Klumpenstichprobe, weil für jeden ausgewählten Investor nahezu sämtliche Mietvertragsinformationen aus einem Jahr vorliegen.

Die in dieser Arbeit verwendeten Daten entsprechen dem in Kapitel 3.1 entworfenen Variablenkonzept und beinhalten die Kreiszugehörigkeit des Investitionsobjekts, den Namens des Mieterunternehmens, die angemietete Fläche, den Mietpreis und den Typus des Eigentümers/Investors. Zunächst ebenfalls erfasst wurden auch die Mietvertragsdauer und Bonität des Mieters nach Dun&Bradstreet. Die ersten Auswertungen zeigten allerdings sehr starke relative Streuungen innerhalb der Branchen. Die Variationskoeffizienten bzgl. Mietvertragsdauer lagen zwischen ca. 60-100 %, bzgl. Bonität zwischen ca. 90-250 %. Weil dies die Aussagemöglichkeiten deutlich mindert, wurden diese Informationen nicht in die Untersuchung einbezogen, da die nachfolgenden Analysen branchenorientiert sind. Die Kreiszugehörigkeit wird benötigt, um eine räumliche Referenz zu ermöglichen. Über Fläche und Mietpreis kann die Größenordnung der Nachfrage und der Investitionen quantifiziert werden.

3.2.2 Branchenidentifizierung, Datenbereinigung und Stichprobenumfang

Um die Branchenzugehörigkeit zu ermitteln⁴ war zunächst der Firmenname eines Mieters erforderlich. Mit diesem wurde auf einen online-Dienst von D&B zurückgegriffen. Das Verfahren wird im Folgenden erläutert. Für das Jahr 2005 sind bei IDP ca. 3300 Büroflächen anmietende Firmen erfasst und für das Jahr 2009 ca. 2700. Diese Zahlen umfassen jedoch auch Firmen, die bei anderen Investorentypen anmieten als den Versicherungen und offenen Fonds, für die sich die Studie im Kern interessiert. Vor der eigentlichen Erstellung des zu untersuchenden Datensatzes mussten die Branchen der anmietenden Firmen ermittelt werden. Auf einer Homepage von D&B (www.upik.de, Stand 9.11.2010) kann der Firmenname eines Unternehmens eingegeben werden. Als Abfrageergebnis wird sodann eine spezifische Identifikationsnummer („Unique Partner Identification Key“, UPIK, oder „DUNS-Nummer“) angegeben, über die die Branchenzugehörigkeit der Firma bei D&B abrufbar ist. Diese Vorgehensweise erlaubt eine Identifikation der Branche nach einheitlichem Muster.

Die Abfrage wurde zu Beginn der empirischen Forschungsarbeit, von Juni bis November 2010, händisch durchgeführt. Eine hohe Zahl von bereits erfolgten Zuordnungen wurde zudem durch IPD zur Verfügung gestellt. Zu diesem Zeitraum umfasste die Unternehmensdatenbank von D&B international ca. 120 Millionen Unternehmen. Da die Gewinnung der DUNS-Nummern wiederholt weder eindeutig und zweifelsfrei noch stets erfolgreich ist, soll der Abfrageprozess kurz dargestellt werden.

Auf der Homepage werden in Eingabefelder zumindest Firmenname und Land eingetragen. Aufgrund dieser Suchkriterien wird aus der D&B-Datenbank eine Trefferliste mit den Firmen zusammengestellt, deren Name eine möglichst hohe Übereinstimmung bietet. Die maximal ausgegebene Trefferzahl ist 100. Als weiteres Suchkriterium kann ebenfalls eine Stadt benannt werden. Dies wird in der Datenbankabfrage aber nicht als ausschließender Faktor benutzt. Da UPIKs auch an Unternehmensbereiche vergeben werden, können in der Trefferliste mehrere Niederlassungen eines Unternehmens auftauchen. Aufgrund der Tatsache, dass Firmen mitunter diversifizierte Güter und Dienstleistungen anbieten, kann zudem die Branchenzuordnung der Unternehmensbereiche auch unterschiedlich sein. Folglich wurden für die Forschungsarbeit jene DUNS-Nummern und Branchenzuord-

⁴ Tatsächlich wurde aus Vertraulichkeitsgründen zuerst lediglich die Branchenzuordnung der Firmen durchgeführt - ohne jegliche Vermietungsangaben. Bei den Mietvertragsdaten wurde anschließend nur der Branchencode, nicht aber der Mietername erfasst. Eine Zuordnung von Mieternamen und Mietvertragsdaten war daher zu keinem Zeitpunkt gegeben.

nungen exzerpiert, die für die Niederlassung in jener Stadt angegeben war, in der eine Firma anmietet. Zeigte die Liste entweder zwar Treffer bzgl. des Firmennamens, aber nicht in der übereinstimmenden Stadt, wurden in der Regel DUNS-Nummer und Branchenzuordnung des Hauptsitzes übernommen. Bei mehreren möglichen Treffern wurden jene Angaben übernommen, die dem Hauptsitz oder der überwiegenden Anzahl der Niederlassungen entsprachen. Bei zu großen Zweifeln an der Korrektheit wurde von einer Zuordnung abgesehen und die Mieterfirma als fehlender Wert aufgenommen.

Bei ca. 22 % (2005) bzw. ca. 34 % (2009) der anmietenden Firmen lieferte die Trefferliste keine, nicht eindeutige bzw. unzureichende Übereinstimmungen mit der Mieterfirma, was in diesen Fällen zu fehlenden Werten führte. Davon waren insbesondere jene Unternehmen betroffen, für die als Firmennamen in der Mieterliste Personennamen vorlagen. In diesen Fällen können verschiedene Probleme auftreten. Die Wahrscheinlichkeit, dass kleine, inhabergeführte Unternehmen in der Datenbank erfasst sind, kann aufgrund des Erstellungshintergrunds und -ziels als geringer eingeschätzt werden als für große. Da sich Eigennamen oft wiederholen, können andererseits auch viele Treffer ausgegeben werden, mitunter auch in ein und derselben Stadt. Andererseits ist die Länge der Trefferliste auf 100 Fälle begrenzt, weshalb nicht alle möglichen Treffer einsehbar sind. Aus dieser Situation folgt, dass für einen hohen Anteil der Mieterfirmen, für die nur Eigennamen als Firmenbezeichnung vorlagen, keine DUNS-Nummer und Branchenzugehörigkeit gewonnen werden konnte. Fast alle der fehlenden Werte stammen aus dieser Gruppe.

Nach der Bestimmung der Branche konnte der zu untersuchende Datensatz zusammengestellt werden. Anschließend erfolgte eine Datenbereinigung, da einzelne Mietverträge fehlende oder nicht plausible Flächen- und Mietpreisangaben hatten (Ausreißer). Danach bestand der anschließend für die Untersuchung verwendete Datensatz für 2005 aus 432 Mietverträgen (von 3 Versicherungen), bzw. 2630 (von 9 offenen Fonds). Für 2009 liegen 865 Mietverträge vor (von 3 Versicherungen), bzw. 915 (von 6 offenen Fonds).

Als Klassifizierungssystem der Wirtschaftsbranchen wird von D&B bislang eine bereits überholte Klassifikation der US-Wirtschaftsstatistik verwendet (SIC 1987). In Deutschland wurde 2005 nach dem System der WZ 2003 klassifiziert, 2009 nach dem System der WZ 2008. Die Brancheneinteilung ist zwar zu den in Deutschland üblichen Wirtschaftsstatistiken unterschiedlich, für den Zweck der Identifizierung der Branchengruppen FIRE und KIBS sind dennoch alle drei ge-

eignet. Ein Vergleich zwischen der amerikanischen und deutschen Zuordnungssystematik zeigt außerdem, dass für die benannten Branchen eine große strukturelle Ähnlichkeit vorliegt, wie die Tab.4 zeigt. Die Gruppe der FIRE-Branchen wird nach SIC in einem eigenen Abschnitt („division“) und nach WZ 2008 in zwei eigenen Abschnitten ausgewiesen.

Tab. 4: Wirtschaftsstatistische Klassifikationen Branchengruppen FIRE und KIBS

Branchen- gruppe	SIC 1987		WZ 2003		WZ 2008	
	Division	Major Group	Abschnitt	Abteilung	Abschnitt	Abteilung
FIRE	H	60, 61, 62, 63, 64, 65, 67	J, K	65, 66, 67, 70	K, L	64, 65, 66, 68
KIBS	I	73*, 81, 87, 89	K	72, 73, 74	J, M	62, 63, 69, 70, 71, 72, 73, 74

* hierunter wurden ausgewählt: 7311, 7323, 7371, 7375, 7379, 7372, 7374

eigene Zusammenstellung nach Strambach 2007, Statistisches Bundesamt 2008 und 2003, United States Department of Labor 2011

Bei der WZ 2003 muss für eine Abgrenzung der FIRE-Branchen die tiefere Ebene der Abteilungen verwendet werden. Dies ist ebenfalls der Fall, um die KIBS-Branchen zu identifizieren. Im Falle der SIC muss dafür sogar auf die noch tiefere Ebene der industry group (vierstellig) zurückgegriffen werden, da unter die major group 73 (unternehmensbezogene Dienstleistungen) verschiedene Dienstleistungen fallen, die nach Strambach 2007 nicht zum Kernbereich der wissensintensiven Dienstleistungen gehören.

3.2.3 Stichprobentyp und Analysemöglichkeiten

Weil für jeden bei IPD teilnehmenden Investor sämtliche verwendbare Mietverträge vorliegen, ist die Erhebung dem Grundsatz nach eine Klumpenstichprobe. Tab.4 gab bereits einen Überblick über die Gesamtzahl der Versicherungen (605) und offenen Fonds (48) in Deutschland im Jahr 2009. Als Grundgesamtheit für eine anschließende Zufallsstichprobe konnte eine Auflistung dieser Versicherungen und Fonds allerdings nicht dienen. Angesichts der Geschäftsrelevanz und der Vertraulichkeit der Informationen war nicht davon auszugehen, dass die Investoren bereit gewesen wären, ihre Mietvertragsdaten für die Forschungsarbeit zur Verfügung zu stellen. Aus diesem Grunde wurde auf die bereits vorhandene Teilmenge im IPD-Datenpool zurückgegriffen.

Auch bei Klumpenstichproben ist es möglich, schätzstatistische Aussagen über Merkmale der Grundgesamtheit zu treffen. Per se ist die Schätzgenauigkeit jedoch meistens geringer als in einer einfachen Zufallsstichprobe (Levy/Lemeshow 2008, S. 230). Bessere Schätzungen sind mitunter möglich, wenn nach Auswahl der Cluster die Erhebungseinheiten nicht alle, sondern nur ein Anteil per Zufall aus-

gewählt werden (zweistufiges Design; ebd. S. 269). Hiervon wurde allerdings abgesehen, da eine solche Reduktion des Stichprobenumfangs zu Problemen an anderer Stelle geführt hätte. So liegen bereits nach der einstufigen Erhebung für viele Stadt- und Landkreise nur sehr wenige Mietverträge vor, insbesondere wenn man zusätzlich nach den Branchengruppen FIRE und KIBS differenziert. Eine weitere Reduktion der Mietverträge durch eine zusätzliche Zufallsauswahl hätte im Einzelfall die Tilgung eines Kreises aus der Investorenlandkarte oder einer Branche eines Mieters aus einem Kreis bedeuten können.

Die Genauigkeit der Schätzungen bei Klumpenstichproben nimmt allgemein zu, wenn viele Klumpen erhoben werden und innerhalb der Klumpen die gleiche Anzahl an Erhebungseinheiten vorliegen (ebd., S. 239; S. 312). Dies ist bei der vorliegenden Stichprobe nicht der Fall. Die Anzahl der Cluster sind gering und haben eine sehr unterschiedliche Anzahl an Erhebungseinheiten (hier: Mietverträge). Die für Schätzungen günstigste Stichprobe ist jene für die offenen Fonds im Jahr 2005, weil hier neun Fonds erfasst sind und es laut Bafin Jahresbericht zu dem Zeitpunkt insgesamt 38 gab. Hierfür wurden versuchsweise verschiedene Total-, Mittel- und Prozentwerte geschätzt – allerdings unter großer Ungenauigkeit. Die obere und untere Grenze des Konfidenzintervalls für den Mittelwert eines Klumpens in der Grundgesamtheit bzgl. der an die FIRE-Branchen vermieteten Quadratmeter ist mehr als doppelt so breit wie das geschätzte Mittel. Diese Spannbreite zeigt beispielhaft die geringe Verlässlichkeit schätzstatistischer Analysen mit dem vorhandenen Datensatz. Entsprechende Auswertungen werden daher nicht vorangetrieben.

Stattdessen stehen deskriptive statistische Methoden im Mittelpunkt, um die Marktauswahl und die Mieterstrukturen der Investoren zu beleuchten. Bei der Bewertung der Ergebnisse wird darauf zu achten sein, dass die einzelne Detailangabe, wie z. B. ein genauer Prozentwert, nicht auf die Allgemeinheit der Versicherungen bzw. Fonds übertragbar ist. Dennoch können die Auswertungen z. B. dann verallgemeinerbare Aussagen erlauben, wenn bei Merkmalen ähnliche Größenordnungen unter den Investorentypen und über die Zeit hinweg auftreten und somit Hinweise auf grundlegende, konstante Muster geben.

3.2.4 Logistische Regression

Neben deskriptiven statistischen Auswertungen bieten insbesondere inferenzstatistische Analysen Potenzial für Verallgemeinerungen. Die letzteren untersuchen auch die Übertragbarkeit des Zusammenhangs von der Stichprobe auf die Grundgesamtheit. Im Rahmen dieser Arbeit wird dafür die logistische Regression ver-

wendet. Wahl und Vorgehensweise dieser statistischen Analyseverfahren werden nun erläutert.

Die logistische Regression ist ein Verfahren, das statistische Zusammenhänge überprüfen und quantifizieren kann. Der für diese Arbeit zentrale Vorteil besteht in der relativ universellen Verwendbarkeit. Eine Normalverteilung der Daten ist nicht erforderlich, die abhängige Variable kann nominal skaliert sein und die unabhängige Variable kann metrisch skaliert sein (Backhaus et al. 2006, S. 426ff.). In einem statistischen Modell stellt die abhängige Variable die zu erklärende Größe dar. In diesem Fall sind dies die von den Investoren als Investmentmärkte ausgewählten Stadt- und Landkreise. Entsprechend den vier vorliegenden Stichproben – Versicherungen 2005 und 2009 und offene Fonds 2005 und 2009 – gilt es also, vier verschiedene Konstellationen ausgewählter Märkte zu erklären. Die abhängige Variable nimmt über die Merkmalsträger, also die Kreise, in jedem Fall jedoch nur zwei Ausprägungen an: „Investmentmarkt“ und „Kein Investmentmarkt“.

Die unabhängige oder auch exogene Variable soll für jeden Kreis die vorliegende Merkmalsausprägung erklären. Um der übergeordneten Forschungsfrage gerecht zu werden, soll die Beschäftigungsstruktur der Kreise herangezogen werden. Treffen die in Kap. 2.3.3.1 vorgestellten empirischen Hinweise auf deutsche Versicherungen und offene Fonds zu, sollten die sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in den Branchengruppen FIRE und KIBS hohe Erklärungsanteile an der abhängigen Variable „Investmentmarkt“ erreichen. Es wird also ein logistisches Regressionsmodell mit binärer abhängiger Variablen und einer metrischen unabhängigen Variable gewählt.

Gegenüber anderen Beschäftigungszahlen, wie z. B. der Anzahl sozialversicherungspflichtig Beschäftigter, werden bei den Erwerbstätigen auch Selbstständige und Angehörige in Familienbetrieben erfasst. Dadurch wird die mit der Beschäftigung verbundene Büroflächennachfrage umfassender abgebildet.

Die Erwerbstätigenzahlen können jedoch nicht direkt in das Modell eingehen, da die deutschen Stadt- und Landkreise sehr unterschiedliche Größenstrukturen aufweisen. Eine hohe Anzahl an Erwerbstätigen in einer Branche ist unter Umständen lediglich auf eine große Ausdehnung des Kreises, der eventuell mehrere Städte umfasst, zurückzuführen. Stattdessen ist interessant, ob ein Kreis relativ zum Bundesdurchschnitt viele Erwerbstätige in einer Branche aufweist. Hierfür wird mit den Erwerbstätigenzahlen ein eigener Indikator berechnet – der Standortquotient. Dieser ist ein relatives Maß für die Spezialisierung einer Raumeinheit hinsichtlich ihrer Beschäftigung in einer Branche. Der Standortquotient ist definiert als das

Verhältnis des Anteils der Beschäftigten einer Branche an der Gesamtbeschäftigung des Kreises zum Anteil der Beschäftigten der Branche an der Gesamtbeschäftigung im Untersuchungsraum (Einig/Zaspel 2008, S. 408). Die Zahlenausprägungen des Quotienten liegen zwischen Null und unendlich, wobei 1,0 dem Durchschnitt des Untersuchungsraums, also hier Deutschland, entspricht. Ein Wert größer als eins drückt eine überdurchschnittliche Beschäftigungsausstattung in dieser Branche in Bezug zu Deutschland aus. Ein Wert kleiner eins entspricht einer unterdurchschnittlichen Ausstattung des Raumes.

Grundsätzlich ist es mit Hilfe der in Kapitel 3.2.2 vorgestellten wirtschaftsstatistischen Abgrenzungen möglich, Standortquotienten für die Branchen im FIRE-Bereich und separat dazu im KIBS-Bereich für 2005 und 2009 zu bestimmen. Allerdings ist hierfür zumindest eine Aufschlüsselung nach Abteilungen nötig. Für die Stadt- und Landkreise sind Erwerbstätigenzahlen jedoch nur auf Ebene der Wirtschaftsabschnitte kostenfrei zugänglich. Diese Daten verwenden die Wirtschaftsklassifikation WZ 2008. Der Abschnitt „Finanzierung, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen“ umfasst nach der WZ 2008 die Abteilungen J (zugehörig zu KIBS-Bereich) und K (zugehörig zum FIRE-Bereich). Der Abschnitt ist somit weder trennscharf noch vollständig, da die Abteilungen L und M nicht inbegriffen sind. Diese werden stattdessen im Abschnitt „Öffentliche und private Dienstleistungen“ erfasst, der jedoch noch die Abteilungen N, O und P aufweist, die weder den Branchengruppen FIRE noch KIBS angehören.

In der hier vorgenommenen Umsetzung weist die logistische Regression als Ergebnis aus, wie die Wahrscheinlichkeit, zur Gruppe der Investmentmärkte/Nicht-Märkte zu gehören, durch die Ausprägung der unabhängigen Variable (hier Standortquotient der Erwerbstätigen in den Branchengruppen FIRE und KIBS) beeinflusst wird (Backhaus et al. 2006, S. 426ff.).

Im Gegensatz zur linearen Regression sind bei der logistischen Regression die Regressionskoeffizienten für die Ergebnisinterpretation weniger geeignet, weil ein und derselbe Wert unterschiedliche Auswirkungen auf den Ereigniseintritt haben kann. Zur Interpretation werden aus Gründen der Vereinfachung in der Regel auch nicht die letztliche Eintrittswahrscheinlichkeit, sondern das Wahrscheinlichkeitsverhältnis, auch odd-ratio genannt, herangezogen. Dieses entspricht der Wahrscheinlichkeit des Ereigniseintritts dividiert durch die Gegenwahrscheinlichkeit (ebd., S. 440ff.).

Die Güte eines logistischen Regressionsmodells wird insbesondere durch die sogenannte Devianz/-2 Log-Likelihood und die Pseudo-R²-Statistiken ausgedrückt.

Die Pseudo-R²-Statistiken geben den Anteil der durch das Modell erklärten Streuung an. Das R² nach Nagelkerke benennt ein Modell ab 0,4 als gut. Ab 0,5 gilt das Modell als sehr gut, da damit der überwiegende Teil der Streuung der abhängigen Variable korrekt durch die unabhängige Variable modelliert wird (ebd., S. 449f., S. 456).

3.3 Identifikation der Einstellungen und des Entscheidungsprozesses

3.3.1 Experteninterviews: empirische Aufgabe und Auswahl der Gesprächspartner

In dem zuvor dargestellten statistischen Modell wird lediglich die Beschäftigungsstruktur herangezogen um die Marktauswahl zu erklären. Die intervenierenden und vermittelnden Variablen (s. Kap. 3.1) werden nicht einbezogen. Somit kann mit den statistischen Ergebnissen kein vollständiger Erklärungsgehalt erwartet werden.

Um Einstellungen von Akteuren und ihre sozialen Handlungen zu analysieren, bieten sich vor allem qualitative, interviewgestützte Methoden an. Da sich der Forschungskontext auf das professionelle Umfeld der Akteure bezieht und deren persönliche Situation keine Bedeutung einnimmt, sind Experteninterviews hierfür besonders geeignet (Meuser/Nagel 1991, S. 443 ff.). Aufgabe der Interviews in dieser Arbeit ist es, vielfältige Informationen über Einstellungen zu Regionalmärkten sowie Ablauf und Kriterien des Entscheidungsprozesses der Marktauswahl zu erhalten und auszuwerten. Dadurch soll das Entscheidungsverhalten sowohl der Versicherungen, als auch der KAGen möglichst vollständig erklärbar werden (s. Kap. 3.1). Eine überzeugende Interpretation statistischer Ergebnisse ist erst möglich, wenn verstanden wurde, welche Verhaltensweisen sie abbilden und auf welchen Handlungslogiken die letzteren basieren. Dann bieten statistische Verfahren jedoch die Möglichkeit, Aussagen stärker zu verallgemeinern als es qualitativen Verfahren können. In dieser Arbeit ist es darum sinnvoll, anhand der Experteninterviews die Handlungslogiken der Investoren empirisch als erstes darzustellen und zu interpretieren (Kap. 4 und 5). Anschließend ist es für die Beurteilung der qualitativ gewonnen Ergebnisse sinnvoll, ihr Verallgemeinerungspotenzial über statistische Verfahren zu überprüfen (Kap. 6). Mit dieser Vorgehensweise kann der Erkenntnisgewinn in dieser Arbeit durch die Möglichkeit der Generalisierung gegenüber einer reinen qualitativen Analyse gesteigert werden.

Um den Handlungsmechanismus kohärent untersuchen zu können, kommen als Gesprächspartner nur solche Investoren in Frage, deren Mietverträge auch auswertbar sind. Im Zuge der Analyse der Mietverträge zeigte sich, dass auch inner-

halb der zwei Investorentypen es sehr unterschiedliche Anteile der Regionalmärkte am Bürobestand gab. Die Gesprächspartner wurden „bewusst-spezifisch“ so ausgewählt, dass diese Heterogenität des Anlageverhaltens abgedeckt wurde, da das unterschiedliche Verhalten Hinweise auf möglicherweise unterschiedliche Ausprägungen der oben genannten Analysepunkte gibt (Reuber/Pfaffenbach 2005, S. 152).

Unter den offenen Immobilienfonds lässt sich die Heterogenität des Anlagemusters durch sechs Fälle abdecken. Hierunter sind Fonds, die zu einem oder zu beiden Zeitpunkten vergleichsweise hohe, mittlere oder geringe Bestandsanteile in Regionalmärkten hielten. Eine genauere Benennung der Fonds oder KAGen ist aus Gründen der Vertraulichkeit und der Forschungsethik nicht möglich (Gläser/Laudel 2009, S. 279).

Im Falle der Versicherungen standen die Mietverträge von fünf unterschiedlichen Investoren zur Verfügung. Die Heterogenität ihrer Anlagemuster kann durch drei Fälle, nach demselben Schema wie bzgl. der Fonds erläutert, abgedeckt werden (ebd., S. 100). Auch hier wird Anonymität gewahrt.

Da sich die Arbeit auch das Ziel gesetzt hat Übertragungspotenziale bzgl. des Anlageverhaltens geschlossener Fonds und Spezialfonds zu identifizieren (s. Kap. 3.1) wurden drei weitere Interviews geführt. Ein Interview wurde mit einer Gesellschaft geführt, die beide Fondstypen auflegt. Hinzu kamen Gespräche mit je einem Initiator ausschließlich geschlossener Fonds bzw. eine Kapitalanlagegesellschaft für Spezialfonds. Dabei wurden solche Gesellschaften ausgewählt, die in Bürogebäude in Regionalmärkten in professioneller Weise investieren. Als Indikator für Professionalität wurde ein gemanagtes Immobilienvermögen von über einer Milliarde Euro gewertet, das seit mehreren Jahren auch Büroobjekte in Regionalmärkten umfasst. Zur Informationsgewinnung über geeignete Kapitalanlagegesellschaften wurden Fachzeitschriften und Internetauftritte ausgewertet.

Innerhalb der Gesellschaften wurden Personen ausgewählt, die die Entscheidungen im Zuge eines Investitionsprozesses mit einer eigenen Perspektive überblicken und selber maßgeblich daran beteiligt sind (Meuser/Nagel 1991, S. 443ff.). In der Regel reichte ein Interview mit einem Experten aus, um das bei einem Investor übliche Anlageverhalten bzgl. der Marktauswahl zu durchdringen. Tab. 5 gibt einen Überblick über die ausgewählten Gesprächspartner.

Tab. 5: Überblick Experteninterviews

Nr.	Datum	Investorentyp	Experte
1.	Mai 2011	Versicherung	Ankäufer und Portfoliomanager
2.	Juni 2011	Offener Fonds	Ankäufer
3.	Juni 2011	Offener Fonds	Ankäufer und Researcher
4.	Juni 2011	Offener Fonds	Researcher
5.	Juni 2011	Offener Fonds	Fondsmanager
6.	Juli 2011	Versicherung	Portfoliomanager
7.	Juli 2011	Offener Fonds	Researcher
8.	Juli 2011	Offener Fonds	Fondsmanager und Researcher
9.	Sep. 2011	Versicherung	Immobilien-Controller
10.	Jan. 2012	Geschl.- & Spezialfonds	Fondsmanager
11.	Jan. 2012	Spezialfonds	Ankäufer
12.	März 2012	Geschlossener Fonds	Immobilienverantwortlicher

Die Positionen der Gesprächspartner umfassen Ankäufer, Researcher, Fondsmanager und bei den Versicherungen Portfoliomanager und Immobilien-Controller. Als Ausbildungshintergründe können die meisten ein Hochschulstudium vorweisen – darunter die Felder Betriebswirtschaftslehre, Immobilienökonomie, Geographie, Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsingenieurwesen. Im Falle der Immobilienfonds sind die Gesprächspartner bis auf Interview 6 in ihrer Arbeit nicht nur für einen einzelnen Fonds zuständig, sondern für viele oder sogar alle Fonds der Gesellschaft. Sie konnten daher in der Regel nicht nur über einen einzelnen Fonds, sondern über viele Auskunft geben. Dadurch sind generalisierende Aussagen möglich, die über mögliche Sondersituationen einzelner Fonds innerhalb einer Gesellschaft verallgemeinern können.

Da der Untersuchungsgegenstand aus internen Geschäftspraktiken von Investoren und aus spezifischen Einstellungen und Ansichten der Entscheider besteht, wurde auf Interviews mit externen Akteuren, wie z. B. Maklern oder Marktbeobachtern verzichtet. Als Außenstehende können sie lediglich die Ergebnisse der Entscheidungsprozesse feststellen und für sich eine Erklärung dafür finden. Die Eigenperspektive der Investoren können sie jedoch nicht ersetzen, sondern würden sie durch ihre eigenen, zusätzlichen Interpretationen eher verzerren.

3.3.2 Durchführung und Auswertung der Experteninterviews

Die Gespräche wurden zwischen Ende Mai 2011 bis Februar 2012 geführt. Im Vorfeld der Interviews wurde ein einheitlicher Leitfaden entwickelt, der die Untersuchungsfragen umsetzt und eine vergleichende Auswertung ermöglicht. In den

Interviews diene er als Leitlinie, von der in speziellen Konstellationen der Investitionstätigkeit oder Gesprächssituationen auch abgewichen wurde. Es wurde jedoch stets versucht, möglichst viele der im Leitfaden konzeptionierten Fragen beizubehalten.

Der Leitfaden wurde auf eine Gesprächsdauer von ca. 60 Minuten ausgelegt. Es wurde darauf geachtet, die Fragen möglichst alltagssprachlich zu formulieren um das Verständnis zu erleichtern und Antworten nicht vorzubestimmen (Gläser/Laudel 2009, S. 398). Die Interviews wurden mit einer kurzen Erklärung zum Forschungsgegenstand und zur Aufgabe des Interviews eingeleitet. Danach wurde eine Einstiegsfrage zu allgemeinen Unternehmensmerkmalen des Investors gestellt. Die nachfolgenden Interviewfragen lassen sich inhaltlich in folgende sechs Abschnitte gliedern (siehe auch Interviewleitfaden im Anhang Tab.30):

1. Derzeitige Anteilshöhe des Investmentvolumens in Regionalmärkten und worauf diese zurückzuführen ist
2. Absichten zu künftigen Investmentaktivitäten in Regionalmärkten mit Beweggründen und präferierten Märkten
3. Rolle der Regionalmärkte in den Investmentaktivitäten vor und nach der Spitze im Immobilienzyklus Ende 2007
4. Vorgehensweise im Auswahlprozess und verwendete Kriterien anhand eines konkreten Ankaufsfall
5. Quellen der Indikatoren und Verwendung persönlicher Netzwerke
6. Unterschiede im Auswahlprozess oder bzgl. verwendeter Analyse Kriterien bei Investments in Regionalmärkten und Top7

Die ersten drei Abschnitte befassen sich somit schwerpunktmäßig mit dem Analysepunkt *Einstellungen*. Die Abschnitte vier und sechs beschäftigen sich mit *Ablauf und Kriterien*.

Allerdings tauchen im vierten Abschnitt aus Gründen einer inhaltlich-logisch zusammenhängenden Gesprächsführung Aspekte des Punkts „Soziale Praktiken“ auf (Orientierung der Marktauswahl an anderen Marktteilnehmern, s. Kap. 2.3.3.2). Dieser Analysepunkt wird über die Fragen im Abschnitt fünf nochmals behandelt. Bei den Fragen des Hauptteils wurde ein Schwerpunkt auf realitätsbezogene Fragen gelegt, weil sie verbindlichere und belastbarere Aussagen generieren als hypothetische⁵. Besonders offene, erzählanregende Fragen wurden in der Regel zu Beginn von Themenblöcken eingesetzt, um aus der freien Beantwortung des Ge-

⁵ Die Fragen zu den zukünftigen Investitionsabsichten in Regionalzentren sind allerdings von einer inhärenten hypothetischen Natur.

sprächspartners die für ihn wichtigen Elemente erkennen zu können. Damit zentrale Aspekte des Analyserasters dabei nicht unbeantwortet blieben, wurden verschiedene Detail- oder Nachfragen formuliert, falls sie sich nicht durch die vorangegangenen Schilderungen erübrigten (ebd., S. 124ff.).

Wie in Kap. 3.3.1 beschrieben, waren fünf Interviewte nicht nur für einen offenen Fonds zuständig. Sie gaben daher oftmals nicht nur über die Situation bei einem einzelnen, sondern bei mehreren Fonds Auskunft. Auswirkung hat dies vornehmlich auf die Angaben zu den inhaltlichen Abschnitten ein bis drei (*Anteilshöhe Regionalmärkte, künftige Investmentabsichten, Rolle der Regionalmärkte während des Immobilienzyklus*). Während die spezielleren Umstände des einzelnen offenen Fonds dort weniger beleuchtet werden, wird das allgemeine Bild vollständiger. Dem letzteren wurde in der Befragung der Vorzug gegeben, weil diese inhaltlichen Abschnitte der Untersuchung des Analysepunkts zu den allgemeinen Einstellungen zu Regionalmärkten dienen. Zudem sind die zu untersuchenden Fälle auf einer sozialen Aggregationsstufe oberhalb des einzelnen offenen Fonds angesiedelt. Die Investitionsentscheidung wird in der Regel von fondsübergreifenden Abteilungen vorbereitet und letztlich von einem allgemeinen Gremium auf der übergeordneten Managementebene verabschiedet (s. Kap. 2.3.3.2; Gläser/Laudel 2009, S. 96f.). Wo sich dennoch eine fondsspezifische Auswirkung dieser allgemeinen Einstellungen im Interview zeigte, wurden Nachfragen gestellt und in der Auswertung berücksichtigt.

Um den Ablauf und die herangezogenen Kriterien der Investitionsentscheidungen möglichst konkret und praxisnah zu erkennen, wurden in den Frageabschnitten vier und fünf die Interviewpartner gebeten, den Prozess anhand eines unmittelbaren Ankaufbeispiels zu schildern. Dadurch sollte bewirkt werden, dass die Antworten möglichst realitätsnah und nicht nur theoretisch allgemein gegeben wurden. Nach Möglichkeit wurde persönlich in den Gebäuden der Investoren interviewt. Bei den Interviews 5, 8, 9, 10, 11, 12 war dies aus organisatorischen Gründen ausgeschlossen, so dass stattdessen auf das Telefon ausgewichen wurde. Beim Interview 1 wurde das persönliche Gespräch mit den zwei Ankäufern um ein Telefonat mit einem Portfoliomanager ergänzt, um noch wesentliche offen gebliebene Fragen zu klären.

Die Auswertung des Interviewmaterials kann kurz zusammengefasst werden. Um nach dem Gespräch eine detaillierte Analyse der Interviews vorzunehmen, wurden, mit Einverständnis des Gesprächspartners, die Gespräche auf Band aufgezeichnet. Anschließend wurde die Aufnahme in „normales Schriftdeutsch“ trans-

kribiert, bei dem Interjektionen („äh“, „hmm“, etc.) ausgelassen wurden, da nicht die Sprache, sondern der sachliche Inhalt Gegenstand der Untersuchung war (Reuber/Pfaffenbach 2005, S. 155). Der Transkription schloss eine zweistufige Auswertung an. Einer ersten Einzelanalyse folgte noch eine generalisierende Analyse (Lamnek 2005 S. 402). Im Zuge der Einzelanalyse wurden die forschungsrelevanten Abschnitte des Textes zu inhaltlich verdichteten Aussagen paraphrasiert. Die Paraphrasen wurden thematisch geordnet, so dass eine komprimierte, zusammenhängende Fassung des Sachinhalts vorlag (Meuser/Nagel 1991, S. 453ff.). Diese thematischen Felder dienten in der anschließenden generalisierenden Auswertung dem inhaltlichen Vergleichen zwischen den Gesprächen. Dazu wurden Tabellen erstellt, in deren Zellen für die erstellten Kategorien zu jedem Investor die wesentliche Ausprägung aufgeführt wurde. Bei Unsicherheiten der genauen Ausprägung wurde zur Kontrolle das Transkript nochmals hinzugezogen.

4 Einstellungen zur Investitionseignung der Top7 und der Regionalmärkte

Die Einstellungen institutioneller Investoren zur Investitionseignung der Top7 und der Regionalmärkte bilden die Basis des Entscheidungsprozesses, der zur Auswahl eines Büroimmobilienmarktes für eine Investition führt (Intervention, s. Abb. 4, Kap. 3.1). Um die Handlungslogiken der offenen Fonds und Versicherungen im Rahmen der Marktauswahl zu verstehen, werden diese grundlegenden Einstellungen daher als erstes analysiert.

Die Auswertungen beziehen sich insbesondere auf die Fragen der ersten drei Abschnitte des Interviewleitfadens (s. Kap. 3.3.2 u. Anhang Tab. 31). In diesen wurde thematisiert, wie hoch der Anteil der Regionalmärkte im Büroportfolio aktuell war und welches die Gründe für diese Höhe waren. Daneben fand eine Erörterung der künftigen Investitionspläne in den Regionalmärkten und der Rolle die Regionalmärkte vor und nach dem Immobilienboom des Jahres 2007 für den Investor gespielt haben statt.

Die Einstellungen der Investoren zur Investitionseignung der Top7 und der Regionalmärkte lassen sich thematisch in drei Bereiche einteilen, nach denen dieses Kapitel gegliedert ist. Jeweils einen Bereich machen die relativen Vor- und Nachteile aus, die die beiden Markttypen im Vergleich zueinander haben. Diese werden als erstes dargestellt (Kap. 4.1 und 4.2). Die Einstellungen zu Regionalmärkten und die Bereitschaft, dort zu investieren hat einen zentralen Einfluss auf den weiteren Ablauf und die verwendeten Kriterien der Marktauswahl, wie Roberts/Henneberry

2007 gezeigt haben (s. Kap. 2.3.3.2). Da sich aus dem relativen Vorteil des einen Markttyps der Nachteil des anderen ergibt und umgekehrt, ist es ausreichend, nur die Vor- und Nachteile der Regionalmärkte darzustellen. Den dritten Bereich der Einstellungen bilden die Anforderungen, die die Investoren an Investitionen in Regionalmärkten stellen (Kap. 4.3). Diese Anforderungen entsprechen den Schlussfolgerungen der Investoren aus ihren Bewertungen der Vor- und Nachteile. Sie nehmen bereits einen operativen Einfluss auf den Ablauf und die verwendeten Kriterien der Marktauswahl. Um die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der zwei untersuchten Investorentypen möglichst klar zu präsentieren, werden ihre Einstellungen in separaten Unterkapiteln behandelt und anschließend zusammengefasst.

4.1 Vorteile der Regionalmärkte

4.1.1 Offene Fonds

Voraussetzung für die Auswahl eines Marktes ist, dass dieser gegenüber anderen als vorteilhaft wahrgenommen wird. Als wesentlichen Vorteil der Regionalmärkte gegenüber den Hauptmärkten gaben alle Investoren die höhere Rendite an, die bei einem Investment erzielt werden kann (vgl. Interview 2, 3, 4, 5, 7 & 8). Grund für die höhere Rendite ist zum einen der Ausgleich des höheren Risikos auf diesen Märkten (wird im anschließenden Kapitel ausgeführt). Auch Balzer 2007 hatte bereits über die Analyse von Objektbewertungen ein höheres Renditeniveau in den Regionalmärkten beobachtet (s. Kap. 2.1.2).

Zum anderen führen die oftmals starken Ausschläge der Immobilienzyklen in den Top7 dazu, dass die Kaufpreise dort phasenweise beträchtlich steigen (s. Kap. 2.1.3). In einer solchen Situation gewinnt das relativ konstante Renditeniveau auf den Regionalmärkten an zusätzlicher Attraktivität, wie die Interviews wiederholt zeigten. In vier der sechs Gespräche ließ sich ein gemeinsames zeitliches Muster der Kauf- und Verkaufaktivitäten in Regionalmärkten feststellen (vgl. Interview 2, 3, 5 & 7). Jeweils zwei Investoren gaben an, während des Immobilienbooms 2006-2007 Büros in Regionalmärkten verstärkt gekauft bzw. verkauft zu haben. Als Grund nannten sie, dass die Renditen der Objekte in den Top7 in dieser Phase aufgrund der dort angestiegenen Kaufpreise gefallen waren. Lukrative Investments waren immer weniger möglich. Damit nahm allgemein die Bereitschaft zu, auf die Regionalmärkte auszuweichen, wo deutlich höhere Renditen erreichbar waren. In dieser relativen Abhängigkeit von den Renditeentwicklungen in den Top7 sehen mehrere Investoren ein wiederkehrendes Muster. Sie verallgemeinern dieses Muster auch über den letzten Boom hinaus und betrachten es als grundlegend für ihr

regional differenziertes Investitionsverhalten. Prinzipiell bevorzuge man die Top7 – wenn dort jedoch keine rentablen Objekte mehr verfügbar sind, wird auf Objekte in den Regionalmärkten ausgewichen, da die dortigen niedrigeren und stabileren Kaufpreise noch höhere Renditen zulassen. Dieser Mechanismus zyklisch schwankender Renditen in den Top7 und der damit verknüpften Verlagerung lukrativer Anlagemöglichkeiten in die Regionalmärkten wird von einem Gesprächspartner wie folgt erklärt:

„In einem schwachen Zyklus, in dem wenig Wettbewerb da ist, in dem wenig Investmenttätigkeit da ist, da können Sie sich natürlich auf die guten Standorte konzentrieren und kriegen da genug Angebot. In einem Zyklus wie diesem, wo irgendwie jeder kaufen will, da müssen Sie eben ein bisschen kreativer werden und werden möglicherweise dann auch was die regionale Allokation angeht ein bisschen flexibler.“ (Interview 2)

Insgesamt gaben die Gesprächspartner den Anteil der Büroinvestments in Regionalmärkten am Kapitalvolumen ihrer gesamten KAG mit ca. 20 % an (vgl. Interview 2, 3, 4, 7 & 8). Damit dominieren folglich die Top7 in der räumlichen Allokation des Kapitals bei weitem – offenbar kommt es aber immer wieder zu Zukäufen in den Regionalmärkten.

Die Bedeutung der Renditerelation zwischen Top7 und Regionalmärkten wird auch in den genannten zukünftigen Ankaufsplänen offenbar. Fünf von sechs gaben an, im kommenden oder im übernächsten Jahr in Regionalmärkten Objekte kaufen zu wollen. Sie verwiesen auf die höhere Rendite, den „Anlagedruck“ oder eine „gestiegene Bereitschaft“ unter den institutionellen Käufern eines Fonds als Gründe hierfür (vgl. Interview 2, 3, 4, 7 & 8). Im Falle des Gesprächspartners, der nicht in Regionalmärkten anlegt, liegt bei seinem offenen Fonds eine aus seiner Sicht zu hohe Konzentration der eigenen Anlagen auf Deutschland allgemein vor, so dass auch nicht in den Top7 investiert werden sollte.

Für einen Fonds wurde angegeben, dass es eine Zielquote für den Anteil der Engagements in Regionalmärkten gebe (vgl. Interview 3). Diese liegt bei 20-30 %. Die Begründung lautet, dass der Fonds ein hohes Renditeziel zu erwirtschaften hat, was über einen höheren Investitionsanteil in Regionalmärkten erreicht werden soll.

Der oben zitierte Investor im zweiten Interview fasst mit seiner Perspektive die oben beschriebene relative Bedeutung der Regionalmärkte wie folgt zusammen:

„Wir werden auch weiterhin bevorzugt in den Top7 investieren, aber wir gucken jetzt eben bevorzugt mehr auf Rendite und da sind wir dann auch gezwungen, teil-

weise auszuweichen auf die B-Standorte. Also wenn wir die Wahl hätten, würden wir sicherlich nicht in regionalen Zentren investieren.“ (Interview 2)

Regionalmärkte sind also für Investoren nur am Rande von Interesse, übernehmen aber dennoch zwei Funktionen: sie bieten einen Ersatz, bzw. zusätzliches Angebot, und erlauben aufgrund ihrer höheren Rendite die Zielsetzung bestimmter Rendite-Risiko-Profile eines Fonds.

Einen erkennbaren Einfluss auf die Bedeutung der Ersatz- und Renditefunktion für die Investoren hat dabei die Größe der jeweiligen KAG. Bei zwei großen Investoren liegt der Anteil ihres Anlagevolumens in Regionalmärkten bei ca. 20 %. Diese Investoren betonten, dass dort Objekte in den letzten Jahren immer wieder gehandelt wurden und auch künftig gehandelt werden (vgl. Interview 2 & 8). Aufgrund des Anlagedrucks sei man auf die Regionalmärkte angewiesen:

„Da können Sie nicht so sehr wählerisch sein. Da können Sie nicht sagen ‚alles was in Essen und in Dortmund und in Nürnberg liegt, das mach ich nicht‘. Das funktioniert nicht. Wir müssen schon gucken, was ist überhaupt da und sich dann mit dem einzelnen Standort beschäftigen.“ (Interview 2)

Für eine interviewte Gesellschaft, die in den letzten Jahren an Anlagevolumen verloren hat, sind die Regionalmärkte gerade wegen ihrer nun geringeren Kapitalausstattung attraktiv geworden. Aufgrund der geringeren finanziellen Mittel sei sie heute gezwungen „kleinteiliger“ anzulegen und nehme dafür die Angebote aus Regionalmärkten besonders stark wahr. Dort seien die Objekte oftmals wesentlich kleiner und passten somit besser zu den eingeschränkten Anlagemöglichkeiten der Gesellschaft, als viele größere Objekte in den Top7. Die geringere Objektgröße in den Regionalmärkten war von den zwei großen KAGen ebenfalls erwähnt worden – allerdings als nachteilhafte Eigenschaft (nähere Erläuterung s. Kap. 4.2).

Drei befragte Investoren mittlerer Größenordnung hingegen begründeten ihre Investments in Regionalmärkten vor allem mit einem Renditekalkül (vgl. Interview 3, 4 & 5). Im Gegensatz zu den großen KAGen sind sie nicht auf das dortige Objektangebot im besonderen Maße angewiesen.

Unter den Größenordnungen der interviewten offenen Fonds wird somit die Nutzung der Renditefunktion der Regionalmärkte gleichermaßen festgestellt. Die Ersatzfunktion der Regionalmärkte trifft hingegen vor allem bei den großen und kleineren KAGen zu.

4.1.2 Versicherungen

Im Fall einer Versicherung beträgt der Anteil der Regionalmärkte am Kapitalvolumen bis zu 40 % (vgl. Interview 9). Dieser ist damit deutlich höher als bei den meisten offenen Fonds. Die interviewten Versicherungen führen ihre Flächenbestände in den Regionalmärkten jedoch nicht auf aktuelle Investmentzwecke zurück.

Aus der Perspektive des Gesamtgeschäfts der Versicherungen haben die Regionalmärkte vor allem im Sinne der Eigennutzung eine Bedeutung. Die Geschäftstätigkeiten der Versicherungen sind oftmals nicht vollständig auf die Agglomerationsräume konzentriert, weshalb Büroflächen in den Regionalmärkten weiterhin im Gebrauch sind. Benötigt ein Konzernunternehmen eine Immobilie für die Eigennutzung in einem Regionalmarkt, ist man bereit diese zu erwerben.

Neben der Eigennutzung wurde der Bestand in Regionalmärkten auch durch die zurückliegenden Übernahmen anderer Versicherungsunternehmen erklärt. Das eigene Portfolio erweiterte sich dadurch um die Objekte des übernommenen Versicherungsunternehmens auch in den Regionalmärkten.

Hinzu kommt, dass inzwischen die Versicherungen oft eine andere räumliche Investmentallokation verfolgen, als es noch vor ca. 15-20 Jahren der Fall war. Damals sei man eher bereit gewesen auch für reine Investmentzwecke in Regionalmärkten Büros zu erwerben, wenn man sich in diesen besonders gut auskannte. Das hat sich zwar geändert, es finden sich jedoch immer noch Objekte in den Portfolios, die in Zeiten des früheren räumlichen Anlageverhaltens erworben wurden. Der aktuelle Bestand der Portfolios in den Regionalmärkten wurde daher teilweise auch als „historischer Bestand“ bezeichnet (vgl. Interview 1 & 9). Dieser ist in den meisten Fällen seit mehreren Jahren im Abbau begriffen. Die Geschäftstätigkeiten werden auf die Hauptverwaltungsstandorte konzentriert und die Top7 gelten für Anlagezwecke als vorteilhafter.

Beim Rückzug aus den Regionalmärkten nutzten die Versicherungen als Verkäufer das gesteigerte Interesse während der Boomphase des letzten Immobilienzyklus. Zu diesem Zeitpunkt war das Interesse am deutschen Büroimmobilienmarkt von Fonds und von internationaler Seite hoch. Die hohe Kauf- und Zahlungsbereitschaft habe man genutzt, um sich von Bürobeständen in den Regionalmärkten zu trennen (vgl. Interview 1 & 6). Somit wird seitens der Versicherungen die höhere Wettbewerbsfähigkeit der Regionalmärkte während der Aufwärtsphase im Immobilienzyklus bestätigt, auch wenn sie selber vor allem als Verkäufer aktiv sind.

Aus einer reinen Investmentperspektive verfügen die Regionalmärkte für die befragten Versicherungen damit über keine entscheidenden Wettbewerbsvorteile, obwohl sie sich der erhöhten Renditemöglichkeiten bewusst sind. Alle Gesprächspartner sagten aus, in den nächsten zwei Jahren keine Büros in den Nebenzentren kaufen zu wollen (vgl. Interview 1, 6 & 9).

Die allgemeine Zurückhaltung der Versicherungen gegenüber Direktanlagen in den Regionalmärkten wurde im Interview auch von einer Kapitalanlagegesellschaft bestätigt, die sich auf Immobilien in Regionalmärkten spezialisiert hat (vgl. Interview 10). Nur über indirekte Anlagen in Form von Spezialfonds stellt sie unter Versicherungen eine Bereitschaft fest, in Regionalmärkten zu investieren. Seit 2009 gehören Versicherungen zu ihren Kunden. Die Anlagen der Versicherungen in die Fonds der Kapitalanlagegesellschaft stiegen zwar, allerdings führte sie dies auf die besonderen Vorteile des Investmentvehikels und nicht auf die Vorteile der Regionalmärkte zurück. Der Trend zu indirekten Anlagen bei Versicherungen wurde in Kap. 2.2.2 bereits angesprochen. Als wesentlichen Grund hierfür gab der Interviewpartner an, dass Versicherungen zunehmend an der Höhe ihrer laufenden Verwaltungskosten gemessen werden. Diese können mittels indirekter Anlagen reduziert werden. Gleichzeitig können die anlegenden Versicherungen im Gegensatz zu den privaten Anlegern offener Immobilienfonds ein hohes Mitspracherecht beanspruchen. Vor dem Ankauf jedes Gebäudes muss in direkten Absprachen die Vorteilhaftigkeit des Investments mit detaillierten Mietereinschätzungen, Umbauplänen, Wirtschaftlichkeitsberechnungen und Verkaufsstrategien gegenüber den Versicherungen nachgewiesen werden. Die indirekten Anlagen von Versicherungen in Regionalmärkten können somit nicht als Zeichen für einen besonderen Vorteil dieser Märkte gegenüber den Top7 verstanden werden. Im Gegenteil sind sie eher ein Hinweis darauf, dass es besonderer kompensierender Umstände bedarf, um Versicherungen von Investitionen in Regionalmärkte im Bürosegment zu überzeugen.

4.1.3 Zusammenfassung

Die verwertbaren Qualitäten der Regionalmärkten bestehen in dem zusätzlichen Angebot an Anlageobjekten und in einem Renditeniveau, das zum einen über dem der Top7 liegt und zum anderen kaum von Immobilienzyklen in den Top7 betroffen ist. Diese Qualitäten werden jedoch von offenen Fonds und Versicherungen unterschiedlich bewertet. Während die offenen Fonds nahezu ausnahmslos Investitionspläne für die Regionalmärkte haben, beabsichtigen die Versicherungen nur in den Top7 anzulegen. Nach diesen Ergebnissen gewichten die offenen Fonds die

günstigen Qualitäten der Regionalmärkte also deutlich stärker als die Versicherungen und gelangen so zu einem positiveren Urteil. Den letzteren ist im Gegenteil vornehmlich daran gelegen, ihren direkt gehaltenen Gebäudebestand in den Regionalmärkten abzubauen, sofern er nicht eigengenutzt ist. Nur über indirekte Anlageformen, die ihnen den zusätzlichen Vorteil der Kostenreduktion bieten, lassen sie sich derzeit von Büroinvestments in Regionalmärkten überzeugen.

4.2 Nachteile der Regionalmärkte

4.2.1 Offene Fonds

Mehrere Eigenschaften der Regionalmärkte werden seitens der KAGen gegenüber den Hauptmärkten als besonders nachteilhaft empfunden. Sie bewerten die Regionalmärkte daher generell als riskant und problembehaftet. Bzgl. der Büroflächenmärkte abseits der Agglomerationsräume sehe die Gesprächspartner oft drei Umstände als nachteilig (vgl. Interview 2, 3, 4, & 8):

1. Wiedervermietbarkeit: Die Wiedervermietbarkeit eines Büros sei geringer als in den Top7, weil die Büroflächennachfrage aufgrund der Wirtschaftsstruktur auf einem niedrigeren Niveau läge. Es gebe oft zudem nur wenige oder eventuell keine Großnutzer, die auch größere Flächen anmieteten. Der Eigentümer riskiere somit Leerstände, erhöhte Vermietungskosten und Abhängigkeit von einzelnen Mietern.
2. Zustand/Ausstattung: Das Angebot an Bürogebäuden mit moderner, hochwertiger Ausstattung und in einem neuwertigen physischen Zustand sei gering. Viele Gebäudebestände seien bereits alt, womit die Werthaltigkeit einer Anlage nicht gegeben wäre.
3. Objektgröße: Büroobjekte seien i.d.R. als in Agglomerationsräumen, als Folge vor allem der niedrigeren Flächennachfrage. Die Transaktionskosten im Zuge eines Investments seien aber bei kleinen Büroobjekten relativ zu großen Objekten wesentlich höher, da gewisse Kostenteile in beiden Fällen fix seien.

In diesen Punkten werden die Hauptmärkte allgemein als attraktiver eingeschätzt. Allerdings wurde die Flächenvermietbarkeit in Frankfurt vereinzelt auch als kritisch angesehen (vgl. Interview 3). Hier sei derzeit feststellbar, dass Anmietungen in den Top-Lagen oft nur Verlagerungen aus den Randlagen seien und dort zu Leerständen führten. Die Investmentattraktivität von Frankfurt sei damit beeinträchtigt. Die allgemeine Relevanz der Vermietungsmöglichkeiten wird dadurch unterstrichen, da sie nicht nur für die Regionalmärkte gilt. Dort wird der Vermie-

tungsmarkt, wie oben beschrieben, jedoch insgesamt als wesentlich problematischer gesehen.

Auf dem Investmentmarkt treten abseits der Top7 vier weitere relative Wettbewerbsnachteile auf (vgl. Interview 2, 3, 5 & 8):

1. Fungibilität/Veräußerbarkeit: Es würde allgemein weniger mit Büros in Regionalmärkten gehandelt. Insofern bestünde ein höheres Risiko, weil es sein könne, dass für den Verkauf („Exit“) zu einem bestimmten Zeitpunkt deutliche Preisabschläge hinzunehmen seien. Der Verkauf/Exit wird problematisch.
2. Objektgröße: Mit dem Erwerb von kleineren Objekten in mehreren Regionalmärkten steige der logistische Aufwand für den Ankauf und das Immobilienmanagement. Objekte in Regionalmärkten bedeuteten damit gegenüber den Objekten in den Top7 erhöhte Kosten, bzw. eine verminderte Bewirtschaftungseffizienz und damit eine deutliche Ineffizienz. Gerade für große Publikumsfonds seien sie daher ungünstig.
3. Intransparenz: Die offenen Fonds beurteilen ihre Marktkennntnis regelmäßig als gering. Gleichzeitig sehen sie eine schlechtere Verfügbarkeit von Marktinformationen. Diese Wissenslücke sei schwerer zu schließen ist als in den Top7, wodurch sich somit das Risiko erhöhe.
4. Vertrauensbasis: Es stünden weniger vertrauenswürdige Kontakte zu Geschäftspartnern zur Verfügung. Diese wären aufwendiger zu pflegen und brächten seltener ihren Nutzen, weil es nicht oft passende Objekte gebe.

Bei diesen von den Investoren als problematisch betrachteten Umständen fällt auf, dass es sich in erster Linie um Hemmnisse handelt, die zu einem erheblichen Anteil in den spezifischen Handlungsweisen der Marktteilnehmer selbst begründet sind. Marktkennntnis ließe sich durch den Aufbau von lokalen Kontakten, Erhebungen vor Ort und Gesprächen mit lokalen Experten erwerben. Der logistische Aufwand im Ankauf und im Management ließe sich reduzieren, wenn ein Investor von mehreren Niederlassungen aus agierte. Allerdings lenken fast alle befragten KAGen die Investmenttätigkeit nur von einem Standort aus. Lediglich ein besonders großer Investor regelt Investments von zwei Standorten aus und hat in allen Top7 ein eigenes Asset Management.

Gerade im Problempunkt der Fungibilität/Exit zeichnet sich zu einem gewissen Grad ein sich selbst verstärkender negativer Effekt im Sinne einer self-fulfilling prophecy ab. Man meidet den Kauf in Regionalmärkten, weil es schwierig wäre, einen Käufer zu finden, da dieser vor demselben Problem stünde. Dies ist als logi-

scher Zirkelschluss zu bewerten, der, wie aus den Interviews hervorgeht, dennoch seine Wirkung entfaltet. Der Rückbezug der eigenen Kaufabsicht auf die angenommene Kaufabsicht anderer Investoren zeigt sich beispielhaft an diesem Gedankengang:

„Also so ganz kleine [Märkte], da kaufen wir nichts. [...], das bezeichnen wir als Liquidität. Also dass die Liquidität in kleineren Märkten kleiner ist. Das bezieht sich vor allem auf den Verkauf. Also wenn ich jetzt relativ schnell eine Immobilie verkaufen muss, so wie wir jetzt z.B., [...] da steht man eigentlich unter Druck. Und ich werde auch immer so eine Top-Immobilie in einer Großstadt leichter los als jetzt in einer kleineren Stadt. Weil... die internationalen Investoren da drauf gucken und die gehen einfach nicht so in die Kleinstädte.“ (Interview 3)

Vollständig lassen sich die Wettbewerbsnachteile der Regionalmärkte bei Investments jedoch nicht auf die Handlungsweisen der Investoren zurückführen. Das Risiko der Wiedervermietbarkeit und die geringeren Objektgrößen werden aus Sicht des Investors vor allem von äußeren Faktoren bestimmt. Hier prägen sich die Eigenschaften der Vermietungsmärkte auf die Investmenttätigkeit aus.

Eine ähnlich gemischte Begründung über Handlungsweisen und Beurteilungen von Eigenschaften der Vermietungsmärkte liegt beim Nachteil der fehlenden „Vertrauensbasis“ vor.

Vertrauen in den Geschäftspartner wurde seitens der offenen Fonds häufig als wichtige Voraussetzung für eine Transaktion bewertet (vgl. Interview 3, 5 & 8). Ein Investor beschrieb, dass dies mit darüber entscheide, welcher Interessent den Zuschlag erhalte und welchen Erlös man akzeptiere.

„Aber es ist wichtig, dass halt persönliche Beziehungen aufgebaut werden. Sowohl zu Maklern als auch zu anderen Marktteilnehmern, die dann auch ein Vertrauen aufbauen. [...] Nicht immer nur rein rational. Es ist nicht immer nur der Preis, wenn wir ein Angebot abgeben, und dann kriegen wir den Zuschlag, sondern es ist auch grad in Deutschland so, dass man sich sehr stark engagieren muss und auch Vertrauen bilden muss, bevor man dann auch Chancen bekommt – ohne Makler.“ (Interview 3)

Der Kontakt zu Eigentümern gilt im Falle von Investments in Regionalmärkten deswegen als besonders relevant, damit man nicht auf lokale Makler angewiesen ist. Unter den Befragten lassen sich Tendenzen erkennen, lokale Makler bei den Investments zu umgehen. Im Gegensatz zu den Maklern in den Top7 gelten Makler in den Regionalmärkten für die Transaktionsgeschäfte nicht als professionell genug. In der Vermietung hingegen wird ihnen eine wichtige Aufgabe zugespro-

chen. Die Vermittlungsdienstleistung sieht man als nicht verzichtbar. Sie erfordert eine starke lokale Bekanntheit und Kontakte zu mietinteressierten Unternehmen. Hierin liegt im Vergleich zu den Kapitalanlagegesellschaften eine Stärke der lokalen Makler.

Gerade Aufbau und Pflege persönlicher Kontakte in Regionalmärkten sind für die KAGen aufwendiger und damit schwieriger als in den Top7. Drei Gesprächspartner erklärten, dass die meisten Kontakte dort aufgebaut und gepflegt würden, wo man sich im alltäglichen Geschäft auch aufhalte (vgl. Interview 2, 3 & 5). Die offenen Fonds sind meistens in einer Stadt der Top7 ansässig. Der Großteil ihrer Geschäftstätigkeit beschränkt sich auf die Agglomerationsräume. Da die Verfügbarkeit von geeigneten Anlageobjekten gering sei, ergäben sich ohne zusätzlichen Aufwand kaum Gelegenheiten, geschäftlich Regionalmärkte zu besuchen. Somit bestanden auch nur wenige Möglichkeiten dort vertrauenswürdige Kontakte aufzubauen. Entwicklung und Pflege eines Kontaktnetzes in den Regionalmärkten verbinden die KAGen somit mit höheren Transaktionskosten.

„Aber es ist natürlich schwieriger, als wenn man sich in den Top7-Standorten bewegt, weil man da auch einfach häufiger ist. Und auch häufiger Angebote rein kommen. In B-Standorten kann es ja sein, dass ein Makler - und das ist oft so - dass der Makler vielleicht 1-2 Objekte im Jahr hat, die auch zu uns passen und dann gibt es eigentlich auch wenig Grund miteinander zu sprechen. [...] Da gibt es schon auch wieder regionale Investoren. Da gibt es eigene Netzwerke. Da hilft es eigentlich nur, regelmäßig durchzuklingeln und hin und wieder auch mal sich zu treffen oder die Leute einzuladen, doch mal hier vorbeizukommen und sich mal kennenzulernen oder auszutauschen.“ (Interview 3)

In dem Zitat klingt auch bereits an, dass aufgrund des schlechteren lokalen Netzwerks große institutionelle Investoren für Regionalmärkte weniger geeignet wären als solche, die sich auf die jeweilige Region beschränken. Dies wurde auch von anderer Seite bestätigt (vgl. Interview 5). Lokale Investoren könnten auch unter den ortsansässigen Unternehmen über ausreichend Kontakte verfügen, um die Vermietung ohne Makler zu erreichen.

„Ein Freund von mir und sein Vater, die machen einen gewissen Teilmarkt in einer gewissen Umgebung und die machen genau solche Dinge. Die haben keine Berührungsängste. Die wissen genau, was sie machen müssen, weil sie den Markt kennen. Die kaufen auch ein leeres Objekt. Die wissen [...] an welchen Schrauben sie drehen. Die wissen, wen sie anrufen müssen, die wissen wer da reingehen könnte, weil sie einen ganz anderen Zugang haben. Die vermieten im

Zweifel alles selber. Die brauchen gar keinen Makler. Das ist aber kein standardisiertes Produkt. Das ist für einen großen offenen Fonds, oder für so einen großen institutionellen Investor, alles ein bisschen zu weit weg.“(Interview 5)

Der Vorteil einer kleinen Unternehmensgröße zur Ausnutzung von komplementären Vorteilen (s. Kap. 2.3.3.2) ist allerdings nicht eindeutig. Ein großer Investor erklärte, dass er aufgrund seiner vielen Mitarbeiter über ein besonders gutes Kontaktnetz verfüge (vgl. Interview 2). Er hatte auch angegeben, regelmäßig in Regionalmärkten zu investieren (s. Kap. 4.1.1). Demnach würde sich auch die Kontaktpflege für große Investoren wiederum eher lohnen. Überregionale Investoren kleiner bis mittlerer Größenordnung, wie die zuletzt zitierten, wären demgegenüber stärker benachteiligt. Ein klares abschließendes Urteil über die Bedeutung der Investorengröße für die Nutzung vertrauenswürdiger Kontakte lässt sich aus den vorhandenen Aussagen jedoch nicht ableiten, weil sie nur vereinzelt und teilweise in anderen Kontexten getroffen wurden.

Komplementäre Nähe zu Geschäftspartnern in Regionalmärkten wurde aber insgesamt als ein Faktor beschrieben, der oftmals nur schwach ausgeprägt ist (vgl. Interview 3, 5 & 7). Dadurch werden Geschäftsabschlüsse und Investments in den Regionalmärkten allgemein gehemmt. Denn gute Kontakte können einen Geschäftsabschluss in einem Regionalmarkt sehr stark fördern. So verfügt z.B. ein Investor aufgrund seiner institutionellen Nähe zu einer bekannten Geschäftsbank über die Möglichkeit, lokale Filialmitarbeiter der Bank zu kontaktieren und um Einschätzungen oder Hinweise zu bitten. Ein anderer berichtete vom Kauf zweier Bürogebäude in einem Regionalmarkt, den er unter Ausschluss anderer Mitbieter abschließen konnte, weil der Verkäufer sein vorheriger Arbeitgeber war (vgl. Interview 2 & 3).

Diese Beispiele zeigen, dass bereits bestehende enge Kontakte Immobilientransaktionen sehr effektiv unterstützen können. Als ergiebige Quellen für Geschäftskontakte wurden neben Tagungen, Messen, Studium und Weiterbildungen insbesondere aktuelle oder ehemalige Kollegen genannt. Auch wenn die Entwicklung eines Netzes von vertrauenswürdigen Kontakten in den Regionalmärkten als schwieriger und aufwendiger beschrieben wurde als in den Top7, galt sie dennoch nicht als unmöglich. Lokale Makler würden z. B. immer wieder sowohl „kalt“ (also per telefonischen Erstkontakt), als auch über andere Kontakte angesprochen werden. Dies sei zwar umständlicher, würde aber getan, wenn es die Situation erfordere (vgl. Interview 3).

4.2.2 Versicherungen

Die befragten Versicherungen benannten dieselben Wettbewerbsnachteile auf dem Vermietungs- und dem Investmentmarkt, wie zuvor für die offenen Fonds dargestellt (vgl. Interview 1, 6 & 9). Besonders betont wurde bzgl. des Vermietungsmarkts die schwächere Wirtschaftsstruktur vieler Regionalmärkte im Vergleich zu den Agglomerationsräumen. Ein Gesprächspartner gab an, dass die gesetzlichen Sicherheitsregelungen im Grunde nur Investments in den Agglomerationsräumen zuließen (vgl. Interview 6). Das VAG und die AnlV fordern eine möglichst hohe Sicherheit und Liquidität der Investitionen von Versicherungen ein (s. Kap. 2.2.2). Aus Sicht dieses Investors sind solche Ziele aufgrund des erhöhten Risikos und der reduzierten Fungibilität in den Regionalmärkten in der Regel nicht erfüllbar.

Die Bedeutung lokaler Kontakte zu Geschäftspartnern, denen man bei einer Transaktion vertrauen kann, schätzen auch Versicherungen als hoch ein, wie ein Investor anschaulich unterstreicht:

„Das Immobiliengeschäft ist politisch. [...] Und je tiefer ich drin bin, desto mehr bin ich im Stadtgespräch drin und kenne den Bürgermeister und den ‚Spezi‘ und die zwei Entwickler, die die guten Filetgrundstücke vom Stadtrat zugeschanzt bekommen. Und wenn man da mitspielen will, dann macht man natürlich auch die besten Geschäfte. Aber dann muss ein Investor aus [Name eines Agglomerationsraums] sein und nur dort investieren. Dann muss ich abends immer in die eine Bar gehen und mit denen trinken. [...] Weil nur so bin ich doch mit im Gespräch. Dann sehen die: ‚Der Typ, der ist verlässlich, dem geben wir das‘. Da habe ich doch keine Chance als Großinvestor. Wenn ich jetzt München, Stuttgart, Frankfurt oder die anderen großen Städte habe: wenn ich da viel Zeit für aufwende, bin ich da einmal in einer dieser Städte und versuche mal meine gewohnten Kontakte abzugreifen, mal zu irgendwelchen Immobilienveranstaltungen zu gehen. Aber mehr ist es dann auch nicht.“ (Interview 1)

Gleichfalls zeigt dieses Zitat, ebenso wie bei den Fonds, dass es für einen überregional aktiven Investor schwierig ist, wegen des hohen Aufwandes und damit den hohen Transaktionskosten enge Kontaktbeziehungen in mehreren Städten aufzubauen und zu pflegen. Dies gilt nicht nur für Regionalmärkte, sondern, wie dieses Zitat zeigt, auch für die Top7. Auch hier erfordert komplementäre Nähe zu Geschäftspartnern einen erheblichen Zeitaufwand.

Die Bedeutung von Vertrauen und Kontakten wird auch durch eine der interviewten Kapitalanlagegesellschaften bestätigt, in deren Spezialfonds auch Versicherungen anlegen (vgl. Interview 10). Ihre Mitarbeiter befinden sich i.d.R. mehrere

Tage die Woche in den Märkten vor Ort und tauschen sich mit den dortigen Marktakteuren aus. Die Anleger der Fonds erkundigen sich auch nach der Qualität der Netzwerke. Nach der Erfahrung der KAG haben die Investoren ein hohes Sicherheitsbedürfnis, bei dem sie auch auf emotionaler Ebene überzeugen muss, um das für eine Investition erforderliche Vertrauen zu gewinnen.

„Generell würde ich sagen, diese weichen Faktoren tragen mindestens 50 % zur Transaktion bei. [...] Ich glaube Vertrauen ist das Endergebnis. Aber es ist das Gefühl, das der Investor bekommt, ob man in der Lage ist mit den Situationen umzugehen. [...] Das war im Fundraising-Prozess eine der größten Erkenntnisse. Klar, die Zahlen müssen stimmen. Das ist erstmal die Basis. [...] Die Entscheidung ob dann der Investor bei Ihnen zeichnet oder nicht: da geht es dann um Sympathien natürlich. Wie kommt man miteinander klar? Was macht der Asset-Manager für einen Eindruck? Sind das professionelle Leute? [...] Was fast alle Investoren bei uns gemacht haben: sie sind einmal durchs Büro gelaufen und haben sich alle Leute angeschaut. 'Was machen die da, wie arbeiten die, was sind das für Typen?'“ (Interview 10)

Die Versicherungen äußerten sich aber nicht nur zu den Nachteilen der Regionalmärkte gegenüber den Top7. Auch unter den Top7 sahen sie in einzelnen Fällen Wettbewerbsnachteile gegenüber den anderen Agglomerationsräumen. Bei den Fonds war dies nur vereinzelt für Frankfurt erwähnt worden. Unter den Versicherungen gilt neben Frankfurt auch Berlin ausnahmslos als schlechterer Markt als z. B. München oder Hamburg (vgl. Interview 1, 6 & 9). Bei Frankfurt werden, wie aus Sicht der Fonds, die hohen Leerstände in alten und auch neuen Gebäuden als nachteilig gesehen. Im Falle Berlins gilt dies für die Qualität des Wirtschaftsstandorts. Zudem fehle in beiden Städten eine Konstanz der jeweiligen Top-Lagen. Diese hätten sich in der jüngeren Vergangenheit verlagert. Als Investor riskiere man folglich beim Verkauf einen niedrigeren Preis, weil die Lage schlechter eingestuft werden könnte, als zum Zeitpunkt des Einkaufs (vgl. Interview 1). Den meisten interviewten Versicherungen war die Verortung ihrer Anlageobjekte in der jeweiligen Top-Lage des Agglomerationsraums sehr wichtig, da diese als besonders werthaltig gilt (vgl. Interview 1 & 6). Aus diesem Grund legten sie selbst in den Top7 nur in den Top-Lagen an. Vor diesem Hintergrund erscheinen Verlagerungen der Top-Lagen umso nachteiliger. Hier drückt sich ein gesteigertes Sicherheitsbedürfnis der Versicherungen aus. Die hohe Risikoaversion dieses Investorentyps scheint somit insgesamt der erklärende Faktor zu sein, weshalb sie die

Regionalmärkte für Direktinvestments ausschließen und sich bei Investitionen in Bürogebäuden auf die Top7 konzentrieren (s. Kap. 4.1.2).

4.2.3 Zusammenfassung

Insgesamt erscheinen den offenen Fonds und den Versicherungen die Anlagen in Regionalmärkten gegenüber solchen in den Top7 als:

- a) riskanter (aufgrund schlechterer Vermietungsmöglichkeiten, Fungibilität und Intransparenz und geringerer Vertrauensbasis)
- b) renditeträchtiger (aufgrund der Abkopplung vom Immobilienzyklus der Top7 und als Aufschlag für das erhöhte Risiko)
- c) ineffizienter (aufgrund kleinerer Gebäude und erhöhter Distanz)

Die Aspekte a) und b) bestätigen die Befunde von Balzer 2007, der mittels Investorenbefragungen und durch die Analyse von Objektbewertungen ebenfalls zu dem Schluss kam, dass Regionalmärkte als risikoreicher wahrgenommen werden, gleichzeitig aber höhere Rendite ermöglichen (Balzer 2007, S.127ff., s. Kap. 2.1.2). Scharmanski 2009 stellte bei internationalen Immobilieninvestitionen ebenfalls die hohe Bedeutung der Informationsverfügbarkeit und der organisatorischen Nähe zu vertrauenswürdigen Geschäftspartnern fest (s. Kap. 2.3.3.2). Zumindest für die Einstellungen zu den Nachteilen der Regionalmärkte ist diese Bedeutung nun auch bei der innerdeutschen Marktauswahl bestätigt. Alle drei Aspekte a), b) und c) waren zuvor auch entscheidungstheoretisch hergeleitet worden. Insgesamt wird der bisherige Forschungsstand in diesen Belangen damit bestätigt (s. Kap. 2.3.1.4).

Da die Versicherungen das Risiko stärker gewichten als die Renditemöglichkeiten, schließen sie generell die Regionalmärkte für ihre Investments aus. Ausnahmen bilden vereinzelte indirekte Anlagen bei KAGen, die sich auf Regionalmärkte spezialisiert haben. Dadurch müssen sie sich auf den Regionalmärkten nicht selbst um die Probleme der Intransparenz, fehlenden Kontaktnetzwerke und Ineffizienz kümmern, sondern überlassen dies dem externen Fondsmanagement. Voraussetzung ist jedoch, dass die KAG überzeugende Investments vorstellt und einen professionellen Eindruck hervorruft. Die Versicherungen müssen Vertrauen in die Fähigkeiten und Renditeversprechen des Managements der Spezialfonds entwickeln können.

Für offene Fonds hingegen sind Regionalmärkte wegen spezifischer Funktionen durchaus interessant. Sie bieten zusätzliche Objekte und eine höhere Rendite gegenüber den Top7. Daher engagieren sich offene Fonds auch in Regionalmärkten, obwohl sie im Grunde nicht darauf eingerichtet sind. Sie sind sich der höheren

Risiken in den Regionalmärkten bewusst, gewichten sie aber offensichtlich niedriger. Diese unterschiedlichen Anlageprofile resultieren aus den unterschiedlichen Quellen und Verwendungszusammenhängen des jeweils eingesammelten Kapitals. Versicherungen erhalten ihre Mittel i.d.R. primär zur Absicherung. Anleger offener Fonds hingegen wollen Renditen erzielen und akzeptieren dafür auch gewisse Risiken. Diese Feststellungen entsprechen abermals den vorangegangenen entscheidungstheoretischen Herleitungen. Die Einstellungen dieser Investoren geben ein spezifisches Zielsystem wieder. Dieses beruht in wesentlichen Aspekten in den Rahmenbedingungen ihrer Geschäftsmodelle. Anlagen in Regionalmärkte setzen daher oftmals ein Rendite- Risikoprofil des Investors voraus, das nicht vollständig risikoavers ist (s. Kap. 2.3.1.4).

4.3 Investmentanforderungen in Regionalmärkten

4.3.1 Offene Fonds

Offene Fonds müssen bei ihrem Engagement in Regionalmärkten höhere Risiken akzeptieren als in den Top7, daher versuchen sie über bestimmte Kriterien diese Risiken möglichst gering zu halten (vgl. Interview 2, 3, 4, 5, 7 & 8).

Ein erstes Kriterium ist der Zeitpunkt des Investments im Immobilienzyklus. Wie in Kap. 4.1.1 bereits erläutert, beschränkt sich das Interesse vieler offener Fonds an den Regionalmärkten auf die spätere Aufwärtsphase im Immobilienzyklus. Zu diesem Zeitpunkt sind die Preise in den Hauptmärkten bereits angestiegen und somit die dortigen Renditemöglichkeiten für den Käufer zurückgegangen. In anderen Phasen des Immobilienzyklus meiden offene Fonds Investments in Regionalmärkten, weil ihnen das Verhältnis Rendite zu Risiko in den Top7 günstiger erscheint.

Ein weiteres Kriterium ist die Lage eines Objekts. In der Hälfte der Interviews war die Top-Lage in der Stadt unabdingbare Voraussetzung, dass ein Objekt in einem Regionalmarkt überhaupt in Frage kam (vgl. Interview 2, 3 & 8). In den anderen Interviews wurde die Lage zumindest als wichtig beurteilt. Ein Interviewpartner formulierte dies besonders treffend:

„Also viele von unseren Fonds haben die mal von meinem Kollegen geprägte ‚ABBA-Strategie‘. Heißt: A-Stadt B-Lage oder B-Stadt A-Lage.“ (Interview 2)

Hinter dieser beschriebenen Strategie steht also eine Methode, ein ausgewogenes Risiko-Rendite-Verhältnis zu erzielen. In den Top7 werden dafür Nebenlagen ausgewählt. Diese gehen z. B. aufgrund schlechterer Vermietungsmöglichkeiten mit einem höheren Risiko für den Investor einher. Aufgrund des höheren Risikos ver-

langt der Investor einen geringeren Kaufpreis und somit eine höhere Rendite. In den Regionalmärkten hingegen gilt das Risiko des Gesamtmarktes allgemein als höher. Aus diesem Grunde können dort prinzipiell nur niedrigere Kaufpreise erzielt werden. Um ein ähnliches Verhältnis aus Rendite und Risiko zu erzielen, können nur die besten, d.h. sichersten, Lagen akzeptiert werden.

Zudem werden aus Sicherheitsgründen hohe Anforderungen an die physische Gebäudeausstattung gestellt (vgl. Interview 2, 3, 4 & 8). Eine neuwertige gute Ausstattung und Erscheinung erhöht die Vermietbarkeit und die Bereitschaft der anmietenden Nutzer höhere Mieten zu zahlen. Eine gute Gebäudeausstattung kann über eine gute Vermietung zu höheren Mieten führen und damit den Wert des Gebäudes fördern, bzw. im Zeitverlauf bewahren. Ein nicht mehr neuwertiges Gebäude wird in Deutschland sehr schnell mit Abschlägen im Kaufpreis konfrontiert werden. Laut einem Investor könne dies bereits fünf Jahre nach Fertigstellung der Fall sein (vgl. Interview 7).

Wiederholt hatten die Interviewpartner das geringe Angebot an modernen Gebäuden als Nachteil der Regionalmärkte gewertet. Auch die oftmals geringe Größe/Vermietungsfläche war dabei hervorgehoben worden, weil dies ein Investment aufgrund der hohen Transaktionskosten ineffizient mache (s. Kap. 4.2.1). Eine Mindestgröße wurde jedoch nicht gefordert. Stattdessen erklärten mehrere KAGen, dass Bürogebäude in den Regionalmärkten eine Obergrenze nicht übersteigen sollten. Diese Obergrenze wurde bei einem Kaufpreis von ca. 20 Mio. € gesehen (vgl. Interview 3 & 5). Oberhalb dieser Größe sei es schwerer Käufer zu finden, da regionale Investoren, kleinere private Investoren (family offices) und auch kleinere Fonds (z. B. Spezialfonds) ansonsten ausschieden. Zudem stiege bei größeren Gebäuden aufgrund der kleineren Mietmärkte das Leerstandsrisiko. Tatsächlich besteht also eher eine Anforderung in einer Obergrenze der Mietfläche. Diese sollte dem Nachfragepotenzial der Mieter angemessen sein und bzgl. des Kaufpreises unter einer Schwelle von ca. 20 Mio. € liegen. Hier zeigt sich ein strategischer Ansatz, wie Investoren auf die Besonderheiten der Regionalmärkte reagieren können. Da diese Strategie bei offenen Fonds allerdings im Konflikt mit der hohen Transaktionskosten bei kleinen Büroobjekten steht, wird ihre Anwendung gehemmt.

Des Weiteren wurden regelmäßig Kriterien für die Vermietungssituation geäußert, die über jene für die Top7 hinausgehen (vgl. Interview 4, 5 & 8). Die Vermietung sollte entweder besonders langfristig, vollständig oder an mehrere Mieterfirmen sein (multi-tenant). Dadurch wird das Risiko der Anlage abermals reduziert. So hat

z.B. ein Investor regelmäßig Angebote in Regionalmärkten abgelehnt, weil die Mietverträge nicht die übliche Spanne von fünf bis zehn Jahren übertrafen.

„Zumal wir dann eben Mietverträge fordern würden, die dann eben länger sind als normal. Einfach, um dieses mögliche Risiko des Regionalzentrums wiederzuspiegeln.“ (Interview 5)

Wert wird auch auf eine gute Bonität der Mieter im Anlageobjekt gelegt (vgl. Interview 2, 3, 4, 5 & 8). Die Bonität beschreibt die Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens. Daten hierzu liefern Wirtschaftsauskunfteien. Sie schätzen durch die Analyse von Zahlungsströmen die Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen einer Zahlungsverpflichtung nicht nachkommen kann. Übertragen auf eine Vermietungssituation kann dadurch das Risiko des Mietausfalls durch Insolvenz des Mieters geprüft werden. Dies ist von besonderer Bedeutung, da ein einzelnes Unternehmen große Flächen einnehmen und somit im Falle der Insolvenz hohe Einnahmeausfällen verursachen kann. Durch die anschließende Notwendigkeit einer erneuten Mietersuche kämen weitere Einnahmeausfälle und Kosten hinzu.

Daneben zeigten fast alle Investoren bereits klare Vorstellungen, welche Regionalmärkte geeignete Anlagemärkte wären. Besonders oft genannt wurden (vgl. Interview 2, 3, 5, 7, & 8): Augsburg, Bonn, Bremen, Dresden, Freiburg, Hannover, Heidelberg, Karlsruhe, Leipzig, Mannheim, Münster, Nürnberg und Wiesbaden.

Auch regionale Aussagen wurden getroffen. Wiederholt wurde auf Baden-Württemberg, Bayern und Hessen verwiesen – mit der Begründung, dass hier besonders dynamische Wirtschaftsräume zu finden seien (vgl. Interview 5 & 7). Dies trifft auch auf die genannten Städte zu. Bei mehreren Investoren sollen sie eine Mindestgröße von ca. 150.000 Einwohnern aufweisen. Neben der Bevölkerungszahl ist zudem das Wachstum der Bevölkerung und der Beschäftigten wichtig. Außerdem solle die Beschäftigung auf einer diversifizierten Wirtschaftsstruktur fußen und mehrere Großunternehmen aufweisen. Diese Merkmale seien Voraussetzungen dafür, dass das Risiko bei der Wiedervermietung von Büroflächen akzeptabel bliebe.

Bei den oben genannten Regionalmärkten sind diese Anforderungen erfüllt. Es handelt sich um Großstädte mit hoher funktionaler Bedeutung und Ausstrahlung für ihr Umland. 2009 lag die Beschäftigungsspezialisierung im büroaffinen wirtschaftsstatistischen Bereich „J,K – Finanzen, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen“ in diesen Städten im Mittel 30 % über dem Bundesdurchschnitt (arithmetisch gemittelter Standortquotient: 1,30, Quelle: eigene Berechnung nach Daten des Statistischen Bundesamts).

Vor diesem Hintergrund ist der von Voß/Beyerle 2011 gebrauchte Begriff der „Regionalzentren“ für die in dieser Arbeit identifizierten Präferenzen der Investoren ebenfalls passend (IVG 2011, S. 3). Die Berücksichtigung der ökonomischen Bedeutung des Mesostandorts ist für die Investoren allerdings nicht einheitlich. Während manche Investoren angaben, auch in Objekte zu investieren, die nicht diesen Standortansprüchen genügen, schlossen andere Gesprächspartner ein Objekt unter solchen Umständen direkt aus. Eine derartige Ausschlusswirkung liegt vor allem beim Kriterium der Mindestgröße der Stadt oder bei der wirtschaftlichen Monostruktur mit nur einem Großunternehmen vor (vgl. Interview 2, 3 & 4).

Die bis hier beschriebenen Anforderungen an Investitionen in Regionalmärkten lassen sich in sechs Punkten zusammenfassen:

1. Zeitpunkt: spätere Aufwärtsphase im Immobilienzyklus
2. Mikro-Lage: mindestens gute, eher beste Lage
3. Meso-Lage: wachsender Regionalmarkt mit Großunternehmen, diversifizierter und büroaffiner Wirtschaftsstruktur
4. Vermietungsstand: besonders langfristig, vollständig, multi-tenant und bonitätsstark
5. Gebäudeausstattung: modern und neuwertig
6. Gebäudegröße (häufige Anwendung aber fraglich): dem Vermietungsmarkt angemessen; nicht über 20 Mio. € Kaufpreis

Diese Anforderungen haben unmittelbare Auswirkungen auf die Investitionsentscheidungen, weil sie Prüfungskriterien darstellen, anhand derer Objekte oder Märkte näher betrachtet oder ausgeschlossen werden.

4.3.2 Versicherungen

Wie in Kap. 4.1.2 und Kap. 4.2.2 erläutert, sind die Versicherungen nicht bereit, direkt in Bürogebäude in Regionalmärkten zu investieren. Allerdings zeigen beide Interviews mit Kapitalanlagegesellschaften von Spezialfonds, dass zumindest einzelne Versicherungen bereit sind, über ihre Fondskonstruktionen Anteile an Bürogebäuden in Regionalmärkten zu halten (vgl. Interview 10 & 11). Dabei kommt es bzgl. jedes Gebäudes, das erworben werden soll zu einer Absprache zwischen der KAG und der anlegenden Versicherung. Für den Erwerb benötigt die KAG das Einverständnis der Versicherung. Die Investitionsanforderungen der Fondsbetreiber treffen somit indirekt auch auf die bei ihnen beteiligten Versicherungen zu.

Drei der bei den offenen Fonds erfassten sechs Anforderungen treffen auch auf die Spezialfonds für Versicherungen beider Interviewpartner zu. Dies sind:

1. Mikrolage: mindestens gute, eher beste Lage
2. Gebäudeausstattung: modern / dem lokalen Markt angemessen
3. Vermietungsstand: besonders langfristig, vollständig, multi-tenant und bonitätsstark

Alle drei Aspekte stabilisieren die Werthaltigkeit des Investitionsobjekts und mindern damit das Risiko der Investition. Diese drei Kriterien können somit als eine Art Mindestkatalog für sichere Anlagen (Core+) in Bürogebäuden bei diesem Investorentyp verstanden werden.

Zwei weitere Anforderungen sind für das Verhalten von Anlagegesellschaften von Spezialfonds von einer eingeschränkten Bedeutung. Bzgl. des Mesostandortes sollte aus Sicht beider KAGen eine Mindestgröße vorliegen. Die Stadt sollte mindestens ca. 100.000 – 150.000 Einwohner aufweisen. Dabei wird demnach also eine ähnliche Größenordnung gewählt wie unter den offenen Fonds. Dieses Kriterium könnte einem Mindestkatalog also hinzugefügt werden. Weitere Ansprüche an das Wirtschaftsumfeld des Mesostandorts mit ausschließender Bedeutung werden jedoch nicht gestellt. Zwar bevorzuge man wirtschaftlich und demographisch wachsende Standorte, die auch über eine diversifizierte Wirtschaftsstruktur verfügen. Bei einem ansonsten guten Objekt ginge man jedoch auch in einen Markt, der diesen Kriterien nicht entspricht. Eine der Kapitalanlagegesellschaften für Spezialfonds verwendet eine eigenständig entwickelte Liste von „150-Top-Standorten“ (vgl. Interview 10). Die Tatsache, dass diese Liste 150 Märkte umfasst, zeigt trotz des Namens bereits, dass darunter auch wirtschaftlich schwächere Städte sind. Der Gesprächspartner berichtete selbst von einem angekauften Büroobjekt in einer Stadt, die auf Platz 149 rangierte und die er als „keinen guten Markt“ bezeichnete. Wirtschaftsstrukturelle Parameter eines Büroimmobilienmarktes werden von diesen zwei KAGen somit auch bei sicheren Anlagen als weniger wichtig erachtet als es im Falle einiger offener Fonds beobachtet werden konnte.

Die zweite nur teilweise in Betracht gezogene Anforderung besteht in der Gebäu-
degröße. Während eine KAG ebenfalls nur Objekt akzeptiert, die eine Höchstgröße von 35 Mio. Euro nicht überschritten (vgl. Interview 10), verlangt die andere ein Mindestvolumen von 15 Mio. Euro (vgl. Interview 11). Hieraus lässt sich somit kein allgemeines Muster ableiten.

Die Anforderung an einen spezifischen Zeitpunkt im Immobilienzyklus für einen Ankauf kann hingegen für beide Gesellschaften verneint werden. Beide erklärten, dass Anlagen in Regionalmärkten zu ihrem typischen Geschäftsfeld gehören. Eine KAG gab an, hohe Mittelzuflüssen auch von Seiten der Versicherungen während

des Krisenjahres 2009 erhalten zu haben, die sie in Regionalmärkte anlegte (vgl. Interview 10). Beide Unternehmen unterhalten eigene Abteilungen für das Asset-Management, also für die kaufmännische Organisation und Verwaltung der Immobilienbestände. Diese pflegen persönliche Kontakte in vielen der Regionalmärkte und informieren sich kontinuierlich über die dortigen Marktentwicklungen. Im Vergleich zu den offenen Fonds und Versicherungen, die sich eher sporadisch mit einzelnen Regionalmärkten beschäftigen, kann von einer Anpassung an oder sogar Spezialisierung auf Regionalmärkte gesprochen werden.

Diese Anpassung/Spezialisierung an die Regionalmärkte bietet auch eine Erklärung dafür, dass wirtschaftsstrukturelle Parameter eines Marktes bei den Investitionsanforderungen niedriger gewichtet werden. Die Kapitalanlagegesellschaften für Spezialfonds trauen sich aufgrund ihres Erfahrungshintergrundes, intakter Kontaktnetzwerke und der bereits vorhandenen eigenen Marktkenntnisse zu, Renditen mit Objekten in Märkten zu erzielen, die nicht insgesamt aufstreben. Ohne eine solche Expertise ist dies in derartigen Märkten nur schwer zu erreichen. Dieser Befund kann als entscheidender Grund angeführt werden, weshalb Versicherungen bereit sind, über indirekte Anlagen in Regionalmärkte zu investieren, obwohl diese Märkte ihren Anforderungen bei eigenen direkten Anlagen nicht genügen. Die Versicherungen vertrauen auf die Expertise der Kapitalanlagegesellschaften und akzeptieren deshalb auch Objekte in Märkten, die sie beim eigenen Direkterwerb als zu riskant einstufen. Die Analyse der Einstellungen der Versicherungen und der von ihnen gewählten KAGen zu den Märkten zeigt somit bereits deutlich, dass nicht nur die Eigenschaften der Märkte Einfluss auf die Investitionsbereitschaft nehmen, sondern insbesondere auch die Organisation und Ausrichtung der jeweiligen Gesellschaft.

4.3.3 Zusammenfassung

Der Vergleich der Anforderungen, die für die interviewten offenen Fonds und die Kapitalanlagegesellschaft von Spezialfonds für Versicherungen im Falle von Büroinvestitionen in Regionalmärkten relevant sind, ergab eine Art Mindestanforderungskatalog. Vier Kriterien müssen für sichere Anlagen in Regionalmärkten erfüllt sein:

1. Mikrolage: mindestens gute, eher beste Lage
2. Gebäudeausstattung: modern / dem lokalen Markt angemessen
3. Vermietungsstand: besonders langfristig, vollständig, multi-tenant und bonitätsstark
4. Marktgröße: mindestens 100.000 bis 150.000 Einwohner

Beim Vorhandensein einer besonderen Expertise der KAG für Regionalmärkte sind auch Versicherungen bereit, auf Basis dieser vier Mindestkriterien in Regionalmärkten zu investieren.

Unter den offenen Fonds ist eine solche Expertise weniger ausgeprägt. Sie erweitern daher oftmals die Anforderungen an den Markt und verlangen eine positive demographische und wirtschaftliche Dynamik, die das Investment absichert. Zudem fordern sie wiederholt eine Obergrenze bzgl. des Kaufpreises (ca. 20 Mio.Euro), damit der Kreis der kaufbefähigten Investoren ansteigt, z. B. um Privatpersonen. Dadurch wird die Verkaufswahrscheinlichkeit erhöht.

Ein grundlegender Unterschied besteht zudem in der zeitlichen Begrenzung der Investitionen in Regionalmärkten seitens der offenen Fonds auf die Aufwärtsphase im Immobilienzyklus. Neben den Anforderungen an die demographische Situation ist auch dieses zeitliche Kriterium der Tatsache geschuldet, dass sie weniger auf die Regionalmärkte spezialisiert sind als die interviewten Spezialfondsanbieter. Die offenen Fonds bewerten die Regionalmärkte grundsätzlich als riskanter. Daher präferieren sie prinzipiell die Top7 und weichen nur auf die Regionalmärkte aus, wenn bei den ersteren die Renditen zu niedrig geworden sind. Die befragten Kapitalanlagegesellschaften der Spezialfonds sind hingegen organisatorisch und personell umfassend auf Regionalmärkte eingestellt und sehen sich daher in der Lage, trotz geringerer Anforderungen sicher Renditen zu erzielen.

5 Ablauf und Kriterien der Marktauswahl

Dieses Kapitel behandelt die zweite und dritte Forschungsfrage der Arbeit. Frage zwei beschäftigt sich mit dem Ablauf und den Kriterien des Entscheidungsprozesses der Marktauswahl. Diese Aspekte machen gemeinsam die Variable aus, die zwischen der lokalen Beschäftigungsstruktur und der letztendlichen Marktauswahl interveniert und vermittelt. Mit den Analyseergebnissen hierzu ist es möglich, die dritte Frage zu bearbeiten, welche Wirtschaftsbranchen Einfluss auf die Marktauswahl haben und wie stark dieser ist (s. Abb. 4, Kap. 3.1).

Die nachfolgenden Ergebnisse beziehen sich auf die Antworten zu den Interviewfragen der Abschnitte vier und fünf des Interviewleitfadens (s. Kap. 3.3.2). Dabei wurde an einem konkreten Ankaufsfall behandelt, wie der Investor im Auswahlprozess vorgegangen ist, welche Indikatoren er in der Marktanalyse verwendete, welche Quellen er für die Daten heranzog und welche Rolle persönliche Netzwerke im Auswahlprozess spielten.

Der Aufbau dieses Kapitels gliedert sich in vier Teile, die inhaltlich und interpretativ aufeinander aufbauen. Als erstes wird der allgemeine Prozessablauf der Marktauswahl dargestellt (Kap. 5.1). Danach folgt die Vorstellung der Marktinformationen, die im Zuge des Auswahlprozesses berücksichtigt werden (Kap. 5.2). Daran schließt sich die Auswertung der Quellen der herangezogenen Indikatoren an (Kap. 5.3). Diese drei Unterkapitel erfassen die zentralen Merkmale der Marktauswahl und liefern Antworten auf die zweite Forschungsfrage. Anschließend wird analysiert in wie fern dieser Entscheidungsprozess die branchenspezifische Beschäftigungsstruktur einer Stadt oder die Branchenzugehörigkeit eines Mieters berücksichtigt (s. Kap. 5.4). Dies dient der Beantwortung der dritten Forschungsfrage. Zuletzt erfolgt eine verhaltensökonomische Auswertung hinsichtlich der Unterschiede zum normativ-rationalen Entscheidungsmodell bzw. der verwendeten Heuristiken im Zuge der Marktauswahl (s. Kap. 5.5).

Zur klaren Abgrenzung der Marktauswahl bei offenen Fonds gegenüber Versicherungen, werden beide Investorentypen in eigenen Unterkapiteln behandelt. Den Abschluss bildet die Zusammenfassung der zentralen Befunde.

5.1 Ablauf der Marktauswahl

5.1.1 Offene Fonds

Die überwiegende Mehrzahl der Interviews zeigt, dass nicht zuerst ein Markt, sondern ein Objekt als Investitionsmöglichkeit ausgewählt wird, das dem Investor auf den ersten Blick vielversprechend erscheint (vgl. Interview 2, 3, 4, 5 & 8). Die Grundlage hierfür liefern die meistens von Maklern eingereichten Exposés. Wiederholt wurde bzgl. Regionalmärkten aber auch auf eine höhere Bedeutung direkter Angebote von Eigentümern verwiesen. Die großen, professionellen Maklerhäuser agierten dort nicht mehr und lokale Makler böten erfahrungsgemäß schlechtere Dienstleistungen an (s. Kap. 4.2.1). Diese Vorgehensweise ist somit prinzipiell zunächst angebotsorientiert und bottom-up ausgerichtet. Die Möglichkeit, über Analysen zuerst einen Markt auszuwählen und dort dann Objekte zu suchen, wird in den meisten Fällen aufgrund der eingeschränkten Objektverfügbarkeit als praktisch kaum umsetzbar erachtet (vgl. Interview 2, 4 & 8). Ein Gesprächspartner schilderte die damit verbundenen Herausforderungen besonders anschaulich:

„Und das ist aber im Prinzip eine top-down-Idee, die durch das Fondsmanagement auch immer herausgefordert wird. [...] und eben auch durch die Akquisitionsabteilung [über die] Verfügbarkeit der Objekte. ‚Kann ich da überhaupt was kriegen?‘ Also wenn jetzt mein Modell hier herausbekäme, ich müsste 25 % mei-

nes Portfolios [...] in der Stadt [...] irgendwo kaufen, dann wird mir der Einkauf sagen ‚schön, was dein Modell dir da sagt, aber es gibt diese Immobilie in dieser Stadt einfach nicht‘." (Interview 4)

Ein Investor berichtete, eine top-down-Auswahl tatsächlich eine Zeit lang betrieben zu haben (vgl. Interview 7). Eine solche Vorgehensweise habe man aufgrund dieser Probleme aber aufgegeben. Den Entscheidungsprozess am extern angebotenen Objekt zu beginnen, spare Zeit und Arbeit. Es muss kein Aufwand betrieben werden, sich bei Maklern oder Eigentümern eigenständig nach Objekten zu erkundigen, die zum Verkauf stehen. Dieser eingesparte Aufwand ist dann besonders groß, wenn in einem Markt wenige oder gar keine Objekte angeboten werden. Würde ein solcher Markt top-down ausgewählt werden, könnte auch eine aufwendige Suche kaum attraktive Ankaufsobjekte identifizieren.

Einer der großen Investoren gab in diesem Zusammenhang an, dass er aufgrund seines hohen Bekanntheitsgrades besonders viele Angebote nicht nur von Maklern, sondern auch von Eigentümern erhalte (vgl. Interview 2). Dadurch wird die beschriebene angebotsorientierte Vorgehensweise, bei der die Marktauswahl mit einem vielversprechenden Objekt beginnt, zusätzlich erleichtert. Angebote von Eigentümern haben den Vorteil, dass keine Maklerleistungen bezahlt werden müssen und auch weniger andere Kaufinteressenten mitbieten. Große Investoren können durch eine bottom-up strukturierte Marktauswahl also sowohl Arbeitersparnisse realisieren als auch unerwünschte Beteiligungen von Maklern vermeiden.

Mit der Auswahl eines vielversprechenden Objektes beginnt allerdings ein mehrstufiges Screeningverfahren, bei dem an verschiedenen Punkten die Beschäftigungsstruktur direkt oder indirekt berücksichtigt wird. In den meisten Fällen wurden Mindestvoraussetzungen genannt, die der Markt erfüllen müsse, damit das Objekt von Beginn an weiterhin in Frage käme (vgl. Interview 2, 3, 4, 5 & 8). Diese Mindestvoraussetzungen haben also eine frühe Knock-out- oder Filterfunktion und entsprechen somit im gesamten Entscheidungsprozess einem top-down-Element.

Ihre Ursache haben diese Filter in den Anforderungen, die die offenen Fonds an Investments stellen, wie sie im Kap. 4.3.1 vorgestellt wurden. Die zentrale Voraussetzung war hierbei, dass im Unternehmensbesatz keine Monostruktur unter den Büronutzern besteht und es mehrere Großunternehmen gibt. Erlangen und Bonn kommen beispielsweise daher nicht bei allen Investoren als Investmentmarkt in Betracht, da dort nur wenige unterschiedliche Großunternehmen ansässig seien (Siemens bzw. Deutsche Post und Telekom). Vielfalt und Größe der Arbeitgeber

sind zwar Aspekte der Beschäftigungsstruktur, diese sind aber nicht branchenspezifisch. Zwei Investoren verlangen, wie zuvor beschrieben, zudem eine Untergrenze von ca. 150.000 Einwohnern (vgl. Interview 2 & 3). Die genannten Informationen über die Wirtschaftsstruktur, Beschäftigungs- und Einwohnerzahlen haben grundlegenden Charakter und erfordern kein eigenständiges Sammeln oder Berechnen. Sie lassen sich über vielfältige Quellen wie Internet, Wirtschaftsförderungsgesellschaften, regionalökonomische Datenbanken und Informationsdienstleister mit relativ geringem Aufwand beziehen (Piazolo 2008, S. 41ff.). Es zeigt sich somit, dass die zu diesem frühen Zeitpunkt im Auswahlprozess eingesetzten Filter von relativ einfacher Natur, aber sehr wirkungsvoll sind. Wie ein Investor erklärte, wird dieses Mittel bewusst zur Vereinfachung und Zeiteinsparung eingesetzt.

„Wir schauen dann, dass wir nicht bei jeder Objektprüfung rüber [zur Abteilung für Research] rennen, sondern wir schauen uns schon die Sachen an, die jetzt leichter zu bekommen sind. Die nicht so in die Tiefe gehen. Was man so im Internet verfügbar hat. Aber alles das, was tiefergehend ist, das wird ab einem gewissen Zeitpunkt erst über Research dann eingesammelt. Aber erst dann, wenn wir schon eine Vorabentscheidung getroffen haben, dass es interessant ist. Dass wir auch effizient bleiben in unseren Arbeitsprozessen.“ (Interview 3)

Das Zitat deutet ebenfalls an, dass wenn das betrachtete Objekt das Filtern erfolgreich bestanden hat, nach der groben weitere feinere Analysen folgen. Hierzu gehören eine tiefere Marktanalyse und eine genauere Wirtschaftlichkeitsberechnung. Diese können auch parallel zueinander ablaufen. Die Marktanalyse zeichnet im Sinne einer STOMA (s. Kap. 2.3.2.3) ein genaues Bild der wirtschaftlichen Situation des Standortes und der Entwicklungen auf dem Büroimmobilienmarkt. Hierbei werden neben sektoralen Merkmalen der lokalen Wirtschaftsstruktur auch Immobilienmarktkennziffern verwendet, die durch die branchenspezifische Beschäftigung anteilig beeinflusst werden, wie z. B. Mietpreisentwicklung, Flächenumsatz und Leerstände. Diese Aspekte werden im anschließenden Kapitel näher erläutert. Ergebnisse der Marktanalyse finden bei der anschließenden oder zeitgleich verlaufenden Wirtschaftlichkeitsberechnung Verwendung.

Ein häufig angewandtes Berechnungsinstrument war die Discounted Cashflow-Analyse (DCF, vgl. Interview 3, 4, 7 & 8). Mittels dieser kann der Kapitalwert der Investition geschätzt werden. Der Kapitalwert entspricht inhaltlich jenem Wert, den zukünftige Zahlungen aus gegenwärtiger Sicht haben. Dazu werden über einen definierten Zeitraum die erwarteten Einzahlungen aus der Vermietung den erwar-

teten Auszahlungen, z. B. für Instandhaltung und Neuvermietung, gegenüber gestellt. Die Differenz ergibt die Überschüsse, die durch die Vermietung laufend über sämtliche Berechnungsperioden des betrachteten Zeitraums (i.d.R. 10 Jahre) erwirtschaftet werden. In der letzten Periode/Jahr kommt der Ertrag aus dem letzten Wiederverkauf des Gebäudes hinzu. Um den heutigen Kapitalwert der Investition zu erhalten, werden die zuvor bestimmten laufenden Überschüsse jeder zukünftigen Periode abgezinst. Eng mit dem Kapitalwert verbunden ist die Renditeangabe des internen Zinsfußes. Das ist jener Kalkulationszinssatz, der den Kapitalwert gleich Null setzt. Er gibt somit an, wie hoch sich das in diesem Projekt eingesetzte Kapital verzinst. Kapitalwert und interner Zinsfuß sind im Zuge von DCF-Rechnungen typische Kennziffern, die helfen, die attraktivste Investitionsalternative auszuwählen (Bonewinkel et al. 2008, S. 640 ff).

Mehrere Interviewpartner schilderten, dass sie die Wirtschaftlichkeitsberechnung mit den Ergebnissen der Marktanalyse in Verbindung setzen. Auf der einen Seite wird die in den Wirtschaftlichkeitsberechnungen angenommene Prognose für das Objekt der Prognose für den Markt gegenübergestellt. Der Vergleich zeigt, ob davon auszugehen ist, dass das Objekt besser oder schlechter als der Markt positioniert ist und ob die Berechnungsannahmen (z. B. Miet- und Kaufpreise) realistisch sind (vgl. Interview 4).

Zudem äußerten mehrere Investoren, dass sie Erkenntnisse der Marktanalyse direkt in eine DCF-Modellierung einfließen lassen (vgl. Interview 3, 7 & 8). Dies kann über die Verwendung von Mietpreisprognosen oder über Angaben zu vermietungsfreien Zeiten/Leerständen und Maklerkosten bei auslaufenden Mietverträgen erfolgen.

Mit Hilfe der Ergebnisse der Marktanalyse und Wirtschaftlichkeitsberechnung werden für weiterhin geeignet erscheinende Objekte die Unterlagen zusammengestellt. Damit können alternativ zur Verfügung stehende Objekte untereinander verglichen werden. Die abschließende Investitionsentscheidung trifft mit Hilfe der Unterlagen ein übergeordneter Anlageausschuss.

Die einzelnen Prozessphasen dieser bottom-up ablaufenden Marktauswahl lassen sich also in einem sechs-schrittigen Ablauf kurz zusammenfassen:

1. Erste Prüfung eines Angebots auf Investmentqualität des Objekts
2. Grobfilter bzgl. des Mesostandorts
3. Feinere Marktanalyse
4. Genauere Wirtschaftlichkeitsberechnung
5. Vergleich alternativer Objekte

6. Abstimmung bzgl. des Ankaufs auf Managementebene

Prinzipiell zeigt der beobachtete Ablauf der Anlageentscheidung eine hohe Übereinstimmung mit den Strategien zweiter Ordnung, die bereits im deskriptiven Entscheidungsmodell von Roberts/Henneberry 2007 festgestellt wurden (s. Kap. 2.3.3.2). Es besteht eine Unterteilung des Analyseaufwandes in kleine Schritte (Objektauswahl, Grobfilter, Marktanalyse). Die einzelnen Aufgaben werden dabei an mehrere Abteilungen (Fondsmanagement, Einkauf, Research) delegiert. Im Falle von Bevölkerungsuntergrenzen und der Voraussetzung von lokalen Großnutzern kann von *strikten Regeln* gesprochen werden, die die Filterung organisieren. Wie in Kap. 2.3.1.2 erläutert, bewirken Strategien zweiter Ordnung eine Reduktion der Komplexität der Gesamtentscheidung und eine Vermeidung oder zumindest Minderung schwerer, nachteiliger Folgen.

Auch auf einer niedrigeren Abstraktionsebene weist das Schema der Marktauswahl eine große Übereinstimmung mit dem Modell des gesamten Investitionsentscheidungsablaufs, das Roberts/Henneberry 2007 vorstellten, auf. Die Phase eins entspricht der *Grundstückssuche*, die Phasen zwei bis fünf sind eine feinere Untergliederung der zusammenfassenden Phase *Analyse und Vergleich*. Die Phase sechs ist äquivalent zur *Beratung mit Kunden/Management*.

Im Wesentlichen zeigen sich aber zwei Abweichungen. Erstens schließt die Suchphase die Regionalmärkte nicht kategorisch aus – zumindest während der späteren Aufwärtsphase des Immobilienzyklus. Zweitens findet ein Vergleich von verschiedenen Anlageobjekten bereits in der anfänglichen Suchphase statt, in der unter den eingereichten Exposés ausgewählt wird.

Lediglich ein Investor bevorzugt eine hiervon abweichende top-down strukturierte Vorgehensweise (vgl. Interview 7). Er geht nach einem Marktauswahlmodell vor, das sich an den Renditemöglichkeiten in den Märkten ausrichtet. Damit werden attraktive Märkte lokalisiert. In der Beurteilung der Renditemöglichkeiten eines Marktes spielen nicht nur das aktuelle Renditeniveau der Büroimmobilien eine Rolle, sondern auch die Möglichkeit, dass diese Rendite zukünftig steigt. Als zentraler Motor hierfür werden Mietanstiege gesehen. Aus diesem Grunde werden Entwicklungen bei großen lokalen Arbeitgebern sowie auch die Flächenumsätze analysiert. Bei dieser Analyse wichtiger Arbeitgeber spielt die Branchenzugehörigkeit der Unternehmen jedoch keine besondere Rolle. Somit nimmt die Branchenstruktur nur einen indirekten Einfluss auf die Renditeerwartung und nachgelagert auf die Marktauswahl.

Der Fondsmanager wählt unter den vorgeschlagenen Märkten für seinen Fonds aus und gibt der Akquiseabteilung den Auftrag, dort geeignete Objekte zu finden. Daraufhin sucht diese dort nach Büroobjekten und nimmt dafür auch eigenständig Kontakt zu Maklern, Developern und Bestandshaltern vor Ort auf. Auch dieser Investor gab an, dass Marktdaten in der anschließenden Wirtschaftlichkeitsberechnung berücksichtigt würden (vgl. Interview 7).

Die Marktauswahl nach dieser top-down orientierten Vorgehensweise lässt sich also mit den folgenden Phasen schematisieren:

1. Marktanalyse: Ausweisung attraktiver Märkte durch Analyse und Vergleich von Renditemöglichkeiten
2. Auswahl unter den ausgewiesenen Märkten und Suchorder des Fondsmanagers an die Akquise
3. Suche nach geeigneten Objekten
4. Wirtschaftlichkeitsberechnung
5. Vergleich alternativer Objekte
6. Abstimmung bzgl. des Ankaufs auf Managementebene

Trotz der eindeutigen Ergebnisse des Marktauswahlmodells betonte der Gesprächspartner, dass diese Auswahl nicht starr, sondern offen und flexibel gehandhabt werde. Sie habe keinen verbindlichen Charakter und sei immer Gegenstand von abteilungsübergreifenden Gesprächen und kurzfristigen Anpassungen. Dies sei notwendig, um auf die Schnelllebigkeit der Märkte reagieren zu können.

Bottom-up würden zwar auch attraktive Objekte durch die Akquise in zuvor nicht ausgewählten Märkten vorgeschlagen werden. Allerdings könnten diese nur dann überzeugen, wenn sie besser als der Markt seien. In 90 % der Fälle wären sie letztlich zu teuer. Für die top-down vorgehende Auswahl spräche demnach vor allem ein ökonomisches Optimierungsziel. Dies wird von den meisten offenen Fonds jedoch offenbar zugunsten schnellerer und einfacherer Arbeitsprozesse nur eingeschränkt verfolgt.

Insgesamt ist eine gewisse Berücksichtigung der allgemeinen Beschäftigungsstruktur in der Marktauswahl selbst bei unterschiedlichen Herangehensweisen (bottom-up und top-down) feststellbar. Es existiert ein direkter Einfluss auf die Marktauswahl wegen der Verwendung von beschäftigungsbezogenen Filterungen, z. B. durch Betrachtung der Beschäftigung im tertiären Sektor und der lokalen Großnutzer. Branchenspezifisch sind diese Betrachtungen jedoch nicht. Die genauere Branchenstruktur der Beschäftigung wird lediglich indirekt berücksichtigt, da unterschiedliche Indikatoren in den Analysen verwendet werden, die teilweise

von der Branchenstruktur abhängen, wie z. B. Beschäftigungs- und Bevölkerungsentwicklung, Mietpreis oder Flächenumsatz. Durch Rückbezüge der Wirtschaftlichkeitsberechnungen auf die Ergebnisse der Marktanalyse können sich diese Indikatoren auch auf die stark entscheidungsrelevanten Renditekennziffern auswirken.

5.1.2 Versicherungen

Im Grundsatz finden sich bei den Versicherungen die gleichen Strategien zweiter Ordnung wie bei den Fonds. Um die Gesamtkomplexität des Entscheidungsproblems herunterzubrechen, werden folgende Systematiken eingesetzt: kleine Schritte, Delegation und strikte Regeln. Hierin scheint ein verallgemeinerbares Prinzip zu bestehen.

Die tiefere Analyse zeigt aber, dass unter den Versicherungen das Häufigkeitsverhältnis zwischen top-down und bottom-up orientierter Marktauswahl genau umgedreht ist wie unter den offenen Fonds. Denn die Versicherungen beginnen mehrheitlich mit einer Marktanalyse (vgl. Interview 1 & 6). Die Büroimmobilienmärkte der Top7 werden dabei vor allem auf aktuelle Liquidität, Preisniveau, Phase im Immobilienzyklus, Beschäftigtenentwicklung und Angebotssituation untersucht. Ein spezifisches Modell zur Renditebestimmung, wie im zuvor benannten Falle des ebenfalls top-down vorgehenden offenen Fonds, wurde jedoch nicht erwähnt. Der Ablauf der Marktauswahl gliederte sich ansonsten mit nur geringen Abweichungen wie der zuvor dargestellte top-down strukturierte Prozess:

1. Marktanalyse
2. Auswahl geeigneter Märkte und Suchorder an die Akquise
3. Suche nach geeigneten Objekten
4. Wirtschaftlichkeitsberechnung
5. Vergleich alternativer Objekte
6. Abstimmung bzgl. des Ankaufs auf Managementebene mit der Versicherungstochter

In der Abstimmungsphase am Ende wird das Tochterunternehmen der Versicherung, für das das Gebäude erworben werden soll, mit in die endgültige Entscheidung einbezogen. Unter Umständen werden auch schon früher Absprachen mit den Tochtergesellschaften getroffen. So schließt das Portfoliomanagement einer Versicherung i.d.R. bereits auf Grundlage der anfänglichen Marktanalyse mit den Tochterunternehmen eine Art Vertrag ab („Service Agreement“), dass im Laufe der nächsten zwölf Monate in diesem Markt ein Objekt erworben werden soll (vgl.

Interview 1). Dieser Abstimmungsbedarf ergibt sich aus den Konzernstrukturen im Versicherungswesen und der Zentralisierung der immobilienanlageverantwortlichen Funktionen.

Die Ergebnisse der Interviews mit den Versicherungen weichen damit wesentlich stärker von den Befunden von Roberts/Henneberry 2007 ab als im Falle der offenen Fonds. Dort war der Investmentprozess meistens bottom-up aufgebaut. Diese unterschiedliche Handhabung wird in manchen Situationen jedoch aufgegeben. Obwohl die beschriebene top-down Vorgehensweise überwiegt, gaben dieselben Versicherungen an, bei besonders günstigen Gelegenheiten auch angebotsgetrieben zu handeln. Ein Gesprächspartner erklärte die Motivation hierfür mit dem geringen Angebot an attraktiven Anlageobjekten. Das nachfolgende Zitat veranschaulicht diesen Hintergrund besonders deutlich:

„Und selbst wenn ich Düsseldorf jetzt nicht als Top-Anlageziel für 2011 identifiziert habe, aber nacheinander vier tolle Kö- und Shadowstraßenobjekte auf den Markt kommen – in April, Juni, August und November – dann wird man hier im Haus bei allen vier Objekten versuchen diese zu kaufen. Weil es in die Top7 fällt, weil es sehr gute Objekte in dem individuellen Markt sind und sie ‚am Markt‘ sind. [...] So groß ist der deutsche Büromarkt von gut vermieteten Core-Immobilien nicht. Da komme ich auf keine 300 Gebäude im Land. Und ein Großteil davon ist nicht immer zum Verkauf [...] und man muss ein Stück weit auch da anlegen was verfügbar ist.“ (Interview 1)

Eine Versicherung beschrieb, dass sie von vornherein bottom-up orientiert vorgehe (vgl. Interview 9). Dort spielt sich die Marktauswahl wie für die Mehrheit der offenen Fonds beschrieben ab. Zu Beginn steht eine Vorauswahl vielversprechender Objekte unter den eingereichten Exposés. Beim anschließenden Grobfiltern wird auch hier der Mesostandort berücksichtigt, obwohl die Versicherung ausschließlich in den Top7 anlegt. Unter diesen gilt Berlin allerdings als zu wirtschaftsschwach. Dortige Objekte werden somit bereits zu Beginn von der weiteren Analyse ausgeschlossen.

Marktanalyse und Wirtschaftlichkeitsberechnung laufen ab wie bei den offenen Fonds beschrieben. Rückbezüge der Wirtschaftlichkeitsberechnung auf die Marktanalyse wurden eingeschränkt auch bestätigt. Sie beschränken sich allerdings auf die Modellierung der Mieterwechsel im Rahmen der DCF-Analyse. Hierbei werden die Modellannahmen mit den Ergebnissen der Marktanalyse abgeglichen. Die letzte Prozessphase gleicht jener im top-down strukturierten Marktauswahlschema der Versicherungen. Es findet eine Absprache mit der Konzerntochter statt, in de-

ren Besitz das Objekt übergehen soll. Bottom-up gestaltet sich die Marktauswahl in diesem Falle also nach folgendem Muster:

1. Erste Prüfung eines Angebots auf Investmentqualität des Objekts
2. Grobfilter bzgl. des Mesostandorts
3. Feinere Marktanalyse
4. Genauere Wirtschaftlichkeitsberechnung
5. Vergleich alternativer Objekte
6. Abstimmung bzgl. des Ankaufs auf Managementebene mit der Versicherungstochter

Die Analyse der Marktauswahl unter den Versicherungen zeigt somit, dass auch im Falle einer räumlichen Beschränkung der Investitionen auf die Top7 die branchenspezifische Beschäftigung nur indirekte Berücksichtigung findet. Dies gilt vor allem dann, wenn die Marktauswahl top-down strukturiert ist. Aber auch im Falle eines bottom-up vorgehenden Prozesses können Agglomerationsräume auf Grundlage ihrer wirtschaftsstrukturellen Situation aussortiert werden, wie das angeführte Beispiel zeigt.

5.1.3 Zusammenfassung

Tab. 6 gibt einen Überblick über die Verbreitung der Analyserichtungen top-down und bottom-up unter den interviewten offenen Fonds und Versicherungen.

Tab. 6: Verbreitung der Analyserichtungen in der Marktauswahl nach Investorentyp

		Investortyp	
		offene Fonds	Versicherungen
Analyserichtung	bottom-up	überwiegend	regelmäßig
	top-down	selten	häufig

Quelle: eigene Bearbeitung

Ein angebotsorientierter, von unten nach oben gerichteter, Ablauf der Marktauswahl ist sowohl unter den offenen Fonds als auch den Versicherungen verbreitet, jedoch mit unterschiedlichen Häufigkeiten. Unter den offenen Fonds ist dies die dominierende Analyserichtung. Anfangspunkt ist meistens ein konkret vorliegendes Objektexposé. Bis die endgültige Anlageentscheidung getroffen wird, hat ein zum Ankauf freigegebenes Objekt fünf Analyseschritte durchlaufen. Diese haben die Aufgabe ungeeignete Fälle auszufiltern. Da vor allem unter Objektexposés ausgewählt wird, die aufgrund der Initiative Dritter eingereicht werden und kein Versuch erfolgt, die attraktivsten Märkte zu identifizieren, kann von keinem optimierenden Verhaltensmuster gesprochen werden. Primäres Ziel ist, ein rentables und sicheres Gebäude in arbeitseffizienter Weise zu identifizieren. Es kann insgesamt eher von einer Objektauswahl denn von einer Marktauswahl gesprochen

werden. Dennoch müssen Märkte auch bei diesem Verfahren die Mindestanforderungen an den Mesostandort erfüllen. Zu diesen zählen auch wirtschaftsstrukturelle Eigenschaften (s. Kap. 4.3). Objekte in allen anderen Märkten werden schnell über einen anfänglichen Grobfilter ausgeschlossen.

Dieser angebotsorientierte Ablauf tritt auch unter den interviewten Versicherungen auf. Häufiger geht man dort jedoch marktorientiert, von oben nach unten vor. Ausgangspunkt ist dabei eine Marktanalyse der deutschen Top7. Bei dieser werden vor allem Immobilienmarktkennziffern, aber auch die allgemeine Beschäftigungsentwicklung berücksichtigt. Sie mündet in einer Entscheidung, in welchen Märkten die Ankaufsabteilung nach geeigneten Objekten suchen soll.

Aus Sicht der offenen Fonds hat diese Vorgehensweise den Nachteil, unter Umständen Märkte auszuwählen, in denen keine geeigneten Objekte verfügbar sind. Das zeigt, dass die offenen Fonds einem stärkeren Anlage- und Renditedruck ausgesetzt sind und sich dementsprechend ihre Handlungslogiken von Versicherungen unterscheiden. Für die Letzteren ist der Direkterwerb von Immobilien nur eine von vielen möglichen Anlageformen.

Der in dieser Arbeit festgestellte bottom-up strukturierte Ablauf der Marktauswahl weist insgesamt eine Ähnlichkeit mit dem Entscheidungsprozess auf, den Roberts/Henneberry 2007 bei deutschen Immobilieninvestoren beobachteten. Die Unterschiede zu den Ergebnissen dieser Forscher sind aber groß genug, um eine Berücksichtigung der branchenspezifischen Beschäftigung einer Stadt zu ermöglichen. Diese wichtigen Differenzen bestehen darin, dass offene Fonds Regionalmärkte nicht vollständig und permanent ausschließen und dass Objekte bereits frühzeitig aufgrund ihres Mesostandorts ausgefiltert werden.

Der nun gerade unter Versicherungen beobachtete top-down orientierte Ablauf der Marktauswahl legt konzeptionell eine Berücksichtigung der Branchenstruktur der Beschäftigung einer Stadt sogar nahe. Im Gegensatz zum bisherigen Forschungsstand liegen somit jetzt verhaltensökonomisch begründete Ergebnisse vor, die eine Berücksichtigung der Branchenstruktur während der Marktauswahl nicht mehr ausschließen (s. Kap. 2.3.3.2).

5.2 Kriterien der Marktanalyse

5.2.1 Offene Fonds

Mehrere Kapitalanlagegesellschaften offener Fonds gaben an, dass es ein Ziel der Marktanalyse sei, ein Gefühl für den Markt zu bekommen und insgesamt eine „Story“ in dem Marktbericht erzählen zu können (vgl. Interview 3, 5 & 7). Diese

solle überzeugend darstellen, warum der Markt für eine Anlage geeignet sei. Kennziffern seien hierfür wichtig, da sich ohne quantitative Datengrundlage kein Vertrauen in den Markt herausbilden könne und man ihn dann meiden würde.

Die Investoren berichteten, dass bei der Marktanalyse die Wirtschafts- und Beschäftigungsstruktur direkt analysiert werde (vgl. Interview 2, 3, 4, 5, 7 & 8). Als Indikatoren ziehen sie hierbei die sektorale Wirtschaftsstruktur, die wichtigen Arbeitgeber oder die Bürobeschäftigung heran. Der letzte Indikator dient der Schätzung der Büroflächennachfrage. Er kann über ein Bestimmungsverfahren von Dobberstein 1997 ermittelt werden und gibt an, wie viele Beschäftigte vor Ort in Büros arbeiten (s. Kap. 2.3.2.2).

Allerdings wird die Beschäftigungsstruktur bei diesen Indikatoren dabei nicht im Detail, sondern auf einer übergreifenden Ebene betrachtet. Mehrfach wurde erklärt, dass man die Beschäftigung im „Dienstleistungssektor“ beachte – auch in ihrem zeitlichen Verlauf. Eine Differenzierung nach einzelnen Branchen wird aber nur vereinzelt vorgenommen (vgl. Interview 4). Dies liegt nicht an fehlenden Daten, da diese zumindest auf Kreisebene vom statistischen Bundesamt online frei zugänglich sind. Vielmehr wird eine solche Detaillierung nicht als notwendig erachtet. Die dahinter stehenden Gründe der Investoren werden in Kap. 5.4 vertieft. Insgesamt kann jedenfalls nicht von einer direkten Berücksichtigung der branchenspezifischen Beschäftigung gesprochen werden.

Die Interviewpartner gaben auch zum überwiegenden Teil an, die lokale Bevölkerungsentwicklung in ihren Analysen zu betrachten (vgl. Interview 2, 3, 7 & 8). Hierbei handelt es sich um einen Indikator, der eng mit der Beschäftigtenentwicklung zusammenhängt und häufig stark korreliert. Ein Beschäftigter, der am Arbeitsort lebt, wird auch in der Bevölkerungsstatistik erfasst und die Bevölkerung einer Region stellt das Arbeitskräftepotenzial auf dem Arbeitsmarkt dar. Überregionale Wanderungen der Bevölkerung werden wiederum regelhaft von Arbeitsmöglichkeiten beeinflusst (Suwala 2010, S.46, 61 f.). Somit bedeutet der Einfluss der Bevölkerungsentwicklung auch eine indirekte Berücksichtigung der Beschäftigungssituation.

Hinzu kommen Immobilienmarktkennziffern wie das Mietpreisniveau und Mietentwicklung, der Flächenumsatz und der Leerstand (vgl. Interview 3, 4, 5, 7, & 8). Diese Indikatoren hängen zwar mit von der Branchenstruktur ab, ihre Ausprägung wird aber auch wesentlich vom Flächenangebot und der Gebäudestruktur beeinflusst. Die Verwendung dieser Kennziffern führt somit ebenfalls zu einer indirekten Berücksichtigung der Branchenstruktur im Entscheidungsprozess.

Insgesamt wurden vier verwendete Indikatoren wiederholt genannt, die eine deutliche Unabhängigkeit von der Beschäftigungssituation aufweisen (vgl. Interview 3, 4, 5, 7, & 8). Dies ist zum einen das Büroflächenangebot mit Angaben zum Flächenbestand und zu den in Entwicklung befindlichen Bauprojekten („Pipeline“). Zum anderen wurde regelhaft auf Kaufpreise und Renditekennziffern von Büroobjekten verwiesen.

Demgegenüber konnten mit der Beschäftigung im Dienstleistungssektor, den Bevölkerungszahlen und den drei ersten Immobilienmarktkennziffern insgesamt fünf Indikatoren erfasst werden, bei denen ein indirekter Einfluss der Branchenstruktur vorliegt. Es zeigt sich somit, dass ein hoher Anteil der im Rahmen der Marktanalyse verwendeten Informationen inhaltliche Bezüge zur Branchenstruktur und zur Beschäftigungsentwicklung aufweist. Allerdings ist die branchenspezifische Beschäftigung nie der alleinige Einflussfaktor, der für die Ausprägung des einzelnen Indikators verantwortlich ist. Da die Branchenstruktur somit nur indirekt in Form übergreifender Indikatoren Berücksichtigung findet, wirkt sie auf die Marktauswahl in abgeschwächter Weise.

Die Mehrzahl der KAGen gab zudem an, Prognosedaten hinsichtlich zukünftigen Kauf- und Mietpreisen im Bürosegment bei ihren Analysen zu berücksichtigen (vgl. Interview 3, 5, 7 & 8). Dabei werden prognostische Daten entweder von externen Datendienstleistern bezogen oder über eigene Prognosemodelle selbst generiert. Im letzten Fall kommt es mitunter wiederum zu einer Berücksichtigung branchenbezogener Beschäftigungsdaten.

Das Prognosemodell eines Investors basiert auf einer Beschäftigungsprognose für die Branchen Finanzen und Unternehmensbezogene Dienstleistungen, die er von einem Dienstleister bezieht (vgl. Interview 3). Wie in Kap. 2.3.2.2 erläutert, basieren Mietprognosen regelhaft auf der Beschäftigungsentwicklung in diesen Branchen.

Um Aussagen über Einflüsse auf die tatsächlich realisierte Marktauswahl treffen zu können, muss die Verwendung der Informationen im Verlauf der Marktanalyse einbezogen werden (vgl. Kap. 5.1). Informationen zur Beschäftigungsbasis und lokale Großunternehmen werden frühzeitig als grobe Filter verwendet, um Objekte aus riskanten Märkten ohne großen Arbeitsaufwand ausschließen zu können. Darüberhinaus fließen Ergebnisse der Marktanalyse in die zeitlich anschließenden Wirtschaftlichkeitsberechnungen ein.

Grundsätzlich zeige sich, dass die Marktanalyse bei Regionalmärkten aufmerksamer und aufwendiger durchgeführt wird als bei Investitionen in den Top7 (vgl.

Interview 2, 3, 5 & 8). Die marktanalytische Auseinandersetzung mit Regionalmärkten ist intensiver, wie das folgende Zitat treffend wiedergibt:

„Wenn wir nach München gehen, da müssen wir nicht nochmal groß die Story zu München erzählen. Da weiß man: es ist ein prosperierender Standort. Und da muss man nicht nochmal bei Adam und Eva anfangen. Aber da geht es dann eher um die immobilienwirtschaftlichen Kennziffern.“ (Interview 3)

Denn das Engagement in einem Regionalmarkt bedeutet für Investoren häufig einen neuen Markteintritt. Dafür sind mehr grundlegende Informationen notwendig als in den Top7. Folglich greifen Investoren in derartigen Situationen verstärkt auf regionalökonomische Daten zurück. Bei bekannten Märkten beschränken sie sich mitunter auf Immobilienmarktkennziffern oder verwenden bereits bestehende Daten- und Textbausteine.

Vorhandene Marktkenntnisse aus früheren Transaktionen fließen in die Marktanalyse ein. Dabei kann der Analyseaufwand reduziert oder auch das Vertrauen gesteigert werden, wie verschiedene Gesprächspartner angaben. Im Falle von negativen Erfahrungen kann es allerdings auch in extremen Fällen zum direkten Ausschluss beim anfänglichen Grobfilter kommen. Dies wurde am Beispiel von ost-deutschen Büroimmobilienmärkten geschildert, die aufgrund früherer schlechter Erfahrungen immer noch gemieden werden. Die Bedeutung dieser Vorgehensweise wird im nachfolgenden Kapitel 5.4 „Heuristiken in der Marktauswahl“ weiter untersucht.

Prognosedaten zu den Miet- und Kaufpreisen spielen bei der Berücksichtigung von Marktinformationen in der Wirtschaftlichkeitsberechnung eine vermittelnde Rolle. Mietpreisprognosen werden teilweise eingesetzt, um sie mit der Objektprognose im Rahmen der Investitionsrechnung abzugleichen (vgl. Interview 4). In anderen Fällen fließen Mietprognosedaten direkt in die DCF-Berechnung bei den Annahmen über Ausfälle, Ausgaben und Erträge der künftigen Nachvermietungen mit ein (vgl. Interview 3 & 8). Aus den Investitionsrechnungen ergeben sich Renditeangaben, die eine zentrale Entscheidungsgröße für die Investoren darstellen (s. Kap. 4.1.1).

Trotz ihrer regelmäßigen Verwendung nahmen viele Gesprächspartner eine skeptische Position zu Prognosedaten ein. Mehrfach gibt es Zweifel hinsichtlich der Belastbarkeit dieser Daten, gerade wenn sie von externen Dienstleistern stammen (vgl. Interview 3, 5 & 8). Hierfür gibt es mehrere Gründe. Zum einen sind die hinter den Prognosen stehenden Berechnungen unbekannt. Damit können Ausgabe-werte nicht methodisch nachvollzogen werden. Somit bestehe die Möglichkeit,

dass der Dienstleister mit seinen Ergebnissen eine bestimmte Intention verfolge. Zudem werde ein Modell mitunter für viele Städte verwendet, daher könne im einzelnen konkreten Fall das Ergebnis auch ungenau sein. Darüberhinaus seien die Prognosen oft nur auf einen Zeithorizont von zwei bis drei Jahren ausgelegt. Wie die Erfahrung zeige, konnten durch Prognosen Trendwenden nicht vorhergesagt werden.

Diese Unzulänglichkeiten führen unter den Investoren zu einem geringen Vertrauen in die Aussagekraft und einer eingeschränkten und kritisch reflektierten Verwendung von externen Prognoseergebnissen. Wiederholt wurde angegeben, dass man die externen Daten nicht 1:1 verwende, sondern mit den eigenen Meinungen abgleiche und auf ihre Plausibilität überprüfe. Ein Investor drückte die problematische Verwendbarkeit von Prognosen besonders klar und weitreichend aus:

„Das ist in der Immobilienwirtschaft oft so, dass man das Beste vom Schlechten nehmen muss. [...] Wenn jetzt die Prognose [eines bestimmten Datenanbieters] für irgendeine Gemeinde im Oderbruch total positiv wäre, dann würden wir die natürlich nicht so übernehmen. Da würde man stutzen und im Zweifel wissen wollen, warum das so ist. Aber das Problem ist, wenn Sie dann nachfragen, dann kriegen Sie auch keine vernünftige Information. Die haben halt irgendwelche Modelle, die sie dann machen und deswegen: [typisch] Immobilienwirtschaft! Das lässt sich gar nicht vermeiden, dass es eine Mischung aus harten Daten ist und dass man da eine eigene Meinung entwickelt, die aus dem Bauch rauskommt.“ (Interview 3)

Auch grundsätzliche Zweifel an Marktprognosen wurden geäußert, unabhängig davon, ob diese selbst erstellt oder extern eingekauft wurden. So bewertete ein Gesprächspartner Marktprognosen grundsätzlich als wichtig (vgl. Interview 5). Ein Gebäude könne aber immer eine andere Entwicklung nehmen als der Markt. Die Ergebnisse einer Marktprognose sollten daher immer nur den Stellenwert einer Ergänzung der herangezogenen Indikatoren haben. Die Wirtschaftlichkeitsberechnung hingegen sei eine Prognose mit konkretem Objektbezug und werde deshalb bei der letztlichen Entscheidung höher gewichtet. Ein anderer Investor zweifelte auch prinzipiell an der Sinnhaftigkeit von Prognosen für Regionalmärkte, da hier Miet- und Kaufpreise ohnehin konstant seien und es keine Bewegungen gebe, die antizipiert werden müssten. Für seine Analysen betrachtete er daher nur Ex-post-Informationen (vgl. Interview 4).

Die vielfachen Einschränkungen bei der Verwendung von Prognosedaten zeigen somit, dass sie in der endgültigen Entscheidung insgesamt nur einen ergänzenden Stellenwert einnehmen. Auf der anderen Seite erfüllen sie aber eine Brückenfunk-

tion zwischen Marktanalyse und Wirtschaftlichkeitsberechnung. Die Tatsache, dass fast alle Investoren Prognosedaten verwenden, zeigt, dass sie für den Entscheidungsprozess durchaus von Bedeutung sind. Denn die Analysten beziehen sie ein, um eine insgesamt stimmige und möglichst widerspruchsfreie Entscheidungsgrundlage zu erhalten.

Neben Kennziffern haben aber auch qualitative Aspekte wie Unternehmensnamen und -größen der lokalen Nutzer und Mieter eine Auswirkung auf das Vertrauen. Ein Gesprächspartner beschrieb diese Wirkung auch schon direkt für die erste grob filternde Standortabwägung eines eingereichten Angebots:

„Ja, wir merken das relativ schnell. Irgendwann hat man ein Gefühl dafür. Das liegt auch meistens am Mieter. Wenn der Mieter einen Namen hat, dann sagt man ‚ok, die sitzen jetzt auch da - ok - interessant‘. Und dann kommt dann immer mehr dazu.“ (Interview 5)

In Kap. 4.2.1 war die Notwendigkeit, über vertrauenswürdige Geschäftspartner zu verfügen, bereits als Nachteil der Regionalmärkte beschrieben worden. Da nun das Vertrauen in die ökonomische Eignung des Marktes noch als Einflussfaktor hinzukommt, ist die Vertrauensbasis bei einer Investitionsentscheidung also in einer weiteren Hinsicht relevant. Dies unterstreicht die fehlende Bereitschaft und/oder Möglichkeit der Investoren im Zuge ihrer Entscheidungsprozesse zur Marktauswahl zu ökonomisch rationaleren Lösungen zu gelangen. Es verbleiben Unsicherheiten, die bei einem hinreichenden Vertrauen jedoch akzeptiert werden. Mit dem geringeren Vertrauen gegenüber der Investitionseignung der Regionalmärkte begründet sich auch die dortige intensivere Prüfung von Kennziffern, wie es zuvor geschildert wurde. Vertrauen als Voraussetzung für einen Markteinstieg wurde auch schon bereits im Falle von internationalen Immobilieninvestments nachgewiesen (Scharmanski 2009, S. 189). Dieser Aspekt grenzüberschreitender Immobilieninvestitionen scheint demnach auch auf die kleinere Maßstabsebene von Deutschland übertragbar zu sein.

Zusammenfassend kann damit für die Marktanalyse festgestellt werden, dass sie für die offenen Fonds drei zentrale Funktionen aufweist:

1. Frühzeitiges Ausfiltern ungeeigneter/zu riskanter Märkte
2. Entwickeln oder Überprüfen von Annahmen für Cashflowanalysen
3. Entwickeln von Marktkenntnis und Vertrauen

Die Analyse der verwendeten Indikatoren zeigt, dass die Branchenstruktur nur auf einer allgemeinen sektoralen Ebene direkt beobachtet wird. Die branchenspezifische Beschäftigung hingegen wird hauptsächlich indirekt berücksichtigt, z. B. über

diverse von ihr beeinflusste Immobilienmarktkennziffern. Annahmen der Wirtschaftlichkeitsberechnungen zu zukünftigen Mietpreisen und mietfreien Zeiten aufgrund auslaufender Mietverträge werden mit Ergebnissen der Marktanalyse rückgekoppelt. Sie stellen eine Verbindung her zwischen der indirekt beschäftigungsbezogenen Marktanalyse und den besonders entscheidungsbedeutsamen Renditeangaben. Somit existieren vor allem indirekte, abgeschwächte Einflüsse der branchenspezifischen Beschäftigung auf die Marktauswahl.

5.2.2 Versicherungen

Unter den Versicherungen zeigen sich weitreichende Übereinstimmungen mit der Art und der Verwendung der Kriterien im Rahmen der Marktanalyse (vgl. Interview 1, 6 & 9). Über die Betrachtung von Beschäftigtenzahlen ohne Branchenzuweisung und von lokalen Großnutzern wird die Branchenstruktur ebenfalls hauptsächlich indirekt einbezogen. Eine weitere indirekte Berücksichtigung erfolgt über Immobilienmarktkennziffern zu Mieten, Flächenumsätzen und Leerständen. Angaben, die von der Beschäftigungsstruktur unabhängiger sind, beziehen sich wie bei den Fonds auf Renditen, Angebote aus dem Bestand und auf die Neubau-Pipeline. Prognosedaten externer Dienstleister werden auch mehrheitlich verwendet (vgl. Interview 1 & 6).

Eine weitere Übereinstimmung zwischen den beiden Investorentypen besteht in der Wiederverwendung von gesammelten Kenntnissen und Erfahrungen mit einem Markt. Die Entwicklung des Vertrauens in die vorhandenen Wissensbestände spiegelt sich gut in den folgenden Worten eines Investors wider:

„Also mein Favorit ist die eigene Marktkennntnis und die ist ein Resultat aus: ‚ich mache zwei Jahre den Markt schon und habe in der Nachbarschaft schon 17 Objekte geprüft‘. Und irgendwann komplettiert sich ja der Mietspiegel im eigenen Kopf. Da weiß man: ‚In der Ecke ist besser – in der Ecke ist schlechter‘.“ (Interview 1)

Wie im Falle der offenen Fonds können schlechte Erfahrungen mit einem Markt auch ein frühzeitiges Ausfiltern bedingen. Das folgende Zitat veranschaulicht den Gedankengang, der aufgrund von früheren Erfahrungen zu dem Ausschluss – auch eines Agglomerationsraums – führen kann:

„Aber wenn Thema Frankfurt, ein Beispiel, verbrannt ist im Haus, weil da zwei drei Häuser, große Häuser, massive Leerstandprobleme haben, dann passiert natürlich in den Köpfen der Leute folgendes: ‚Keine Nachfrage in Frankfurt, oder was? Warum finden wir keine Mieter? Und da sollen wir jetzt noch mehr Fläche in unser Portfolio holen, wo wir schon unsere Bestandsobjekte nicht voll kriegen?‘

Da gehe ich woanders hin'. Selbst wenn man jetzt anders herum argumentieren könnte: ,Wir kennen Frankfurt jetzt ganz gut, weil wir da gerade Mieter suchen und wir wissen an der Stelle, das Haus, das ist perfekt - da findet man immer einen'.“ (Interview 1)

Das Zitat zeigt zudem ebenfalls, dass Vertrauen in einen Markt auch bei den Versicherungen eine Voraussetzung für Investitionen ist. Dieses wird durch frühere Erfahrungen und durch die Marktanalyse erreicht. Im Falle der Versicherungen umfasst diese auch bzgl. der Top7 regionalökonomische Indikatoren.

Die Verwendung der Ergebnisse der Marktanalyse in der zeitlich nachfolgenden Phase der Wirtschaftlichkeitsberechnung ist eine weitere Gemeinsamkeit zwischen Versicherungen und offenen Fonds. Die Funktion des Abgleichens zwischen STOMA und Mietannahmen wurde unter den Versicherungen wahrgenommen und sehr konkret geschildert:

„Hamburg als Beispiel: [...] da guck ich was in der Hafencity gebaut wird und was dahinter noch für freie Flächen sind und was da noch mehr gebaut werden kann. Und jeder, der denkt, die Miete schießt in den Himmel, liegt einfach falsch. Weil sobald die Miete über einen kritischen Faktor geht – das ist dann die ökonomische Miete – sagt ein Developer: ,zu der Miete kann ich bauen'. Und dann habe ich 10.000 m² mehr auf dem Markt und das nimmt dann direkt den Druck aus der Miete.“ (Interview 1)

Als wesentlicher Unterschied zwischen Versicherungen und offenen Fonds kann nur festgestellt werden, dass die erstgenannten die regionalökonomische Analyse der Top7 nicht mit einem reduzierten, sondern umfassenden Aufwand betreiben. Ursache hierfür mag das noch stärkere Sicherheitsbedürfnis der Versicherungen sein.

5.2.3 Zusammenfassung

Bei den Marktanalysen verwenden Fonds und Versicherungen als Analyse Kriterien identische Indikatoren. Zu diesen gehören regionalökonomische Angaben, wie Einwohnerzahl, Beschäftigungszahlen im Dienstleistungssektor und große lokale Unternehmen. Hinzu kommen immobilienmarktbezogene Kennziffern wie Mietpreisniveau, Flächenumsatz, Leerstand und Neubauprojekte. Hinsichtlich der Mietpreise werden regelmäßig auch Prognosen hinzugezogen. Diese Vorhersagen werden zwar hinsichtlich ihrer Belastbarkeit oft angezweifelt, zumindest als Indikationen aber dennoch berücksichtigt.

Auf Basis der regionalökonomischen Daten wird die Beschäftigungsstruktur von beiden Investorentypen nur auf aggregiertem Niveau und nicht branchenspezifisch

zur Kenntnis genommen. Hinsichtlich der Immobilienmarktkennziffern wiederum werden Indikatoren verwendet, die nur teilweise und nicht vollständig von der Branchenstruktur beeinflusst werden, wie z. B. der Flächenumsatz und die Leerstandsrate. Somit kann sowohl bei den regionalökonomischen als auch immobilienmarktbezogenen Kriterien nur von einer indirekten und damit abgeschwächten Berücksichtigung der branchenspezifischen lokalen Beschäftigungsstruktur gesprochen werden.

Insgesamt wurden drei Aufgaben identifiziert, die die Marktanalyse sowohl bei den offenen Fonds als auch bei den Versicherungen gleichermaßen erfüllt: 1. Ausfiltern ungeeigneter Märkte, 2. Annahmen für Wirtschaftlichkeitsberechnungen entwickeln und prüfen, 3. Kenntnisse und Vertrauen zu Märkten entwickeln.

Als hauptsächlicher Unterschied stellt sich die Form der Marktkenntnisse dar. Da offene Fonds auch Markteintritte in für sie neue Regionalmärkte wagen, geht es in der Marktanalyse dann um den Erwerb erster Kenntnisse. Bei Versicherungen spielen bzgl. der Marktkenntnisse vor allem aktuelle Entwicklungen eine Rolle. Die Bedeutung des Vertrauens zeigt, dass die Marktanalyse nicht mit vollständiger Gewissheit abgeschlossen wird. Bei Anlagen in Regionalmärkten führen offene Fonds häufig Marktanalysen intensiver durch als in den Top7, bis sich ein Vertrauen in den Markt einstellt.

Der eingeschränkte Aufwand der Marktanalyse in den Top7 sowie die Verwendung eher allgemeiner statt detaillierter regionalökonomischer Indikatoren zeigt das Interesse der Investoren an arbeitseffizienten und vereinfachenden Verfahrensweisen. Dies war gerade hinsichtlich der Verwendung von Marktinformationen bereits durch die Studie von Gallimore/Hansz/Gray 2000 vor allem unter kleinen Immobilieninvestoren festgestellt worden (s. Kap. 2.3.3.2). Eine solche Tendenz ist unter größeren Investoren nun ebenfalls bestätigt.

5.3 Informationsquellen

5.3.1 Offene Fonds

Die benötigten Standort- und Marktinformationen werden von solchen Quellentypen am häufigsten bezogen, die öffentlich frei oder gegen Entgelt zugänglich sind (vgl. Interview 2, 3, 4, 5 & 8). Sowohl für die regionalökonomischen als auch für die immobilienwirtschaftlichen Daten werden die Datensammlungen diverser Dienstleister benutzt. Hierzu zählen ökonomische Beratungsinstitute, Datendienstleister, Maklerhäuser, Nachrichtenagenturen und auch öffentliche Behörden (statistische Ämter, Gutachterachterausschüsse und Wirtschaftsförderungen). Die Da-

ten liegen meistens in digitaler Form vor, sind via Internet schnell verfügbar und daher auch effizient verwertbar.

Lediglich die Kaufpreissammlungen der Gutachterausschüsse sind häufig noch nicht digital und müssen in Printversion bestellt werden. In der Nutzung persönlicher Kontakte besteht eine weitere nicht digitale Informationsquelle. Diese werden gelegentlich als relevant für die Beschaffung von Marktinformationen erachtet. In solchen Fällen erhalten persönliche Kontakte einen besonderen Wert, da sie es ermöglichen, an den Marktkenntnissen Dritter zu partizipieren.

Die Investoren gaben eine Reihe unterschiedlicher Ursprünge solcher Kontakte an. Wiederholt verwiesen sie auf aktuelle oder ehemalige Zusammenarbeit (als Kollegen oder Geschäftspartner) und spezielle Veranstaltungen (Weiterbildungen, Tagungen und Messen, vgl. Interview 2, 3 & 5). Aufgrund der höheren Dichte immobilienwirtschaftlicher Akteure und Aktivitäten ist es in den Top7 besonders einfach, Kontakte zu knüpfen. Das folgende Zitat zeigt, dass dies sehr intensiv genutzt werden kann:

„Frankfurt ist ein Dorf. [...] Da trifft man sich immer wieder. Es gibt natürlich so Veranstaltungen, wo man hingeht, um da Netzwerke zu spannen. Gestern Abend z. B. hat eines der großen Maklerhäuser hier in Frankfurt so ein Event gehabt. Da haben Sie dann wirklich in zwei Stunden 20 Kontakte.“ (Interview 2)

Der Wert persönlicher Kontakte für die Marktanalyse wurde insbesondere von den Gesprächspartnern betont, die ein Vertrauen in den Markt bzw. seine Erfolgstory als wichtige Voraussetzungen herausgestellt hatten (vgl. Interview 3 & 5). Persönliche Kontakte erleichtern oder verbessern die Marktanalyse. Als wichtige Ansprechpartner in den Regionalmärkten wurden hier lokale Makler genannt, die in der Regel keine extern zugänglichen Marktberichte veröffentlichen. Der Vertrauensaufbau in persönlichen Beziehungen ist jedoch zeitintensiv. Es fällt damit schwerer, diesen in den Regionalmärkten zu realisieren (s. Kap. 4.2.1).

Werden persönliche Kontakte bei der Informationssuche verwendet, spielt für die Investoren gerade die Vertrauenswürdigkeit und das Eigeninteresse eines Kontakts eine herausragende Rolle. Wiederholt wurde eine grundsätzliche Skepsis gegenüber Äußerungen von Marktteilnehmern zur Eignung bestimmter Büroimmobilienmärkte im Interview ausgesprochen (vgl. Interview 3 & 7). Jeder Akteur habe seine eigene Perspektive und sein eigenes Interesse. Diese dürfe man nicht direkt auf sich übertragen. Ein Investor begründete die Notwendigkeit einer kritischen Hinterfragung derartiger Angaben:

„Wenn Sie mit einem Geschäftsführer einer KAG zusammen sind, der sagt, das ist

ein Top-Markt, da boomt es noch zwei Jahre lang.' [...] Dann würde ich jetzt unterstellen: der hat jetzt gerade gekauft und hofft noch auf weitere Wertsteigerungen, oder der will jetzt gerade verkaufen. Und zu einem noch höheren Preis. Aber der würde sicherlich nicht sagen ‚das ist ein Top-Markt‘, weil er uns helfen will.“ (Interview 7)

Informationen von persönlichen Kontakten gelten daher vor allem dann als glaubwürdig, wenn zu der Person eine belastbare Vertrauensbeziehung besteht. Ähnlich wie bei prognostischen Daten (s. Kap. 5.2.1) werden auch Informationen aus persönlichen Kontaktquellen eigenständig interpretiert, bevor sie zur Handlungsgrundlage werden.

Mehrere Investoren verwenden bei ihren ausgewählten Objekten in Regionalmärkten entsprechend eigene Strategien, die nicht auf generellen Markttrends aufbauen. Zwei Investoren gaben z. B. an, mit ihren Investitionen an noch ganz neuen regionalökonomischen Entwicklungen partizipieren zu wollen (z. B. ein Gewerbegebiet mit universitärem Technologiezentrum), die auf dem lokalen Büroimmobilienmarkt bislang kaum erkannt worden wären und sich im Mikroumfeld niederschlagen (vgl. Interview 2 & 4). Marktkonforme soziale Praktiken hingegen konnten in keinem bedeutenden Ausmaß beobachtet werden. Diese lägen beispielsweise vor, wenn die offenen Fonds die räumlichen Allokationen ihrer Mitbewerber oder eines Meinungsführers intensiv beobachten und kopieren würden. Die offenen Fonds zeigen in der Gewinnung von Marktinformationen auch kaum Rückbezüge auf Kunden und Geschäftspartner (komplementäre soziale Praktiken).

Bei beiden Aspekten sozialer Praktiken bestehen folglich Unterschiede zu den Vorgehensweisen, die Scharmanski 2009 im Falle internationaler Investoren nachgewiesen hatte (s. Kap. 2.3.3.2). Eine stärkere Verwendung komplementärer sozialer Praktiken war in Kap. 4.2.1 festgestellt worden – dort jedoch mit dem spezifischen Kontext der Transaktion selbst, für die ein vertrauenswürdiger Geschäftspartner gewünscht wird. Einzelne Investoren erklärten zwar, Marktinformationen manchmal über persönliche Kontakte zu gewinnen. Dies falle ihnen in den Regionalmärkten jedoch schwer, da das eigene Kontaktnetz dort oft lückenhaft und schwieriger aufzubauen sei (vgl. Interview 3 & 5). Somit zeichnet sich eine weitere Schwäche der Regionalmärkte gegenüber den Agglomerationsräumen ab. Komplementäre Kontaktbeziehungen zur Informationsgewinnung sind weniger verfügbar. Hiervon berichteten jedoch vor allem jene offenen Fonds, die aus Vertrauensgründen Wert auf persönliche Kontakte als Informationsquellen legen. Der Schwerpunkt der Informationsquellen liegt im Falle der meisten offenen Fonds

allerdings bei digital schnell verfügbaren Datensammlungen.

5.3.2 Versicherungen

Die Versicherungen nutzen grundsätzlich die gleichen öffentlich frei und kostenpflichtig zugänglichen Informationsquellen wie die offenen Fonds. Dies sind z.B. Datendienstleister, Maklerberichte und statistische Ämter, die ihre Daten digital und schnell zugreifbar bereit halten (vgl. Interview 1, 6 & 9).

Im Gegensatz zu den Fonds greifen hingegen alle Gesprächspartner zur Gewinnung von Marktinformationen auf persönliche Kontakte zurück. Unter den Fonds sind es nur jene, die den Aufbau von Vertrauen in den Markt als besonders wichtig betonen. Die Versicherungen erklärten, dass persönliche Kontakte es ermöglichen, schwer zugängliche Informationen zu erhalten. Ein Beispiel sind Kaufpreise, die oftmals vertraulich sind und nicht veröffentlicht werden. Zudem böten sich persönliche Kontakte an, wenn die Informationen besonders genau oder belastbar sein sollen.

Auch zeigt sich eine verbreitetere Wahrnehmung von Markttrends. Zwar wird das räumliche Anlageverhalten von anderen Marktteilnehmern nicht einfach dupliziert. Es werden eigene Strategien und Maßnahmen entwickelt. Allerdings werden die anderen Akteure durchaus beobachtet und ihre Handlungen mit der eigenen Strategie verglichen. Wiederholt wurde berichtet, dass man sich mit anderen Investoren bespreche und über Marktentwicklungen austausche (vgl. Interview 1, 6 & 9). Es findet eine Reflektion über und Orientierung an Markttrends statt, die im Entscheidungsprozess auch honoriert wird. Dies zeigt sich z.B. in dem folgenden Zitat. Ein Objektverkäufer erläutert, dass die Orientierung am Markttrend ihm hilft, die Auswahl eines Marktes gegenüber dem übergeordneten Entscheidungsgremium zu rechtfertigen:

„In München hingegen habe ich einfach viel greifbarer ein ‚Da will ich sein‘. Und wenn mir der Markt da auf die Schulter klopft: ‚Da wollen wir alle sein, da habt ihr gut gekauft‘, da ist es natürlich viel einfacher zu argumentieren als wenn es schon abweichende Meinungen gibt innerhalb des Marktes.“ (Interview 1)

Die Wortwahl verdeutlicht, dass die Rückkopplung mit allgemeinen Marktentwicklungen einem Sicherheits- und Rechtfertigungsbedürfnis nachkommt.

Genau wie bei den offenen Fonds, entstehen auch unter den Versicherungen persönliche Kontakte durch eine aktuelle oder frühere Zusammenarbeit und durch besondere Veranstaltungen. Das folgende Statement gibt typische Beispiele, wie Kontakte im Berufsalltag aufgebaut werden. Darin wird auch angesprochen, dass

der Informationsfluss über persönliche Kontakte innerhalb der Immobilienbranche in den letzten Jahren offener geworden sei.

„Natürlich alte Kollegen. Jobwechsel hilft. Da hat man mehr alte Kollegen. Aber es kann auch eine alte Bierbekanntschaft sein. Also bei Immobilienmessen lernst du Hinz und Kunz kennen. Über Dritte. Man steht bei Bekannten, dann kommt noch ein Dritter dazu. Ich denke es ist so ein bisschen ein Geben und Nehmen. [...] Wir profitieren ja selber davon, wenn ein bisschen mehr Transparenz in den Markt rein kommt. Ich finde auch, man erfährt mehr, als es vor einigen Jahren der Fall war.“ (Interview 1)

Insgesamt ist die Verwendung persönlicher Kontaktnetzwerke unter den interviewten Versicherungen stärker verbreitet und somit bedeutsamer als unter den offenen Fonds. Die ersteren schätzen die Möglichkeit, durch Kontakte an vertrauliche und genaue Informationen zu gelangen, höher. Dies lässt sich abermals mit einem stärkeren Sicherheitsbedürfnis erklären, das bereits in Kap. 5.2.2 hinsichtlich der Verwendeten Kriterien in der Marktanalyse festgestellt worden war.

Unter diesen Voraussetzungen ergibt sich für die Versicherungen auch ein stärkerer relativer Nachteil der Regionalmärkte gegenüber den Top7. Wenn ihnen persönliche Kontakte als Informationsquellen besonders wichtig sind, sind sie folglich von den schwächer ausgebildeten Kontaktnetzwerken dort stärker betroffen.

5.3.3 Zusammenfassung

Sowohl offene Fonds als auch Versicherungen nutzen für ihre Marktanalysen öffentlich frei oder entgeltlich zugängliche Quellen. Zu diesen zählen immobilienwirtschaftliche Datendienstleister, ökonomische Beratungsinstitute, Maklerhäuser, Nachrichtenagenturen und diverse öffentliche Behörden. Alle diese Quellen stellen ihre Informationen digital und für einen schnellen Zugriff bereit. Damit können sie arbeitsökonomische Ansprüche an die Marktanalyse erfüllen.

Eine andere Situation liegt jedoch bei einer weiteren Informationsquelle vor – den persönlichen Kontakten. Diese werden genutzt um, an Marktkenntnissen Dritter zu partizipieren. Dabei wird besonderer Wert auf die Vertrauenswürdigkeit der Quelle gelegt. Allerdings ist für die zwischenmenschliche Vertrauensbildung ein erhöhter Zeiteinsatz notwendig. Dies schränkt die Verfügbarkeit im Vergleich zu den erstgenannten Quellen stärker ein. Hiervon sind die Regionalmärkte besonders nachteilig betroffen, da sich in diesen weniger Anlässe ergeben, Kontakte zu pflegen und der Aufwand dafür höher ist.

Die Interviews deuten auch darauf hin, dass bei den offenen Fonds sowohl der Austausch durch persönliche Kontakte über Marktinformationen und -trends als

auch die Berücksichtigung dieser schwächer ausgeprägt, ist als bei den Versicherungen. Diese sozialen Praktiken erhöhen zwar die Belastbarkeit der verwendeten Indikatoren und das Vertrauen in einen Markt. Nur manche offene Fonds bewerten diese Faktoren aber als bedeutsam. Unter den Versicherungen hingegen ist die Nutzung persönlicher Kontakte zur Informationsgewinnung und zum Austausch über Marktentwicklungen überwiegend verbreitet. Diese Ergebnisse sind damit differenzierter als die Befunde von Gallimore/Hansz/Gray 2000, die unter kleinen Immobilieninvestoren feststellten, dass Informationen aus persönlichen Quellen allgemein stärker gewichtet werden als öffentlich zugängliche. Auch die Befunde von Scharmanski 2009, der bei internationalen Immobilieninvestoren eine hohe Orientierung an Markttrends und persönlichen Kontakten beobachtete, können somit nur eingeschränkt auf die innerdeutsche Marktauswahl übertragen werden (s. Kap. 2.3.3.2).

Die intensivere Nutzung persönlicher Kontakte seitens der Versicherungen wird auf ein höheres Vertrauens- und Sicherheitsbedürfnis zurückgeführt, was sich aufgrund der strengen gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Anlagen der Versicherungen gerechtfertigt ist (s. Kap. 2.2.2). Auch vor diesem Hintergrund sind Regionalmärkte für Versicherungen weniger interessant als für offene Fonds. Die letzteren weisen eine geringere Risikoaversion auf und können sich stärker auf das verfügbare digitale Datenmaterial bzgl. der Regionalmärkte verlassen.

5.4 Entscheidungsrelevanz spezifischer Branchen

5.4.1 Offene Fonds

In Kap. 5.1.1 und 5.2.1 wurde bereits erläutert, dass im Grobfilter und in der Marktanalyse eine spezifische Beschäftigungsstruktur i.d.R. über regionalökonomische und immobilienwirtschaftliche Indikatoren indirekt berücksichtigt wird. Diese Analyse wird nun noch vertieft und um eine Untersuchung der Bedeutung spezifischer Branchen bei der Objektanalyse erweitert.

Mehrere der Indikatoren, die die Investoren verwenden, berücksichtigten die Beschäftigungsstruktur zwar direkt, aber nur auf einer allgemeinen Ebene. Dies sind die Beschäftigung im tertiären Sektor, Anzeichen einer diversifizierten Wirtschaftsstruktur und die Anzahl ansässiger Großunternehmen. Die Investoren nannten allerdings keine spezielle Branche, die bei der Marktauswahl herangezogen und nach der beispielsweise gefiltert oder ausgewählt werde. Eine direkte Berücksichtigung der branchenspezifischen Beschäftigung liegt somit nicht vor. Ein In-

vestor begründete dies damit, dass sich die genaue Aufschlüsselung der Branchen nicht auf die Bürogebäude übertragen lasse.

„Wir gucken uns das schon an. Die grobe Zusammensetzung der Branchen. Aber wir gucken nicht: ‚wie viel Prozent der Beschäftigten sind jetzt im Versicherungswesen tätig‘. Weil Sie keine wirklichen Rückschlüsse auf die Objekte ziehen können. Sie wissen ja nicht, ob jetzt z. B. 15 % aller Büros an Versicherungsunternehmen vermietet sind.“ (Interview 8)

Das Zitat zeigt, dass das fehlende Wissen über die Branchenstruktur der tatsächlichen Büroflächenmieter in der Praxis ein Defizit ist, das Auswertungen erschwert. Der Ansatz dieser Arbeit, die Branchenstruktur der Mieter über die Mietverträge zu erfassen, zeigt damit auch einen praxisnahen Weg auf, dieses Defizit zu beheben (s. Kap. 3.2.2. und 6.2). Bislang ziehen Investoren in der Marktanalyse nur die allgemeineren Informationen als Indikatoren im Entscheidungsprozess heran.

Ausnahmen von dieser Verhaltensweise treten bei aktuellen Krisen einzelner Branchen auf (vgl. Interview 3 & 7). In den Jahren 2008 und 2009 wurden das Finanzwesen, die Automobil- und allgemein die exportbasierte Industrie als stark krisenbelastet erkannt. Nachteilige Folgen für die Büroflächenmärkte sahen die Investoren insbesondere in verschiedenen Top7-Städten. Stuttgart und Hamburg galten regionalökonomisch aufgrund ihrer starken industriellen Ausrichtung als schwer betroffen. Münchens diversifizierte Wirtschaftsstruktur hingegen wurde als Vorteil während der Krise betrachtet. Eine Meidung von krisenbetroffenen Hauptmärkten wurde insgesamt aber nur vereinzelt geäußert (vgl. Interview 7). In diesem Falle galt ein solcher Ausschluss eines Top7-Marktes jedoch auch nur für die Dauer der Branchenkrise. Hier sei nochmals erwähnt, dass Regionalmärkte oft explizit so ausgewählt werden, dass keine wirtschaftliche Monostruktur und somit keine gesteigerte Krisenanfälligkeit vorliegt (s. Kap. 5.1.1). Unter den Top7 ist eine branchenstrukturelle Problemlage also weniger folgenreich, da sie nur von einzelnen offenen Fonds und dann auch nur zeitweise gemieden werden.

Ein Flächennutzertyp wird von mehreren Investoren in Regionalmärkten sehr positiv beurteilt: die öffentliche Hand (vgl. Interview 2, 4, 5 & 7). Diese räume seltener Flächen leer und es gehe eine stabile Nachfrage von ihr aus. Dadurch reduziere sich auch die Schwankungsanfälligkeit von regionalen Büroimmobilienmärkten, da im öffentlichen Dienst eine relativ konstante Beschäftigungsentwicklung vorherrsche.

„Durch diese öffentlichen Mieter hat man einen Trägheitsmoment im Markt. Die fragen Bürofläche nach, aber wenn abgebaut wird, wird nicht gleich so stark ab-

gebaut. [...] Also das ist immer ein schönes Moment für ein Regionalzentrum, wenn es viel öffentliche Verwaltung hat.“ (Interview 4)

Die öffentliche Verwaltung kann als Mieter also dazu beitragen, ein Investment in einem Regionalmarkt abzusichern. Einige Investoren erklärten, einen Markt mit vielen öffentlich-rechtlichen Nutzern als besonders positiv zu bewerten. Dieser Einfluss macht sich jedoch erst im Zuge der feineren Marktanalyse bemerkbar und nicht als vorgeschaltetes Filterkriterium. In der Gesamtentscheidung kann er daher nicht so stark wirken.

Eine andere Einflussmöglichkeit der Branchenzugehörigkeit besteht während der Beurteilung der Vermietungssituation in einem zu prüfenden Ankaufsobjekt. Generell wird die Branchenzugehörigkeit der Mieter wahrgenommen (vgl. Interview 2, 4, 5, 7 & 8). Diverse Wirtschaftsbereiche wurden in mehreren Gesprächen als typische Mieter benannt. Dazu gehören aus der Privatwirtschaft insbesondere: Banken, Energietechnik, Medienbranche, Pharmazie, Rechtswesen, Telekommunikation, Unternehmensberatungen, Verlage und Versicherungen. Hier zeigt sich eine große Schnittmenge mit den Branchengruppen FIRE und KIBS, die in internationalen Studien bereits als besonders relevant für Immobilieninvestoren identifiziert wurden (s. Kap. 2.3.3.1). Diese Interviewaussagen wurden räumlich allgemein getroffen, also sowohl für die Top7 als auch für die Regionalmärkten. Die interviewten Investoren gehen somit von einer räumlich sehr weit verbreiteten hohen Bedeutung dieser Branchengruppen für ihre Vermietungssituation aus. Ein Investor fasste diese Auswahl zusammen mit den Worten:

„Im Prinzip die wirklich großen Verdächtigen, die im Prinzip auch die größte Tragkraft in der deutschen Wirtschaft haben. Man wird jetzt auch z. B. erneuerbare Energien annehmen. [...] Wenn das an Büroflächen angegliedert ist, sagt man: ,ok, wunderbar – passt ‘!“ (Interview 5)

In der Begriffswahl des passiven Verbes „annehmen“ findet sich ein Hinweis darauf, dass Branchen i.d.R. nicht aktiv und eigenständig gesucht werden. Allerdings gibt es Anzeichen auf ein Bevorzugen solcher Branchen, die man gesamtwirtschaftlich als wichtig und zuverlässig erachtet („tragfähig“). Demnach spiegeln die als typisch angesehenen Mieter-Branchen eher die Folge gesamtwirtschaftlicher struktureller Entwicklungen wider, als einen gezielten Steuerungsprozess der Investoren. Dafür spricht auch, dass sich unter den typischen Branchen mehrere Segmente der Gruppen FIRE und KIBS finden, die als besonders wachstumsstark gelten und als Nachfragezielgruppen der institutionellen Investoren auf Basis vorliegender empirischer Studien bereits vermutet wurden (s. Kap. 2.3.3.1). Die Aus-

sagen der Investoren bestätigen nun diese Vermutungen. Der Hinweis auf den Sektor der erneuerbaren Energien exemplifiziert den Einfluss gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen auf die Portfolios der Investoren.

Trotz eines offenkundigen Bewusstseins für wirtschaftsstrukturelle Entwicklungen konzentrieren sich offene Fonds dennoch nicht auf Regionalmärkte mit einer speziellen Branchenstruktur. Es zählt vor allem die Diversifizierung der Wirtschaftsstruktur und somit primär das Motiv der Risikostreuung.

Dies wird noch dadurch betont, dass den offenen Fonds mehrheitlich die Bonität eines Mieters wichtiger ist als seine Branchenzugehörigkeit (vgl. Interview 2, 3, 4, 5 & 8). Die Frage, ob man unter den Mietern eines möglichen Anlageobjekts bestimmte Branchen suchen oder bevorzuge, verneinte ein Gesprächspartner sehr direkt:

„Nein, es gibt letztendlich Ratings. Also die Mieter werden natürlich gescreent. Es gibt verschiedene Kanzleien und Auskunfteien, die dann eben die Kreditwürdigkeit, Bonität, Solvenz, dieser Mieter letztendlich belegen. Und es gibt jetzt keine Branchen.“ (Interview 4)

Ein anderer Investor führte dazu ergänzend aus, dass es wichtig sei, ein Gebäude baulich offen und flexibel genug zu gestalten, um diverse Branchen als Mieter ansprechen zu können:

„Das sind teilweise Berater. Ich glaube wir haben Ernst und Young als Mieter drin. Wir haben öffentliche Behörden, eine Anwaltskanzlei und die Telekom als Mieter. Also wirklich bunt gemischt. So dass man sehen kann, es ist jetzt nicht speziell zugeschnitten auf eine Nutzerstruktur, sondern es ist eben flexibel für jeden möglich.“ (Interview 2)

Es liegen somit nur wenige Belege für eine bewusst branchenspezifische Auswahl der Mieter und Märkte unter den offenen Fonds vor. Eine gewisse direkte Berücksichtigung tritt mitunter während großer branchenspezifischer Krisen auf. Nennenswerte Auswirkungen auf die Marktauswahl der offenen Fonds haben diese jedoch nicht gehabt. Daneben wurde festgestellt, dass Märkte mit vielen öffentlich-rechtlichen Flächennutzern in der Marktanalyse besonders positiv beurteilt werden. Ein Filterkriterium ist dies aber nicht. Damit ist die Relevanz dieses Kriteriums noch offen. Die hauptsächliche Einflussnahme spezifischer Branchen scheint insgesamt indirekt zu verlaufen und vor allem im Zuge des Grobfilters und der Marktanalyse aufzutreten, wie in den Kapiteln 5.1.1 und 5.2.1 dargestellt.

5.4.2 Versicherungen

Die interviewten Versicherungen gaben keine spezifischen Wirtschaftsbranchen an, die in ihrer Marktauswahl, welche sich auf die Top7 beschränkt, besonders berücksichtigt werden (vgl. Interview 1, 6 & 9). Obwohl der Ablauf der Marktauswahl häufig top-down geregelt wird, wird die wirtschaftsstrukturelle Entwicklung nur auf einem hoch aggregierten Niveau betrachtet. Die typischen Indikatoren waren die Beschäftigten im ersten, zweiten und dritten Sektor oder die allgemeine Entwicklung der Beschäftigungszahlen (s. Kap. 5.2.2).

Bzgl. der Vermietungssituation wurde derselbe Querschnitt an typischen privatwirtschaftlichen Branchen wie bei offenen Fonds als Mieter bestätigt (vgl. Interview 1 & 6). Aus Sicht der Versicherungen waren die Branchengruppen FIRE und KIBS als Mieter ebenfalls maßgeblich. Behörden wurden jedoch nicht als eine besonders wichtige oder typische Mietergruppe hervorgehoben. Da die Versicherungen in Regionalmärkten Büros zumindest teilweise selbst nutzen, sind sie auf den öffentlichen Dienst als Garant für eine sichere Vermietung anders als die offenen Fonds weniger angewiesen. Zudem beabsichtigten sie keine weiteren Investitionen in den Regionalmärkten.

Die Gesprächspartner gaben mehrheitlich an, Bonitätsprüfungen durchzuführen (vgl. Interview 1 & 9). Wurden die Mieter als zu riskant eingestuft, wurde ein Objekt nicht erworben. Wie ein Investor erklärte, gehe es dabei nicht nur um die Risikominderung des Unternehmens. Wie das nachfolgende Zitat zeigt, hat der Ankaufsbeauftragte einen eigenen starken Anreiz nur ein sicher vermietetes Objekt vorzuschlagen, da er für einen Mietausfall mit verantwortlich gemacht würde.

„Aber das ist mir schon untergekommen, dass es eigentlich ein gutes Objekt war, aber die Mieterstruktur nicht passte [...] Das eine war, wo ich wusste, mit dem Mieter brauche ich bei der Geschäftsführung nicht nachfragen. [...] Und das andere, wo ich einfach selber sagte, nein, da ist mir zu viel Unsicherheit drin. Da muss man ja an sich selber denken. In zwei Jahren sind dann zwei von den fünf Mietern pleite und dann wird natürlich sofort gefragt ‚wer hat denn das Ding gekauft‘? Und dann ist man ja selber dran.“ (Interview 1)

Gleichzeitig spielte die Branchenzugehörigkeit des Mieters für die Gesprächspartner meist kaum eine Rolle. Ein Investor erläuterte, dass nur wenige einzelne Branchen aus seiner Sicht als Mieter dauerhaft problematisch seien (vgl. Interview 1):

- *Konkurrierende Versicherungen*: zu diesen wolle man Distanz wahren, um Interessenkonflikte zu vermeiden.
- *Ärzte*: deren Bonität sei oft nicht durch Auskunftsteien erfassbar.

- *Fitness-Studios* und *Call-Center*: deren Nutzung der Flächen sei sehr intensiv (hohe Frequenz, ev. Lärm) und verursache zusätzliche Kosten.

Der Großteil der büroflächennachfragenden Unternehmen gilt somit als unproblematisch. Mit Ausnahme des Falles konkurrierender Versicherungen orientieren sich die Investoren vor allem an den erwarteten monetären Folgen, die durch Eigenschaften der unmittelbaren Geschäftstätigkeit entstehen. Dies zeigt beispielhaft, dass grundlegende wirtschaftsstrukturelle Entwicklungen wesentlich weniger in das Rational um die monetäre Entwicklung der Vermietung einbezogen werden. In Zeiten akuter branchenspezifischer Krisen wurde hiervon abgewichen. Mehrere Versicherungen erklärten, während der Finanzkrise 2008 und 2009 Finanzdienstleister allgemein als Mieter sehr negativ und riskant bewertet zu haben (vgl. Interview 1 & 6). Daneben gab eine der interviewten Anlagegesellschaften von Spezialfonds, zu dessen Anlegern Versicherungen zählten, an, Stromerzeuger mit Atomkraftwerken nun in der Vermietung an bestimmten Standorten als riskant einzuschätzen (vgl. Interview 10). Hintergrund ist der durch die Regierung beschlossene Atomausstieg, der 2011 bereits zur Abschaltung von Meilern und zur Einführung einer Kernbrennstoffsteuer geführt hat. In beiden Krisen-Beispielen nahmen die Investoren an, dass bereits kurzfristig eine Einschränkung der Zahlungsfähigkeit auftreten könnte. Die Branchenzugehörigkeit wurde in diesen Fällen als Beurteilungskriterium hinzugezogen, weil die Zahlungsfähigkeit der Unternehmen von der Branchenentwicklung unmittelbar betroffen wird. Für die Beurteilung eines Mieters und der Vermietungssituation eines Bürogebäudes ist damit letztlich die Bonität das maßgebliche Kriterium.

5.4.3 Zusammenfassung

Insgesamt zeigen offene Fonds und Versicherungen weitgehend identische Muster bei der Berücksichtigung spezifischer Branchen. Im Grobfilter und in der Marktanalyse ist vor allem die allgemeine Wirtschaftsstruktur von Bedeutung. Ein spezifischer Branchenschwerpunkt einer Stadt wird nur in besonderen Situationen beachtet, z.B. während einer branchenspezifischen Krise oder bei einer besonderen Stärke als Behördenstandort.

In der Objektauswahl wird auf bonitätsstarke Mieter Wert gelegt. Objekte mit überwiegend als riskant eingestuften Mietern werden gemieden. Ausgangspunkt dieser Risikoeinschätzung ist eine primär kurzfristige, d.h. auf wenige Jahre beschränkte, monetäre Betrachtung. In der Praxis wird dies über die Zahlungsfähigkeit operationalisiert. Es herrscht unter beiden Investorentypen eine prinzipielle

Bereitschaft vor, flächennachfragende Unternehmen aus den meisten Branchen für die Portfolios zu akzeptieren.

In der Regel steuern die Investoren die Branchenstruktur ihrer Mieter also nicht bewusst. Aus der Perspektive der offenen Fonds und der Versicherungen sind die Branchengruppen FIRE und KIBS dabei dennoch besonders typisch – sowohl in den Top7 als auch in den Regionalmärkten. Ähnliche empirische Befunde im Kontext von Global Cities und den Agglomerationsräumen der USA, wie in den Arbeiten von Fainstein 2001, Sassen 2001 und Fisher/Ciochetti 2007 (s. Kap. 2.3.3.1), werden damit auch für Deutschland insgesamt belegt. Die Einflussnahme dieser Branchen auf die Marktauswahl ist jedoch nicht direkt, sondern indirekt. Mit diesen Ergebnissen kann das bislang bestehende Spannungsfeld zwischen den bisherigen Befunden zum Entscheidungsverhalten und zur Bedeutung der branchenspezifischen Beschäftigung (s. Kap. 2.3.3.3) aufgelöst werden. FIRE und KIBS haben tatsächlich eine Bedeutung für institutionelle Investoren, wie auf Basis der Arbeiten von Strambach 2007, Sassen 2001, Fainstein 2001 und Fisher/Ciochetti 2007 in Kap. 2.3.3.1 vermutet wurde. Das Entscheidungsverhalten der Investoren ist allerdings so ausgeprägt, dass es die Beschäftigung in diesen Branchengruppen berücksichtigt, ohne spezielle Analysen dafür durchzuführen. Eine solche vereinfachende, arbeitseffiziente Verhaltensweise wird durch die im Kap. 2.3.3.2 angeführten verhaltensökonomischen Studien nahegelegt.

In Kap. 2.3.3.3 wurde die indirekte Beeinflussung als Erklärungsansatz bereits antizipiert. Durch die umfassende Erhebung der Einstellungen zur Investitionseignung der Märkte sowie den Abläufen und Kriterien der Marktauswahl unter besonderer Berücksichtigung von Wirtschaftsbranchen konnte diese Vermutung nun empirisch bestätigt werden.

5.5 Heuristiken in der Marktauswahl

Da die Investoren in ihrer Marktauswahl eine Fülle von Informationen und Alternativen zu berücksichtigen haben, erreicht das Entscheidungsproblem eine hohe Komplexität. Menschen neigen dazu, derartige Probleme in vereinfachender und abkürzender Weise zu lösen. Sie verwenden Heuristiken (s. Kap. 2.3.1.2). Die Identifizierung einer Heuristik gelingt durch den Vergleich des in der Realität beobachteten Entscheidungsprozesses mit einem zuvor aufgestellten normativ-rationalen Entscheidungsmodell. Ein solches normativ-rationales Modell mit Bezug auf Immobilieninvestitionsentscheidungen wurde von Roberts/Henneberry 2007 vorgestellt (s. Kap. 2.3.1.1). Im Folgenden werden die mittels der Interviews beobachteten Abweichungen von diesem Modell analysiert. Dafür wird der reale

Ablauf der Marktauswahl (s. Kap. 5.1) mit dem Modell verglichen. Um die Ziele der Verwendung der Heuristiken zu erkennen, werden die Befunde zu den Einstellungen der Investoren zu den Top7 und Regionalmärkten hinzugezogen (s. Kap. 4). Dadurch entsteht ein umfassenderes Verständnis sowohl für den realen Prozess als auch für die Entscheidungsergebnisse bei der Marktauswahl.

5.5.1 Offene Fonds

Im Kap. 5.2.1 wurde erläutert, dass vorhandenes Erfahrungswissen u. a. genutzt wird, um Objekte in Märkten, in denen der Investor schlechte Erfahrungen gemacht hat, in der Phase 2 der Marktauswahl (Grobfilter, s. Kap. 5.1.1) prinzipiell auszuschließen. Objekteigenschaften oder jüngere Marktentwicklungen bleiben unberücksichtigt. In diesem Kontext wurde das Thema Heuristiken bereits angesprochen, weshalb dieser Fall nun exemplarisch als erstes dargestellt werden soll.

Der Umgang mehrerer offener Fonds mit ostdeutschen Büroimmobilienmärkten ist dafür besonders geeignet. Es wurde geschildert, dass Investoren diese Märkte aufgrund früherer schlechter Erfahrungen immer noch meiden. Die Investoren ignorieren dabei, dass sich das Potenzial einzelner Märkte seitdem deutlich verbessert hat:

„Viele - auch unser Haus - haben in den 90er Jahren viel im Osten gekauft. Und die Mieten damals waren letztendlich Knappheitsmieten. [...] Dann wurde extrem viel gebaut, die Nachfrage war nicht so hoch, dann sind die Durchschnittsmieten von 20 auf 10 €, in Leipzig zum Teil auf 6 bis 7 € runter. D.h. Sie haben massive Wertverluste gehabt. Und das haben viele Investoren noch im Hinterkopf und deswegen sind eben viele vorsichtig. Obwohl eigentlich auf der Nachfrageseite - also Dresden hat einen stabilen Bevölkerungszulauf. Viel Kultur. Agglomerationsvorteile bilden sich aus.“ (Interview 7)

Die beschriebene anhaltende Wirkung der Erinnerung auf aktuelle Entscheidungen zeigt große Ähnlichkeiten mit der Verfügbarkeitsheuristik (s. Kap. 2.3.1.2). Der Investor beurteilt das Risiko der Anlage als groß, weil er sich deutlich an die eigenen, teils hohen Verluste erinnern kann. Ohne den aktuellen Markt näher zu untersuchen entscheidet er sich gegen Dresden – im Gegensatz zu der im normativ-rationalen Entscheidungsmodell postulierten Vorgehensweise (s. Kap. 2.3.1.1 und Kap. 2.3.3.2). Demnach wird bei der beobachteten Vorgehensweise auch die Beschäftigungsstruktur derart ausgeschlossener Märkte nicht berücksichtigt. Da beim prinzipiellen und zudem eher intuitiven Ausschluss eines Marktes somit eine starke Vereinfachung und Verkürzung der rein rational notwendigen Suchphase vorliegt, kann von einer Heuristik gesprochen werden.

In der bisherigen Auswertung wurden insbesondere in Kap. 4.3 und Kap. 5.1 auch schon bei weiteren Aspekten Handlungslogiken festgestellt, die Merkmale von Heuristiken aufweisen. Um diese systematisch auszuwerten, werden jeweils vier Eigenschaften betrachtet:

1. *Vorgehensweise*: Sie beschreibt die Handlung oder den Regelungsaspekt, der heuristische Qualität hat.
2. *Ansatzpunkt*: Er lokalisiert in welcher Situation es zur heuristischen Handlung kommt.
3. *Vereinfachung*: Sie gibt den eingesparten Aufwand durch die Verwendung der Heuristik an. Sie wird bestimmt über den Vergleich der heuristischen und der normativ-rationalen Vorgehensweise.
4. *Ziel*: Dieses gibt das Motiv an, das dem Einsatz der Heuristik für den Investor zugrunde liegt. Es ergibt sich aus der zusammengefassten Auswertung der Eigenschaften eins bis drei.

Tab. 7 fasst die identifizierten Heuristiken mit diesen vier Kriterien zusammen. Die erste aufgeführte Heuristik besteht darin, dass die meisten der offenen Fonds nur in der Aufwärtsphase des Immobilienzyklus bereit sind, in Büroimmobilien in den Regionalmärkten zu investieren. Zu anderen Zeitpunkten werden diese Märkte prinzipiell ausgeschlossen. Dadurch sparen sie sich in den übrigen Phasen des Immobilienzyklus den erhöhten Analyseaufwand, der mit Investitionen dann für sie einhergeht (s. Kap. 5.2.1).

Tab. 7: Heuristiken in der Marktauswahl von Regionalmärkten

Nr.	Heuristik (Verwendung)	Ansatzpunkt in der Marktauswahl	Vereinfachung	Ziel
1.	nur im Boom investieren	Vorfeld (Investitionsbereitschaft)	Prüfung von Regionalmärkten wird seltener	Risiko mindern / Rendite steigern
2.	Angebotsorientierung	Phase 1 (Objektauswahl)	es werden weniger Märkte geprüft	Vereinfachung & Abkürzung
3.	nur Top-Objekt akzeptieren	Phase 1 (Objektauswahl)	es werden weniger Objekte geprüft	Risiko mindern
4.	nur Top-Lage akzeptieren	Phase 1 (Objektauswahl)	es werden weniger Objekte geprüft	Risiko mindern
5.	keine riskanten Regionalmärkte	Phase 2 (Grobfilter)	es werden weniger Märkte geprüft	Risiko mindern
6.	keine ostdeut. Regionalmärkte	Phase 2 (Grobfilter)	es werden weniger Märkte geprüft	Risiko mindern

Quelle: eigene Darstellung anhand von Experteninterviews

In dieser Vereinfachung besteht jedoch nicht das hauptsächliche Ziel dieser Vorgehensweise. Denn der geringste Aufwand wäre schließlich realisierbar, indem Regionalmärkte grundsätzlich immer ausgeschlossen würden. Allerdings wollen die offenen Fonds die Vorteile der Regionalmärkte in bestimmten Situationen nut-

zen. Durch die Heuristik wird das erhöhte Risiko der Regionalmärkte in den meisten Phasen des Immobilienzyklus vermieden. Auf der anderen Seite erlaubt die Heuristik aber auch zu einem geeigneten Zeitpunkt eine im Vergleich zu den Top7 erhöhte Rendite zu erzielen.

Abkürzung und Vereinfachung sind im zweiten Fall der *Angebotsorientierung* die eigentlichen Hauptmotive. In Kap. 5.1.1 war festgestellt worden, dass bei fast allen offenen Fonds in der Marktauswahl ein bottom-up Ansatz verfolgt wird, der mit der Auswahl von eingereichten Objektexposés beginnt. Dadurch wird vermieden, sich mit Märkten zu beschäftigen, in denen man vielleicht kein passendes Objekt findet. Eine solche Situation ist bei einer top-down verlaufenden Analyse möglich, nach der das normative Investitionsentscheidungsmodell vorgeht.

Die Heuristiken drei (*nur Top-Objekt*) und vier (*nur Top-Lage*) beschränken bei dieser angebotsorientierten Vorgehensweise die Auswahl der in Frage kommenden Anlageobjekte. Sie stellen also Filterkriterien in der ersten Phase der Marktauswahl dar – einmal nach den Eigenschaften des Objekts und einmal nach den Eigenschaften der Mikrolage. Die Merkmale eines Top-Objekts beziehen sich dabei nicht nur auf die physische Gebäudeausstattung, sondern auch auf seine Vermietungssituation, da an beide Faktoren in Regionalmärkten spezifische Anforderungen gestellt werden (s. Kap. 4.3.1). Dadurch soll sichergestellt werden, dass das Risiko der Investition gering gehalten wird.

Die Heuristiken fünf (*keine riskanten Regionalmärkte*) und sechs (*keine ostdeutschen Regionalmärkte*) bestehen in einfachen Ausschlussregeln, welche Märkte mit allen darin befindlichen Objekten von einem frühen Zeitpunkt an ausgefiltert werden können. Wie in Kap. 5.2.1 erläutert, werden, um das Risiko eines Regionalmarkts zu identifizieren, schnell zugängliche und hoch aggregierende Indikatoren betrachtet, wie z. B. die sektorale Beschäftigung, die Bevölkerungsentwicklung und der Bestand lokaler Großunternehmen. Eine Monostruktur unter den Unternehmen wird als riskant interpretiert. Bei den übrigen Entscheidungshilfen bleibt die Beschäftigungsstruktur weitgehend oder sogar vollständig unbeachtet. Die Heuristik *keine riskanten Regionalmärkte* ist damit der einzige Fall, bei dem die branchenspezifische Beschäftigung zumindest indirekt berücksichtigt wird.

Da die Interviews auf Investitionsentscheidungen in Regionalmärkten fokussierten, gibt es nur wenige Befunde zum Einsatz von Heuristiken bei der Marktauswahl unter den Top7. Klar sticht heraus, dass die Heuristik *nur im Boom investieren* hier gerade nicht angewendet wird. Das erhöhte Risiko der Regionalmärkte wird erst dann akzeptiert, wenn in den Top7 keine gute Rendite mehr erzielbar ist.

In der Abkühlungsphase des Immobilienzyklus nehmen einerseits die Renditen der Top7 wieder zu. Andererseits versuchen die Marktteilnehmer Risiken verstärkt zu meiden, was ein Investor besonders hervorhob:

„Und das hat die Krise gezeigt, dass B-Standorte deutlich stärker leiden als A-Standorte. Weil je schwieriger der Markt ist, je weniger Geld da ist, je risikobewusster Anleger und Investoren sind, je mehr geht es auf die Top-Lage, die Top-Städte. Und da haben in diesen zwei, drei Jahren B-Standorte extrem verloren.“ (Interview 3)

Auch die Heuristiken *nur Top-Lage* und *nur Top-Objekt*, die ebenfalls das Risiko reduzieren sollen, werden in den Top7 nicht immer konsequent umgesetzt. In Kap. 4.3.1 war schon die „ABBA-Strategie“ eines Investors vorgestellt worden, die darin besteht, in den Hauptmärkten gerade die Nebenlagen aufgrund der höheren Rendite zu bevorzugen. Das nachfolgende Zitat drückt deutlich die Bereitschaft aus, in den Top7 höhere objektbezogene Risiken einzugehen:

„Gerade in B-Standorten - da muss sehr viel stimmen. Sowohl von der makroökonomischen Seite als auch von der immobilienwirtschaftlichen Seite, bevor man dann auch diesen Schritt geht. Bei B-Standorten ist man noch deutlich konservativer als jetzt in einem Top7-Standort.“ (Interview 3)

Die Heuristiken *keine riskanten Märkte* und *keine ostdeutschen Märkte* sind von ihrer Konzeption bereits spezifisch für die Regionalmärkte und lassen sich auf die Top7 kaum übertragen. Von derartigen Heuristiken betroffen wäre unter den Top7 vor allem Berlin, als einziger ostdeutscher und wirtschaftlich relativ schwach profilierter Agglomerationsraum. Frankfurt könnte aufgrund der angesprochenen Vermietungsprobleme und der wiederholten Veränderungen der Top-Lagen ebenfalls als riskant eingestuft werden (s. Kap. 4.2.2). Die Interviews konnten jedoch nicht erheben, ob die offenen Fonds Frankfurt oder Berlin im Rahmen eines frühzeitigen Grobfilters wirklich ausfilterten.

Die *Angebotsorientierung* hingegen wird auch bei Anlagen in den Agglomerationsräumen verwendet. Alle Gesprächspartner gaben an, ihren grundsätzlichen Ablauf der Anlageentscheidung nicht zwischen Regionalmärkte und Hauptmärkte zu verändern (vgl. Interview 2, 3, 4, 5, 7 & 8). Somit ist die Marktauswahl auch unter den Agglomerationsräumen beim Großteil der Fonds bottom-up strukturiert.

Insgesamt zeichnet sich somit unter den offenen Fonds ab, dass bei Investitionen in Regionalmärkten verstärkt Heuristiken angewendet werden, mit denen Risiken auf arbeitsökonomische Weise reduziert werden können. Bei Investitionen in den Top7 wird darauf weniger Wert gelegt, da die Notwendigkeit dafür weniger gege-

ben ist. Heuristiken, deren Primärzweck in Arbeitersparnissen liegt, werden auch bei Investitionen in den Top7 eingesetzt, wie z.B. die *Angebotsorientierung*.

5.5.2 Versicherungen

Die generell höhere Sicherheitsorientierung von Versicherungen bewirkt, dass sich die Heuristiken in der Marktauswahl von denen der offenen Fonds unterscheiden. Die erste Heuristik, Nebenmärkte grundsätzlich zu meiden, wird von Versicherungen auf den gesamten Immobilienzyklus ausgeweitet (vgl. Interview 1,6 & 9). Alle Nebenmärkte werden ausgefiltert. Motiv ist die höhere Sicherheit der Anlagen in den Agglomerationsräumen. Für die Versicherungen könnte diese Heuristik somit auch mit *nur Top7* bezeichnet werden. Diese Vorgehensweise war bereits in der Studie von Roberts/Henneberry 2007 beobachtet worden, wenn auch nicht spezifisch unter Versicherungen. In Kap. 4.1.2 und 4.2.2 wurde erläutert, dass die Beschränkung auf Agglomerationsräume darin begründet liegt, dass die Wettbewerbsnachteile der Regionalmärkte als zu hohes Risiko gewertet werden. Zudem können Investoren Anlagen in den Top7 arbeitsökonomisch leichter realisieren, da sie dort i.d.R. bereits über Marktkennntnisse verfügen und Informationen über persönliche Kontakte einfacher zu gewinnen sind (s. Kap. 5.2 und 5.3).

Daneben setzen die Versicherungen im Gegensatz zu den offenen Fonds überwiegend die Heuristiken *nur Top-Objekt*, *nur Top-Lage* und *keine riskanten Märkte* auch bei Investitionsentscheidungen in den Agglomerationsräumen ein (vgl. Interview 1 & 6). Bei den offenen Fonds werden diese nur für die als riskanter wahrgenommenen Regionalmärkten verwendet. Hierin spiegelt sich der hohe Stellenwert der Anlagesicherheit für Versicherungen. Die Versicherungen gehen offenbar heuristisch vor, um auf arbeitsökonomische Weise die Sicherheit ihrer Investitionen auch in den Top7 zu steigern.

Die Heuristik *Angebotsorientierung* wird von den Versicherungen nur gelegentlich verwendet (vgl. Interview 1 & 6). Zwar beginnt nur eine Versicherung die Marktauswahl immer mit der Analyse eines Objekts und somit bottom-up. Allerdings erwähnten auch die anderen Versicherungen, in bestimmten Situationen die Marktanalyse hinten anzustellen (s. Kap. 5.1.2). Dies sei insbesondere der Fall, wenn sehr gute Objekte angeboten würden. Auf die Nutzung von Opportunitäten und von besonders guten Objekten möchten die Versicherungen somit nicht vollkommen verzichten. Insgesamt ist ihnen die Kontrolle von Markteigenschaften, die ihnen eine top-down orientierte Vorgehensweise ermöglicht, jedoch meistens wichtiger. Bei den offenen Fonds ist es umgekehrt. Allerdings fällt für offene Fonds das Argument der Arbeitseffizienz auch schwerer ins Gewicht, da sie Re-

gionalmärkte stärker berücksichtigen. Gingen sie top-down analysierend vor, könnte es passieren, dass sie auch Regionalmärkte berücksichtigen, in denen keine geeigneten Anlageobjekte verfügbar sind. Bei den Versicherungen ist ein solch unnötiger Aufwand weniger wahrscheinlich, da sie sich auf die Top7 beschränken und die Objektverfügbarkeit dort als höher gilt (s. Kap. 2.1.2). Der arbeitsökonomische Nachteil der top-down strukturierten Marktauswahl ist für sie also schwächer ausgeprägt.

Die Heuristik *keine ostdeutschen Märkte* kommt für die Versicherungen ohnehin nicht in Frage, da Berlin für sie der einzig mögliche ostdeutsche Anlagemarkt ist. Tatsächlich wird Berlin wiederholt ausgeschlossen (vgl. Interview 1 & 9). Hierfür wurden allerdings konkrete Risikoerwägungen wegen der relativen wirtschaftlichen Schwäche angeführt. Der Ausschluss Berlins ist somit als Beispiel für die Heuristik *keine riskanten Märkte* zu verstehen.

5.5.3 Zusammenfassung

Da in der vorliegenden Arbeit ein Untersuchungsschwerpunkt auf der Marktauswahl, einem Teilaspekt der Gesamtentscheidung, liegt, konnten speziellere Heuristiken herausgearbeitet werden, als durch Roberts/Henneberry 2007. Dort waren vor allem in der Verkürzung des Entscheidungsablaufs und in der Vorauswahl der Hauptmärkte heuristische Vorgehensweisen identifiziert worden.

Nun konnte gezeigt werden, dass eine Vorauswahl der Hauptmärkte nicht bei allen Investorentypen gegeben ist. Die neu erkannten Heuristiken befinden sich auf einer niedrigeren operationalen Ebene. Sie beschreiben, nach welchen Kriterien Objekte und Märkte in den Screeningverfahren ausgefiltert werden. Für den Investor stellt sich bei ihrem Einsatz ein Optimierungsproblem zwischen den Faktoren Arbeitseffizienz, Risikobereitschaft und Renditeziel. Die jeweiligen Gewichte, die Fonds und Versicherungen diesen Faktoren beimessen, konnten die jeweilige Verwendung der Heuristiken erklären. Tab. 8 fasst zusammen, auf welchen dieser Faktoren die Heuristiken Bezug nehmen, wie stark diese unter den zwei Investorentypen verbreitet sind und ob sie bei der Marktauswahl von Regionalmärkten oder Hauptmärkten angewendet werden.

In den meisten Fällen geht es vor allem darum, auf arbeitsökonomische Art und Weise eine sichere Investition zu tätigen. Die Arbeitseffizienz allein ist aber nur bei der *Angebotsorientierung* ausschlaggebend. Die Heuristik *nur im Boom* zu investieren hat neben der Minderung des Risikos auch das Ziel, in einer geeigneten Zyklusphase lukrative Rendite zu erwirtschaften. Die Gegenüberstellung von Fonds und Versicherungen veranschaulicht, dass fast alle dieser Heuristiken mit

gewissen Adaptionen (vor allem hinsichtlich ihres Raumbezugs) von beiden Investorentypen verwendet werden und somit anscheinend sehr nützlich bei der Marktauswahl sind.

Tab. 8: Überblick Heuristiken: Verbreitung und Raumbezüge bei offenen Fonds und Versicherungen

Heuristik			Offene Fonds		Versicherungen	
Nr.	Verwendung	Ziel	Verbreitung	Raumbezug	Verbreitung	Raumbezug
1.	nur im Boom	Rendite / Risiko	überwiegend	Nebenmärkte	überwiegend*	Nebenmärkte
2.	Angebotsorientierung	Vereinfachung & Abkürzung	überwiegend	Neben- & Hauptmärkte	gelegentlich	Hauptmärkte
3.	nur Top-Objekt	Risiko mindern	überwiegend	Nebenmärkte	überwiegend	Hauptmärkte
4.	nur Top-Lage	Risiko mindern	überwiegend	Nebenmärkte	überwiegend	Hauptmärkte
5.	keine riskanten Märkte	Risiko mindern	überwiegend	Nebenmärkte	überwiegend	Hauptmärkte
6.	kein ostd. Märkte	Risiko mindern	häufig	Nebenmärkte	--	

* ausgeweitet auf den gesamten Immobilienzyklus

Quelle: eigene Darstellung anhand von Experteninterview

Die meisten der beschriebenen Filterregeln berücksichtigen nicht die örtliche Branchenstruktur, die dadurch nur eingeschränkt auf die Investitionsentscheidung einwirken kann. In den Regionalmärkten fällt ihr Einfluss besonders schwach aus. Dies ist vor allem in den Abschwungphasen des Immobilienzyklus der Fall und wenn Objekte in Nebenlagen und mit Schwächen in der Vermietungssituation oder im Gebäudezustand vorliegen. Dies sind jeweils negative Ausschlusskriterien, die dafür sorgen, dass ein Markt im Screeningprozess ausscheidet, auch wenn seine Branchenstruktur geeignet wäre.

Eine Ausnahme hiervon besteht in der Heuristik *keine riskanten Märkte*, da hierfür in den meisten Fällen die branchenspezifische Beschäftigung in indirekter Weise (z. B. sektorale Beschäftigung, Miethöhe) analysiert wird. Eine prinzipiell angebotsorientierte Vorgehensweise, die darauf abzielt gute Objekte und Opportunitäten zu nutzen, wirkt allerdings grundsätzlich gegen den Einfluss der Beschäftigungsstruktur.

In den Hauptmärkten hängt die Einflussstärke der branchenspezifischen Beschäftigung auf die Marktauswahl offensichtlich auch vom Investorentyp ab. Bei Fonds scheint der Einfluss geringer zu sein, weil sie angebotsorientiert vorgehen und unter den Top7 die Heuristik *keine riskanten Märkte* nicht anwenden. Bei Versicherungen hingegen wird meistens top-down vorgegangen und nach riskanten Märkten gefiltert.

Die Heuristik *keine ostdeutschen Märkte* wird unter offenen Fonds regelmäßig angewendet. Ostdeutsche Regionalmärkte werden weiterhin kategorisch als wirtschaftsschwach und somit als zu riskant wahrgenommen. Wie die regionale Wirtschaftsstruktur inzwischen tatsächlich aussieht, wird dabei ignoriert. Da Versiche-

rungen ohnehin nicht in Regionalmärkte investieren, ist diese Heuristik für sie nicht zutreffend.

6 Raumstrukturen von Investments und Branchen

Die vorangegangenen Kapitel 4 und 5 haben die Einstellungen zu den Top7 und den Regionalmärkten sowie den Entscheidungsprozess der Marktauswahl dargestellt. Diese Aspekte entsprechen der Intervention und der Vermittlung zwischen Branchenstruktur (unabhängiger Variable) und Marktauswahl (abhängige Variable, s. Kap. 3.1). Die Analysen basierten dabei auf Experteninterviews.

Nun soll überprüft werden, ob sich diese qualitativen Ergebnisse auch statistisch bestätigen lassen und somit verallgemeinert werden können. Dazu werden Mietvertragsdaten von IPD quantitativ ausgewertet. Hierbei fokussiert die Untersuchung auf die unabhängige und die abhängige Variable der Marktauswahl. Die Schwerpunkte der Auswertung liegen nun also auf der Branchenstruktur und der geographischen Lage und somit auf den Forschungsfragen drei („Welche Branchen sind einflussreich?“) und vier („In welchen Städte wird investiert?“). In der Interpretation der quantitativen Ergebnisse werden Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Ergänzungen zu den vorangegangenen qualitativen Ergebnissen herausgestellt.

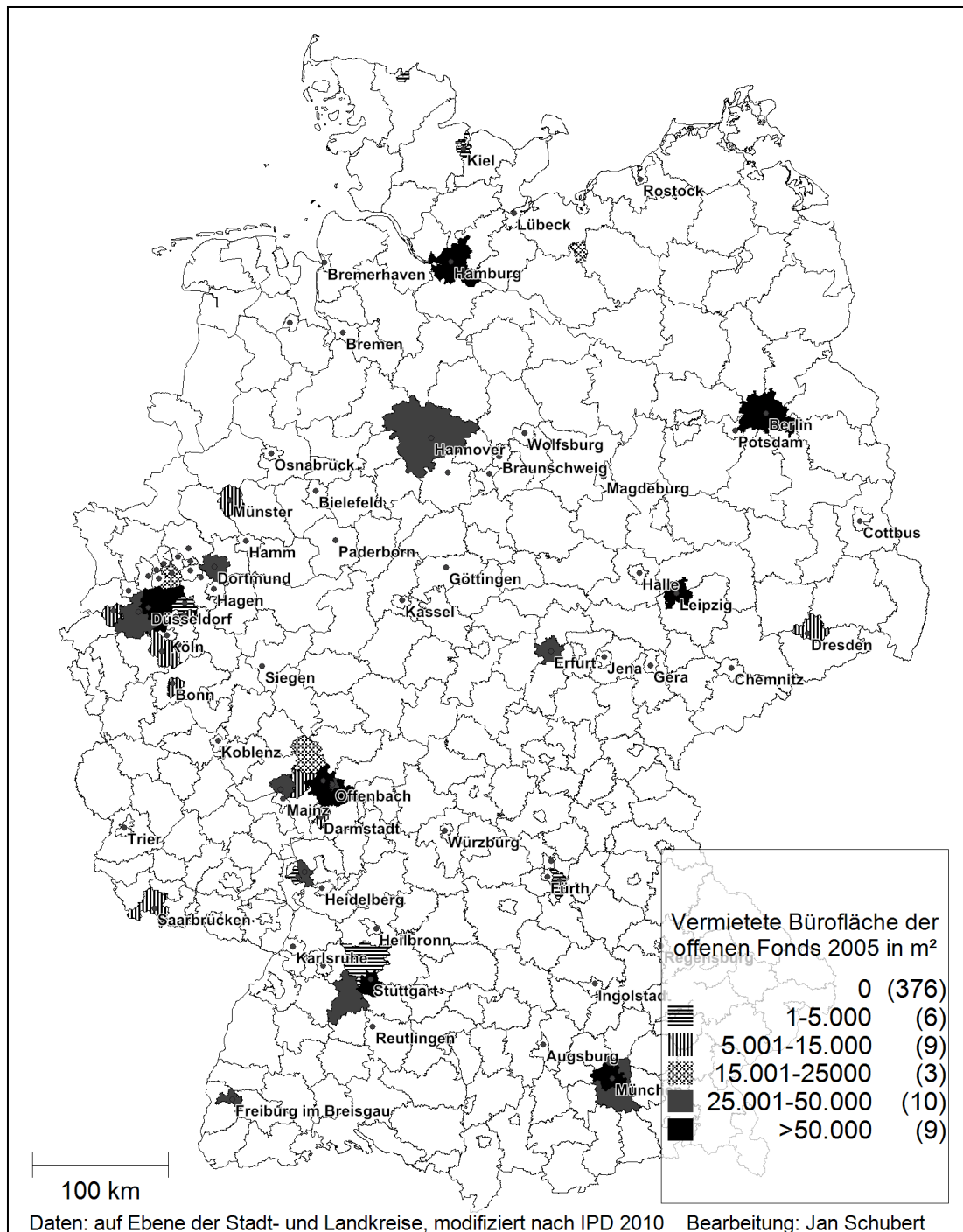
In den ersten drei Kapiteln findet eine deskriptive Auswertung von Marktauswahl und Branchenstruktur statt. Zunächst wird die räumliche Verteilung der Investitionen betrachtet (Kap. 6.1). Anschließend wird die Branchenstruktur der Unternehmen, die in den Büros der Investoren angemietet haben, analysiert (Kap. 6.2). Danach wird die Branchenstruktur zudem räumlich nach Top7 bzw. Regionalmärkten differenziert untersucht (Kap. 6.3). Zuletzt wird mittels eines logistischen Regressionsmodells geprüft, ob der Zusammenhang zwischen der branchenspezifischen Beschäftigungsstruktur eines Stadt-/Landkreises und der Marktauswahl der Investoren statistisch beobachtbar ist (Kap. 6.4). Unterkapitel unterscheiden weiterhin zwischen offenen Fonds und Versicherungen, um akteursspezifische Ergebnisse sicherzustellen.

6.1 Verteilung der Investments 2005 & 2009

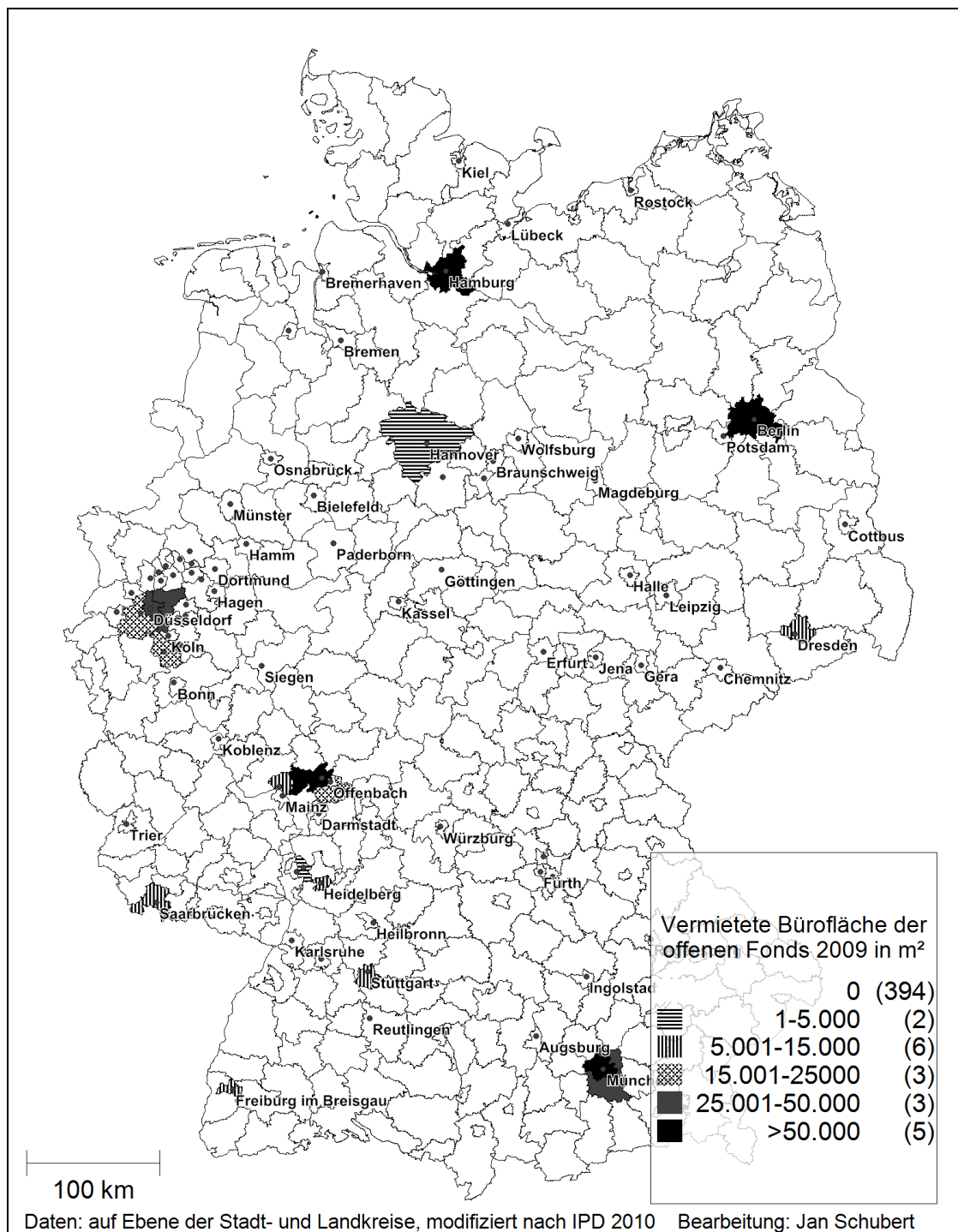
6.1.1 Offene Fonds

Abbildungen 5 und 6 stellen die Mietvertragsdaten der neun Fonds für 2005 und der sechs Fonds für 2009 auf der Ebene der Stadt- und Landkreise dar.

Abb. 5: Vermietete Bürofläche der off. Fonds 05 in m² auf Ebene der Stadt- und Landkreise



Die Daten von 2005 erfassen ca. 2 Mio. Quadratmeter vermietete Bürofläche. 2009 sind es mit ca. 0,7 Mio. Quadratmeter wesentlich weniger. Es wird offensichtlich, dass die Mehrzahl der Kreise nicht für Investitionen in Büroimmobilien ausgewählt wurde. Investitionsschwerpunkte finden sich in den Agglomerationsräumen Frankfurt, München, Hamburg, Berlin und Düsseldorf. Diese Kreise gehören zu den bekannten Top7-Märkten.

Abb. 6: Vermietete Bürofläche der off. Fonds 09 in m² auf Ebene der Stadt- und Landkreise

Daneben fallen Kreise auf, in denen hohe Investitionen getätigt werden, obwohl sie nicht zu den Top7 gehören. Mehrheitlich handelt es sich um Städte, denen die funktionale Bedeutung von Oberzentren zukommt. Viele sind durch positives ökonomisches und demographisches Wachstum gekennzeichnet. Diese Merkmale wurden auch als Anforderung in der Marktauswahl von den Gesprächspartnern benannt (s. Kap. 4.3.1). Sechs davon weisen teilweise bedeutende Investments zu

beiden Zeitpunkten auf. Hierzu gehören: Dresden, Freiburg, Hannover, Mannheim, Saarbrücken und Wiesbaden.

Investitionen in den neuen Bundesländern treten indessen selten auf. 2005 existierten Anlageobjekte lediglich in Schwerin, Erfurt, Leipzig und Dresden. 2009 können nur noch vermietete Flächen in Dresden beobachtet werden. Somit zeigt sich, dass die Heuristik *keine ostdeutschen Märkte* tatsächlich regelmäßig Anwendung findet (s. Kap. 5.5.3).

Während 2005 noch in 24 Regionalmärkten Vermietungen vorliegen, gilt dies 2009 nur noch für sieben Kreise. Kreise wie beispielsweise Bonn⁶, Essen, Leipzig, Kiel, Münster und Nürnberg weisen keine vermieteten Flächen mehr auf.

Die hier erkennbaren Flächenverhältnisse entsprechend den in Kap. 4.1.1 und 4.2.1 geschilderten Einstellungen zu den Vor- und Nachteilen der Top7 und der Regionalmärkte. Somit bestätigt sich die bereits identifizierte Ersatzfunktion der Regionalmärkte. Es liegt eine deutliche Präferenz für die Top7 vor. Für 2009 muss von einer Konzentration der Portfolios auf die Top7 gesprochen werden.

Obwohl die interviewten Investoren für gewöhnlich ihren Büroflächenanteil in Regionalmärkten mit ca. 20 % angaben, ist das Engagement in 2009 also besonders gering und deckt sich nicht mit den Interviewangaben. Dies ließe sich durch eine stark gesunkene Risikobereitschaft im Zuge der Finanzkrise erklären. Die Gesprächspartner nahmen Regionalmärkte als vergleichsweise risikoträchtig wahr. Eine stärkere Risikoaversion kann dazu geführt haben, dass notwendig werdende Liquidationen vor allem in den Regionalmärkten umgesetzt wurden. 12 der 48 Fonds wurden 2009 aufgrund von Liquiditätsproblemen zumindest zeitweise geschlossen, so dass die Anleger ihre Anteile nicht mehr zurückgeben konnten. Die Fondsmanager versuchten Immobilien zu verkaufen, um die Liquidität zu erhöhen (Bafin 2009, S. 218f.). Es können aber auch erhebungstechnische Gründe verantwortlich sein, da 2009 nur noch Daten von sechs Fonds enthalten sind (s. Kap. 3.2.1). Sonderfälle erhalten in diesem Jahr daher ein stärkeres Gewicht als 2005, als noch Daten aus drei weiteren Fonds enthalten waren. Die Interpretation des besonders niedrigen Flächenanteils der Regionalmärkte in 2009 kann daher nicht eindeutig abgeschlossen werden.

Ein genauerer Blick auf die Top7 zeigt unter diesen ebenfalls Gewichtung Unterschiede. Tab. 9 weist die vermieteten Flächen für die Top7 in den zwei Jahren se-

⁶ Bonn liegt zwar im Verflechtungsraum Kölns, sein Büroimmobilienmarkt wird hier jedoch als weitgehend separiert betrachtet. Die Hauptsitze der Konzerne Deutsche Post und Deutsche Telekom sowie die Forschungseinrichtungen und die verbliebenen politischen Institutionen sorgen mit ihren Kooperationspartnern für eine Büroflächennachfrage, die an diesen Standort gebunden ist.

parat aus. Köln ist in beiden Jahren durch vergleichsweise niedrige Flächenwerte gekennzeichnet. Für Stuttgart trifft dies in 2009 zu.

Tab. 9: Vermietete Flächen der offenen Fonds in den Top7 2005 u. 2009

	2005		2009	
	m ²	Anteil	m ²	Anteil
Berlin	152.080	10%	63.406	10%
Düsseldorf	309.148	20%	91.609	14%
Frankfurt	489.493	32%	193.655	31%
Hamburg	224.084	14%	123.856	20%
Köln	11.197	1%	16.989	3%
München	239.372	15%	138.262	22%
Stuttgart	121.886	8%	5.115	1%
Summe	1.547.260	100%	632.892	100%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

Kreise, die sich innerhalb eines Agglomerationsraumes befinden und direkt neben einer Top7-Stadt liegen, wurden meistens als Teil dieses Top7-Investmentmarktes betrachtet. Insbesondere sind dies Offenbach, Main-Taunus, Landkreis München, Neuss, Mettmann und Ludwigsburg. Flächen in diesen Kreisen wurden daher den in der Tab. 9 aufgeführten Märkten hinzugerechnet. In wenigen anderen Fällen wurde entschieden, dass trotz der Lage in einem Agglomerationsraum ein Kreis als eigener Investitionsmarkt gelten sollte, da er ein eigener bedeutsamer Wirtschaftsstandort ist und für die Mieter eine relativ deutliche Trennung der Büroimmobilienmärkte vorhanden ist. Hierzu gehören Bonn, Böblingen und der Hoch-Taunuskreis, wobei die beiden letzteren als Grenzfälle zu beurteilen sind.

Die Abweichungen zwischen den Prozentwerten verdeutlichen die mitunter starken Gewichtung Unterschiede der offenen Fonds hinsichtlich der einzelnen Märkte unter den Top7. Frankfurt hat unter den offenen Fonds mit fast einem Drittel der Fläche in beiden Jahren deutlich das größte Gewicht. Die starke Ausrichtung dieses Büroimmobilienmarkts auf Finanzdienstleistungen hat daran auch während der Wirtschaftskrise nichts geändert. Köln und Stuttgart haben mit Flächenanteilen von maximal 8 %, bzw. 3 %, nur eine untergeordnete Bedeutung. Dies ist eine mögliche Folge des Umstandes, dass beide Städte erst relativ spät von Marktbeobachtern als Top-Märkte anerkannt wurden. 2006 beschränkten sich Investmentmarktberichte z. B. noch auf die „Top-5“. Köln und Stuttgart waren ausgeklammert (Atisreal 2006 b, S. 4 ff).

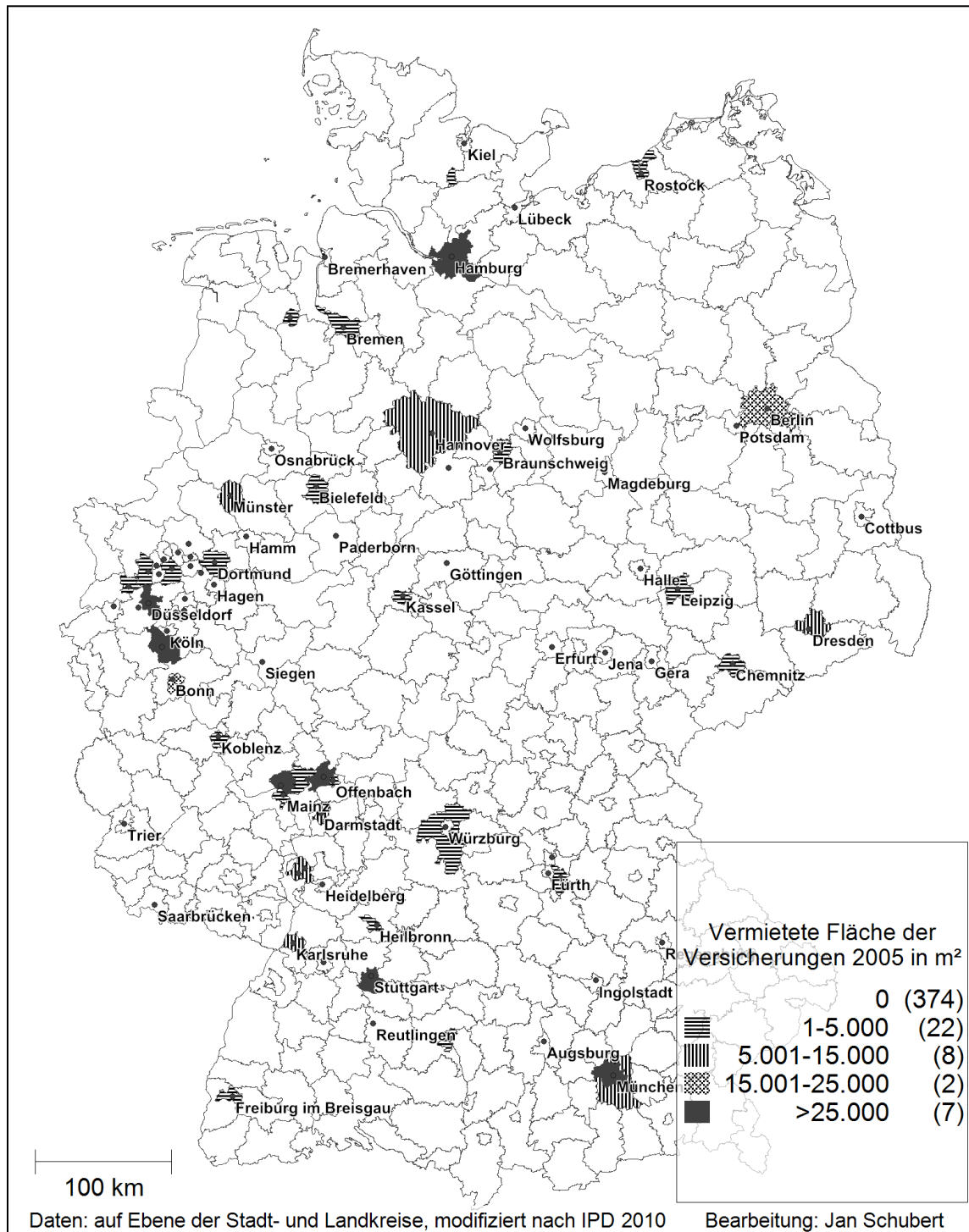
Düsseldorf, Hamburg und München zeigen deutlich höhere Anteile, die i.d.R. im oder über dem Mittelfeld liegen. Dies sind bereits lange etablierte Märkte unter den Top7 mit einer starken Wirtschaftsstruktur. Im Falle Berlins ist diese schwächer ausgeprägt – eine Erklärung für den relativ geringen Anteil in den Portfolios der offenen Fonds. Bei Düsseldorf, Hamburg und München fallen zeitlich starke

Schwankungen auf. Diese werden mit Rücksicht auf die Datengrundlage, in der wechselnde Investoren erfasst sind, hier nicht tiefer gehend interpretiert.

6.1.2 Versicherungen

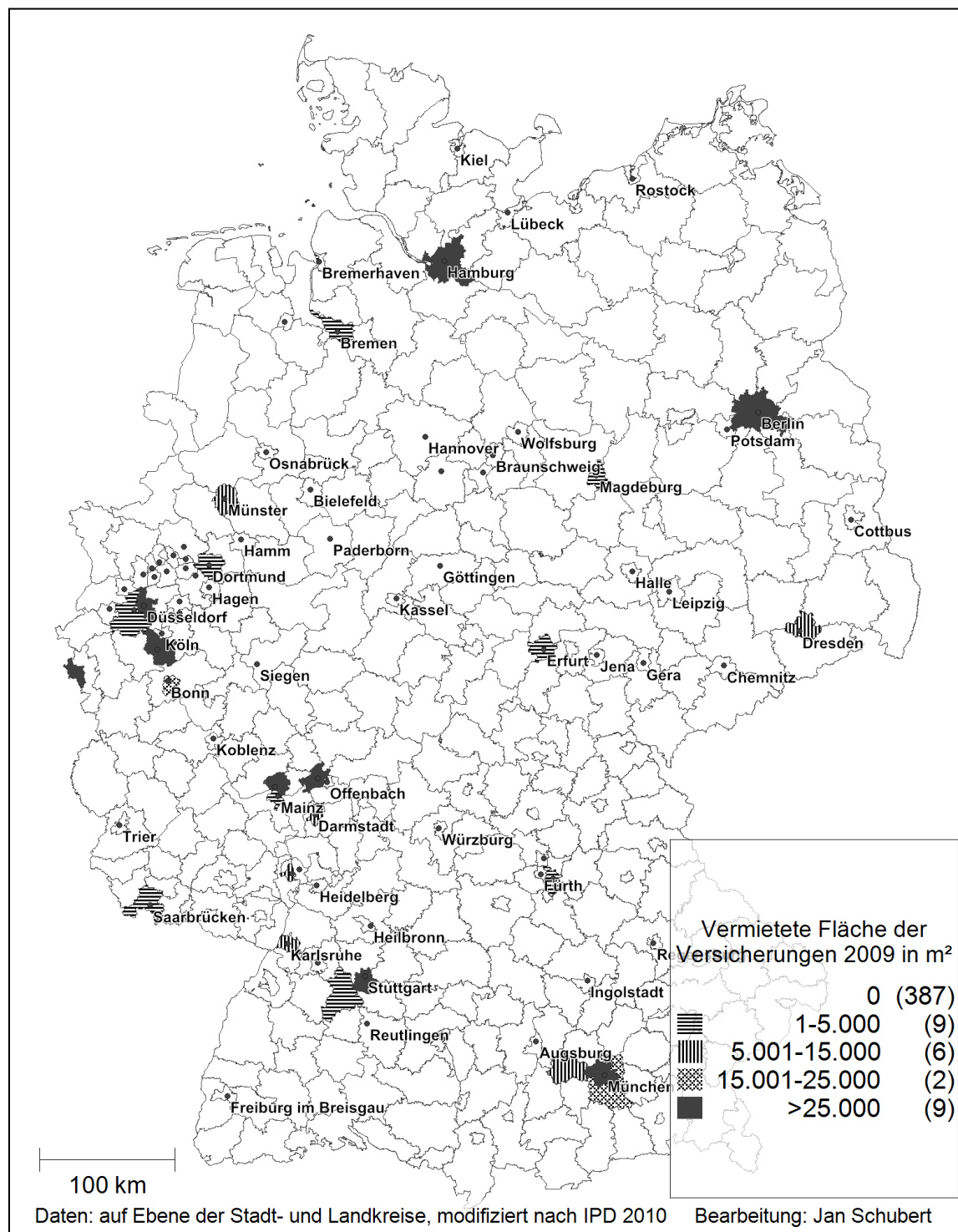
Die Mietvertragsdaten aus 2005 und 2009 stammen von jeweils drei Versicherungen und sind in den Abbildungen 7 und 8 dargestellt.

Abb. 7: Vermietete Büroflächen der Versicherungen 2005 in m² auf Ebene der Stadt- und Landkreise



Die Darstellungen weisen 2009 wesentlich mehr Flächen auf als 2005 (ca. 790.000 m² vs. ca. 460.000 m²). Viele der für die offenen Fonds aufgezeigten Strukturen sind hier ebenfalls zu erkennen. Die Investitionsschwerpunkte liegen auf den Top7. Deren Umland wird jedoch in geringerem Maße aufgesucht. Dies passt zu dem in den Interviews oft formulierten Grundsatz der Versicherungen, selbst in Hauptmärkten nur Top-Lagen zu akzeptieren.

Abb. 8: Vermietete Büroflächen der Versicherungen 2009 in m² auf Ebene der Stadt- und Landkreise



Unter den Regionalmärkten, in denen nur in einem der beiden Jahre Investitionen gekennzeichnet sind, befinden sich unter anderem Aachen, Essen, Freiburg, Hannover, Leipzig, Mannheim und Wiesbaden.

Die Liste der Regionalmärkte, die in beiden Jahren Investments verzeichnen, ist länger als bei den offenen Fonds. Zu diesen gehören: Bonn, Bremen, Darmstadt, Dortmund, Dresden, Karlsruhe, Ludwigshafen, Mainz, Münster und Nürnberg. Die räumliche Verteilung ist im Vergleich der Jahre somit stabiler als im Falle der offenen Fonds. Dennoch ist die Zahl der Regionalmärkte 2005 deutlich höher als 2009 (29 vs. 16), obwohl der Flächenbestand im späteren Jahr insgesamt größer war.

Ein Vergleich der zwei Jahre zeigt in 2009 eine geringere geographische Streuung, insbesondere in Mittel-, Nord- und Ostdeutschland. Hier wurde 2009 in weniger Regionalmärkten investiert als 2005. Der Trend zur geographischen Konzentration auf die Top7 ist folglich auch bei den Versicherungen festzustellen, fällt jedoch geringer aus als bei den offenen Fonds.

Erklärungen bieten die in Kap. 4.1.2 und 4.2.2 dargestellten Interviewergebnisse. Ursache des Engagements in den Regionalmärkten waren nur teilweise Investmentzwecke. Die Versicherungen verfügen historisch bedingt auf Grund von Restbeständen ihrer Filialnetze und wegen Unternehmenszukäufen dort über Bürogebäude (vgl. Interview 1 & 9). Hinzu kommen weiterhin für Verwaltungszwecke eigengenutzte Objekte, die ebenfalls oft in Großstädten abseits der Agglomerationsräume liegen (s. Kap. 2.2.2). Ankäufe in Regionalmärkten für reine Investmentzwecke wurden in den letzten Jahren immer seltener. Im Anlagefokus stehen heute die Top7 (vgl. Interview 1, 6 & 9). Oft wird seit mehreren Jahren versucht, den nicht eigengenutzten historischen Bestand in den Regionalmärkten abzustoßen. Im Falle der Versicherungen kann bzgl. ihrer Investments in den Regionalmärkten daher meist nicht von einer aktiven Marktauswahl gesprochen werden.

Tabelle 10 stellt die Verteilung der vermieteten Fläche unter den Top7 genauer dar. Auffällig ist im Vergleich zu den offenen Fonds eine wesentlich ausgeglichene Verteilung der Flächen unter den Top7. Dies zeigt sich bereits an der geringeren Spannbreite der Anteile (Versicherungen 2005: 7 % bis 25 %, offene Fonds 2005: 1 % bis 32 %).

Tab. 10: Vermietete Flächen der Versicherungen in den Top7 2005 u. 2009

	2005		2009	
	m ²	Anteil	m ²	Anteil
Berlin	19.618	7%	75.914	12%
Düsseldorf	30.415	10%	59.273	10%
Frankfurt	32.178	11%	66.186	11%
Hamburg	58.402	20%	157.100	25%
Köln	26.693	9%	106.403	17%
München	74.891	25%	68.463	11%
Stuttgart	53.197	18%	83.827	14%
Summe	295.394	100%	617.166	100%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

Frankfurt weist mit 10 % in beiden Jahren einen wesentlich geringeren Anteil unter den Agglomerationsräumen auf als im Falle der Fonds (ca. 30 %). Die Versicherungen haben im Interview wiederholt erklärt, die Märkte Frankfurt und Berlin als weniger sicher zu bewerten (Frankfurt: Leerstände und wechselnde Top-Lage; Berlin: mangelnde Wirtschaftskraft; s. Kap. 4.1.2, vgl. Interview 6 & 9). Tatsächlich ist der Anteil Berlins in beiden Jahren unterdurchschnittlich.

Hamburg hingegen hat in beiden Jahren ein hohes Gewicht. Dieser Markt war aufgrund seiner wirtschaftlichen Stabilität in den Interviews auch als besonders sicher und attraktiv eingestuft worden. Solche Interviewaussagen wurden auch für München getroffen und spiegeln sich in dem hohen Flächenanteil von 25 % im Jahr 2005 wider. Die niedrigen Flächenanteile von 10 % in 2009 passen zwar nicht in dieses Bild. Dies muss jedoch nicht bedeuten, dass die Interviewaussagen insgesamt unzu-treffend sind. Da die Mietvertragsdaten in beiden Jahren teils unterschiedliche Versicherungen enthalten, können die Veränderungen der Anteile zwischen den Jahren nur eingeschränkt ausgewertet werden. Gerade vor dem Hintergrund der hohen Bedeutung der Eigennutzung für diesen Investorentyp müssen zeitliche Schwankungen der Anteile einzelner Top7-Märkten auch auf wechselnde Eigentümerstrukturen zurückgeführt werden.

In den in diesem Kapitel vorgestellten Daten sind jene Objekte nicht erfasst, in die Versicherungen über indirekte Anlageformen, wie z. B. Spezialfonds, investiert haben. Beide exemplarisch interviewten Kapitalanlagegesellschaften von Spezialfonds bestätigten, dass über derartige Vehikel manche Versicherungen zu Anlagen in regionale Büroimmobilienmärkte bereit sind. Dabei profitieren sie von der lokalen Marktexpertise der KAG und den für sie niedriger ausfallenden Kosten (s. Kap. 4.1.2). Unter diesen Bedingungen ist es für sie möglich, die Renditechancen in den Regionalmärkten zu nutzen und gleichzeitig den eigenen direkt gehaltenen Gebäudebestand dort abzubauen. Das Ausmaß derartiger indirekter Büroinvesti-

tionen in Regionalmärkte muss momentan zwar noch als vergleichsweise gering eingeschätzt werden, allerdings ist die Tendenz laut Interview wachsend (vgl. Interview 10).

6.1.3 Zusammenfassung

Fasst man die räumliche Verteilung der vermieteten Flächen der Versicherungen und offenen Fonds zusammen, bestätigen sich die grundlegenden Aussagen zum in Kap. 4 und 5 beschriebenen räumlichen Anlageverhalten. Die Investitionen in Regionalmärkte machen nur einen Bruchteil aus. Dies gilt für das Jahr 2009 noch stärker als für 2005. Auch wenn Investments in Regionalmärkte von wesentlich geringerem Ausmaß sind als in den Top7, sind sie aber dennoch vorhanden. Dies ist ein wichtiger Unterschied zu der Studie von Roberts/Henneberry 2007, die nahelegt, dass ausschließlich in den Top7 investiert wird.

Im Fokus des Anlegerinteresses beider Investorentypen stehen Wirtschaftszentren mit deutlichem ökonomischem und demographischem Wachstum. Auch wenn die Investments bei Fonds und Versicherungen damit gemeinsame Raumstrukturen aufweisen, liegen ihnen im Falle der Regionalmärkte dennoch sehr unterschiedliche Ursachen zu Grunde. Während die offenen Fonds ein klares Investmentinteresse verfolgen, sind unter den Versicherungen vor allem Eigennutzung und ein historisch überlieferter Bestand für die Strukturen verantwortlich. Das tatsächliche Ausmaß der Investitionen durch Versicherungen wird durch den direkt gehaltenen Bestand jedoch in der Tendenz zunehmend unterschätzt. Eine wachsende Zahl von Versicherungen nutzt Fondskonstruktionen und legt durch diese indirekt auch in Regionalmärkte an.

6.2 Anmietende Branchen

In Kap. 5.4 wurde festgestellt, dass sowohl aus Sicht der offenen Fonds als auch der Versicherungen die Mieter in ihren Bürogebäuden in der Regel aus den Branchengruppen FIRE und KIBS stammen. Um diese Interviewaussagen zu überprüfen und zu vertiefen, werden die erfassten Mietverträge hinsichtlich der Branchenzugehörigkeit der anmietenden Unternehmen massenstatistisch ausgewertet.

6.2.1 Offene Fonds

Die folgenden Tabellen zeigen jene Branchen auf, die unter den offenen Fonds Flächen anmieteten. Wie bereits in Kap. 3.2.2 erklärt, sind diese Flächenangaben nicht der volle Flächenbestand der Investoren sondern nur eine Annäherung. In Fällen, in denen weniger als drei Objekte in einem Kreis pro Jahr vorlagen, reichte

IPD die Mietvertragsdaten zur Wahrung der Anonymität nicht weiter. Bei der Branchenzuordnung über die Datenbank von D&B wurden zudem manche Mieterfirmen nicht zugeordnet. Weitere Mietverträge mussten als Ausreißer bei der Datenbereinigung entfernt werden.

Bei der Beurteilung der Bedeutung einzelner Branchen muss beachtet werden, dass ein Bürogebäude mit beispielsweise 10.000 m² Mietfläche je nach Investorentyp und Jahr bereits einen Flächenanteil von ca. 0,5 % bis 2 % ausmachen kann. Eine solche Fläche kann mitunter an eine einzelne Firma vermietet sein, z. B. wenn es sich um eine Hauptverwaltung mit mehreren hundert Angestellten handelt. Daher kann die Bedeutung einer Branche mit einer Mietfläche in einer derartigen Größenordnung in den vorliegenden Stichproben theoretisch ein Zufallsprodukt sein. Die Gefahr der Überbewertung von Klumpeneffekten in der Interpretation wird relativiert, wenn eine höhere Anzahl an Mietverträgen vorliegt, oder die Interpretation auf der Ebene übergeordneter Branchengruppen stattfindet. In die Tabellen gehen daher jene Branchen ein, die entweder den Gruppen FIRE und KIBS zugehören, oder für die mindestens 30 Mietverträge vorlagen. Ein kleinerer Stichprobenumfang ist für Auswertungen nicht geeignet (Bahrenberg et al. 2010, S. 20).

Tabelle 11 enthält absolute und relative Angaben zu Flächen und Mieteinnahmen der Offenen Fonds in 2005, aufgeschlüsselt nach Wirtschaftsbranchen. Die aufgeführten Branchen kommen zusammen auf ca. 1,5 Mio. m². Dies entspricht 76 % der vermieten Gesamtfläche der untersuchten Fonds in diesem Jahr. Auf die Branchengruppen FIRE und KIBS entfallen über 57 % der Fläche und 64 % der Miete. Einzelne Branchen zahlten dabei überdurchschnittliche Mieten. Zu diesen gehören vor allem Depotbanken, aber auch Holding-Gesellschaften und das Rechtswesen. Neben den Branchengruppen FIRE und KIBS weisen verschiedene weitere Branchen mehr als 30 Mietverträge auf. Dazu gehört vor allem der Großhandel mit haltbaren Gütern (7 % der Fläche) aber auch die Telekommunikation und Elektronikindustrie (je 3 % der Fläche). Nachfolgend erreichen die sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen und das Gesundheitswesen jeweils noch 2 % der Fläche.

Einzelne wichtige Mieterbranchen in Bezug auf die Fläche sind vor allem Dienstleistungen aus den Bereichen Ingenieurwesen, Forschung und Management (17 %), wissensintensive Business Services (8 %), Holding Gesellschaften, Depotbanken und der Großhandel mit haltbaren Gütern (je 7 %). Der letztere weist jedoch deutlich geringere Mietanteile als Flächenanteile auf.

Tab. 11: Mietverträge der offenen Fonds in 2005 nach Wirtschaftsbranchen

SIC Major Group	Branchenbezeichnung	Anzahl Miet- verträge	Fläche		Jahresmiete	
			m²	Anteil	Summe in €	Anteil
36	Electronic Components	59	60.587	3%	10.184.621 €	3%
44	Water Transportation	31	5.130	0%	869.204 €	0%
48	Communications	69	58.201	3%	8.801.738 €	2%
50	Whole Sale (durable Goods)	210	137.273	7%	20.564.682 €	5%
51	Whole Sale (nondurable Goods)	58	24.613	1%	3.889.556 €	1%
59	Miscellaneous Retail	37	23.154	1%	5.756.890 €	1%
60	Depository Institutions	147	144.290	7%	42.731.740 €	11%
61	Non-Depository Credit Institutions	31	14.822	1%	2.428.594 €	1%
62	Security&Commodity Brokers, etc.	20	11.998	1%	3.062.240 €	1%
63	Insurance Carriers	50	91.851	5%	18.309.257 €	5%
64	Insurance Agents, Brokers, etc.	38	29.060	1%	5.746.282 €	1%
65	Real Estate	148	123.677	6%	22.872.505 €	6%
67	Holding Companies	157	138.868	7%	33.586.560 €	9%
73	Business Services (wissensintensiv)	251	171.168	8%	25.488.204 €	7%
73	Business Services (sonstige)	112	44.375	2%	7.366.825 €	2%
80	Health Services	95	38.302	2%	5.162.766 €	1%
81	Legal Services	159	71.835	4%	25.020.072 €	6%
87	Engineering, Research, Managem.,etc	433	334.732	17%	65.710.647 €	17%
89	Miscellaneous Services	25	7.968	0%	1.378.289 €	0%
Zwischensumme		2130	1.523.936	76%	308.930.672 €	79%
sonstige Branchen		500	492.705	24%	80.483.059 €	21%
Summe		2630	2.016.641	100%	389.413.731 €	100%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

FIRE KIBS

Tabelle 12 fasst die entsprechende Statistik für das Jahr 2009 zusammen. In diesem Jahr war das beobachtete Anlagevolumen der erfassten offenen Fonds deutlich geringer als 2005. Um Fehlinterpretationen zu vermeiden sei nochmals erwähnt, dass 2009 Mietverträge von weniger und teils anderen Fonds in die Datengrundlage einfließen. Die absoluten Zahlen der beiden Jahre, sind daher nur eingeschränkt vergleichbar (s. Kap. 3.2.1 u. 3.2.2). Dennoch ist anzunehmen, dass der Rückgang des Flächenbestandes teilweise auch der Finanzkrise geschuldet ist. Im Zuge der Krise gaben viele Anleger ihre Fondsanteile zurück. Bei mehreren Fonds führte dies zu Liquiditätsnöten und erzwang Desinvestitionen (s. Kap. 2.2.2).

2009 entfielen auf die Branchen FIRE und KIBS gemeinsam 60 % der Fläche und 69 % der Mieteinnahmen. Neben FIRE und KIBS zeigten nur drei Branchen mehr als 30 Mietverträge. Während der Großhandel und die sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen gleiche Bedeutungsanteile aufwiesen wie 2005, ist das Versorgungswesen für Strom, Wasser und Sanitär Dienstleistungen mit 6 % Flächen- und Mietanteil ebenfalls stark vertreten. 2005 war es noch bedeutungslos.

Tab. 12: Mietverträge der offenen Fonds in 2009 nach Wirtschaftsbranchen

SIC Major Group	Branchenbezeichnung	Anzahl Miet- verträge	Fläche		Jahresmiete	
			m²	Anteil	Summe in €	Anteil
49	Electric, Gas, Sanitary Services	52	42.144	6%	8.502.671 €	6%
50	Whole Sale (durable Goods)	80	46.553	7%	6.013.194 €	4%
60	Depository Institutions	72	86.547	13%	27.964.056 €	21%
61	Non-Depository Credit Institutions	4	5.105	1%	1.011.400 €	1%
62	Security&Commodity Brokers, etc.	7	2.680	0%	430.520 €	0%
63	Insurance Carriers	5	5.696	1%	609.053 €	0%
64	Insurance Agents, Brokers, etc.	13	8.830	1%	2.019.792 €	1%
65	Real Estate	49	42.208	6%	10.869.402 €	8%
67	Holding Companies	64	83.242	13%	18.898.310 €	14%
73	Business Services (wissensintensiv)	110	70.308	11%	10.809.880 €	8%
73	Business Services (sonstige)	35	22.269	3%	4.364.376 €	3%
81	Legal Services	18	12.792	2%	4.176.007 €	3%
87	Engineering, Research, Managem., etc.	140	74.955	12%	15.487.063 €	11%
89	Miscellaneous Services	2	791	0%	246.623 €	0%
Zwischensumme		651	504.120	77%	111.402.347 €	83%
sonstige Branchen		264	147.332	23%	23.288.935 €	17%
Summe		915	651.452	100%	134.691.282 €	100%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

FIRE KIBS

Im Bestand der offenen Fonds gibt es somit eine Variabilität in der Bedeutung einzelner Mieterbranchen. Über die Jahre hinweg sehr bedeutsam zeigen sich Depotbanken, Holdings und Dienstleistungen aus den Bereichen Ingenieurwesen, Forschung und Management. Zumindest den beiden ersten Branchen scheint die Bedeutung von Kernmietern zuzustehen. Mit der Reduktion der Mietfläche von 2005 zu 2009 fand eine Konzentration der Flächen- und Mietanteile auf sie statt.

Allerdings weist keine Branche eine dominierende Position auf. Dieses Ergebnis passt zu den Interviewaussagen, dass keine spezielle Branche bevorzugt werde und eine diversifizierte Branchenstruktur erwünscht sei (s. Kap. 5.4.1). Auf dem aggregierten Niveau von Branchengruppen überwiegen FIRE und KIBS bei den Flächen- und Mietanteilen in beiden Zeitschnitten. Die in Kapitel 5.4.1 vorgestellten Aussagen der Interviewpartner bzgl. typischer Mieterbranchen werden damit erhärtet.

Da diese auch geäußert hatten, im öffentlichen Sektor attraktive Mieter zu sehen, wird diese Gruppe in Tab. 13 separat ausgewertet. Der öffentliche Sektor besteht in der SIC-Nomenklatur aus den Gruppen 91 bis 99. Auf keine dieser Gruppen entfielen in den beiden Jahren 30 oder mehr Mietverträge. Sie wurden daher in den Tabellen 11 und 12 nicht aufgeführt. Auch zusammengefasst tritt die öffentliche Hand 2005 nur mit einem geringen Anteil am Portfolio auf (Fläche: 5 %), 2009 liegt dieser noch niedriger. Die Anteile an der Jahresmiete bewegen sich noch darunter.

Tab. 13: Öffentliche Mieter im Bestand offener Fonds 2005 u. 2009

Jahr	SIC Major Group	Anzahl MVs	Fläche		Jahresmiete	
			in m²	Anteil an Gesamtfläche	in €	Anteil am Gesamtertrag
2005	91-99	54	103.034	5%	12.941.931	3%
2009	91-99	12	13.906	2%	1.985.265	1%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

Die Branchengruppe der öffentlichen Hand ist somit von wesentlich geringerer Bedeutung als die Gruppen FIRE und KIBS. Zudem ist die Zahlungsbereitschaft offenbar gering, da die Flächenanteile in beiden Jahren die Ertragsanteile übersteigen. Diese Befunde stehen in einem Missverhältnis zu der in den Interviews erfassten hohen Aufmerksamkeit, die die öffentliche Hand als besonders geschätzter Flächennutzer unter den Investoren genießt. Öffentliche Mieter wurden im Gespräch stärker hervorgehoben als es Flächenbeanspruchung und Zahlungsbereitschaft nahelegen. Diese Beachtung kann als Anzeichen für eine besonders hohe Wertschätzung verstanden werden. Eine Ursache dafür kann in der großen Sicherheit liegen, die diese Branchengruppe den Investoren als Nutzer verspricht (s. Kap. 5.4).

6.2.2 Versicherungen

Tabelle 14 stellt die Mietvertragsdaten für die Versicherungen in der gleichen Weise zusammen, wie zuvor für die offenen Fonds.

Tab. 14: Mietverträge der Versicherungen in 2005 nach Wirtschaftsbranchen

SIC Major Group	Branchenbezeichnung	Anzahl Mietverträge	Fläche		Jahresmiete	
			m²	Anteil	Summe in €	Anteil
60	Depository Institutions	13	10.972	2%	1.611.518 €	3%
61	Non-Depository Credit Institutions	3	15.176	3%	3.952.532 €	6%
62	Security&Commodity Brokers, etc.	3	684	0%	127.217 €	0%
63	Insurance Carriers	55	98.844	22%	13.897.505 €	23%
64	Insurance Agents, Brokers, etc.	18	8.497	2%	1.049.028 €	2%
65	Real Estate	15	43.868	10%	4.485.707 €	7%
67	Holding Companies	14	6.288	1%	811.117 €	1%
73	Business Services (wissensintensiv)	27	11.944	3%	1.313.614 €	2%
81	Legal Services	26	12.154	3%	1.729.127 €	3%
87	Engineering, Research, Managem., etc.	54	76.837	17%	10.652.110 €	17%
89	Miscellaneous Services	1	302	0%	22.466 €	0%
Zwischensumme		229	285.566	62%	39.651.941 €	65%
sonstige Branchen		203	174.130	38%	21.613.594 €	35%
Summe		432	459.696	100%	61.265.535 €	100%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

FIRE KIBS

2005 vermieteten die betrachteten Versicherungen gemeinsam ca. 286.000 m² Bürofläche. FIRE und KIBS vereinten zusammen mehr als 60 % der Fläche und Miete auf sich. Außerhalb dieser Gruppen erreichte keine einzelne Branche / *major*

group über 30 Mietverträge. Auch innerhalb der Gruppen FIRE und KIBS wiesen aber die meisten Branchen nur wenige Mietverträge auf. Zwei einzelne Branchen stechen heraus. Dies sind die Versicherungen, die 22 % der Fläche anmieteten, wobei aber i.d.R. von Eigennutzung ausgegangen werden muss. Sie erreichten somit einen erheblichen, aber nicht überwiegenden Stellenwert. Daneben machte die major group Ingenieurwesen, Forschung und Management hohe Flächen- und Mietanteile aus (17 %). Dies ist eine ähnliche Größenordnung wie bei den offenen Fonds (Fläche 2005: 17 %, 2009: 12 %).

Tabelle 15 stellt die entsprechenden Angaben für die Versicherungen im Jahr 2009 dar. FIRE und KIBS machten dabei sogar über 70 % der Fläche und Miete aus. Da die erfasste Fläche gegenüber 2005 über doppelt so hoch war, war auch die Anzahl der Mietverträge höher. Zwei weitere Branchen weisen nun mehr als 30 Mietverträge auf und kommen daher in der Tabelle hinzu: sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen und das Gesundheitswesen. Zusammen kommen sie aber nicht über 5 % der Fläche, bzw. 6 % der Miete. Während die relative Bedeutung von Ingenieurs-/Forschungs-/Managementdienstleistungen 2005 größer war als 2009, waren die Anteile von Holdings, wissensintensiven Business Services und dem Rechtswesen 2009 klar höher. Die Bedeutung der Versicherungen als Mieter ist nur wenig niedriger. Insgesamt waren die Anteilsdifferenzen zwischen Fläche und Miete in den einzelnen Branchen niedrig und schwanken meist zwischen 1 % bis 2 %. Nur im Rechtswesen sind die Mietanteile 4 % höher als die Flächenanteile.

Tab. 15: Mietverträge der Versicherungen in 2009 nach Wirtschaftsbranchen

SIC Major Group	Branchenbezeichnung	Anzahl Miet- verträge	Fläche		Jahresmiete	
			m²	Anteil	Summe in €	Anteil
60	Depository Institutions	50	39.742	5%	7.332.375 €	6%
61	Non-Depository Credit Institutions	3	1.795	0%	287.957 €	0%
62	Security&Commodity Brokers, etc.	14	18.432	2%	5.201.520 €	4%
63	Insurance Carriers	55	162.206	20%	23.613.169 €	18%
64	Insurance Agents, Brokers, etc.	16	5.165	1%	740.705 €	1%
65	Real Estate	38	27.821	4%	4.590.239 €	4%
67	Holding Companies	50	87.049	11%	15.286.264 €	12%
73	Business Services (wissensintensiv)	113	130.535	16%	17.945.875 €	14%
73	Business Services (sonstige)	43	26.971	3%	4.591.573 €	4%
80	Health Services	32	15.531	2%	1.981.189 €	2%
81	Legal Services	76	46.010	6%	12.685.292 €	10%
87	Engineering, Research, Managem., etc.	105	86.350	11%	13.426.018 €	10%
89	Miscellaneous Services	14	4.098	1%	396.665 €	0%
Zwischensumme		609	651.704	82%	108.078.841 €	84%
sonstige Branchen		232	141.528	18%	20.552.937 €	16%
Summe		841	793.232	100%	128.631.777 €	100%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

FIRE KIBS

Sowohl 2005 als auch 2009 wies auch unter den Versicherungen keine Branche aus dem öffentlichen Sektor 30 oder mehr Mietverträge auf. Tab.16 stellt den öffentlichen Bereich separat vor. 2005 erreichte dieser insgesamt immerhin Anteile von 8 %, was deutlich höher war als unter den offenen Fonds zum gleichen Zeitpunkt (Fläche 5 %, Miete 3 %). 2009 war dieser Anteil aber auf ein einem ähnlich niedrigen Niveau wie im Falle der offenen Fonds.

Tab. 16: öffentliche Mieter im Bestand der Versicherungen 2005 u. 2009

Jahr	SIC Major Group	Anzahl MVs	Fläche		Jahresmiete	
			in m ²	Anteil an Gesamtfläche	in €	Anteil am Gesamtertrag
2005	91-99	25	37.765	8%	4.784.977	8%
2009	91-99	22	15.755	2%	2.159.471	2%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

Allgemein sind die Branchengruppen FIRE und KIBS somit auch für die Versicherungen die wichtigsten Branchengruppen. Die Interviewaussagen bzgl. typischer Mieterbranchen werden daher auch für diesen Investorentyp bestätigt.

6.2.3 Zusammenfassung

Die Branchengruppen FIRE und KIBS vereinen insgesamt den überwiegenden Teil der vermieteten Flächen und der gezahlten Mieten zu beiden Zeitpunkten bei beiden Investorentypen auf sich. Dies bestätigt ihre hohe Bedeutung für diese trotz der lediglich indirekten Berücksichtigung im Zuge der Marktauswahl. Die Investoren sind offenbar auf die Flächennachfrage aus diesen Wirtschaftsbereichen in einem hohen Maße angewiesen.

Die Bedeutung dieser Branchen ist unter den Versicherungen noch größer als unter den offenen Fonds. Hier spielt auch der hohe Eigennutzungsanteil der Versicherungen eine Rolle. Denn Versicherungen werden der Branchengruppe FIRE zugeordnet.

Die vorgefundenen Mieterstrukturen reihen sich bestätigend in den Kontext internationaler empirischer Studien ein, die in Kap. 2.3.3.1 vorgestellt wurden. Die Branchengruppen FIRE und unternehmensbezogene Dienstleistungen sind somit für die Investoren nicht nur in Global Cities wie New York und London besonders wichtige Mieter, sondern auch in Deutschland insgesamt. Daneben wurde auch die Bedeutung der Teilgruppe der wissensintensiven Dienstleistungen als Büromieter bestätigt, wie es nach den Befunden von Strambach 2007 vermutet worden war. Insgesamt ergibt sich damit in den Portfolios offener Fonds und Versicherungen in Deutschland bzgl. der vorgefundenen Branchen ein ähnliches Bild, wie in dem USA-weiten Portfolio, das Fisher/Ciocetti 2007 untersuchten.

Die Analyse der Mietverträge zeigt auch, dass die Bürobeschäftigung, wie sie nach der Methode von Dobberstein 1997 bestimmt wird, offenbar ein weniger geeigneter Indikator ist, der mit der Marktauswahl offener Fonds und Versicherungen in Zusammenhang stehen könnte. Dies war in Kap. 2.3.3.1 bereits vermutet worden. Für die Bürobeschäftigung nach Dobberstein 1997 spielen die Branchengruppen Gesundheit und Soziales sowie die öffentliche Verwaltung eine weit größere Rolle, als es die Mietverträge dieser zwei Investorentypen nahelegen (Baba 2008, S. 37, s. Kap. 2.3.3.1).

6.3 Differenzierung anmietender Branchengruppen nach Märkten

In Kap. 6.2 wurde dargestellt, dass der Hauptteil der Mieter der offenen Fonds und Versicherungen aus den Branchengruppen FIRE und KIBS stammt. Der öffentliche Sektor hatte eine klar untergeordnete Rolle. Diese Feststellung wurde zwar für beide Investorentypen und Zeitpunkte bestätigt, jedoch noch nicht nach den Markttypen Top7, bzw. Regionalmarkt differenziert. Dieser weitere Schritt erfolgt nun im Kapitel 6.3.

6.3.1 Offene Fonds

Tabelle 17 gibt eine zusammenfassende Übersicht über die Flächenanteile der Branchengruppen FIRE und KIBS im Bestand der offenen Fonds in den Jahren 2005 und 2009 und schlüsselt diese zusätzlich nach Top7 bzw. Regionalmärkten auf. Die Abgrenzung zwischen diesen Markttypen wurde im Kap. 6.1.1 bereits erläutert. Auf Angaben zu den Anteilen am Mietumsatz wird hier verzichtet, da der Bedeutungsunterschied zum Flächenanteil in den meisten Branchen nicht wesentlich ist (s. Kap. 6.2.1).

Tab. 17: Flächenanteile offene Fonds nach Branchengruppe und Markttyp 2005 / 2009

Branchen & Jahr	2005		2009	
	Top7	Regionalmärkte	Top7	Regionalmärkte
FIRE 05	28%	27%	36%	13%
KIBS 05	31%	22%	24%	27%
Summe 05	59%	49%	60%	40%

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Die Anteile an der vermieteten Fläche betrugen in beiden Jahren in beiden Branchengruppen in den Top7 ca. 30 %. Die Bedeutung dieser Branchengruppen ist damit in den Top7 sehr hoch und insgesamt relativ konstant. In den Regionalmärkten ist ihr Anteil niedriger und schwankt stärker. 2005 betrug der jeweilige Anteil ca. 25 %, und ca. 20 % in 2009. Dennoch war das Niveau hoch genug, um auch dort von einer hohen Bedeutung dieser Sektoren zu sprechen.

Demgegenüber erreichte der öffentliche Sektor in den zwei betrachteten Jahren als Mieter nur eine nachrangige Bedeutung, wie Tab. 18 zeigt. Sie gibt zum einen an, welche Anteile der Fläche und Miete, die auf die öffentliche Hand als Nutzer zurückzuführen sind, nicht in den Top7, sondern in den Regionalmärkten verortet sind. Zum anderen stellt sie die Bedeutung dieser Mietergruppe für die Regionalmärkte dar. Dazu gibt sie die Flächen- und Mietanteile an, die auf den öffentlichen Sektor dort entfallen.

Tab. 18: Vermietungen der offenen Fonds an die öffentliche Hand in Regionalmärkten

Jahr	Anteil der Reg.märkte an Vermietungen an die öffentl. Hand		Anteil der öffentl. Hand als Mieter in Reg.märkten	
	Fläche	Miete	Fläche	Miete
2005	67%	57%	14%	12%
2009	0%	0%	0%	0%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

2005 vereinten die Regionalmärkte den Großteil der öffentlichen Mieter auf sich (67% der Fläche). In den Regionalmärkten entsprach dies 2005 aber nur 14 % der insgesamt vermieteten Fläche. Die Anteile an der Jahresmiete waren noch geringer. 2009 traten überhaupt keine Mieter aus dem öffentlichen Sektor in den Regionalmärkten auf. Insgesamt machten sie 2009 über alle Märkte nur 1 % der vermieteten Fläche aus (s. Tab. 13 in Kap. 6.2.1). Obwohl öffentliche Mieter in den Regionalmärkten seitens der Interviewpartner aufgrund ihrer Zuverlässigkeit sehr geschätzt wurden, sind sie für die Vermietung auch dort weniger wichtig als die Branchengruppen FIRE und KIBS. Die Ursache hierfür kann insbesondere in einem hohen Anteil eigengenutzter Gebäude liegen, in denen die Büroflächennachfrage der öffentlichen Hand befriedigt wird. Diese Vermutung war bereits in Kap. 2.3.3.1 angestellt worden und wird hiermit statistisch erhärtet.

6.3.2 Versicherungen

Unter den Versicherungen zeigen sich nur manche der bei den offenen Fonds erkannten Grundmuster. Tab. 19 stellt für die Versicherungen die Flächenanteile der Branchengruppen FIRE und KIBS räumlich und zeitlich differenzierend dar.

2009 war die Bedeutung der Branchengruppen FIRE und KIBS deutlich höher als 2005. Auf die ihnen zugehörigen Mieter entfielen in den Regionalmärkten besonders hohe Anteile (2005: 73 %, 2009: 80 %). Die Flächenanteile lagen dort noch höher als in den Top7. Aber auch in den Top7 vereinten 2005 und 2009 beide Branchengruppen zusammen deutlich über 50 % der vermieteten Flächen im Bestand der Versicherungen auf sich.

Tab. 19: Flächenanteile der Versicherungen nach Branchengruppe und Markttyp 05 / 09

Branchen & Jahr	2005		2009	
	Top7	Regionalmärkte	Top7	Regionalmärkte
FIRE 05	39%	41%	39%	58%
KIBS 05	16%	32%	37%	22%
Summe 05	56%	73%	76%	80%

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Bei den offenen Fonds haben die FIRE- und KIBS-Branchen dagegen in den Top7 höhere Anteile als in den Regionalmärkten. Dieser Unterschied ist durch die Eigennutzung der Versicherungen begründbar, deren Flächennutzung auch in den Zahlen bzgl. der FIRE-Branchen enthalten ist. Die Interviewpartner hatten die Eigennutzung als einen wichtigen Grund für das Engagement der Versicherungen in den Regionalmärkten genannt. Die offenen Fonds hingegen sind in einem stärkeren Ausmaß auf Fremdvermietungen angewiesen. Ein direkter Vergleich der Flächenanteile der FIRE-Branchen bei diesen zwei Investorentypen ist aufgrund dieser unterschiedlichen Voraussetzungen daher nicht möglich.

Tabelle 20 setzt die Anteile der öffentlich-rechtlichen Mieter in Beziehung zum Markttyp und den restlichen Wirtschaftsbranchen. Sie fasst die Anteile der vermieteten Fläche und gezahlten Miete zusammen, die auf die Regionalmärkte entfallen. Außerdem stellt sie dar, welche Anteile der gemieteten Fläche und gezahlten Mieten hier auf die öffentliche Hand zurückgeführt werden können.

Tab. 20: Vermietungen der Versicherungen an die öffentliche Hand in Regionalmärkten

Jahr	Anteil der Reg.märkte an Vermietungen an die öffentl. Hand		Anteil der öffentl. Hand als Mieter in Reg.märkten	
	Fläche	Miete	Fläche	Miete
2005	26%	19%	6%	5%
2009	33%	20%	3%	2%

eigene Berechnungen nach IPD-Daten 2010

2005 und 2009 befanden sich nur ca. 30% der von öffentlichen Mietern angemieteten Flächen in den Regionalmärkten. Damit zeigt sich, dass öffentliche Mieter in den Portfolios der Versicherer räumlich konzentrierter verortet sind. Sie verteilen sich nicht so stark auf die Regionalmärkte, wie dies bei den offenen Fonds 2005 der Fall war. Dies ist möglicherweise eine weitere Folge der Eigennutzung der Versicherungen in den Regionalmärkten, da diese die Vermietungen an andere Branchen reduziert.

In den Regionalmärkten hat der öffentliche Sektor als Mieter bei den Versicherungen nur eine geringe Bedeutung. Auf ihn entfielen 2005 nur 6 % der Fläche bzw. 3 % in 2009. Diese geringen Anteile passen zu jener Spanne, die bei den offenen

Fonds zwischen 2005 und 2009 beobachtet wurde (2005: 14 %, 2009: 0 %, s. Kap. 6.2.1). Als Begründung für die geringen Vermietungsanteile an die öffentliche Hand in den Regionalmärkten wurde bereits die Eigennutzung der Versicherungen angeführt. Zudem kann die bei den offenen Fonds vermutete Ursache übertragen werden. Geht man von einem hohen eigengenutzten Gebäudebestand der öffentlichen Hand in den Regionalmärkten aus, steht diese nur zu einem geringen Ausmaß als Mieter zur Verfügung.

6.3.3 Zusammenfassung

Insgesamt ist festzuhalten, dass den Branchengruppen FIRE und KIBS in den Top7 und Regionalmärkten für die Vermietung der offenen Fonds und Versicherungen eine starke bis überwiegende Bedeutung zukommt. Ihr niedrigster beobachteter Flächenanteil liegt bei den offenen Fonds im Jahr 2009 bei 40 %. Er macht auch hier somit einen wichtigen Teil der Mieterstruktur aus. Diese Wirtschaftsbereiche konnten daher als wichtige Nachfragequellen nicht nur in den Top7, sondern auch in den Sekundärmärkten identifiziert werden. Damit ist ausgeschlossen, dass die in Kap. 6.2 vorgestellten Mieterstrukturen und darauf basierenden Aussagen lediglich durch die räumliche Aggregation auf ein nationales Niveau zu Stande kamen, sondern durch die lokale Flächennachfrage.

Im Bestand der Versicherungen waren Mieter der FIRE-Branchen wesentlich bedeutsamer als die der KIBS-Branchen. Dies traf auf die Fonds nicht zu – hier schwankten die jeweiligen Anteile stärker. Grund für die hohe Bedeutung der FIRE-Branchen für die Versicherungen ist die relativ hohe Eigennutzung.

6.4 Statistischer Zusammenhang von Beschäftigungsstruktur und Marktauswahl

In Kap. 6.3 wurde festgestellt, dass die Branchengruppen FIRE und KIBS in den Bürogebäuden der offenen Fonds und Versicherungen in den Top7 und Regionalmärkten als Mieter i.d.R. überwiegen. Es liegen somit Anzeichen vor, die auf einen Zusammenhang zwischen der Beschäftigungsstruktur in diesen Branchen und der Auswahl eines Kreises für Büroinvestitionen hinweisen. Die vorangegangenen qualitativen Ergebnisse zu den Einstellungen bzgl. der Regionalmärkte und dem Ablauf der Marktauswahl haben gezeigt, dass tatsächlich auch von einer indirekten Bedeutung dieser Branchengruppen für die Marktauswahl gesprochen werden kann. Es soll daher nun mittels eines logistischen Regressionsmodells untersucht werden, inwieweit die Beschäftigung in den Branchen FIRE und KIBS die Marktauswahl der offenen Fonds im statistischen Sinne erklären kann.

6.4.1 Offene Fonds

Um den Zusammenhang zwischen der Beschäftigung in den FIRE- und KIBS-Branchen und der Marktauswahl statistisch zu überprüfen, muss die lokale Beschäftigung in diesen Segmenten quantitativ operationalisiert werden. Dazu werden auf Kreisebene Daten zu den Erwerbstätigten im wirtschaftsstatistischen Abschnitt „Finanzierung, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen“ (WZ 2008) herangezogen. Aus diesen Erwerbstätigenzahlen wurde für jeden Kreis ein Standortquotient berechnet (s. Kap. 3.2.4). Dieser gibt jeweils an, ob ein Kreis in diesen Branchen im Vergleich zum Bundesdurchschnitt unterdurchschnittlich ($<1,0$) oder überdurchschnittlich ($>1,0$) viele Erwerbstätige aufweist. Er kann anschließend als unabhängige Variable in dem logistischen Regressionsmodell verwendet werden. Tabelle 21 stellt mittels Lage- und Streuungsmaßen die Verteilungen der ermittelten Standortquotienten im Kontext der Marktauswahl der offenen Fonds dar.

Tab. 21: Standortquotienten in FIRE&KIBS in Märkten der offenen Fonds

Markttyp	Anzahl Kreise	Standortquotient FIRE&KIBS Durchschnitt	Standardabw.	Variationskoeffizient
2005 Top7	14	1,51	0,36	24%
2005 Regionalmärkte	23	1,29	0,26	20%
2005 Kreise ohne Investitionen	376	0,75	0,23	31%
2009 Top7	12	1,55	0,36	23%
2009 Regionalmärkte	7	1,27	0,24	19%
2009 Kreise ohne Investitionen	394	0,77	0,25	32%

eigene Berechnungen nach Erwerbstätigenzahlen des Statist. Bundesamts 2005/2009 u. IPD-Daten 2010

In beiden Jahren sind die durchschnittlichen Standortquotienten in den Top7 am höchsten. Darauf folgen die Regionalmärkte und deutlich dahinter die Kreise ohne Investitionen. Für die Top7 liegen die Mittelwerte bei 1,51 und 1,55, also mehr als 50 % über dem Bundesdurchschnitt. Die Durchschnittswerte für die Regionalmärkte befinden sich bei 1,27 und 1,29, immerhin noch fast 30 % über dem Bundesdurchschnitt. Bei den Kreisen ohne Investitionen handelt es sich mit 376 in 2005 und 394 in 2009 um die bei weitem überwiegende Masse. Hier liegen mittlere Standortquotienten von ca. 0,76 vor. I.d.R. weisen diese Kreise also deutlich niedrigere Erwerbstätigenanteile in den FIRE- und KIBS-Branchen auf als der Bundesdurchschnitt.

Die Standardabweichungen liegen bei 0,36 (Top7), 0,26 (Regionalmärkte) und bei 0,24 (keine Investmentmärkte). Ausgehend vom jeweiligen Mittelwert der Top7 und der Regionalmärkte weisen die Standardabweichungen also auf Überschneidungsbereiche hin. Manche Regionalmärkte weisen demnach Standortquotienten

auf, die innerhalb einer Standardabweichung vom Mittelwert der Top7 entfernt liegen, und umgekehrt.

Dies ist jedoch nicht der Fall beim Vergleich der Regionalmärkte mit den Kreisen ohne Investitionen. Die Abweichungen von den Mittelwerten zeigen, dass es kaum Fälle von Regionalmärkten gibt, die Standortquotienten unterhalb von 1,0 aufweisen. Wäre dies der Fall, lägen sie innerhalb der Distanz einer Standardabweichung vom Mittelwert der Kreise ohne Investitionen. Umgekehrt ist es genauso. Bei beiden Gruppen weisen die Abweichungen von den Mittelwerten also einen Grenzbereich bei einem Standortquotienten von ca. 1,0 aus. Demnach deuten die Streuungsmaße an, dass die meisten Kreise, die einen Standortquotienten über 1,0 haben, also überdurchschnittlich viele Erwerbstätige im Abschnitt „Finanzierung, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen“ aufweisen, auch für Investitionen ausgewählt wurden. Da die Ausprägung dieser Variable zwischen den Gruppen also heterogen ist, scheinen die statistischen Voraussetzungen, anhand der Standortquotienten zu bestimmen, in welchen Kreisen investiert wurde und in welchen nicht, günstig zu sein. Die Trennung zwischen Regionalmärkten und Top7 hingegen wird durch die fehlende Heterogenität der Gruppen, die sich in den Überschneidungsbereichen der Ausprägungen der Standortquotienten äußert, statistisch erschwert.

Die Datengrundlage der Mietverträge gibt die Marktauswahl der offenen Fonds in den Jahren 2005 und 2009 wieder. Aufgrund dieser zeitlichen Differenzierung wurde die logistische Regressionsanalyse für die offenen Fonds für beide Jahre durchgeführt. Dabei wurden die zeitlich jeweils dazugehörigen Standortquotienten verwendet, deren Verteilungen oben vorgestellt wurden. Die zunächst vorgenommene logistische Regressionsanalyse überprüft, inwiefern der Standortquotient der Erwerbstätigen in den Branchengruppen FIRE und KIBS erklären kann, ob in einem Kreis investiert wurde oder nicht. Die Regionalmärkte und die Top7 sind also zu einer Gruppe („Investmentmarkt“) zusammengefasst, die der Gruppe der Kreise ohne Investitionen im Rahmen der Analyse gegenüber gestellt wird.

Die Tabelle 22 stellt die Ergebnisse zusammen. Die Odd-ratios bzw. Effektkoeffizienten liegen bei beiden Datensätzen deutlich in der Nähe von null und sind hoch signifikant. Sie beziehen sich auf die Referenzgruppe der Investmentmärkte. Die Ausprägungen der Odd-ratios bedeuten, dass sich bei einem Anstieg des Standortquotienten das Wahrscheinlichkeitsverhältnis sehr stark zugunsten der Referenzgruppe Investmentmarkt verändert. Hohe Standortquotienten gehen also klar mit einer Zugehörigkeit zur Gruppe der Investmentmärkte einher. Die sehr niedrigen

Werte der odd-ratios zeigen zudem eine hohe Sensibilität gegenüber bereits geringen Veränderungen der Standortquotienten. Allerdings liegt der odd-ratio im Jahr 2009 höher als im Jahr 2005.

Tab. 22: : Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Marktauswahl der offenen Fonds

Erklärung der Marktauswahl bzgl. Top-7 und Regionalmärkten	odd-ratios ; exp(b)	N	Modellgüte		
			Nagelkerke R ²	-2 Log-Likelihood	Chi ² (FG)
Datensatz 1 Offene Fonds 05	0,001**	413	0,565	127,007	122,102 (1)
Datensatz 2 Offene Fonds 09	0,002**	413	0,501	84,077	70,037 (1)

Referenzgruppe: Investmentmarkt

*=p<0,05 ; **=p<0,01

FG=Freiheitsgrade

eigene Berechnungen nach Erwerbstätigenzahlen des Statist. Bundesamts 2005/2009 u. IPD-Daten 2010

Die Maße für die Modellgüte zeigen in beiden Fällen Chi²-Werte, die oberhalb des kritischen Chi²-Schwellenwerts (3,84 bei $\alpha=0,05$ und FG=1) liegen. Das Ergebnis des LR-Tests dokumentiert, dass bedeutende Einflüsse der unabhängigen Variablen im Modell vorliegen. Die Modellgüte kann insgesamt positiv bewertet werden, da die Varianzaufklärung durch das Pseudo-R² nach Nagelkerke über 50 % beträgt. Obwohl mit dem Standortquotienten lediglich eine einzige erklärende Variable herangezogen wird, können damit die Ausprägungen der abhängigen Variablen also zum überwiegenden Teil modelliert werden.

Im Jahr 2009 sind die Ergebnisse des Modells jedoch etwas schwächer als im Jahr 2005. Der Odd-ratio liegt höher und zeigt damit einen schwächeren Zusammenhang zwischen Standortquotient und Gruppenzugehörigkeit an. Das Pseudo-R² weist einen um 6% geringeren Erklärungsanteil auf als 2005. Ein Grund für die schwächere Aussagekraft des Modells im Jahr 2009 kann darin liegen, dass 2009 in deutlich weniger Kreisen investiert wurde als 2005 (2005: 37, 2009: 19). Dieses Investitionsverhalten der offenen Fonds spiegelt sich offenbar nicht in den Standortquotienten der FIRE- und KIBS-Branchen wieder.

In den zwei untersuchten Datensätzen wurden bei der Marktauswahl die Top7 und die Regionalmärkte in einer gemeinsamen Gruppe betrachtet. In einem nächsten Schritt soll nun geprüft werden, ob der statistische Zusammenhang auch gilt, wenn die Standortquotienten nur die Auswahl der Regionalmärkte erklären sollen. Hierfür wurden die Märkte der Top7 aus den zu erklärenden Fällen des Modells entfernt. Tabelle 23 zeigt die Ergebnisse für die entsprechenden Datensätze drei und vier.

Tab. 23: Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Auswahl der Regionalmärkte der offenen Fonds

Erklärung der Marktauswahl bzgl. der Regionalmärkte (ohne Top7)	odd-ratios ; exp(b)	N	Modellgüte		
			Nagelkerke R ²	-2 Log-Likelihood	Chi ² (FG)
Datensatz 3 Offene Fonds 05	0,001**	399	0,467	103,287	72,621 (1)
Datensatz 4 Offene Fonds 09	0,005**	401	0,285	51,667	18,883 (1)

Referenzgruppe: Investmentmarkt

*= $p < 0,05$; **= $p < 0,01$

FG=Freiheitsgrade

eigene Berechnungen nach Erwerbstätigenzahlen des Statist. Bundesamts 2005/2009 u. IPD-Daten 2010

Im Jahr 2005 ist der Zusammenhang zwischen dem Standortquotienten in den ausgewählten Branchen und der Auswahl der Regionalmärkte ähnlich deutlich ausgeprägt wie bei den vorherigen Datensätzen, welche die Top7 mit einschlossen. Der odd-ratio ist abermals hoch signifikant und liegt mit 0,001 in derselben Größenordnung wie bei den Datensätzen eins und zwei. Da der Pseudo-R²-Wert nach Nagelkerke eine geringere Varianzaufklärung (10 %, bzw. 3 % geringer) aufweist, ist die Modellgüte etwas niedriger als zuvor. Die Größenordnung von über 45 % ist dennoch weiterhin gut. Deutlich schwächer ist die Modellgüte für 2009, da der Pseudo-R²-Wert unter 30 % liegt. Der odd-ratio zeigt auch einen vergleichsweise schwächeren Zusammenhang an. Die Signifikanz-Tests belegen die Übertragbarkeit dieser Ergebnisse auf die Grundgesamtheit.

Der überwiegende Teil der Streuung von Gruppenzugehörigkeiten kann für die durch offene Fonds ausgewählten Regionalmärkte also nicht mehr über die Standortquotienten allein erklärt werden. Hierfür können sowohl technische als auch inhaltliche Gründe angeführt werden. Technisch hat zum einen die deskriptive Betrachtung der Durchschnittswerte von Standortquotienten in den Regionalmärkten bereits niedrigere Werte gezeigt als bei den Top7 (s. Tab. 21). Im Vergleich ist die Differenz der Standortquotienten zwischen den Investmentmärkten und den übrigen Kreisen ist also geringer geworden. Da die Top7 aus dem Modell entfernt wurden, hat zudem die Anzahl der Kreise, die der Referenzgruppe Investmentmarkt angehören, von 19 auf 7 abgenommen⁷. Sowohl die niedrigere Wertedifferenz der Standortquotienten als auch die geringere Fallzahl der Investmentmärkte erschwert es dem Modell technisch, die abhängige Variable zu erklären.

Das starke Absinken der Fallzahl der Investmentmärkte von 2005 auf 2009 deutet allerdings inhaltlich eine Unabhängigkeit von den Ausprägungen der Standortquo-

⁷ Zu den Märkten der Top7 zählen i.d.R. die Kernstadt des Agglomerationsraums und die an sie angrenzenden Stadt- und Landkreise (s. Kap. 6.1)

tienten an. Hierfür wurde im Kapitel 6.1 bereits die Finanzkrise als erklärender Faktor angeführt, der in dem Modell nicht enthalten ist.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse der logistischen Regression jedoch, dass die Marktauswahl der offenen Fonds in einem deutlichen und signifikanten Zusammenhang mit dem Standortquotienten im Wirtschaftsabschnitt „Finanzierung, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen“ steht. Werden die Regionalmärkte und Top7 in einer Gruppe als Investmentmärkte zusammengefasst, kann sogar der überwiegende Teil der Streuung der Marktauswahl mit dieser Variablen erklärt werden.

Zieht man die vorangegangenen Befunde zum Auswahlverhalten der offenen Fonds hinzu, ist dieser Zusammenhang vor allem über die diversen Formen der indirekten Einflussnahme erklärbar, die in Kap. 5.1.1, 5.2.1 und 5.5.1 identifiziert wurden. Dabei wirken verzerrende Effekte und Heuristiken offensichtlich nicht stark genug, um den Zusammenhang zu eliminieren.

6.4.2 Versicherungen

Aufgrund der Eigennutzung und der historischen Restbestände der Versicherungen (s. Kap. 4.1.2 u. 6.1.2) in den Regionalmärkten entspricht das in 2005 und 2009 beobachtete räumliche Muster keiner reinen Marktauswahl, da oftmals kein reiner Investmentzweck zugrunde liegt. Über den einzelnen Kreis, in dem ein Bürogebäude einer Versicherung im Datensatz vorliegt, kann keine gesicherte Aussage zur spezifischen Ursache der Anlage getroffen werden. Genau wie bei den offenen Fonds hängt auch im Falle der Versicherungen die Marktauswahl nur in indirekter Weise von einer spezifischen Beschäftigungsstruktur ab (s. Kap. 5.4.2). Im Gegensatz zu den offenen Fonds können die statistischen Ergebnisse jedoch nicht als Beleg für diesen indirekten Zusammenhang verstanden werden. Fest steht allein, dass ein oder mehrere Mietverträge in diesem Kreis abgeschlossen und somit eine Büroflächennachfrage bekundet wurde. Die inhaltliche Interpretation des Zusammenhangs zwischen lokaler Beschäftigungsstruktur und räumlicher Verteilung des Bürobestands ist entsprechend eingeschränkt. Gesichert können die nachfolgenden Analyseergebnisse daher nur aussagen, bis zu welchem Grad die relative Beschäftigung eines Kreises im Wirtschaftsabschnitt „Finanzierung, Vermietung, Unternehmensdienstleistungen“ die räumliche Verteilung der vermieteten Objekte erklären kann.

Tabelle 24 stellt auf Basis der Erwerbstätigenzahlen in den FIRE- und KIBS-Branchen Lage- und Streuungsmaße der Standortquotienten unter Differenzierung von Markttypen und Jahren zusammen. Genau wie bei den offenen Fonds zeigen

die Standortquotienten in den Top7 im Mittel einen weit überdurchschnittlichen Beschäftigungsgrad in FIRE- und KIBS-Branchen (ca. 50 % über dem Bundesdurchschnitt). In den Regionalmärkten sind die Standortquotienten im Mittel auch noch hoch (ca. 30 % über dem Bundesdurchschnitt). Die für Investments nicht ausgewählten Kreise liegen im Mittel etwa 25 % unter dem Bundesdurchschnitt.

Tab. 24: Standortquotienten in FIRE&KIBS in Märkten der Versicherungen

Markttyp	Anzahl Kreise	Standortquotient FIRE&KIBS Durchschnitt	Standardabw.	Variationskoeffizient
2005 Top7	14	1,51	0,35	23%
2005 Regionalmärkte	26	1,26	0,21	16%
2005 Kreise ohne Investitionen	373	0,75	0,23	31%
2009 Top7	14	1,49	0,36	24%
2009 Regionalmärkte	15	1,34	0,19	14%
2009 Kreise ohne Investitionen	384	0,76	0,24	32%

eigene Berechnungen nach Erwerbstätigenzahlen des Statist. Bundesamts 2005/2009 u. IPD-Daten 2010

Die Standardabweichungen zeigen eine relativ deutliche Trennung zwischen den Regionalmärkten und „Nicht-Märkten“, da die Distanzen zwischen den Mittelwerten höher sind als die Standardabweichungen. Die Standortquotienten der Markttypen unterscheiden sich nicht wesentlich von denjenigen der offenen Fonds, sie zeigen ähnlichen Durchschnitts- und Streuungswerte. Die der Marktauswahl zugrunde liegende Beschäftigungsstruktur ist bei beiden Investorentypen also ähnlich.

Im ersten Schritt wurden, wie bereits in Kap. 6.4.1, die Regionalmärkte und Top7 zu einer Gruppe („Investmentmärkte“) zusammengefasst und im Rahmen der logistischen Regression der Gruppe der Kreise ohne Investitionen gegenüber gestellt. Tabelle 25 stellt die Ergebnisse der logistischen Regression dar.

Wie die Pseudo-R²-Werte zeigen, liegt der Erklärungsanteil in beiden Jahren deutlich über 50 %. Die Ergebnisse der Signifikanztests belegen die Übertragbarkeit auf die Grundgesamtheit. Der Standortquotient kann somit auch für die Versicherungen den überwiegenden Teil des räumlichen Musters erklären.

Tab. 25: Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Marktauswahl der Versicherungen

Erklärung der Marktauswahl bzgl. Top-7 und Regionalmärkten	odd-ratios ; exp(b)	N	Modellgüte		
			Nagelkerke R ²	-2 Log-Likelihood	Chi ² (FG)
Datensatz 5 Versicherungen 05	0,000**	413	0,607	121,388	136,879 (1)
Datensatz 6 Versicherungen 09	0,001**	413	0,537	101,184	92,942 (1)

Referenzgruppe: Investmentmarkt

*=p<0,05 ; **=p<0,01

FG=Freiheitsgrade

eigene Berechnungen nach Erwerbstätigenzahlen des Statist. Bundesamts 2005/2009 u. IPD-Daten 2010

Um auszuschließen, dass dieser Zusammenhang nur aufgrund eines besonders starken Einflusses der Top7 beobachtet wurde, wird die logistische Regressionsanalyse abermals nur für die Regionalmärkte durchgeführt. Die Ergebnisse stellt Tabelle 26 dar. Es werden weiterhin signifikante Zusammenhänge ausgewiesen. Die Pseudo-R²-Werte liegen um ca. 10 % unter denen, die zuvor unter Berücksichtigung der Top7 erreicht wurden. Dennoch ist der Erklärungsanteil von deutlich über 40 % immer noch hoch.

Tab. 26: Zusammenhang Standortquotienten FIRE&KIBS und Auswahl der Regionalmärkte der Versicherungen

Erklärung der Marktauswahl bzgl. der Regionalmärkte (ohne Top-7)	odd-ratios ; exp(b)	N	Modellgüte		
			Nagelkerke R ²	-2 Log-Likelihood	Chi ² (FG)
Datensatz 7 Versicherungen 05	0,001**	399	0,496	118,327	90,17 (1)
Datensatz 8 Versicherungen 09	0,001**	399	0,433	81,782	52,818 (1)

Referenzgruppe: Investmentmarkt

*=p<0,05 ; **=p<0,01

FG=Freiheitsgrade

eigene Berechnungen nach Erwerbstätigenzahlen des Statist. Bundesamts 2005/2009 u. IPD-Daten 2010

Die räumliche Verteilung der Vermietungen durch Versicherungen ist somit, sowohl für die Top7 als auch für die Regionalmärkte allein, zu wesentlichen Anteilen durch eine starke Beschäftigung in den Branchengruppen FIRE und KIBS erklärbar. Zwischen 2005 und 2009 nimmt der Erklärungsgehalt jedoch ab. Technisch wird dies dadurch verursacht, dass 2009 mehrere Kreise keine Objektbestände aufweisen, obwohl sie relativ hohe Standortquotienten haben. Die Befunde bestätigen zum einen trotz Berücksichtigung räumlicher Unterschiede eine hohe Relevanz dieser Branchen für die Nachfrage nach Büroflächen der Versicherungen. Zum anderen wird belegt, dass die Ausrichtung der Versicherungen auf Anlagen in den Top7 dazu führt, dass der Zusammenhang zwischen räumlicher Verteilung der Investments und Nachfragestruktur schwächer ausfällt.

6.4.3 Zusammenfassung

Mittels logistischer Regression lassen sich starke und signifikante Zusammenhänge zwischen der Beschäftigungsstruktur in den Branchen FIRE und KIBS und den Investitionen in Büroimmobilien identifizieren. Diese statistischen Zusammenhänge gelten für offene Fonds und Versicherungen, für 2005 und 2009 sowie für Top7 und Regionalmärkte. In der Interpretation muss jedoch zwischen den beiden Investorentypen unterschieden werden.

Da der Bürobestand der Versicherungen in den Regionalmärkten zu hohen Anteilen keinem originären Investmentziel dient, sondern auf historische oder noch ak-

tuelle Eigennutzung zurückzuführen ist, kann in ihrem Falle nur von einer räumlichen Verteilung der vermieteten Objekte gesprochen werden, die erklärt werden soll. Im Falle der offenen Fonds liegt indessen mit der zu erklärenden Variable tatsächlich ein Abbild ihrer generellen Marktauswahl vor.

Es sei nochmals erwähnt, dass der erkannte statistische Zusammenhang nicht das Ergebnis einer direkten Berücksichtigung der Branchenstruktur seitens der Investoren ist, sondern vor allem über indirekte Einflüsse auf das Entscheidungsverhalten erklärt werden kann (s. Kap. 5.4). Die statistische Güte der Ergebnisse ist bei beiden Investorentypen 2009 niedriger als 2005. Die Ergebnisse sind zudem schwächer, wenn das Modell unter Ausschluss der Top7 die Gruppenzugehörigkeit nur zu den Regionalmärkten bzw. den Kreisen ohne Investitionen erklären soll. Neben datentechnischen Ursachen können auch inhaltliche Gründe für die Verluste des Erklärungsgehalts angeführt werden.

Bei den offenen Fonds kann die grundsätzliche Zurückhaltung gegenüber den Regionalmärkten herangezogen werden, die in Zeiten der Finanzkrise 2008/2009 besonders ausgeprägt war (s. Kap. 4.2.1). Hinzu kommen diverse Heuristiken im Entscheidungsverhalten, welche die Wirkungstransmission der Beschäftigungsstruktur auf die Marktauswahl beeinträchtigen (s. Kap. 5.4 und 5.5). Bei den Versicherungen ist aufschlussreich, dass Investments inzwischen nur noch in den Top7 getätigt werden und versucht wird, den Gebäudebestand in den Regionalmärkten über Verkäufe abzustoßen.

Trotz der aufgeführten Einschränkungen konnte dennoch gezeigt werden, dass die indirekte Einflussnahme der Beschäftigungsstruktur in den Branchengruppen FIRE und KIBS auf die räumliche Verteilung des Gebäudebestands dieser zwei Investorentypen auch statistisch feststellbar ist.

7 Zusammenfassender Vergleich und Übertragungspotenziale

Die vorangegangenen Kapitel 4, 5 und 6 haben auf der Grundlage von Experteninterviews und Mietverträgen Analyseergebnisse dargestellt, um Antworten auf die Forschungsfragen der Arbeit zu finden. Dabei wurden bislang die Investorentypen der offenen Fonds und Versicherungen getrennt behandelt. In Kap. 7 werden die Ergebnisse dieser drei Kapitel nun vergleichend zusammengefasst (Kap. 7.1.1, 7.2.1. und 7.3.1). Dadurch soll eine noch stärkere inhaltliche Verknüpfung erreicht werden.

Darüberhinaus wurde im Kapitel zum Forschungsdesign erläutert, dass sich die Arbeit ebenfalls das Ziel setzt, die Ergebnisse zu den Forschungsfragen hinsich-

tlich ihres Übertragungspotenzials auf weitere wichtige Investorentypen zu prüfen (s. Kap. 3.1). Im Anschluss an die vergleichenden Zusammenfassungen der Ergebnisse werden daher jeweils in Unterkapiteln die Übertragungspotenziale zunächst für Spezialfonds (Kap. 7.1.2, 7.2.2 und 7.3.2) und dann für geschlossene Fonds (Kap. 7.1.3, 7.2.3 und 7.3.3) erörtert. Die dabei angewandte Methodik ist für alle Kapitel gleichbleibend. Zunächst werden anhand der vorangegangenen empirischen Ergebnisse und den bekannten Merkmalen dieser Investorentypen (s. Kap. 2.2.2) mögliche Übertragungspotenziale theoretisch hergeleitet. Diese theoretischen Überlegungen werden anschließend mit den Ergebnissen der Experteninterviews abgeglichen, die zusätzlich mit den Kapitalanlagegesellschaften von Spezialfonds und Initiatoren geschlossener Fonds geführt wurden. Dadurch lassen sich Gemeinsamkeiten und Unterschiede in den Handlungslogiken dieser ergänzenden Investorentypen besonders deutlich herausarbeiten.

7.1 Einstellungen zur Investitionseignung der Regionalmärkte

7.1.1 Zusammenfassung offene Fonds und Versicherungen

Zum Thema Investitionseignung wurden mittels Experteninterviews die Einstellungen zu den Vor- und Nachteilen der Regionalmärkte im Vergleich zu den Hauptmärkten erfasst. Auf diesen grundlegenden Ansichten basiert die Marktauswahl. Tabelle 27 fasst die zentralen Ergebnisse diesbezüglich zusammen.

Tab. 27: Investitionseignung der Regionalmärkte bei offenen Fonds und Versicherungen

Thema	Offene Fonds	Versicherungen
Vorteile Neben- märkte	Rendite- und Ersatzfunktion; Handel v. A. im Boom	keine; Gebäudebestand vor allem historisch und durch Eigennutzung begründet (im Abbau begriffen)
Nachteile Neben- märkte	Vermietungsmarkt (Wiedervermietbarkeit, Zustand/Ausstattung, Objektgröße); Investmentmarkt (Exit, Ineffizienz, Intransparenz, Vertrauensbasis)	Vermietungsmarkt (Wiedervermietbarkeit, Zustand/Ausstattung, Objektgröße); Investmentmarkt (Exit, Ineffizienz, Intransparenz, Vertrauensbasis) - Aber stärker gewichtet als bei o. Fonds - Auch Zweifel an Frankfurt & Berlin
Investment- anforder- ungen an Neben- märkte	Boomphase, gute/beste Mikrolage, wachsendes Regionalzentrum mit diversif. Wirtschaftsstruktur und Großunternehmen, moderne/neuwertige Gebäudeausstattung, hervorragender Vermietungsstand	nicht gegeben (Zukäufe nur in Top7)

Quelle: Experteninterviews, eigene Bearbeitung

Für die offenen Fonds besteht der wesentliche Vorteil der Regionalmärkte darin, dass sich dort auch in der späteren Aufwärtsphase des Immobilienzyklus noch Bü-

rogebäude mit vergleichsweise hohen Renditen erwerben lassen und diese einen Ersatz für Anlageobjekte in den Top7 darstellen (s. Kap. 4.1.1).

Versicherungen hingegen sehen keinen Nutzen in den Regionalmärkten. Ihr Gebäudebestand in den Regionalmärkten erklärt sich vor allem aus der Eigennutzung und aus historischen Umständen (Niederlassungsnetz, Unternehmensübernahmen). Die historischen Bestände werden abgebaut. Die fehlende Investitionsbereitschaft der Versicherungen basiert auf ihrer stark ausgeprägten Risikoaversion und einer Reihe von Nachteilen auf dem Vermietungs- und Investmentmarkt (s. Kap. 4.2.2). Diese werden auch seitens der offenen Fonds gesehen, allerdings nicht so stark gewichtet wie von den Versicherungen.

Auf dem Vermietungsmarkt ist vor allem die niedrigere Nachfrage in Regionalmärkten nachteilig. Auf der Angebotsseite entsprechen die Bürogebäude oftmals nicht den gewünschten Anforderungen, insbesondere aufgrund der i.d.R. erheblich kleineren Gebäudegröße (zeit- und kostenintensives Management).

Auf dem Investmentmarkt führen die Handlungslogiken bei den Transaktionsgeschäften der Investoren zu weiteren Nachteilen der Regionalmärkte. Viele Investoren befürchten Büroobjekte dort schwer wieder verkaufen zu können. Dies ist einerseits der Lage auf den Vermietungsmärkten geschuldet. Andererseits führt die Annahme einer allgemeinen Ablehnung der Regionalmärkte unter den Investoren zu einem sich selbst verstärkenden Effekt. Zudem erfordern die hohen Kapitalvolumina bereits beim Ankauf von kleinen Objekten einen hohen formellen und logistischen Aufwand (Ineffizienz).

Hinzu kommt, dass zur Auswahl geeigneter Objekte und Märkte eine gute Kenntnis des lokalen Büroimmobilienmarktes erforderlich ist. Diese Kenntnisse über die Regionalmärkte aufzubauen ist bereits aufgrund ihrer Vielzahl deutlich aufwendiger als bei den sieben Top-Märkten. Aber auch im Einzelfall sind Marktinformationen oftmals schlechter verfügbar (Intransparenz).

Darüberhinaus verfügen die offenen Fonds über weniger vertrauenswürdige Geschäftspartner, obwohl sie diese oft als notwendig bewerten. Die notwendige Kontaktpflege ist in den Regionalmärkten besonders aufwendig. Die Bedeutung des Zugangs zu Marktinformationen und die organisatorische Nähe zu vertrauenswürdigen Geschäftspartnern sind demnach nicht nur ein Beurteilungskriterium bei internationalen Investitionen (Scharmanski 2009, S. 189ff.), sondern auch bei der Einschätzung deutscher Regionalmärkte. Insgesamt gelten Büroinvestments in Regionalmärkten unter den offenen Fonds als renditeträchtiger, riskanter und ineffizienter. Die Top7 werden darum klar bevorzugt.

So müssen i.d.R. bestimmte Anforderungen erfüllt sein, damit offene Fonds dennoch in Regionalmärkten Büroobjekte ankaufen (s. Kap. 4.3.1). Zeitlich beschränken sie sich auf die Aufwärtsphase des Immobilienzyklus, wenn in den Hauptmärkten die Renditen schrumpfen. Um das Risiko zu vermindern, muss das Gebäude zumindest eine gute, eher beste Mikrolage haben. Bzgl. des Mesostandorts soll ein wachsendes Wirtschaftszentrum vorliegen. Das Anlageobjekt muss darüber hinaus in einem sehr guten baulichen Zustand und sehr gut vermietet sein. Die Versicherungen schließen für sich direkte Büroinvestitionen in Regionalmärkte risikobedingt aus. Die zuvor aufgeführten Anforderungen sind für sie daher nicht zutreffend.

Insgesamt herrscht zwischen offenen Fonds und Versicherungen vor allem bezüglich der Nachteile von Regionalmärkten Einigkeit. Unterschiedliche Einstellungen in Hinsicht auf Vorteile und Investmentanforderungen ergeben sich aus der stärkeren Sicherheitsorientierung der Versicherungen, die diesen auch gesetzlich vorgegeben ist.

7.1.2 Übertragungspotenziale für Spezialfonds

Im vorangegangenen Kapitel wurden die Ergebnisse zur Investitionseignung der Regionalmärkte für offene Fonds und Versicherungen zusammengefasst. In ihrer Bewertung von Nachteilen stimmen diese weitgehend überein. Es kann deshalb vermutet werden, dass hier ein Übertragungspotenzial hinsichtlich anderer Investorentypen vorliegt. Der Frage nach der Übertragbarkeit der bisherigen Ergebnisse wird nun zunächst durch theoretische Überlegungen und anschließend durch einen Vergleich mit Interviews nachgegangen, die mit zwei Kapitalanlagegesellschaften von Spezialfonds geführt wurden.

Spezialfonds werden jeweils für wenige institutionelle Anleger und spezifisch nach deren Interessen aufgelegt. Daher kann bei diesem Investorentyp keine allgemeine Übertragung der bisherigen Ergebnisse vorgenommen werden. Sie können theoretisch für Anleger mit heterogener Risikopräferenz eröffnet werden, weshalb auch die Eignung der Regionalmärkte unklar ist. Über Spezialfonds ist allerdings bekannt, dass zu ihren Zeichnern Versicherungen gehören, die allgemein risikoavers anlegen (s. Kap. 2.2.2). Demnach wäre es wahrscheinlich, dass Regionalmärkte im Regelfall auch von Spezialfonds als weniger geeignet betrachtet werden oder Spezialfonds mindestens so hohe Anforderungen an Gebäude und Märkte stellen, wie offene Fonds. Die Anforderungen der offenen Fonds an Zeitpunkt, Mikro- und Mesolage, Gebäudetechnik und Vermietung wären prinzipiell von allen Investorentypen anwendbar.

Risikobereitere Spezialfonds könnten durchaus einzelne oder sogar mehrere Kriterien nicht in ihr Investitionskalkül einbeziehen. Denkbar sind hierbei insbesondere die Anforderungen an Zeitpunkt und Mesolage. Sie müssten sich nicht auf eine einzelne Phase im Immobilienzyklus beschränken, in der sie bereit sind ein Wagnis in den Regionalmärkten einzugehen. Bzgl. der Mesolage vertreten auch mehrere offene Fonds die Ansicht, dass ein besonders gutes Objekt eine schlechte Mesolage überkompensieren könne.

Die zwei interviewten KAGen von Spezialfonds haben allerdings größtenteils stark sicherheitsorientierte Anleger, hauptsächlich Versicherungen, Pensionskassen und private Stiftungen (vgl. Interview 10 & 11). Beide KAGen bewerten die höhere Rendite und Stabilität von Büroimmobilien in Regionalmärkten im Vergleich zu den Top7 als Vorteil, genau wie die offenen Fonds.

Trotz der hohen Risikoaversion der Geldgeber legen beide KAGen regelmäßig Büros in Regionalmärkten an – auch in der letzten Abschwungphase des Immobilienzyklus. Sie investieren wesentlich häufiger in den Regionalmärkten als die offenen Fonds. Dementsprechend nehmen Regionalmärkte für die interviewten Spezialfonds weit mehr als nur eine Ersatzfunktion ein.

Nachteile gegenüber den Top7 bestehen laut Spezialfondsgesellschaften vor allem in der Wiedervermietbarkeit der Gebäude und dem Wiederverkauf. Auch hier sind die Einstellungen der offenen Fonds nur eingeschränkt übertragbar. Probleme bzgl. Objektgröße, -zustand oder -ausstattung hoben die Spezialfonds nicht hervor. Ineffizienz aufgrund kleinerer Objektgrößen, Intransparenz und fehlende Vertrauensbasis bzgl. der Geschäftspartner wurden nicht genannt (vgl. Interview 10 & 11).

Diese genannten Nachteile auf dem Investmentmarkt wirken aus Sicht der interviewten Spezialfonds nur begrenzt, da sie sich in zweifacher Hinsicht hierauf eingestellt haben. Zum einen unterhalten die KAGen eigene Asset-Management-Abteilungen, die intensiven Kontakt mit vielen lokalen Marktteilnehmern pflegen und sich über Marktentwicklungen laufend informieren. Eine KAG verfügt über derartige Abteilungen an mehreren Standorten. Die potenziell negativen Faktoren Intransparenz und fehlende Vertrauensbasis werden somit reduziert (vgl. Interview 11). Zum anderen werden bestimmte Exitstrategien angewendet. Eine Kapitalanlagegesellschaft erwirbt bewusst kleine Objekte (unter 20 Mio. €), damit sie diese auch an private Investoren verkaufen kann. Oder es werden Objekte zu Portfolios verbunden, was es einem ausländischen Investor ermöglicht bei einer einzelnen Transaktion viel Kapital in deutsche Immobilien zu investieren (vgl. Interview

10). Diese Strategie war auch von zwei KAGen offener Fonds erwähnt worden. Die Verwendung dieser Strategie wird bei offenen Fonds allerdings gehemmt, da kleine Objektgrößen für offene Fonds i.d.R. ineffizient sind (s. Kap. 4.3.1).

Die im Vergleich hohe Bereitschaft der Spezialfonds in Regionalmärkten Büros zu erwerben spiegelt sich in den geringeren Anforderungen wieder. Wie bereits angesprochen, beschränken sich die Spezialfondsgesellschaften in ihren Ankäufen nicht auf die Aufwärtsphasen im Immobilienzyklus. Zudem sind ihre Anforderungen an regionalökonomische Standortfaktoren der Regionalmärkte geringer. Dies zeigt sich beispielhaft in der Städteliste einer KAG, die jene Märkte enthält, in denen die Gesellschaft zu Investments bereit ist (vgl. Interview 10). Die Liste ist mit 150 Städten vergleichsweise umfangreich und umfasst Fälle, die der Interviewpartner selbst als unattraktiv bewertete (s. Kap. 4.3.2). Der andere Investor akzeptiert auch wirtschaftlich monostrukturierte Mesostandorte, solange das Ankaufsobjekt an mehrere Unternehmen vermietet ist (vgl. Interview 11).

Sowohl die geringe zeitliche Gebundenheit als auch die geringeren regionalökonomischen Ansprüche an die Büroimmobilienmärkte können über die Spezialisierung der Kapitalanlagegesellschaften auf Regionalmärkte erklärt werden. Entgegen der zuvor geäußerten Vermutung sind also geringere Anforderungen nicht unbedingt auf eine höhere Risikobereitschaft zurückzuführen.

Vier Anforderungen sind für die KAGen mit Spezialfonds dennoch wichtig. Sie wurden in Kap. 4.3.3 als Mindestkatalog für sichere Anlagen in den Regionalmärkten bezeichnet, da die offenen Fonds ebenfalls danach entscheiden (vgl. Interview 10 & 11):

1. Mesolage: mindestens 100.000 bis 150.000 Einwohner
2. Mikrolage: mindestens gute, eher beste Lage
3. Gebäudeausstattung: modern / dem lokalen Markt angemessen
4. Vermietungsstand: besonders langfristig, vollständig, multi-tenant und bonitätsstark

Lediglich das erste Kriterium stellt einen Anspruch an eine spezifische Qualität des Marktes. Dabei handelt es sich zudem nur um eine Größenvoraussetzung, die viele deutsche Städte erfüllen können. Die Kriterien hinsichtlich des geeigneten Objektes sind hingegen zahlreicher und detaillierter. Diese Objektkriterien sichern die Werthaltigkeit des Gebäudes und sind daher wesentlich enger mit der Risikobereitschaft des Investors verbunden.

Bei den Spezialfonds zeigt sich damit insgesamt, dass die Risikobereitschaft allein nicht ausreicht, um ihre Einstellungen zu den Nachteilen der Regionalmärkte und

die Anforderungen an sichere Investments zu erklären. Die Interviews deuten stattdessen an, dass der Spezialisierungsgrad der Geschäftstätigkeit auf die Regionalmärkte einen entscheidenden Faktor für die Ausprägung der Einstellungen und Anforderungskriterien bzgl. der Regionalmärkte darstellt. Trotz des hohen Sicherheitsbedürfnisses ihrer Anleger gelingt es den interviewten Spezialfonds, mit ihrem Mindestanforderungskatalog und der Spezialisierung ihres Geschäftsmodells auf Regionalmärkte Kapital für Bürogebäude in den Regionalmärkten zu sammeln und anzulegen. Nachteile auf dem Vermietungs- und Investmentmarkt können dabei kompensiert und eine Bindung an Zyklusphasen vermieden werden.

Der Aspekt der Spezialisierung ist nach diesen empirischen Ergebnissen damit offenbar ein relevanter Einflussfaktor in der Marktauswahl, der auch in entscheidungstheoretischen Überlegungen berücksichtigt werden sollte. In dieser Erkenntnis besteht eine Erweiterung des bisherigen Forschungsstands, da Nutzen und Umsetzung einer Spezialisierung auf Regionalmärkte in verhaltensökonomischen Studien bislang wenig beachtet wurden (s. Kap. 2.3.1 und 2.3.3.2). Bisherige Arbeiten beschränken eine besondere räumliche Ausrichtung der Investitionstätigkeit i.d.R. auf das Konzept des „Home Bias“, d.h. die Konzentration auf einige wenige bekannte Märkte (s. Scharmanski 2009, S. 189ff., Kap. 2.3.3.2). Bei der Spezialisierung auf Regionalmärkte kann das Prinzip des „Home Bias“ zwar auch angewandt werden. Der Investor kann sich darüberhinaus aber auch mit Hilfe von übertragbaren Strategien und einem Standortnetz für das Asset-Management auf diesen Markttyp insgesamt ausrichten und nicht nur auf einige wenige Fälle.

7.1.3 Übertragungspotenziale für geschlossene Fonds

Nachdem in Kap. 7.1.2 die Übertragungsmöglichkeiten der Einstellungen zur Investitionseignung der Top7 und Regionalmärkten hinsichtlich der Spezialfonds ausgewertet wurden, soll nun bzgl. der geschlossenen Fonds mit der gleichen Methodik vorgegangen werden. Erkenntnisse, die sich bei der vorherigen Übertragung auf die Spezialfonds entwickelt haben, werden dabei ebenfalls herangezogen. Auch geschlossene Fonds können für Kapitalgeber mit unterschiedlichen Risikoprofilen aufgelegt werden. Wie in Kap. 2.2.2 bereits angesprochen, stammen hohe Anteile der Anlagemittel geschlossener Fonds von Privatpersonen, die eine starke Sicherheitsorientierung aufweisen. Allerdings wurden die Steuervorteile für solche Fonds in den letzten Jahren stark abgebaut. Um das Renditeziel für diese Anlegergruppe dennoch zu erreichen, kann angenommen werden, dass geschlossene Fonds sich stärker in Regionalmärkten engagieren sofern das Investment entsprechend sicher erscheint.

Diese Situation entspräche in etwa jener der zuvor beschriebenen Spezialfonds. Wie die Interviews mit KAGen für Spezialfonds gezeigt haben, hat die Spezialisierung der Geschäftstätigkeit auf Regionalmärkte eine große Wirkung auf die Einstellungen zu deren Vor- und Nachteilen bei Investitionen in diesen Märkten.

Im Falle einer hohen Spezialisierung auf Investitionen in Regionalmärkten fällt der relative Nutzen des zusätzlichen Objektangebots als Ersatz für Anlagen in den Top7 vermutlich geringer aus. Gleichzeitig würde die Investitionsaktivität wahrscheinlich nicht nur auf die Boomphase des Immobilienzyklus beschränkt und somit die zeitliche Nutzung der Renditefunktion ausgeweitet.

Bzgl. des Vermietungsmarkts hatten selbst die spezialisierten Kapitalanlagegesellschaften geäußert, dass die Wiedervermietung ein zentraler Nachteil der Regionalmärkte sei. Daher kann angenommen werden, dass die Vermietungssituation in den Regionalmärkten auch von den Initiatoren geschlossener Fonds als Nachteil bewertet wird. Zustand und Ausstattung der Objekte sowie die kleinere Objektgröße hingegen beurteilen die spezialisierten KAGen nicht negativ. Auch den Investmentmarkt sehen sie weniger problematisch als die offenen Fonds und Versicherungen. Die Veräußerung gilt jedoch auch den KAGen der Spezialfonds als erschwert. Hinsichtlich der Investmentanforderungen ist es daher insgesamt wahrscheinlich, dass der Mindestanforderungskatalog für sichere Büroinvestitionen in Regionalmärkten auch für geschlossene Fonds zutrifft. Ob geschlossene Fonds noch weitere Anforderungskriterien stellen, hinge davon ab, wie sehr sie sich auf Investitionen in Regionalmärkte spezialisiert haben.

Die zwei interviewten Initiatoren zeigen jeweils unterschiedliche Risikoprofile bei ihren geschlossenen Fonds. Jener Initiator, der auch Spezialfonds auflegt und eine hohe Spezialisierung auf Regionalmärkte aufweist, verfügt über einen geschlossenen Fonds, den er für eine ausländische private Stiftung managt (vgl. Interview 10). Für diese verfolgt er eine opportunistische Anlagestrategie – also mit hoher Risikobereitschaft. Aufgrund der geringen Kenntnis der Geldgeber über den deutschen Immobilienmarkt legt er ausschließlich in den Top7 an. Diese Marktauswahl erachtet er für den Kunden als direkt verständlich, da diese Großstädte international bekannt sind und somit einen positiven Wiedererkennungseffekt bei dem ausländischen Kunden hervorrufen.

Bei dem anderen Fondsinitiator überwiegen als Geldgeber sicherheitsorientierte Privatpersonen, aber auch Versicherungen, Pensionskassen und Stiftungen (vgl. Interview 12). Daher legt dieser Initiator zu gleichen Anteilen in Regionalmärkten und Top7 an (ABBA-Strategie). Der Gesprächspartner gab an, die Top7 für Büro-

anlagen zu präferieren, allerdings müsse man aufgrund der eingeschränkten Objektverfügbarkeit immer wieder auf die Regionalmärkte ausweichen (vgl. Interview 12). Die Rendite- und Ersatzfunktionen treffen somit beide zu. Man habe in der Vergangenheit jedoch keine bestimmte Zielquote in den Regionalmärkten verfolgt und würde auch künftig vor allem entlang der sich bietenden Opportunitäten Objekte erwerben – sowohl in den Top7 als auch in den Regionalmärkten. Seine Marktauswahl richtet dieser Initiator daher nicht am Immobilienzyklus aus.

Der Spezialisierungsgrad der Geschäftstätigkeit auf Regionalmärkte ist damit höher als bei den offenen Fonds, aber geringer als bei den KAGen der Spezialfonds. Dies zeigt sich auch an der Verteilung der Niederlassungen des geschlossenen Fondinitiators. Die Gesellschaft unterhielt Sitze in mehreren Top7-Städten. Das Asset-Management ist jedoch nicht in jedem dieser Orte lokalisiert. Aufbau und Pflege von persönlichen Kontakten, die einen wichtigen Beitrag zur Spezialisierung auf Regionalmärkte darstellen, fallen dadurch schwerer (s. Kap. 5.3).

Als Nachteile der Regionalmärkte hob dieser Gesprächspartner vor allem die geringere Objektgröße, die effizienzmindernd wirkt, hervor sowie die Schwierigkeit des Verkaufs eines Objekts (vgl. Interview 12).

Der andere Fondsinitiator, der stärker auf Regionalmärkte ausgerichtet ist, verweist vor allem auf die erschwerte Vermietbarkeit. Den Exit erachtet er für schwieriger als in den Top7, hält ihn aber mit einer angepassten Strategie i.d.R. für machbar. Im Gegensatz zu dem erstgenannten Initiator ist die typischerweise kleinere Objektgröße in den Regionalmärkten für ihn unproblematisch und geradezu erwünscht. Sie ist ein Element mehrerer Verkaufsstrategien, die diese Gesellschaft für Regionalmärkte entwickelt hat. Eine davon sieht gerade den Erwerb kleiner Objekte vor, da für diese dann auch kleinere Privatinvestoren als Käufer in Frage kommen (vgl. Interview10). An diesem Bewertungsunterschied kann die Bedeutung des höheren Spezialisierungsgrades festgemacht werden. Diese Aussagen wurden zwar hinsichtlich der Ankäufe für die Spezialfonds dieses Initiators getroffen – es ist jedoch kein Grund ersichtlich, warum dieser bei Ankäufen für den geschlossenen Fonds eine andere Meinung vertreten würde.

Hinsichtlich der Anforderungen, die bei Investitionen in Regionalmärkte gestellt werden, liegt bei beiden Fondsinitiatoren eine Unabhängigkeit vom Immobilienzyklus vor. Dies ist ein Unterschied zu den offenen Fonds. Hieran zeigt sich die im Vergleich zu den offenen Fonds stärkere Spezialisierung auf Regionalmärkte.

Die Investmentanforderungen jenes Initiators, der nur geschlossene Fonds auflegt, entsprechen jenen, die in dieser Arbeit zuvor in dem Mindestanforderungskatalog

zusammengefasst worden sind. Regionalökonomische Anforderungen werden im Vergleich zu den offenen Fonds nur eingeschränkt gestellt. In diesem Fall ist das wichtigste Kriterium ein stabiler Ausblick hinsichtlich der Bevölkerungsentwicklung. Ostdeutschland schließt dieser Investor daher grundsätzlich aus. Es kommen ausschließlich modern/neuwertig ausgestattete Objekte in guter oder bester Lage in Frage. (vgl. Interview 12).

Besonderen Wert legte dieser Gesprächspartner auf eine gute Vermietungssituation. Diese besteht neben einer vollständigen und langfristigen Vermietung insbesondere in einem bonitären und namentlich allgemein bekannten Mieter. Ohne ein bekanntes Unternehmen als Hauptmieter würde die Vermarktung des geschlossenen Fonds problematisch, da sich nur damit Privatpersonen zur Anlage überzeugen ließen (vgl. Interview 12). Der Wiedererkennungswert und das Verständnis für die Anlage seitens des Kunden sind auch bei dem anderen Fondsinitiator ausschlaggebend. Dort führen sie zu einer Präferenz für die Top7, da sein ausländischen Kunden die Top7 namentlich eher kennen (vgl. Interview 10).

Zusammenfassend zeichnet sich in den Interviews ab, dass die theoretisch hergeleiteten Übertragungspotenziale im Falle der geschlossenen Fonds nur teilweise ausreichen, um die Einstellungen zu den Nachteilen und Investitionsanforderungen auf den Regionalmärkten zu bestimmen. Die Übertragungspotenziale waren vor allem auf Basis der Faktoren Risikobereitschaft und Spezialisierung auf Regionalmärkte entwickelt worden. Die Interviews zeigen nun, dass bei geschlossenen Fonds eine besondere Vermarktungssituation vorliegt, die zusätzlich berücksichtigt werden muss. Aus dieser Vermarktungssituation resultieren spezifische Ansprüche, insbesondere an die Qualität der anmietenden Unternehmen. Jedes Objekt muss für sich überzeugen, da es jeweils als solches von Privatpersonen beurteilt wird, die nur über eingeschränkte Markt- und Unternehmenskenntnisse verfügen. Die Kunden der offenen Fonds hingegen sind zwar auch oft Privatpersonen, diese fokussieren aber nicht auf einzelne oder nur sehr wenige Objekte, sondern auf eine größere Zahl von Objekten in einem ganzen Gesamtportfolio.

7.2 Ablauf und Kriterien der Marktauswahl

7.2.1 Zusammenfassung offene Fonds und Versicherungen

Um den Vermittlungsprozess zwischen der branchenspezifischen Beschäftigungsstruktur und den intervenierenden Einstellungen zu Vor- und Nachteilen der Büroimmobilienmärkte im Rahmen der geschäftspraktischen Marktauswahl zu erfassen, wurden die Investoren zum Ablauf ihrer Marktauswahl und den dabei ver-

wendeten Indikatoren interviewt. Tabelle 28 gibt einen Überblick über die wesentlichen Befunde. Unter den offenen Fonds dominiert eine angebotsorientierte Vorgehensweise (bottom-up, s. Kap. 5.1.1).

Tab. 28: Ablauf und Kriterien der Marktauswahl bei offenen Fonds und Versicherungen

Thema	Offene Fonds	Versicherungen
Ablauf	i.d.R. angebotsorientiert (bottom-up), Grobfilter nach Mesolage (Bev.zahl, Wirtschaftszentrum, Branchendiversifiz., Großunternehmen), Marktanalyse zum Wissens- & Vertrauensaufbau, Rückbezüge der Cashflowanalyse auf Markteigenschaften	häufiger marktorientiert (top-down, Bezug: nur Top7), bei besonderen Angeboten aber auch bottom-up, auch Filtern unter den Top7 (z.B. Frankfurt & Berlin)
Kriterien	verwend. Daten: sektorale Beschäftigung, Bevölkerungsentw., lokale Großunternehmen, Immobilienkennziffern; Plausibilisierung v. Prognosedaten; aufmerksamere regionalökonom. Analyse bei Reg.märkten als bei Top7	verwend. Daten: sektorale Beschäftigung, Bevölkerungsentw., lokale Großunternehmen, Immobilienkennziffern; Plausibilisierung v. Prognosedaten; aufmerksamere regionalökonom. Analyse bei Reg.märkten als bei Top7
Info-Quellen	Datenbanken, Marktberichte, Behörden, Nachrichtenagenturen, teils pers. Kontakte (Skepsis vs. Vertrauensbildung)	Datenbanken, Marktberichte, Behörden, Nachrichtenagenturen, teils pers. Kontakte (Skepsis vs. Vertrauensbildung); - aber höhere Bedeutung von persönl. Kontakten und Markttrends wegen erhöhten Sicherheitsstrebens
Entscheidungsrelevanz einzelner Branchen	typische Mieterbranchen: FIRE & KIBS; dennoch keine Berücksichtigung spezif. Branchen (Wirtschaftsstruktur muss nur diversifiz. sein, Bonität des Mieters wichtiger als Branche)	typische Mieterbranchen: FIRE & KIBS; dennoch keine Berücksichtigung spezif. Branchen (Wirtschaftsstruktur muss nur diversifiz. sein, Bonität des Mieters wichtiger als Branche)
Heuristiken	häufig: <i>nur im Boom handeln, Angebotsorientierung, nur Top-Objekt, nur Top-Lage, keine riskanten Regionalmärkte</i> ; Folgen: meist risikomindernd, Aufwandsreduzierung, meist Vernachlässigung der Branchenstruktur; Raumbezug: Regionalmärkte	häufig: <i>nur im Boom handeln</i> (permanent ausgeweitet), <i>nur Top-Objekt, nur Top-Lage, keine riskanten Top7-Märkte</i> ; Folgen: meist risikomindernd, Aufwandsreduzierung, meist Vernachlässigung der Branchenstruktur; Raumbezug: idR. Top7

Quelle: Experteninterviews, eigene Bearbeitung

Ausgangspunkt sind die von Maklern und Eigentümern eingereichten Objekt-Exposés. Auf den ersten Blick rentabel scheinende Objekte werden nach sozioökonomischen Eigenschaften des Mesostandorts grob gefiltert. Werden diese Merkmale nicht erfüllt, scheidet das Objekt aus, ansonsten wird eine feinere Marktanalyse angeschlossen. Die Ergebnisse der Marktanalyse werden auch in die anschließenden Wirtschaftlichkeitsrechnungen (i.d.R. Cashflowanalysen) mit ein-

bezogen. Die Berechnungsergebnisse erlauben Vergleiche der Rentabilität zwischen mehreren Objekten und sind die letztendlichen Entscheidungsgrundlagen für den Ankauf eines Objekts. Unter den Versicherungen wird hingegen häufiger im ersten Schritt mit einer genaueren Marktanalyse unter den Top7 begonnen (top-down). Obwohl die Hauptmärkte als weniger riskant gelten als die Regionalmärkte, schließen Versicherungen wiederholt Berlin (wirtschaftliche Schwäche) und Frankfurt (Leerstände, wechselnde Top-Lage) aus. In den ausgewählten Märkten wird anschließend nach geeigneten Objekten gesucht. Auf Basis von Wirtschaftlichkeitsberechnungen werden Ankaufsobjekte ausgewählt und damit die Marktauswahl endgültig festgelegt. Werden besonders attraktive Objekte angeboten, sind die Versicherungen jedoch auch bereit von diesem marktorientierten Verfahren abzuweichen.

Im Vergleich zum Ablauf der Investitionsentscheidung nach den verhaltensökonomischen Ergebnissen von Roberts/Henneberry 2007 sind die nun erfassten Marktauswahlprozesse geeignet, sowohl in den Top7 als auch den Regionalmärkten die Beschäftigungsstruktur zu berücksichtigen.

Die für die grobe und feine Marktanalyse verwendeten Indikatoren umfassen bei beiden Investorentypen die gleichen regionalökonomischen und immobilienmarktspezifischen Daten (s. Kap. 5.2). Da auch Prognosedaten und die anschließenden Wirtschaftlichkeitsberechnungen mit den Daten der Marktanalyse abgeglichen und an sie angepasst werden, hat dies eine indirekte Auswirkung der Ergebnisse der Marktanalyse bis zur letzten Entscheidungsgrundlage zur Folge.

Um an die erwähnten Daten zu gelangen, werden von Versicherungen und offenen Fonds vor allem schnell zugängliche Quellen verwendet (s. Kap. 5.3). Zu diesen gehören oft online frei verfügbare Statistiken und Berichte. Zudem erwerben die Investoren regelmäßig den kostenpflichtigen Zugang zu speziellen immobilienwirtschaftlichen Datenbanken.

Persönliche Kontakte spielen zur Gewinnung von Marktinformationen unter den offenen Fonds vor allem bei den Gesprächspartnern eine Rolle, denen der Aufbau von Vertrauen zum Markt besonders wichtig ist. Versicherungen hingegen ziehen mit einem Absicherungsmotiv persönliche Kontakte zur Informationsbeschaffung in überwiegendem Maße heran. Die festgestellte Reduktion des verwendeten Informationsumfanges und die Relevanz von Informationen aus persönlichen Quellen bestätigen die Ergebnisse von Gallimore/Hansz/Gray 2000 nun auch für einige der größeren Investoren. Die hohe Konformität der Investitionstätigkeit mit Informationen aus persönlichen Quellen und mit Markttrends, wie sie Scharmanski

2009 bei grenzüberschreitenden Investitionen feststellte, gilt in Deutschland offenbar aber stärker für Versicherungen als für offene Fonds und somit nur teilweise.

Offene Fonds und Versicherungen geben an, dass FIRE und KIBS die typischen Branchengruppen unter ihren Mietern sind. In der Objektauswahl achten sie aber nicht auf eine Zugehörigkeit der Mieter zu diesen Wirtschaftsbereichen, sondern vor allem auf deren Bonität. Auch in der feineren Marktanalyse legen sie auf diese speziellen Wirtschaftsbereiche meist keinen besonderen Wert. Allerdings wirkt die Beschäftigung in den FIRE- und KIBS-Branchen auf die Ausprägung einiger der regionalökonomischen und immobilienwirtschaftlichen Daten ein, die in der Marktanalyse ausgewertet werden. Dadurch wird die Beschäftigung in diesen Branchen indirekt berücksichtigt. Dieser Befund hebt den bisherigen Widerspruch im Forschungsstand auf, dass manche Studien die Bedeutung dieser Branchengruppen für Immobilieninvestoren betonen und andere Arbeiten nahelegen, dass Investoren solche Aspekte nicht bzw. kaum berücksichtigen (s. Kap. 2.3.3.3).

Die Investoren verfahren bei der Marktauswahl im Vergleich zum normativ-rationalen Entscheidungsprozess abkürzend und vereinfachend (heuristisch, s. Kap. 5.5). Die offenen Fonds prüfen Regionalmärkte vor allem in der späteren Aufwärtsphase des Immobilienzyklus. Diese Heuristik wurde als *nur im Boom handeln* bezeichnet. Die Erhöhung von Aufwand und Risiko wird somit auf einen Zeitraum begrenzt, der wegen einer im Vergleich zu den Top7 hohen Rendite besonders lohnenswert ist.

Zudem gehen die meisten offenen Fonds nicht angeleitet von einer Marktanalyse top-down vor, sondern beginnen ihre Auswahl bottom-up anhand eingereicherter Objekt-Exposés (*Angebotsorientierung*). Dadurch wird Analyseaufwand vermindert. Die weiteren Heuristiken werden vor allem angewendet um auf arbeitseffiziente Weise das Risiko der Anlage zu reduzieren. So werden nur besonders gute, d.h. z. B. neuwertige, technisch gut ausgestattete und sicher vermietete Objekte (*nur Top-Objekt*) in guten bis sehr guten Lagen (*nur Top-Lage*) akzeptiert. Darüberhinaus werden viele Kreise aufgrund ihrer Wirtschaftsstruktur oder Bevölkerungsgröße (mind. 150.000) von Beginn an ausgeschlossen. In diesen Fällen gilt der Vermietungsmarkt als unzuverlässig (*keine riskanten Märkte*).

Die Versicherungen planen Investments nur noch in den Top7. Sie weiten die Restriktion *nur im Boom zu handeln* daher im Grunde auch auf die Aufwärtsphase des Immobilienzyklus permanent aus. Aufgrund ihrer starken Risikomeidung wenden sie die sicherheitsbezogenen Heuristiken *nur Top-Objekt*, *nur Top-Lage*

und *keine riskanten Märkte* auch bei den Top7 an. Eine *Angebotsorientierung* trifft bei ihnen meistens jedoch nicht zu, da Märkte i.d.R. bereits frühzeitig top-down analysiert und ausgewählt werden.

Die Arten und Ziele der verwendeten Heuristiken sind bei Versicherungen und offenen Fonds also weitgehend identisch. Die Branchenstruktur bleibt in der Regel unbeachtet. Unterschiede bestehen vor allem in ihrem Raumbezug (Regionalmärkte vs. Top7).

Zusammenfassend liegen somit gegenüber den offenen Fonds im Wesentlichen nur zwei Unterschiede hinsichtlich Ablauf und Kriterien der Marktauswahl vor. Dies sind die vorherrschende Analyserichtung und der Raumbezug der Heuristiken. Beide Differenzen beruhen auf dem höheren Anspruch der Versicherungen an die Sicherheit des Immobilienmarkts.

7.2.2 Übertragungspotenziale für Spezialfonds

Nachdem die Ergebnisse zum Ablauf und den Kriterien der Marktauswahl im vorangegangenen Kapitel zusammengefasst wurden, werden nun die Übertragungspotenziale bzgl. der Spezialfonds untersucht. Wie bereits im Kap. 7.1.2 umgesetzt, werden diese Potenziale zunächst theoretisch hergeleitet und sodann anhand der Interviewaussagen überprüft.

Spezialfonds werden jeweils für vergleichsweise wenige Kapitalgeber aufgelegt. Der einzelne (institutionelle) Anleger genießt somit ein hohes Mitspracherecht bei der Anlageentscheidung. Diese Umstände sprechen gegen eine hohe Angebotsorientierung im Ablauf der Marktauswahl. Die Marktauswahl müsste detailliert gerechtfertigt und begründet werden können. Dies wäre über eine top-down strukturierte Vorgehensweise der Marktauswahl besonders überzeugend erreichbar, besonders bei sicherheitsorientierten Kapitalgebern. Eine solche Argumentation basiert jedoch auf der Annahme ökonomischer Rationalität. Auf der anderen Seite sind Versicherungen ihrerseits auch bereit bei attraktiven Angeboten Opportunitäten zu nutzen.

Bzgl. der in den Analysen verwendeten Indikatoren zeigen Versicherungen und offene Fonds keine erkennbaren Unterschiede. Die herangezogenen Indikatoren scheinen universell auf unterschiedliche Investorentypen übertragbar zu sein. Auch die Quellen der verwendeten Daten sind bei offenen Fonds und Versicherungen identisch, weshalb von einem hohen Verallgemeinerungspotenzial ausgegangen werden kann.

Offene Fonds und Versicherungen legen beide weder bei ihrer Markt- noch bei ihrer Objektanalyse Wert auf eine spezifische Branchenstruktur der Büroflächen-

nutzer. Hierbei konnten keine sicherheitsmotivierten oder geschäftsmodellbezogenen Unterschiede festgestellt werden. Allerdings verwenden beide in der Marktanalyse regionalökonomische und immobilienwirtschaftliche Indikatoren, deren Ausprägungen von der Beschäftigung in FIRE- und KIBS-Branchen teilweise abhängen. Der indirekt Einfluss dieser Branchengruppen auf die Marktauswahl scheint daher prinzipiell auf andere Investorentypen übertragbar zu sein.

Da sich die verwendeten Heuristiken aus den jeweiligen Investmentanforderungen ableiten, und diese für die KAGen von Spezialfonds schon erörtert wurden (s. Kap. 7.1.2), kann die Heuristik *nur im Boom handeln* bereits ausgeschlossen werden. Aufgrund der stark eingeschränkten regionalökonomischen Anforderungen an den Mesostandort, wird die Heuristik *keine riskanten Regionalmärkte* voraussichtlich nur eingeschränkt angewendet. Die Nutzung der Vereinfachungen *nur Top-Lage* und *nur Top-Objekt* hingegen können aufgrund des zuvor dargestellten Mindestanforderungskatalogs durchaus als wahrscheinlich angenommen werden. Die *Angebotsorientierung* sollte nach den oben angestellten Vermutungen kaum zum Einsatz kommen. Von Spezialfonds mit risikobereiteren Kapitalgebern wäre hingegen eine geringere Verwendung der sicherheitsorientierten Heuristiken und eine stärkere Verwendung der *Angebotsorientierung* zu erwarten.

Bei den zwei interviewten KAGen für Spezialfonds zeigt sich, dass eine top-down gerichtete Marktauswahl in der Praxis auch von sicherheitsorientierten Kapitalgebern wie Versicherungen nicht gefordert wird (vgl. Interview 10 & 11). Ein Interviewpartner schätzte, dass etwa 70 % der erworbenen Objekte nicht über eine eigenständige Recherche identifiziert, sondern von Maklern und Eigentümern vorgestellt werden (vgl. Interview 10). In den Fällen, in denen die Gesellschaft eigenständig in Märkten sucht, orientiert sie sich an einem Städteranking, das bereits 2009 aufgestellt wurde. Tatsächlich wird der Erwerb jedes einzelnen Gebäudes mit den Kapitalgebern abgesprochen. Bei beiden interviewten KAGen spielen jedoch die Eigenschaften des Objekts eine höhere Rolle als jene des Marktes. Dies wurde bereits im Kap. 7.1.2 anhand der relativ geringen regionalökonomischen Anforderungen an den Mesostandort erläutert.

Die weiteren Phasen der Marktauswahl verlaufen wie unter den offenen Fonds. Ein Platz im Städteranking und vor allem die Mindesteinwohnerzahl von 100.000 bis 150.000 fungieren als Grobfilter, da Objekte nur in den Märkten erworben werden, die diesen Anforderungen entsprechen (vgl. Interview 10 & 11).

Bzgl. der in der Marktanalyse verwendeten Kriterien ergeben sich abermals keine Unterschiede zu den offenen Fonds oder Versicherungen (vgl. Interview 10 & 11).

Unter den regionalökonomischen Indikatoren werden vor allem hohe Aggregate verwendet, insbesondere sektorale Beschäftigung, Bevölkerungsentwicklung, die keine branchenspezifischen Schlüsse zulassen. Um Eindrücke zur lokalen Büronachfrage zu erhalten, werden auch lokale Großunternehmen erfasst. Intensiv werden Immobilienkennziffern wie Mietpreise, Flächenumsätze, Leerstände und Verkaufsaktivitäten beobachtet. Eine profundere regionalökonomische Analyse der Regionalökonomie als bei den Top7 wird im Gegensatz zu den offenen Fonds jedoch nicht durchgeführt. In den Gesprächen wurden immer die tiefen Kenntnisse der lokalen Märkte betont. Die Aussage, dass kein Sonderaufwand bei Investitionen in Regionalmärkten in der Marktanalyse betrieben wird, ist daher konsistent, da sie Folge der höheren Spezialisierung auf Investitionen in den Regionalmärkte ist.

Die Quellen der Informationen für die Marktanalyse sind identisch mit denen der Versicherungen und somit auch größtenteils mit denen der offenen Fonds (vgl. Interview 10 & 11). Es werden regelmäßig Datenbanken, Marktberichte, Mitteilungen aus der Fachpresse etc. konsultiert. Unterschiede zu den offenen Fonds ergeben sich aus der Nutzung persönlicher Kontakte zur Gewinnung von Marktinformationen. Einerseits wurde wie auch unter den offenen Fonds teilweise angedeutet, dass man diese zurückhaltend nutzen würde. In einem Falle werden nur unternehmensinterne Kontakte zu den Asset-Managern genutzt, da man aus Vertraulichkeitsgründen nicht unternehmensexternen Dritten mitteilen möchte, wo man investieren will. Allerdings betonten beide Interviewpartner, dass das jeweilige Asset-Management sehr gute persönliche Kontakte zu Akteuren in den lokalen Märkten unterhält. Zumindest mittelbar spielen soziale Beziehungen also auch für die Informationsgewinnung bei diesen Spezialfonds durchaus eine Rolle.

Unter den Versicherungen ist die Verwendung persönlicher Kontakte für Marktinformationen häufige Praxis. Dies ist auf das hohe Sicherheits- und Vertrauensbedürfnis zurückzuführen. Im Falle der Spezialfonds ist ein Rückschluss auf die Risikobereitschaft weniger möglich, da die Nutzung der Asset-Management-Kontakte für sie besonders naheliegend und einfach ist. Die Nutzung persönlicher Kontakte scheint bei diesen Spezialfonds eher Teil der auf die Regionalmärkte spezialisierten Geschäftstätigkeit zu sein. Der Zweck der Marktanalyse zum Aufbau von Vertrauen und Marktwissen wäre demnach weniger relevant als unter den offenen Fonds, da beides bereits vorhanden ist. Der stärkere Nutzen bestünde für die interviewten Spezialfonds vermutlich in der Absicherung oder Plausibilisierung von Wirtschaftlichkeitsberechnungen.

Als typische Mieter nannten beide KAGen für Spezialfonds Banken, Versicherungen, Unternehmensberater und Ingenieursdienstleister, und damit klassische Vertreter sowohl der Gruppe FIRE als auch KIBS. Allerdings spielt die Branchenzugehörigkeit weder bei der Markt- noch bei der Objektanalyse eine Rolle. In Kap. 5.4.2 wurde bereits beschrieben, dass eine der Spezialfonds-KAGen lediglich akute Krisensituationen nannte, in denen die Branchenzugehörigkeit eines Mieters zu einem Objektausschluss führen könne. In diesen Krisen war die Zahlungsfähigkeit der Unternehmen einer Branche bereits kurzfristig beeinträchtigt (vgl. Interview 10). Der andere Interviewpartner hob explizit hervor, dass die Bonität das ausschlaggebende Merkmal eines Mieters sei und nicht der wirtschaftliche Tätigkeitsbereich (vgl. Interview 11).

Der letztere gab auch dasselbe Beispiel der Fitnessstudios an, das schon ein Gesprächspartner einer Versicherung erwähnt hatte (s. Kap. 5.4.2). Dieser Mietertyp sei unbeliebt aufgrund der oft geringen Bonität, der Lärmemissionen und der hohen Besucherfrequenz, die besondere bauliche Maßnahmen erfordere. Trotzdem würden Fitnessstudios regelmäßig als Mieter angenommen – jedoch vor allem zur Vermietung von ungünstig geschnitten Flächen, die ansonsten schwer vermietbar wären (vgl. Interview 11). Abermals zeigt sich hiermit, dass nicht Aspekte der Branche (Gesundheit/Sport) als problematisch betrachtet werden, sondern solche, die eine Auswirkung auf die Mieteinnahmen haben können. Es ist auch das Kalkül künftiger Mieteinnahmen, das für die Annahme eines solchen Mieters spricht – wenn es unwahrscheinlich ist, einen besseren Mieter zu finden. Insgesamt spricht daher vieles dafür, auch für den Investorentyp der Spezialfonds eine indirekte Einflussnahme der Beschäftigungsstruktur auf die Marktauswahl anzunehmen.

Auch bzgl. der verwendeten Heuristiken bestätigen sich in den Gesprächen die oben geäußerten theoretischen Herleitungen. Die Vereinfachung *nur im Boom zu handeln* wenden beide Gesprächspartnern nicht an (vgl. Interview 10 & 11). Stattdessen liegt *Angebotsorientierung* vor und man wählt *nur Top-Objekte* in *Top-Lage* aus. Bzgl. des Filterns *riskanter Regionalmärkte* ergibt sich nur eine eingeschränkte Verwendung. Wie oben und im Kap. 7.1.2 ausgeführt, werden weniger regionalökonomische Filterkriterien beobachtet (vor allem: Einwohnerzahl mind. 100.000 bis 150.000 und Platzierung im internen Städteranking) als unter den offenen Fonds. Als Ursache hierfür liegt ebenfalls die höhere Spezialisierung auf Regionalmärkte nahe.

Insgesamt bestätigen die Interviews größtenteils die vorangegangenen theoretischen Überlegungen zum Ablauf und den Kriterien der Marktauswahl bei Spezial-

fonds. Der anfänglich vermuteten top-down ausgerichteten Marktauswahl widersprechen jedoch die Interviewergebnisse. Eine angebotsorientierte Herangehensweise wird auch von den kapitalgebenden Versicherungen toleriert. Der hauptsächliche Treiber für die im Interview erfassten Unterschiede zwischen offenen Fonds und Spezialfonds scheint die spezielle Ausrichtung der letzteren auf Regionalmärkte zu sein. Sie führt zu einer intensiveren Nutzung von persönlichen Kontakten für Marktinformationen und zum Verzicht auf die Heuristik *nur im Boom handeln*.

7.2.3 Übertragungspotenziale für geschlossene Fonds

Im Kap. 7.1.3 wurde beschrieben, dass bei geschlossenen Fonds für deutsche Privatanleger den Merkmalen des Einzelobjekts die überwiegende Bedeutung beigemessen wird und nicht den Markteigenschaften. Ein bekanntes anmietendes Unternehmen soll einen Wiedererkennungseffekt bei den Kapitalgebern auslösen und Vertrauen für die Anlage schaffen. Diese Prioritätensetzung legt einen angebotsorientierten, also bottom-up gerichteten Ablauf der Marktauswahl nahe. Die Situation unter Spezialfonds hat bereits gezeigt, dass eine solche Herangehensweise auch von sicherheitsorientierten Kapitalgebern akzeptiert wird (s. Kap. 7.2.2).

Da der weitere Ablauf der angebotsorientierten Marktauswahl bei den interviewten Investoren aller Typen und Spezialisierungsgraden bzgl. Regionalmärkten identisch ist, scheint die Übertragbarkeit auf geschlossene Fonds ebenfalls hoch. In Kap. 7.1.3 wurden bereits Kriterien für die grobe Filterung nach Mesolage erwähnt. Bzgl. der Funktionen der Marktanalyse haben die Interviews unter den KAGen der Spezialfonds gezeigt, dass eine Spezialisierung auf Regionalmärkte die Notwendigkeit mittels Marktanalyse Wissens- und Vertrauensaufbau zu betreiben wahrscheinlich schmälert, da man bereits über Expertise verfügt. Demnach würde der Zweck der Marktanalyse stärker in Richtung Plausibilisierung der anschließenden Wirtschaftlichkeitsrechnungen verlagert.

Hinsichtlich der in der Marktanalyse verwendeten Kriterien können abermals die gleichen Indikatoren erwartet werden, da diese bei den meisten Interviewpartnern unabhängig vom Investorentyp gleich sind. Ob Regionalmärkte dabei aufmerksamer geprüft werden als die Top7 hängt von der Spezialisierung auf die Regionalmärkte ab, wie die Interviews unter den Spezialfonds-KAGen gezeigt haben.

Was die Quellen der benötigten Daten angeht, besteht auf Grundlage der bisherigen Ergebnisse Anlass zu vermuten, dass geschlossene Fonds die gleichen Quellen nutzen wie die übrigen Investorentypen.

Es ist es ebenfalls naheliegend, davon auszugehen, dass die typische Mieterbranchen bei geschlossenen Fonds zu den Gruppen FIRE und KIBS gehören, da sich diese unter allen bisher betrachteten Investorentypen als maßgeblich erwiesen haben. Für jene Gesellschaft, die ausschließlich geschlossene Fonds auflegt, hat sich ebenfalls schon herausgestellt, dass als Ausschlusskriterium vor allem die demographische Entwicklung betrachtet wird. Das Objekt muss aus Vermarktungsgründen vor allem hinsichtlich seines Mieters überzeugen (s. Kap. 7.1.3). Daraus folgt, dass die Bonität des Mieters wichtiger ist als seine Branchenzugehörigkeit. Da vermutet wird, dass dieselben regionalökonomischen und immobilienwirtschaftlichen Indikatoren in der Marktanalyse herangezogen werden wie bei den anderen Investorentypen, ist nicht von einer branchenspezifischen und direkten Berücksichtigung der Beschäftigungsstruktur seitens der Initiatoren geschlossener Fonds auszugehen. Insgesamt ist demzufolge abermals nur eine indirekte und damit abgeschwächte Wirkung der Beschäftigungsstruktur auf die Marktauswahl wahrscheinlich.

Da die interviewten Initiatoren zeigten, dass unterschiedliche Risikoprofile und räumliche Präferenzen bei geschlossenen Fonds auftreten, muss die Übertragbarkeit der Heuristiken für jeden einzeln abgeleitet werden. Sicherheitsorientierte geschlossene Fonds werden voraussichtlich *nur in Top-Objekte* und *Top-Lage* anlegen. Dabei werden sie voraussichtlich *keine riskanten Märkte* akzeptieren. Liegt eine Spezialisierung auf Regionalmärkte vor, kann damit gerechnet werden, dass nicht *nur im Boom* gehandelt wird.

Risikobereite geschlossene Fonds hingegen wären eher bereit, Geld in schlechtere Objekte und Lagen zu investieren. Prinzipiell sind auch Anlagen in riskanten Märkten denkbar. Bei ausländischen Geldgebern gibt es jedoch Hinweise, dass Regionalmärkte trotz Risikobereitschaft außen vor sind (s. Kap. 7.1.3). In solchen Fällen wäre die Heuristik *nur im Boom zu handeln* auf den gesamten Immobilienzyklus letztlich ausgeweitet. Eine *Angebotsorientierung* kann aufgrund der hohen Bedeutung der Objekteigenschaft in der Vermarktung gerade bei geschlossenen Fonds erwartet werden, unabhängig von der Risikobereitschaft der Kapitalgeber. Gerade was die Akzeptanz von Objektmerkmalen und Lage betrifft, sind heterogene Verhaltensweisen zu erwarten.

Die Interviews mit den beiden Initiatoren zeigen, wie vermutet, eine starke angebotsorientierte Herangehensweise in der Marktauswahl (vgl. Interview 10 & 12). Die Suche nach Anlagemöglichkeiten setzt in den meisten Fällen bei jenen Objekten an, deren Exposés zugeschickt oder die durch persönliche Kontakte vorgestellt

wurden. Unter den persönlichen Kontakten gelten direkte Informationen von Eigentümern und Projektentwicklern als besonders wertvoll. Maklerkooperationen versucht man zu vermeiden. Diese Praxis ist auch bei den offenen Fonds verbreitet (s. Kap. 5.1.1). Dadurch wird die Bindung zum Geschäftspartner intensiviert, was zu günstigeren Konditionen führen könne, wie ein Initiator geschlossener Fonds erklärte (vgl. Interview 12). Eine frühzeitige Kooperation mit einem Endinvestor für ein Projekt gebe dem Entwickler Sicherheit. Der letztere ist seinerseits bereit, dies beim späteren Verkauf an den Endinvestor zu honorieren.

Der Grobfilter des gleichen Investors ist vor allem auf die künftige Bevölkerungsentwicklung ausgerichtet. Er schließt Märkte aus, deren Bevölkerung laut Prognose schrumpfen wird (vgl. Interview 12). Dies führt für ihn zum Ausschluss aller ostdeutschen Märkte. Dabei berücksichtigt er offenbar nicht, dass beispielsweise Dresden laut Prognose wachsen wird (Landeshauptstadt Dresden 2011). Hieran zeigt sich die vereinfachende Natur derartiger heuristischer Vorgehensweisen. Bestimmte regionalökonomische Merkmale führen für diesen Investor nicht zum Ausschluss. Allerdings wird der Indikator Bevölkerungsentwicklung wesentlich von regionalökonomischen Entwicklungen beeinflusst. Wanderungen hängen maßgeblich von Erwerbsmöglichkeiten ab und bedingen die Bevölkerungsentwicklung sowohl in den Quell- als auch den Zielgebieten. Somit liegt mit dem Faktor Bevölkerungsentwicklung auch eine indirekte Berücksichtigung der Beschäftigungssituation vor (s. Kap. 5.2.1). Eine Grobfilterung der Regionalmärkte ist für den anderen Fondsinitiator nicht notwendig, weil dieser für den opportunistischen geschlossenen Fonds nur in den Top7 anlegt.

Wie zuvor vermutet, wird der Nutzen der Marktanalyse ausdrücklich in den Rückbezügen der Wirtschaftlichkeitsberechnung auf diese gesehen. Die Gesellschaft, die sicherheitsorientiert in Regionalmärkte anlegt, gab beispielsweise an, dass die Marktmiete einen wichtigen Hinweis gebe, ob das Objekt „overrented“ ist, die Miete im Objekt also über dem Marktniveau liegt (vgl. Interview 12). Da dies künftig zu Mietreduktionen führen könne, würden derartige Informationen direkt eingepreist und in den Kaufverhandlungen verwendet werden. Hinsichtlich Marktkennntnis und Vertrauenswürdigkeit der Regionalmärkte fühlt sich der Interviewpartner insgesamt zwar sicher. Dennoch gab er an, die Regionalmärkte kritischer zu analysieren als die Top7. Dies läge auch daran, dass dieselben Indikatoren unterschiedlich zu interpretieren seien. Ein niedriger Leerstand könne in den Top7 als Zeichen für eine hohe Nachfrage gewertet werden. In den Regionalmärkten hingegen läge es daran, dass nicht ohne Mieter gebaut werde (vgl. Interview 12).

Da dieser Initiator jedoch nicht vollständig auf Regionalmärkte spezialisiert ist (s. Kap. 7.1.3), ist die deutlich vorhandene Bedeutung der Marktanalyse für die Entwicklung von Marktkennntnis und Vertrauen in den Markt nicht verwunderlich.

Als Analysekriterien verwenden beide Fondsinitiatoren Angaben zur allgemeinen Beschäftigung, Bevölkerungsentwicklung, teilweise zu lokalen Großnutzern und diverse Immobilienmarktkennziffern (vgl. Interview 10 & 12). Hier bestätigt sich somit die obige theoretische Herleitung.

Dies gilt auch für die Quellen der Indikatoren. Datenbanken, Marktberichte und Nachrichtenagenturen werden regelmäßig herangezogen. Auch persönliche Kontakte spielen für den weniger spezialisierten Fondsinitiator unmittelbar eine Rolle. Für den anderen sind sie mittelbar auch bedeutsam, da seine Asset-Management-Abteilung viele Informationen über persönliche Kontakte einholt (vgl. Interview 10 & 12). Dies wurde schon bzgl. der Spezialfonds erläutert (s. Kap. 7.2.2).

Die Vermutungen hinsichtlich typischer Mieter der geschlossen Fonds werden durch die Interviews bestätigt. Explizit wurden darin wieder Unternehmensberater, Finanzdienstleister, Versicherungen und Makler erwähnt (vgl. Interview 10 & 12). Damit ist der FIRE-Sektor im Kern benannt, die KIBS-Branchen immerhin mit einem wichtigen Vertreter. Ein Gesprächspartner erwähnte, dass es je nach lokaler Wirtschaftsstruktur auch abweichende Branchen unter den Mietern geben könne, wie z. B. Seefahrtsunternehmen in einer Hafenstadt. Am grundsätzlichen Muster ändere dies aber nichts (vgl. Interview 12). Daneben zeigt eine Analyse der Homepage dieser Gesellschaft allerdings, dass auch Fonds in Regionalmärkten aufgelegt worden sind, in denen die öffentliche Hand Hauptmieter ist. Diesen Sektor erwähnte der Interviewpartner zunächst nicht. Auf Rückfrage erklärte er, dass diese Fälle durch Sondersituationen, wie z.B. Public Private Partnerships, zustande gekommen sind. Eine abschließende Feststellung der wichtigsten Mietergruppen ist somit nicht möglich. Es gibt allerdings ein Indiz, dass für geschlossene Fonds die Branchengruppen FIRE und KIBS möglicherweise keine alleinig dominierende Rolle spielen.

Beide Gesprächspartner sehen aufgrund der jüngsten Krise Finanzdienstleister ungern als Mieter (vgl. Interview 10 & 12). Gerade die Gesellschaft, die ausschließlich geschlossene Fonds initiiert und die besonderen Wert auf allseits bekannte Mieter legt, sieht auch in der nahen Zukunft von Objekten mit einem Finanzunternehmen als Hauptmieter ab. Sie schätzt diese Branche auch künftig als anfällig ein. Grundsätzlich ist sie aber für alle anderen Branchen offen (vgl. Interview 12). Als maßgeblich gilt ihr jedoch nicht nur die Bonität sondern auch die Bekanntheit

des einzelnen Mieters. Als Beispiel gab sie einen großen Industrie-Konzern an, der im Dax geführt wird. Aufgrund des bekannten und vermarktungstauglichen Namens akzeptiere sie ein Objekt mit dem Unternehmen als Hauptmieter, obwohl dessen jüngste wirtschaftliche Entwicklung ungünstig verlaufen ist.

Dies bestätigt auch hinsichtlich der geschlossenen Fonds, dass es in der Entscheidung um das passende Objekt in den seltensten Fällen um die Branchenzugehörigkeit des Mieters geht. Somit verbleiben nur indirekte Wirkungsweisen für eine Einflussnahme der Branchenstruktur eines Regionalmarkts in den Bereichen FIRE und KIBS auf seine Auswahl in der Investitionsentscheidung. Diese bestehen neben der grundsätzlichen Flächennachfrage, die für ein vermietetes Objekt notwendig ist, in der Berücksichtigung der allgemeinen Beschäftigungs- und Bevölkerungsentwicklung sowie von Immobilienmarktkennziffern während der Marktanalyse. Diese Indikatoren werden u.a. auch von der Beschäftigung in den FIRE- und KIBS-Branchen beeinflusst. Die Ergebnisse der Marktanalysen werden wiederum in Wirtschaftlichkeitsberechnungen und Kaufverhandlungen berücksichtigt, wie bereits zuvor für einen geschlossenen Fonds beispielhaft geschildert wurde (vgl. Interview 12). Bei allen betrachteten Investorentypen stellen damit die Branchengruppen FIRE und KIBS typischerweise die Mieter der Büroobjekte. Die Branchenstruktur der Büronutzer wird in der Marktanalyse nicht direkt aber indirekt berücksichtigt.

Beide interviewten Fondsinitiatoren gehen in der Marktauswahl heuristisch mit einer starken *Angebotsorientierung* vor und legen in *keinen riskanten Regionalmärkten* an. Was sie jedoch als riskanten Regionalmarkt betrachten, ist jeweils unterschiedlich. Während der eine Initiator darunter demographisch schrumpfende Städte versteht (vgl. Interview 12), sind für die ausländischen Kapitalgeber des anderen aufgrund ihrer eingeschränkten Marktkenntnis sämtliche Märkte außerhalb der Top7 inakzeptabel (vgl. Interview 10). Es ist jedoch nicht eindeutig zu klären, ob diese Einschränkung risikobezogen ist.

In den Top7 ist der letztere Investor nämlich bereit, deutliche Risiken einzugehen. Die Heuristiken *nur Top-Objekt* und *nur Top-Lage* werden dabei aufgrund eines erhöhten Renditeziels nicht angewendet, obwohl der gleiche Initiator für seine sicherheitsorientierten Spezialfonds diese Heuristiken durchaus verwendet. Der andere Initiator, der geschlossene Fonds für die sicherheitsorientierten Privatpersonen und Versicherungen auflegt, wendet diese Heuristiken ebenfalls an (vgl. Interview 12).

Wie in Kap. 7.1.3 beschrieben, legt derselbe in Regionalmärkten unabhängig vom Immobilienzyklus an. Damit verzichtet er auf die Heuristik *nur im Boom zu handeln*. Für den anderen Initiator liegt bei seinem geschlossenen Fonds diesbezüglich eine ähnliche Situation vor, wie unter den Versicherungen. Der Verzicht auf die Regionalmärkte wird im Grunde permanent ausgeweitet – hier jedoch trotz grundsätzlich hoher Risikobereitschaft (vgl. Interview 10).

Insgesamt zeigt sich, dass der Ablauf der Marktauswahl bei dem Initiator, der ausschließlich geschlossene Fonds auflegt, mit den erarbeiteten Erklärungsansätzen bzgl. Risikobereitschaft und Ausmaß der Spezialisierung auf Regionalmärkte weitgehend korrekt antizipiert werden konnte. Die Analyse der anderen Gesellschaft ergab, dass bei ausländischen Kapitalgebern diese zwei Erklärungsansätze allein nicht ausreichen um überzeugend zu erklären, weshalb Regionalmärkte gemieden werden. Hier muss als Faktor diese besondere Vermarktungssituation hinzugezogen werden.

7.3 Raumstrukturen von Investments und Branchen

7.3.1 Zusammenfassung offene Fonds und Versicherungen

In Kap. 6 wurden die Strukturen der Investments der offenen Fonds und Versicherungen sowie die Branchenzugehörigkeit ihrer Mieter räumlich differenziert analysiert. Abschließend wurde mittels logistischer Regression überprüft, ob es einen Zusammenhang zwischen der kreisspezifischen Ausprägung der Beschäftigung der FIRE- und KIBS-Branchen und der Existenz von Büroinvestments dieser Investorentypen gibt. Tabelle 29 gibt einen Überblick über die wesentlichen Befunde.

Die offenen Fonds legen überwiegend in den Top7 und deren Umland an. Hinzu kommen allerdings auch wirtschaftsstarke regionale Oberzentren wie z. B. Wiesbaden und Bonn. 2009 war deren Anteil an der Vermietungsfläche jedoch deutlich geringer als 2005. Gleichzeitig war 2009 auch die insgesamt vermietete Fläche wesentlich niedriger. Eine wesentliche Ursache für die Flächenreduktion und Konzentration auf die Top7 war die Finanzkrise. Sie führte sowohl zu Objektverkäufen als auch zu einer veränderten Risikoeinstellung, die die Bereitschaft für Investments in Regionalmärkten minderte.

Die Versicherungen fokussieren ihre Anlagen ebenfalls auf die Top7. Auch sie weisen daneben Objekte in wirtschaftsstarke regionalen Oberzentren auf. Hinter den Beständen in Regionalmärkten steht jedoch nur in manchen Fällen ein früherer reiner Investmentzweck. Überwiegend sind die aktuelle oder historische Eigennutzung oder Unternehmenszukäufe für die Gebäudebestände verantwortlich.

Tab. 29: Raumstrukturen von Investments und Branchen bei offenen Fonds und Versicherungen

Thema	Offene Fonds	Versicherungen
Räuml. Verteilung der Investments	überwiegend Top7 (v.A. Frankfurt), zudem wirtschaftsstarke reg. Oberzentren; 2005-2009 (Finanzkrise!): Konzentration auf Top7, abs. Flächenreduktion	überwiegend Top7 (rel. ausgeglichene Verteilung), zudem wirtschaftsstarke reg. Oberzentren; 2005-2009 (Finanzkrise!): Konzentration auf Top7
Anmietende Branchen	überwiegend FIRE&KIBS; öff. Dienst nachrangig	überwiegend FIRE&KIBS; öff. Dienst nachrangig (FIRE aber besonders stark wegen Eigennutzung)
Differenzierung anmietender Branchen nach Märkten	FIRE & KIBS in Top7&Reg.märkten überwiegend (in letzteren aber weniger); öffentl. Dienst nachrangig in Top7&Reg.märkten	FIRE & KIBS in Top7&Reg.märkten überwiegend, in letzteren FIRE durch Eigennutzung besonders stark; auch Fremdnutzung in Reg.märkten; öffentl. Dienst nachrangig in Top7&Reg.märkten
Statistischer Zusammenhang	Standortquot. FIRE&KIBS hängt mit Markauswahl deutlich zusammen (zeitl. abnehmend); Ursache: Nachfragebasis & indirekte Berücksichtigung	Standortquot. FIRE&KIBS hängt mit räuml. Verteilung der Vermietungen deutlich zusammen (zeitl. abnehmend); Ursache: Nachfragebasis

Quelle: Experteninterviews, eigene Bearbeitung

Genau wie bei den Fonds ist 2009 auch bei den Versicherungen der Anteil der Regionalmärkte an der Vermietungsfläche deutlich niedriger als 2005. Dies ist jedoch vor allem auf den generellen Wunsch zurückzuführen, nur noch in den Top7 anzulegen. Büros in den Regionalmärkten werden nach Möglichkeit verkauft.

Die Analyse der Mietverträge bei offenen Fonds und Versicherungen zeigt überwiegend Mieter, die den Branchenbereichen FIRE und KIBS angehören. Im Falle der Versicherungen wird die Bedeutung der FIRE-Gruppe durch die Eigennutzung noch deutlich verstärkt. Diese Ergebnisse bestätigen die Befunde von Sassen 2001, Fainstein 2001 und Fisher/Ciochetti 2007 im Kontext der Global Cities und der Büromieter in den USA damit auch für Deutschland allgemein. Da die Branchengruppen Gesundheit und Soziales sowie die öffentliche Verwaltung in den Beständen der offenen Fonds und Versicherungen keine große Rolle spielen, ist die Bürobeschäftigung im Sinne der Bestimmung nach Dobberstein 1997 für diese Investorentypen weniger bedeutsam.

Die Differenzierung anmietender Branchen nach Märkten zeigte bei den offenen Fonds, dass die Branchengruppen FIRE und KIBS in den Top7 und Regionalmärkten den Großteil der Mieter stellen. In den Regionalmärkten ist der Anteil jedoch niedriger als in den Top7. Bei den Versicherungen sind FIRE und KIBS ebenfalls in Top7 und Regionalmärkten die maßgeblichen Branchengruppen der Mieter. Aufgrund der Eigennutzung der Versicherungen in den Regionalmärkten

ist dort der Anteil der FIRE-Branchen unter den Mietern besonders hoch. Der öffentliche Dienst ist in beiden Markttypen bei Investorentypen als Mieter von nachrangiger Bedeutung.

Ein Zusammenhang zwischen der kreisspezifischen Ausprägung des Standortquotienten der Beschäftigung in den FIRE- und KIBS-Branchen und der Allokation von Büroinvestments konnte sowohl für die offenen Fonds als auch für die Versicherungen nachgewiesen werden. Aufgrund abweichender Hintergründe zur Entstehung der Gebäudebestände müssen die Ergebnisse jedoch unterschiedlich interpretiert werden. Bei den offenen Fonds liegen der räumlichen Anlagestruktur reine Investmentzwecke zugrunde. Es besteht ein statistisch erfassbarer Zusammenhang zwischen der Beschäftigung in den Branchengruppen FIRE und KIBS und der Marktauswahl. Dieser Zusammenhang entsteht zum einen durch die lokale Nachfragebasis und zum anderen durch die indirekte Berücksichtigung der Branchenstruktur in den Entscheidungsprozessen. Aufgrund der Entwicklungen im Zuge der Finanzkrise ist dieser Zusammenhang jedoch 2009 schwächer als 2005.

Bei den Versicherungen kann aufgrund der vielen historisch eigengenutzten Restbestände nur von einer räumlichen Verteilung der vermieteten Gebäude, nicht aber von einer wirklichen Marktauswahl gesprochen werden. Für diese Raumstrukturen bestehen ebenfalls klare Zusammenhänge mit der Beschäftigung in den Branchengruppen FIRE und KIBS. Als Ursache muss hier vor allem die lokale Büroflächennachfrage angesehen werden, da i.d.R. keine Investitionsentscheidungen zugrundeliegen. Wie auch bei den offenen Fonds ist der Zusammenhang zwischen Beschäftigungsstruktur und Raumstruktur der vermieteten Flächen 2009 schwächer als 2005. Hierfür ist jedoch nicht die Finanzkrise verantwortlich, sondern die Zielsetzung, Investments nur noch in den Top7 zu tätigen und die historischen Bestände in den Regionalmärkten zu verkaufen.

7.3.2 Übertragungspotenziale für Spezialfonds

Wie die Interviews unter offenen Fonds und Versicherungen gezeigt haben, sind die Voraussetzungen für eine positive Investitionsbereitschaft in Regionalmärkten ein etwas erhöhtes Renditeziel, eine gewisse Risikotoleranz und eine an diesen Markttyp angepasste Geschäftsorganisation. Diese Voraussetzungen können auch KAGen von Spezialfonds erfüllen. In Kap. 7.1.2 wurde bereits erläutert, dass die interviewten Spezialfonds regelmäßig und zyklusunabhängig in Regionalmärkte anlegen. Abhängig vom Grad der Spezialisierung auf Regionalmärkte wird daher die räumliche Verteilung der Büroinvestitionen zugunsten der Regionalmärkte bzw. zugunsten der Top7 ausfallen.

In Kap. 7.2.2 war schon festgestellt worden, dass FIRE und KIBS aus Sicht der Interviewpartner der Spezialfonds-KAGen die typischen Mieterbranchen sind. Stärkere Unterschiede der Mieterbranchen in den Regionalmärkten gegenüber den Top7 müssen dabei nicht erwartet werden, da diese unter den Versicherungen und offenen Fonds nur in einem geringen bis mittleren Ausmaß auftreten.

Die statistische Bestimmung des Zusammenhangs zwischen der lokalen Beschäftigung in diesen Branchen und der Marktauswahl der Versicherungen / offenen Fonds hat dazu gedient, die Beziehung dieser zwei Variablen zu quantifizieren und auf dieser Basis eine Übertragbarkeit auf andere gleichartige Investoren zu prüfen. Allein auf Basis der qualitativen Experteninterviews können weder die Variablen noch ihre Beziehung zahlenmäßig bestimmt werden. Auf die Ableitung von Übertragungspotenzialen wird daher verzichtet. Die erfolgten theoretischen Ableitungen hinsichtlich der räumlichen Analyse sollen dennoch mit den Ergebnissen der Interviews abgeglichen werden.

Eine der zwei interviewten Gesellschaften legt mit ihren Spezialfonds besonders stark in Regionalmärkten an – sowohl in Einzelhandels- als auch in Büroimmobilien (vgl. Interview 10). Folglich liegt ein hoher Anteil der Büroimmobilien dieser Fonds in Regionalmärkten. Die andere KAG gab keinen Prozentsatz an. Allerdings schilderte sie, dass sie ebenfalls nach der „ABBA-Strategie“ anlegen würde. Diese Strategie tritt auch bei den offenen Fonds auf (vgl. Interview 11 & 2, s. Kap. 4.3.1). Sie investiert also entweder in den B-Lagen der A-Städte oder in den A-Lagen der B-Städte. Drei Gründe sprechen dafür, dass bei dieser KAG der Anteil der Regionalmärkte an den Büroimmobilien noch höher liegen könnte als im Falle der offenen Fonds. Erstens gab der Interviewpartner an, dass besonders oft in Regionalmärkte investiert wurde. Zweitens ist die Asset-Management Abteilung auf Regionalmärkte spezialisiert. Sie unterhält dafür mehrere Niederlassungen – teilweise auch außerhalb der Top7. Drittens stehen geringere Kapitalvolumina zur Verfügung, wodurch sich die oftmals kleineren und billigeren Büroobjekte der Regionalmärkte besonders anbieten. Insgesamt kann somit von einem hohen Anteil der Regionalmärkte am Büroportfolio der interviewten Spezialfonds ausgegangen werden.

Eine Konzentration auf die Top7 im Zuge der Finanzkrise und des Immobilienzyklus, wie sie unter den offenen Fonds beobachtet wurde, konnte nicht festgestellt werden. Beide KAGen von Spezialfonds gaben an, unabhängig vom Zyklus in Regionalmärkten investiert zu haben und dies auch künftig beizubehalten (vgl. Interview 10 & 11).

Die Interviews bieten keine Hinweise, dass in den Regionalmärkten andere Mieterbranchen bedeutsam wären als in den Top7. Als typische Mieter wurden Branchen der Gruppen FIRE und KIBS genannt, ohne nach Märkten zu differenzieren. Da weder starke Eigennutzung noch historische Gebäudebestände vorliegen, wie unter den Versicherungen, scheint sich die universelle Bedeutung dieser zwei Branchengruppen auch für die Spezialfonds zu bestätigen.

Insgesamt deuten die Interviewergebnisse darauf hin, dass die Branchengruppen FIRE und KIBS auch für Spezialfonds sowohl in den Top7 als auch in den Regionalmärkten eine zentrale Bedeutung für die Vermietung von und Investitionen in Büroimmobilien einnehmen. Eine geringere Konzentration der Büroobjekte auf die Top7 als bei den offenen Fonds oder Versicherungen scheint möglich, setzt jedoch voraus, dass die KAG in besonderem Maße auf Transaktionen und Management in Regionalmärkten ausgerichtet ist. Die Verbreitung einer solchen Ausrichtung bzw. Spezialisierung zu beurteilen, würde weitere Erhebungen erfordern. Da die interviewten KAGen ihre auf Regionalmärkte spezialisierten Fonds alle in den letzten Jahren aufgelegt haben, gibt es immerhin Hinweise, dass dieses Segment wächst.

7.3.3 Übertragungspotenziale für geschlossene Fonds

In Kap. 7.1.3 wurde geschildert, dass einer der geschlossenen Fonds für ausländische Kapitalgeber ausschließlich in den Top7 anlegt, während der andere zwar ebenfalls die Top7 bevorzugt, ersatzweise aber oft auf die Regionalmärkte ausweicht. Die dafür verantwortlichen Faktoren sind Risikobereitschaft, Spezialisierungsgrad und Nationalität der Kapitalgeber. Da geschlossene Fonds erhöhte Renditeziele bei gleichzeitig oftmals geringer Risikobereitschaft zu erwirtschaften haben, ist von hohen Anteilen der Regionalmärkte an den Büroportfolios auszugehen, soweit eine gewisse Spezialisierung auf Regionalmärkte vorliegt. Ist diese nicht vorhanden, oder gehören ausländische Kapitalgeber zu den Kunden, ist tendenziell eher mit geringen Anteilen der Regionalmärkte zu rechnen. Eine zunehmende Konzentration auf die Top7 nach dem Höhepunkte eines Immobilienzyklus ist hingegen nicht zu erwarten, da beide Fondsinitiatoren angaben, räumlich unabhängig vom Zyklus zu investieren (s. Kap. 7.1.3).

Die Interviews mit Gesprächspartnern der geschlossenen Fonds zeigen, dass die typischen Branchen der Büromieter zu den Bereichen FIRE und KIBS gehören (s. Kap. 7.2.3). Dies kann nicht nur für die Top7, sondern auch für die Regionalmärkte vermutet werden, da diese Struktur im Wesentlichen auch bei allen anderen Investorentypen vorliegt. Hinsichtlich des Fondsinitiators, der ausschließlich ge-

geschlossene Fonds auflegt, ist jedoch bereits im Interview aufgefallen, dass bei mehreren Büroobjekten der Hauptmieter dem öffentlichen Dienst zugehört (s. Kap. 7.2.3). Da die Vermarktung offenbar entscheidend von der Qualität des Mieters abhängt, ist es naheliegend, dass sich in Regionalmärkten der öffentliche Dienst besonders oft als Mieter in geschlossenen Fonds findet. Zum einen sind öffentliche Funktionen in Regionalmärkten vielfach anzutreffen, zum anderen sind sie oft langfristige und sichere Mieter mit hohem Bekanntheitsgrad.

Übertragungspotenziale bzgl. eines statistischen Zusammenhangs zwischen lokaler Beschäftigungsstruktur in den Branchengruppen FIRE und KIBS werden aufgrund des qualitativen Charakters dieser Überlegungen nicht weiter erörtert (zur Begründung s. Kap. 7.3.2).

Der Initiator, dessen geschlossene Fonds auch in Regionalmärkten anlegen, schätzte im Interview den Anteil derselben am Büroportfolio auf eine ungefähre Größenordnung von bis zu 50 % (vgl. Interview 12). Angesichts des Umstandes, dass diese Gesellschaft noch nicht so stark auf die Regionalmärkte ausgerichtet ist, wie der andere Initiator, ist dies ein mögliches Anzeichen für eine hohe Bedeutung der Regionalmärkte auch bei anderen geschlossenen Fonds.

Da diese Gesellschaft nur in den alten Bundesländern anlegt, und hier nur in demographisch stabilen Städten, kann zumindest eine Konzentration auf Süddeutschland angenommen werden sowie eine Aussparung des Ruhrgebiets. Damit würden diese geschlossenen Fonds mindestens teilweise das Beschäftigungswachstum in den FIRE- und KIBS-Branchen räumlich nachvollziehen.

Dieser Interviewpartner nannte die Wirtschaftsbranchen dieser Bereiche als typische Mieter. Eine abweichende Bedeutung derselben in den Regionalmärkten gegenüber den Top7 erwähnte er nicht. Er sprach von gewissen regionalen Branchenunterschieden der Mieter, die in den Besonderheiten der lokalen Ökonomie verwurzelt seien (z. B. Hafenwirtschaft, s. Kap. 7.2.3). Dennoch ging er von den Mietern der Gruppen FIRE und KIBS als allgemeines Muster aus (vgl. Interview 12). Dies zeigt, dass andere Einflüsse aus seiner Sicht auftreten, diese aber nachgeordnete Bedeutung haben.

Dasselbe gilt auch für den öffentlichen Dienst, der insbesondere im Zuge von Public Private Partnership Projekten als Mieter auftritt (vgl. Interview 12). Eine Verallgemeinerung, dass der öffentliche Dienst auch bei anderen geschlossenen Fonds regelmäßiger Hauptmieter sei, wird damit wahrscheinlich eingeschränkt. Diese Partnerschaften bieten sich nur in besonderen Bedarfs- und Nutzungssituationen

an und erfordern juristische Konstruktionen, die möglicherweise die Aufwandbereitschaft von manchen Fondsinitiatoren übersteigen.

Zusammengefasst deuten die Interviewergebnisse darauf hin, dass geschlossene Fonds möglicherweise durchaus höhere Anteile ihrer Büroportfolios in den Regionalmärkte halten als die offenen Fonds. Als wichtiger positiv wirkender Faktor hierfür deutet sich die Ausrichtung der Geschäftsorganisation auf diese Märkte an. Eine ausländische Herkunft der Kapitalgeber kann jedoch zu einer starken Konzentration auf die Top7 führen. Als bedeutende Mieter scheinen klassischerweise auch in den Regionalmärkten die Branchengruppen FIRE und KIBS eine bedeutende Rolle zu spielen. Im Falle einer besonderen Ausrichtung des Fondsinitiators auf Public Private Partnerships könnte die Bedeutung dieser zwei Branchengruppen jedoch zugunsten der Rolle des öffentlichen Dienstes abnehmen.

8 Fazit

Der bisherige Forschungsstand zur Auswahl von deutschen Büroinvestmentmärkten durch institutionelle Immobilieninvestoren ist durch einen Widerspruch gekennzeichnet. Studien von Fainstein 2001, Fisher/Ciochetti 2007, Sassen 2001 und Strambach 2007 weisen auf eine hohe Bedeutung der Branchengruppen FIRE und KIBS für die Investoren hin. Verhaltensökonomische Arbeiten von Roberts/Henneberry 2007, Scharmanski 2009 und Wellner 2009 legen jedoch nahe, dass die Beschäftigungsstruktur in der Arbeitspraxis nicht berücksichtigt wird. Die vorliegende Arbeit geht darum der übergeordneten Forschungsfrage nach, welche Bedeutung die branchenspezifische Beschäftigungsstruktur für die Auswahl von Büroimmobilienmärkten durch institutionelle Immobilieninvestoren hat. Um diese Frage zu beantworten, wurden vier untergeordnete Fragen formuliert, die den Variablen im Gesamtmodell der Marktauswahl entsprechen:

1. Welche Einstellungen zu den Vor- und Nachteilen der Top7 und Regionalmärkte bestehen? (intervenierende Variable)
2. Wie ist der Ablauf der Auswahlentscheidungen im Falle von Regionalmärkten und welche Kriterien werden dabei herangezogen? (intervenierende vermittelnde Variable)
3. Welche Branchen sind einflussreich? (unabhängige Variable)
4. In welchen Städten wird investiert? (abhängige Variable)

Um diese Fragen zu bearbeiten und damit die Marktauswahl zu verstehen, wurden Experteninterviews mit Investitionsverantwortlichen bei offenen Immobilienfonds und Versicherungen geführt. Zudem wurden Mietvertragsdaten statistisch ausge-

wertet, um die Generalisierbarkeit der Befunde zu überprüfen. Damit die Übertragbarkeit der Ergebnisse auch auf die Investorentypen der Spezialfonds und der geschlossenen Fonds beurteilt werden kann, wurden weitere exemplarische Interviews mit Investmentexperten derartiger Fonds durchgeführt. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen können wie folgt zusammengefasst werden:

Forschungsfrage 1

Regionalmärkte gelten für Investitionen im Bürosegment bei offenen Fonds und Versicherungen als riskanter und ineffizienter, aber auch als renditeträchtiger als die Top7. Im Gegensatz zu den stark risikoaversen Versicherungen sind offene Fonds aufgrund ihrer etwas höheren Risikobereitschaft und Renditeorientierung während der späteren Aufwärtsphase im Immobilienzyklus daher bereit, auch in Regionalmärkten zu investieren. Die Beurteilung des Risikos und der Ineffizienz fällt niedriger aus, wenn sich Investoren mit ihrer Geschäftstätigkeit auf Regionalmärkte spezialisieren, wie es bei manchen Gesellschaften der Fall ist, die Spezialfonds und geschlossene Fonds auflegen. Bei den letzteren fällt auf, dass die Vermarktung der Fondsbeteiligungen an private, ausländische Kapitalgeber zu besonders ablehnenden Einstellungen gegenüber Regionalmärkten führen kann.

Forschungsfrage 2

Bei allen untersuchten Fondstypen überwiegt ein bottom-up strukturierter Ablauf der Marktauswahl, der mit einer ersten Beurteilung eingereicherter Exposés beginnt. In den nachfolgenden Schritten werden über einen Grobfilter und eine Marktanalyse riskante Büroimmobilienmärkte ausgeschlossen. Für sichere Anlagen (Core+) in Regionalmärkten müssen demnach vier Mindestanforderungen erfüllt sein:

1. Mikrolage: : mindestens gute, eher beste Lage
2. Gebäudeausstattung: modern / dem lokalen Markt angemessen
3. Vermietungsstand: besonders langfristig, vollständig, multi-tenant und bonitätsstark
4. Marktgröße: mindestens 100.000 bis 150.000 Einwohner

Die Ergebnisse der Marktanalyse fließen zudem in die nachfolgenden Wirtschaftlichkeitsberechnungen ein, welche die Grundlage für den Vergleich und die letztliche Entscheidung zwischen Anlagealternativen darstellen. Versicherungen begannen ihre Marktauswahl hingegen häufig top-down strukturiert mit einer Marktanalyse der Top7.

Forschungsfrage 3

Unternehmen der Branchengruppen FIRE und KIBS nehmen als Büroflächennutzer für Versicherungen und alle analysierten Fondstypen eine hohe Bedeutung ein. Diese Branchensegmente erreichen hohe bis überwiegende Anteile an den vermieteten Büroflächen und werden von den Investoren auch als typische Branchen wahrgenommen. Zwar werden Objekte nicht direkt nach der Branchenstruktur der Mieter ausgewählt. Im Grobfilter und bei der Marktanalyse werden jedoch regionalökonomische und immobilienwirtschaftliche Indikatoren verwendet, die von der Ausprägung der lokalen Beschäftigung in diesen Branchen beeinflusst werden. Somit hat die Beschäftigungsstruktur einen indirekten Einfluss auf die Marktauswahl, sowohl bei Regionalmärkten als auch bei den Top7.

Der öffentliche Dienst hat eine nachrangige Bedeutung als Mieter. Hiervon scheinen geschlossene Fonds, die in Public-Private-Partnerships investieren, jedoch ausgeschlossen zu sein. Die Sicherheit eines öffentlich-rechtlichen Mieters in der Vermarktung des Fonds an private Kapitalgeber gilt als besonders günstig.

Forschungsfrage 4

Offene Fonds und Versicherungen bevorzugen aufgrund ihrer Sicherheitsorientierung und ihrer fehlenden Spezialisierung der Geschäftstätigkeit auf Regionalmärkte klar die Top7. Offene Fonds legen unter bestimmten Voraussetzungen jedoch auch in Büros der Regionalmärkte an. Dabei wählen sie vor allem wachsende Wirtschaftszentren aus. Ostdeutschland wird häufig gemieden. Versicherungen weisen eine ähnliche räumliche Verteilung ihres Büroflächenbestandes auf. In den Regionalmärkten gründen diese Flächenbestände jedoch nicht auf Investitionszwecken, sondern auf Eigennutzung und Unternehmenszukäufen. Die Raumstrukturen der Büroflächenbestände stehen bei beiden Investorentypen in einem positiven Zusammenhang mit einer überdurchschnittlichen lokalen Beschäftigung in den FIRE- und KIBS-Branchen, wie statistisch bestätigt wurde.

Übergeordnete Forschungsfrage

Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass die lokale Beschäftigung in den Branchengruppen FIRE und KIBS die Marktauswahl institutioneller Immobilieninvestoren indirekt beeinflusst. Das Spannungsfeld zwischen den bisherigen Arbeiten, die auf eine Bedeutung dieser Branchen hinweisen und den verhaltensökonomischen Studien, die einer solchen Bedeutung widersprechen, ist damit aufgelöst.

Die lokale Beschäftigungsstruktur in diesen zwei Branchengruppen kann die Marktauswahl allerdings nur bis zu einem mittleren Grad erklären. Ursache hierfür ist vor allem die Kombination arbeitsökonomischer und risikobezogener Motive

der Investoren. Während der Marktauswahl werden mehrere vereinfachende und abkürzende Filterverfahren verwendet, um Arbeitsaufwand und -zeit zu reduzieren (Heuristiken).

Typische Beispiele sind der auf Objekt-Exposés (bottom-up) ausgerichtete Gesamtablauf der Marktauswahl sowie die ausschließliche Einschränkung auf besonders gut geeignete Objekte in guten bis sehr guten Meso- und Mikrolagen. Motiv für die Verwendung der identifizierten Heuristiken ist oft nicht nur den Analyseaufwand zu reduzieren und zu vereinfachen, sondern auch, das Risiko der Anlage zu mindern. Die heuristischen Verfahrensweisen führen oft dazu, dass der Einfluss der räumlich differenzierten Beschäftigung in den FIRE- und KIBS-Branchen auf die Marktauswahl abgeschwächt wird.

Dennoch ist der wirkende Einfluss stärker ausgeprägt, als es die Ergebnisse von Roberts/Henneberry 2007 und andere verhaltensökonomische Studien nahelegen. Insgesamt konnte die vorliegende Arbeit drei Eigenschaften institutioneller Immobilieninvestoren identifizieren, die den Einfluss der lokalen Beschäftigungsstruktur in den Branchengruppen FIRE und KIBS bei der Auswahl von Büroinvestmentmärkten beeinträchtigen:

1. Risikobereitschaft
2. Ausrichtung/Spezialisierung der Geschäftstätigkeit auf Regionalmärkte
3. Besonderheiten der Vermarktungssituation

Die oftmals festgestellte Konzentration der Investitionstätigkeit auf die Top7 und die daraus entstehenden Problemen für die Stadtentwicklung und für die Investoren sind zu einem großen Teil Folge der spezifischen Ausprägungskonstellationen dieser drei Eigenschaften.

Ausblick

Institutionelle Immobilieninvestoren sind nicht nur für die Top7, sondern auch für die Regionalmärkte wichtige Akteure. Hinsichtlich Risikobereitschaft, Spezialisierung auf Regionalmärkte und Besonderheiten der Vermarktungssituation gibt es jedoch Unterschiede zwischen den Investorentypen. Je nachdem, welche Investorentypen künftig stärker oder schwächer in Büroimmobilien anlegen, ändern sich für die Investmentmärkte die Rahmenbedingungen.

2012 werden voraussichtlich mindestens elf offene Fonds mit einem Anlagevolumen von zusammen ca. 23 Mrd. Euro abgewickelt. Weitere fünf könnten folgen. Damit schmelzen etwa 26 % der ca. 85,5 Mrd. Euro Anlagekapital, das zum 31.3.2012 insgesamt auf diesen Investorentyp entfiel, ab (Leykam 2012, S. 4). Es kommt demnach zu einem erheblichen, aber nicht vollständigen Bedeutungsver-

lust offener Fonds. Marktbeobachter gehen nicht davon aus, dass dieser Investorentyp vollständig verschwinden wird (Eilrich/Friedemann/Milewski 2012, S. 12, 16). Aufgrund des starken Imageverlusts, den die Schließungen und Auflösungen unter Anlegern verursacht haben, wird es den verbleibenden offenen Fonds voraussichtlich aber schwer fallen, Kapital zur Neuanlage zu sammeln. Unter den interviewten offenen Fonds ist zudem keine konkrete Spezialisierungsbereitschaft mit Blick auf Regionalmärkte erkennbar. Die eindeutige Präferenz liegt auf den Top7. Als Akteur in den Regionalmärkten und den Top7 werden offene Fonds daher voraussichtlich aufgrund der Fondsaufösungen zunächst vor allem als Verkäufer auffallen. Als Käufer hingegen werden sie künftig gerade in den Regionalmärkten mit einem geringeren Investitionsvolumen auftreten als in früheren Jahren.

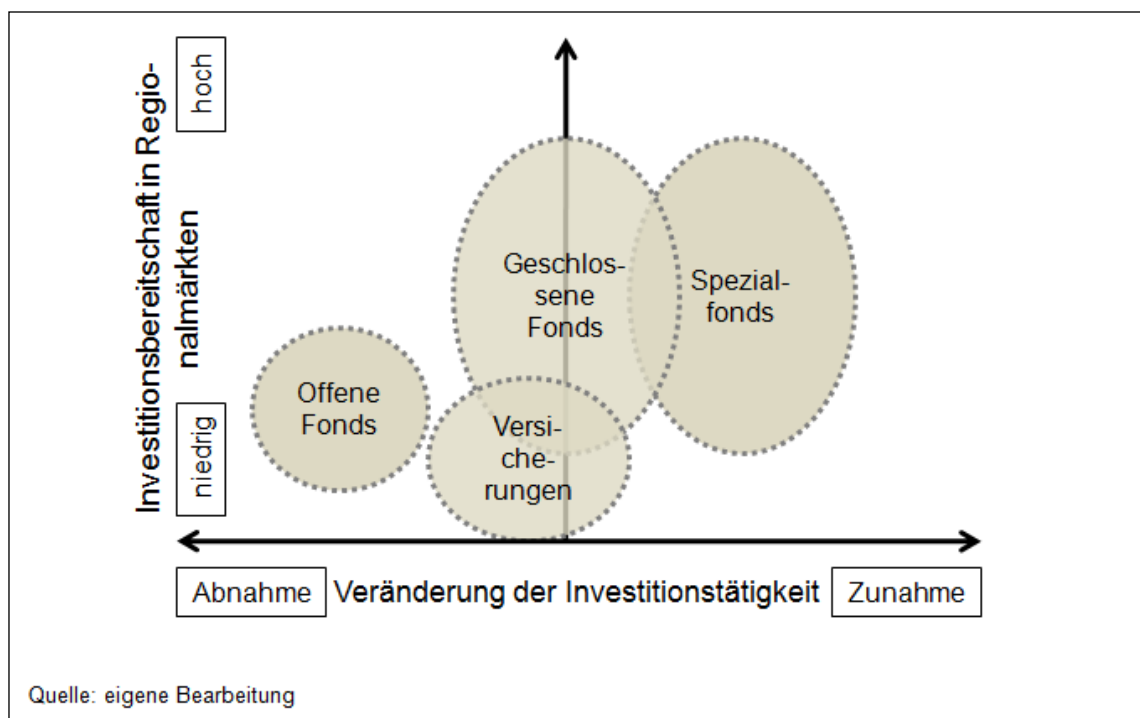
Versicherungen wollen sich mit Direktankäufen künftig nur noch in den Top7 engagieren. Ihren historischen Bürobestand in den Regionalmärkten werden sie mit Ausnahme der für Eigennutzung benötigten Flächen weiter veräußern. Direkt erworbene Büroobjekte nehmen unter Versicherungen aus Kostengründen jedoch ab. Stattdessen legen sie verstärkt in Spezialfonds an und werden bei diesen voraussichtlich auch künftig für steigende Kapitalvolumina sorgen.

Spezialfonds übernehmen in zunehmendem Maße den Ankauf und das Management der Immobilien vor allem für sicherheitsorientierte Investoren, wie z.B. Versicherungen. Unter den KAGen, die Spezialfonds auflegen, deutet sich im Bürosegment ein räumlicher Spezialisierungstrend an. Manche Gesellschaften richten ihre Geschäftstätigkeit in einem besonderen Maß auf Regionalmärkte aus. Aufgrund ihrer Expertise können sie auch risikoaverse Investoren für Anlagen überzeugen. Aus den geführten Interviews geht hervor, dass tendenziell die Nachfrage für derartig spezialisierte Fondsprodukte ansteigt. Es zeichnet sich daher ab, dass in Zukunft Spezialfonds als Käufer von Büroimmobilien auf den Regionalmärkten eine größere Rolle spielen werden.

Geschlossene Fonds sind bzgl. Anlegerstruktur und Risikoprofil sehr heterogen. Ihre künftige Entwicklung kann im Rahmen dieser Arbeit nicht vorhergesagt werden. Unter den Fondsinitiatoren sind jedoch ähnliche Spezialisierungstendenzen feststellbar wie bei den KAGen der Spezialfonds. Zudem können geschlossene Fonds auch für Anleger mit einer höheren Risikobereitschaft aufgelegt werden. Beide Aspekte sprechen dafür, dass im Falle eines Wachstums des Anlagekapitals bei diesem Investorentyp auch seine Rolle als Käufer auf den Regionalmärkten ansteigen wird.

Abb. 9 fasst für die nahe Zukunft die erläuterten Einschätzungen zur Investitionstätigkeit der Investorentypen in den Regionalmärkten in einem Schema zusammen.

Abb. 9: Künftige Investitionstätigkeit in Büroimmobilien der Regionalmärkte nach Investorentypen



Von offenen Fonds wird eine absolute Abnahme der Ankäufe in Regionalmärkten erwartet, von Spezialfonds tendenziell eine Zunahme. Die Bereitschaft, in Regionalmärkte zu investieren, kann jedoch nicht für alle KAGen mit Spezialfonds eingeschätzt werden. Die Abbildung stellt sie daher in einem Bereich von relativ niedrig bis relativ hoch dar. Dies gilt auch für die Initiatoren von geschlossenen Fonds. Bei geschlossenen Fonds kommt jedoch noch hinzu, dass nicht beurteilt werden kann, ob das Neuanlagevolumen ansteigen oder fallen wird. Ihr Bereich erstreckt sich in der Abbildung aufgrund dieser Ungewissheit daher von einer leichten Abnahme bis zu einer leichten Zunahme. Bei Versicherungen wird aufgrund des Trends der letzten Jahre tendenziell eher von einer Abnahme der Direktanlagen ausgegangen. Sie werden kaum in Regionalmärkte investieren.

Ankäufe von Büroimmobilien in den Regionalmärkten werden künftig also vor allem davon abhängen, ob Kapital in Spezialfonds und geschlossene Fonds anlegt wird und ob unter ihnen die Tendenz zur Spezialisierung auf diesen Markttyp fortbesteht. Städte mit einer überdurchschnittlichen Beschäftigung in den Branchengruppen FIRE und KIBS werden auch bei diesen Investorentypen verstärkt Investitionen anziehen.

Anhang

Tab. 30 Interviewleitfaden

"Ziel meiner Forschungsarbeit ist zu erklären, inwiefern die Beschäftigungsstruktur einer Stadt / eines Kreises die Auswahl als Büroinvestmentmarkt beeinflusst. Das Gespräch mit Ihnen dient dazu, Entscheidungen zur Auswahl von Regionalmärkten für Büroinvestments besser zu verstehen und die Rolle der Beschäftigtenstruktur zu erkennen."		
Interviewfrage	Typisierung	Analysepunkt
Zunächst möchte ich Sie gerne zu Ihrer Firma befragen, an welchen Standorten der Objektankauf sitzt und wieviele Mitarbeiter sich damit beschäftigen.	einleitend	akteursbezogene Rahmenbedingungen
In welcher Größenordnung ist der Anteil Ihrer Büroinvestitionen, der sich in Regionalmärkten befindet?	realitätsbezogen, detaillierend, filternd	Einstellungen
Warum in dieser Höhe? Was sind die Vorteile darin?	realitätsbezogen, nachfragend	Einstellungen
Sind Regionalmärkte Teil eines übergeordneten Anlagezieles/Zielportfolios oder Anlagestrategie?	realitätsbezogen, nachfragend	Einstellungen
Wie wurde das Ziel/Strategie aufgestellt? Wurden spezielle Analysen, z.B. Marktvergleiche oder sogar eine Portfolioanalyse gemacht?	realitätsbezogen, nachfragend	Ablauf & Kriterien
Wurden auch lokale Wirtschaftsbranchen berücksichtigt? Marktindikatoren (Renditen, Mietentwicklungen, Flächenumsätze, Bauprojekte...)?	realitätsbezogen, nachfragend	Ablauf & Kriterien
Werden Sie Ihr Engagement in Regionalmärkten in den nächsten 6-12 Monaten verändern? - Warum nicht nur Top-7?	hypothetisch, erzählenregend	Einstellungen
In welche Märkte wollen Sie konkret? Was ist dort das besondere? Warum nicht z.B. Nürnberg oder Bonn?	realitätsbezogen, nachfragend	Einstellungen
Werden Sie Ihr Engagement in Regionalmärkten in den nächsten 12-24 Monaten verändern? - Warum?	hypothetisch, erzählenregend	Einstellungen
Welche Märkte konkret? Warum nicht andere? Erwarten Sie bestimmte Entwicklungen?	realitätsbezogen, nachfragend	Einstellungen
Wie stark war vor 2008 das Engagement in den Regionalmärkten?	hypothetisch, erzählenregend	Einstellungen
Die Finanzkrise hat die Geschäftsaktivitäten für Investoren stark belastet. Hat sich das Größenverhältnis zwischen Top-7 und Regionalmärkten im Zuge dessen im Portfolio verändert?	hypothetisch, erzählenregend	Einstellungen
Was für Gründe lagen hierfür vor?	realitätsbezogen, nachfragend	Einstellungen

Fortführung Tab.30: Interviewleitfaden

Interviewfrage	Typisierung	Forschungsaspekt
Suchen Sie sich bitte eins Ihrer Büroobjekt in einem Regionalmarkt aus. Wie sind Sie vorgegangen als Sie sich für diese Stadt entschieden haben?	realitätsbezogen, erzählanregend	Ablauf & Kriterien
Wie sind Sie damals auf die Idee gekommen, genau diese/n Märkte/e zu prüfen?	realitätsbezogen, erzählanregend	Soziale Praktiken
Gab es damals Hinweise von Geschäftspartnern, Bekannten, Messekontakten, etc. dass diese Märkte besonders günstig wären?	realitätsbezogen, detaillierend	Soziale Praktiken
Was für Mitarbeiter und Abteilungen wirkten dabei mit? (ev. Ausbildungshintergründe erfragen)	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Welche marktrelevanten Informationen wurden dabei berücksichtigt? (Mieten, Flächenumsätze, Renditen...)	realitätsbezogen, erzählanregend	Ablauf & Kriterien
Achteten Sie auch auf Wirtschaftsbranchen? Wurden z.B. Angstelltenzahlen oder lokale Firmen im Finanzwesen oder der Firmenberatung, Werbung usw. betrachtet?	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Gibt es unter ihren Mietern eine gleiche Aufteilung auf viele Wirtschaftsbranchen oder Konzentrationen?	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Haben Sie den Markt damals nach diesen Branchen analysiert? (Nachfrage: Warum nicht? Wie genau/Mit welchen Daten?)	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Sie haben 1,2,3,4,5 entscheidungsrelevante Informationen benannt. Welche davon würden sie als "am wichtigsten", "auch noch wichtig" und welche als "add-on"/"Zusatz" bezeichnen?	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Woher bezogen Sie die Informationen? (z.B. Maklerberichte, Wirtschaftsförderung, Auftragsstudien...)	realitätsbezogen, erzählanregend	Ablauf & Kriterien
Haben Ihnen persönliche Kontakte als Quellen geholfen?	realitätsbezogen, detaillierend	Soziale Praktiken
In welcher Beziehung standen Sie zu diesen (ehemalige Kollegen, Berufsverband, Messe...)?	realitätsbezogen, detaillierend	Soziale Praktiken
Haben deren Informationen für Sie einen großen Unterschied gemacht?	realitätsbezogen, detaillierend	Soziale Praktiken
Wenn Sie die bislang beschriebene Investition in einem Regionalmarkt mit einer anderen in Frankfurt vergleichen - sind Sie dort anders vorgegangen?	realitätsbezogen, erzählanregend	Ablauf & Kriterien
Gab es Unterschiede bzgl. der hinzugezogenen Informationen/Kennziffern/Daten? (Nachfrage: ev. auch bzgl. des Umfangs?)	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Aus was für Quellen stammten dort die Informationen? (Nachfrage: wie war die Nutzung von persönl. Kontakten im Vergleich?)	realitätsbezogen, detaillierend	Ablauf & Kriterien
Gibt es aus Ihrer Sicht noch wichtige Aspekte des Themas, die Sie hinzufügen möchten?	abschließend	diverse mögliche

Tab. 31: Mietvertragsdaten der offenen Fonds 2005 nach Kreisen

Kreis-nr.	Kreisname	Anzahl Mietverträge	m²	Miete p.a. in €	FIRE-Mietverträge	Anteil m² FIRE in %	Anteil € FIRE in %	KIBS-Mietverträge	Anteil m² KIBS in %	Anteil € KIBS in %	Summe m² KIBS & FIRE in %	Summe € KIBS & FIRE in %
11000	SK Berlin	185	152.080	35.532.113	42	34	44	50	33	29	67	72
5314	SK Bonn	11	10.681	1.292.207	1	3	4	4	48	38	51	42
8115	LK Böblingen	39	36.811	3.865.910	4	12	11	3	13	11	25	22
6411	SK Darmstadt	6	9.686	1.260.347	0	0	0	5	72	82	72	82
5913	SK Dortmund	36	26.454	3.173.587	17	75	0	0	0	0	75	0
14612	SK Dresden	18	13.670	1.165.402	2	22	25	13	54	50	76	75
5111	SK Düsseldorf	192	187.794	35.354.554	44	24	26	92	33	37	57	62
16051	SK Erfurt	5	30.360	2.358.875	1	8	9	1	1	1	9	10
5113	SK Essen	4	23.044	3.555.081	1	7	7	0	0	0	7	7
1001	SK Flensburg	8	1.559	138.479	1	9	8	0	0	0	9	8
6412	SK Frankfurt am Main	389	392.107	120.555.349	135	38	43	167	37	36	74	78
8311	SK Freiburg im Breisgau	38	25.783	3.082.665	6	36	45	16	24	22	60	67
2000	SK Hamburg	398	224.084	42.637.208	113	16	19	86	31	30	47	49
3241	LK Region Hannover	84	46.407	5.287.440	29	24	27	16	24	21	48	49
6434	LK Hochtaunuskreis	31	24.287	4.552.779	11	32	28	1	0	0	32	28
1002	SK Kiel	15	4.457	472.640	6	66	65	2	12	12	78	77
5315	SK Köln	18	11.197	1.542.797	7	60	56	8	26	30	86	86
14713	SK Leipzig	25	61.877	10.332.471	3	70	76	9	15	8	85	84
8118	LK Ludwigsburg	10	2.038	208.586	1	5	5	3	38	34	43	39

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Tab. 31 Fortsetzung: Mietvertragsdaten der offenen Fonds 2005 nach Kreisen

Kreis-nr.	Kreisname	Anzahl Mietverträge	m²	Miete p.a. in €	FIRE-Mietverträge	Anteil m² FIRE in %	Anteil € FIRE in %	KIBS-Mietverträge	Anteil m² KIBS in %	Anteil € KIBS in %	Summe m² KIBS & FIRE in %	Summe € KIBS & FIRE in %
7314	SK Ludwigshafen a. R.	4	939	94.574	2	58	61	0	0	0	58	61
6436	LK Main-Taunus-Kreis	26	10.075	1.450.532	0	0	0	8	46	45	46	45
8222	SK Mannheim	126	46.446	5.615.529	20	10	10	48	58	61	68	71
5158	LK Mettmann	110	84.596	11.138.839	8	9	10	21	15	18	24	29
5116	SK Mönchengladbach	17	12.715	1.431.244	1	19	16	1	55	53	73	69
9162	SK München	407	199.795	37.131.168	75	28	29	177	42	44	70	73
9184	LK München	44	39.577	6.102.379	2	2	2	12	7	6	10	8
5515	SK Münster	20	14.397	2.213.828	5	49	53	12	45	44	95	96
5162	LK Rhein-Kreis Neuss	45	36.758	4.857.546	1	4	4	19	41	46	45	50
9564	SK Nürnberg	1	1.138	183.761	0	0	0	1	100	100	100	100
6413	SK Offenbach am Main	8	30.516	5.347.612	4	95	97	1	1	1	96	98
6438	LK Offenbach	115	56.795	7.997.190	8	23	20	41	22	23	45	43
5120	SK Remscheid	22	5.400	677.446	14	70	73	4	17	16	87	88
10041	Reg.verband Saarbrück.	18	9.132	1.674.633	4	18	20	6	36	35	54	55
13004	SK Schwerin	1	16.893	2.039.683	0	0	0	0	0	0	0	0
8111	SK Stuttgart	73	119.848	18.990.089	20	26	28	21	18	17	44	44
6414	SK Wiesbaden	76	42.723	5.595.550	2	5	5	13	9	7	15	13
5124	SK Wuppertal	5	4.522	503.638	1	8	9	2	18	18	26	26

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Tab. 32: Mietvertragsdaten der offenen Fonds 2009 nach Kreisen

Kreis-nr.	Kreisname	Anzahl Mietverträge	m²	Miete p.a. in €	FIRE-Mietverträge	Anteil m² FIRE in %	Anteil € FIRE in %	KIBS-Mietverträge	Anteil m² KIBS in %	Anteil € KIBS in %	Summe m² KIBS & FIRE in %	Summe € KIBS & FIRE in %
11000	SK Berlin	71	63.406	16.620.411	35	56	64	3	1	0	57	65
14612	SK Dresden	11	13.694	1.160.566	3	51	49	5	46	48	97	97
5111	SK Düsseldorf	12	31.749	5.513.986	1	77	79	4	7	7	84	85
6412	SK Frankfurt am Main	122	119.769	42.863.083	66	68	73	47	30	26	98	99
8311	SK Freiburg im Breisgau	3	8.465	1.278.925	1	8	6	0	0	0	8	6
2000	SK Hamburg	192	123.856	21.884.103	35	18	19	65	47	49	65	69
3241	LK Region Hannover	7	1.445	148.574	0	0	0	1	14	14	14	14
8221	SK Heidelberg	16	12.075	1.729.996	0	0	0	9	45	47	45	47
5315	SK Köln	22	16.989	2.293.766	2	13	15	12	44	45	57	59
8222	SK Mannheim	17	3.310	353.608	1	7	7	2	8	8	15	15
6436	LK Main-Taunus-Kreis	4	50.835	7.592.184	1	1	1	0	0	0	1	1
5158	LK Mettmann	62	40.484	5.333.026	3	4	6	22	21	25	26	31
9162	SK München	184	106.585	20.540.567	42	26	30	53	19	8	45	38
9184	LK München	41	31.677	4.008.234	11	49	43	13	19	21	68	63
5162	LK Rhein-Kreis Neuss	26	19.376	2.447.121	1	35	33	70	14	13	50	46
6438	LK Offenbach	65	23.051	3.148.597	14	34	36	33	32	32	66	68
10041	Reg.verband Saarbrück.	27	14.293	2.528.999	1	3	2	7	39	40	42	43
8111	SK Stuttgart	4	5.115	942.714	0	0	0	2	20	14	20	14
6414	SK Wiesbaden	29	11.713	1.265.988	0	0	0	0	0	0	0	0

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Tab. 33: Mietvertragsdaten der Versicherungen 2005 nach Kreisen

Kreis- nr.	Kreisname	Anzahl Mietver- träge	m²	Miete p.a. in €	FIRE- Mietver- träge	Anteil m² FIRE in %	Anteil € FIRE in %	KIBS- Mietver- träge	Anteil m² KIBS in %	Anteil € KIBS in %	Summe m² KIBS & FIRE in %	Summe € KIBS & FIRE in %
11000	SK Berlin	30	19.618	2.522.220	26	88	87	0	0	0	88	87
5711	SK Bielefeld	1	136	10.430	0	0	0	0	0	0	0	0
5314	SK Bonn	9	23.026	3.006.329	2	60	68	3	21	20	81	88
3101	SK Braunschweig	2	581	28.608	0	0	0	0	0	0	0	0
4011	SK Bremen	4	2.565	173.397	0	0	0	2	62	66	62	66
14511	SK Chemnitz	2	686	71.064	0	0	0	0	0	0	0	0
6411	SK Darmstadt	13	5.661	473.593	2	10	12	2	13	11	23	23
5913	SK Dortmund	11	2.675	235.076	4	40	38	1	14	14	54	52
14612	SK Dresden	17	8.618	910.780	3	27	31	2	7	8	34	40
5112	SK Duisburg	6	2.525	234.240	5	88	88	0	0	0	88	88
5111	SK Düsseldorf	31	30.415	3.561.905	3	5	6	16	21	25	26	31
5113	SK Essen	5	2.620	215.856	0	0	0	3	71	72	71	72
6412	SK Frankfurt am Main	13	25.082	5.061.208	5	58	61	1	1	1	59	62
8311	SK Freiburg im Breisgau	5	1.393	174.060	5	100	100	0	0	0	100	100
2000	SK Hamburg	55	58.402	7.357.654	10	33	14	14	22	28	55	41
3241	LK Region Hannover	8	6.398	592.068	1	7	2	5	84	85	91	88
8121	SK Heilbronn	1	364	37.128	1	100	100	0	0	0	100	100
8212	SK Karlsruhe	13	11.778	1.294.458	4	75	78	5	13	11	88	89
6611	SK Kassel	2	438	36.636	0	0	0	0	0	0	0	0
7111	SK Koblenz	3	1.429	94.905	0	0	0	1	15	13	15	13

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Tab. 34: Mietvertragsdaten der Versicherungen 2009 nach Kreisen

Kreis-nr.	Kreisname	Anzahl Mietverträge	m²	Miete p.a. in €	FIRE-Mietverträge	Anteil m² FIRE in %	Anteil € FIRE in %	KIBS-Mietverträge	Anteil m² KIBS in %	Anteil € KIBS in %	Summe m² KIBS & FIRE in %	Summe € KIBS & FIRE in %
2000	SK Hamburg	164	157.100	23.959.565	66	29	29	59	57	56	87	85
5313	SK Aachen	25	60.601	7.451.116	6	52	58	14	39	33	92	92
11000	SK Berlin	122	75.914	12.838.024	37	31	34	43	29	27	60	62
8115	LK Böblingen	1	1.794	416.136	1	100	100	0	0	0	100	100
5314	SK Bonn	25	22.976	3.168.872	12	53	64	6	25	21	78	86
4011	SK Bremen	3	2.583	184.330	0	0	0	0	0	0	0	0
6411	SK Darmstadt	16	6.196	528.387	3	17	20	2	12	10	28	30
5913	SK Dortmund	2	2.215	158.583	0	0	0	0	0	0	0	0
14612	SK Dresden	8	6.118	626.466	1	5	5	4	39	47	44	52
5111	SK Düsseldorf	39	57.530	8.802.096	10	65	67	16	26	25	91	92
16051	SK Erfurt	1	1.743	369.484	1	100	100	0	0	0	100	100
6412	SK Frankfurt am Main	91	66.186	17.887.882	16	43	42	32	33	41	77	83
9179	LK Fürstenfeldbruck	13	7.712	740.835	0	0	0	5	38	37	38	37
5162	LK Rhein-Kreis Neuss	1	1.743	316.548	1	100	100	0	0	0	100	100
8212	SK Karlsruhe	14	13.164	1.385.736	3	72	74	6	21	16	93	90
5315	SK Köln	136	106.403	18.109.107	35	57	64	69	29	26	86	90
7314	SK Ludwigshafen a. R.	6	6.267	661.184	1	11	13	2	5	4	16	17
15003	SK Magdeburg	1	1.046	86.850	1	100	100	0	0	0	100	100
7315	SK Mainz	1	2.639	247.576	1	100	100	0	0	0	100	100
9162	SK München	81	43.713	10.155.596	12	13	16	35	45	47	58	63
9184	LK München	29	17.038	2.403.516	1	9	9	1	4	5	13	13
5515	SK Münster	1	10.237	1.449.559	1	100	100	0	0	0	100	100
9564	SK Nürnberg	2	2.986	255.707	2	100	100	0	0	0	100	100
10041	Reg.verband Saarbrück.	3	2.226	205.998	2	84	84	1	16	16	100	100
8111	SK Stuttgart	56	83.827	11.883.623	9	35	34	11	33	36	67	70

Quelle: eigene Berechnungen nach IPD-Mietvertragsdaten 2010

Literaturverzeichnis

Allendorf, G. J. u. Kurzrock, B.-M. (2007): Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle. In: Schulte, K.-W.; Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement. S. 121–143, Rudolf Müller, Köln.

Atisreal (2006 a): Office Market Report. Germany 2006. Konzept + Design, Köln.

Atisreal (2006 b): Investment Market Report. Germany 2006. Konzept + Design, Köln.

Baba, L. (2008): Bürobeschäftigte nach Wirtschaftszweigen. In: Wellner, K. (Hrsg.): Bürobeschäftigte und Büroflächenbestände in Deutschland. In: Zeitschrift für Immobilienökonomie Sonderheft 2008, S. 31-38.

Backhaus, K., Erichson, B., Plinke, W. u. Weiber, R. (2006): Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung. Springer, Berlin.

Bahrenberg, G., Giese, E., Mevenkamp, N. u. Nipper, J. (2010): Statistische Methoden in der Geographie. Band 1. Univariate und bivariate Statistik. Borntraeger, Stuttgart.

Balzer, G. (2007): Büroimmobilien in deutschen Zweitmärkten - Chancen und Risiken sowie mögliche Effekte auf Finanzierungsstrukturen und Transaktionspotenzial im Rahmen von Portfolioinvestitionen. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Geographisches Institut der Universität Kiel.

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2011): Wohnungs- und Immobilienmärkte in Deutschland 2011. In: Analysen Bau. Stadt. Raum, Band 5, Selbstverlag, Bonn.

Becker, A. (1996): Rationalität strategischer Entscheidungsprozesse: ein strukturationstheoretisches Konzept, Deutscher Universitäts Verlag, Wiesbaden.

Berridge, K.C. (2001): Irration pursuits: hyperincentives from a visceral brain. In: Brocas, I. u. Carillo, J.D. (Hrsg.): The Psychology of Economic Decisions, S. 17-40, Oxford University Press, Oxford.

Black, R.T., Brown, M.G., Diaz III, J., Gibler, K.M. u. Grissom, T.V. (2003): Behavioural Research in Real Estate: A Search for the Boundaries. In: Journal of Real Estate Practice and Education, Jg. 6, Nr. 1, S. 85-112.

BNP Paribas Real Estate (2011): Investment Market in Germany 2011. Download unter <http://www.realestate.bnpparibas.de> am 08.11.2011.

BNP Paribas Real Estate (2012): Property Report. Investmentmarkt Deutschland 2012. Download unter <http://www.realestate.bnpparibas.de> am 14.4.2012.

Bone-Winkel, S., Schulte, K.-W., Sotelo, R., Allendorf, G.J., Ropeter-Ahlers, S.-E. u. Orthmann, A. (2008): Immobilieninvestition. In: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1. Betriebswirtschaftliche Grundlagen. S. 627-712. Oldenbourg, München.

Brounen, D. u. Jennen, M. (2009): Asymmetric Properties of Office Rent Adjustment. In: Journal for Real Estate Finance and Economics, Jg. 39, Nr. 3, S. 336-358.

Bulwien, H. (2004): Der Immobilienmarkt in Deutschland. Struktur und Funktionsweise. Verband deutscher Hypothekenbanken, Berlin.

Bulwien, H. (2008): Büroimmobilienmärkte. In: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band IV. Volkswirtschaftliche Grundlagen. S. 223-237, Oldenbourg, München.

Bulwien, H. u. Fröba, R. (2008): Entwicklung und Struktur der Bürobeschäftigten. In: Wellner, K. (Hrsg.): Bürobeschäftigte und Büroflächenbestände in Deutschland. In: Zeitschrift für Immobilienökonomie Sonderheft 2008, S. 25-30.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2010): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2009. Download unter http://www.bafin.de/clin_117/nn_721290/DE/Service/Veroeffentlichungen/veroeffentlichungen__node.html?__nnn=true am 10.12.2010.

Cyert, R.M. u. March, J. (1995): Eine verhaltenswissenschaftliche Theorie der Unternehmung. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

Dobberstein, M. (1997): Bürobeschäftigte. Empirische Ermittlung von Bürobeschäftigtenquoten für Büroflächenanalysen. Erster Preis des diesjährigen gif-Wettbewerbs. In: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Jg. 8, Nr. 6, S. 321-329.

Dobberstein, M. (2002): Gewerbeplanung im Spannungsfeld öffentlicher und privater Interessen. In: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Jg. 1, S. 16-24.

Dobberstein, M. (2004): Kleine Büromärkte. Das Beispiel Braunschweig. In: DISP, Nr. 159, S. 31-43.

Dobberstein, M. u. Dziomba, M. (2008): Büroimmobilien. In: Schulte, K.-W.(Hrsg.): Immobilienökonomie. Band IV. Volkswirtschaftliche Grundlagen. S. 397-416, Oldenbourg, München.

Dörry, S. u. Werner, N. (2009): Wohnungsknappheit und Büroüberschuss: Ausweg Gebäudeumnutzung. In: Heeg, S. u. Pütz R. (Hrsg.): Wohnungs- und Büroimmobilienmärkte unter Stress: Deregulierung, Privatisierung und Ökonomisierung. In: Rhein-Mainische Forschungen. Band 129, S. 89-121, Selbstverlag, Frankfurt.

Dun & Bradstreet (2012): D&B Unique Partner Identification Key. Abgerufen unter <http://www.upik.de/> am 26.02.2012.

Dziomba, M., Walther, M. u. Muncke, G. (2007): Standort- und Marktanalyse. Fachbeiträge aus der Immobilienzeitung 2007. Immobilienzeitung, Hamburg.

Eilon, S. (1969): What is a decision? In: Management Science, Jg. 16 Nr. 4, S. 172-189.

Eilrich, T., Friedemann, A. u. Milewski, F.O. (2011): Auf das richtige Vehikel setzen. In: Cash, Band 1, S. 12-26.

Ellwanger & Geiger (2010): Dimax Titelliste. Download unter http://www.privatbank.de/de/fonds-eundg_indizes_1.html am 10.12.2010.

Einig, K. u. Zaspel, B. (2008): Wirtschaftliche Renaissance der Städte? Zum Einfluss der Branchenstruktur auf die Beschäftigung. In: Wirtschaftsdienst, H. 6, S. 404-413.

Eisenführ, F. u. Weber, M. (2003): Rationales Entscheiden. Springer, Berlin.

Enxing, G. (1999): Die Standortwahl höherwertiger unternehmensorientierter Dienstleistungsbetriebe. In: Blotevogel, et al. (Hrsg.): Duisburger Geographische Arbeiten, Band 19, Dortmunder Vertrieb für Bau- und Planungsliteratur, Dortmund.

Ertle-Straub, S. (2008): Schlussbemerkungen und neue Anforderungen. In: Wellner, K. (Hrsg.): Bürobeschäftigte und Büroflächenbestände in Deutschland. In: Zeitschrift für Immobilienökonomie Sonderheft 2008, S. 89-91.

Ertle-Straub, S. (2003): Standortanalysen für Büroimmobilien. In: Pelzl, W. (Hrsg.): Immobilienmanagement, Band 4, Books on Demand, Norderstedt.

Fainstein, S.S. (2001): The City Builders. Property Development in New York and London 1980-2000. University Press of Kansas, Lawrence.

Farragher, E. u. Kleinman, R. (1996), A re-examination of real estate investment decision-making practices. In: Journal of Real Estate Portfolio Management, Jg. 2, Nr. 1, S. 31-39.

Feeney, A., Evans, J. u. Clibbens, J. (2000), Background beliefs and evidence interpretation In: Thinking and Reasoning, Jg. 6, Nr. 2, S. 97-124.

Fink, W. (2005): Versicherungen. In: Schäfer/Contzen (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilieninvestitionen, S. 79-99, C.H. Beck, München.

Fisher, L. u. Ciochetti, B.A. (2007): Determinants of the Terms and Performance of Office Leases. Download unter www.reri.org/research/article_pdf/wp133.pdf am 29.09.2010.

French, N. (2001): Decision Theory and Real Estate Investment: An Analysis of the Decision-Making Process of Real Estate Investment Fund Managers. In: Managerial And Decision Economics, Jg. 22, Nr. 7, S. 399-410.

Gahn, R. (1994): Delegiertes Portfolio Management deutscher institutioneller Anleger aus dem Nichtbanken-Bereich. Universität München, München.

Gallimore, P., Hansz, J.A. u. Gray, A. (2000): Decision making in small property companies. In: Journal of Property Investment & Finance, Jg. 18, Nr. 6, S. 602-612.

Gantenbein, P. (2004): Optimale Immobilieninvestments für Versicherungen. In: Spremann, K. (Hrsg.): Versicherungen im Umbruch. Werte schaffen, Risiken managen, Kunden gewinnen, S. 269-295, Springer, Berlin.

Gerstner, N. (2008): Entscheidungsprozesse in Unternehmen bei der Anmietung von Büroimmobilien. In: Schulte, K.-W. u. Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 46. Immobilien Manager, Köln.

Gigerenzer, G. u. Todd, P.M. (1999): Simple Heuristics That Make Us Smart. Oxford University Press, New York.

Gläser, J. u. Laudel, G. (2009): Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse. Vs-Verlag, Wiesbaden.

Grünig, R. u. Kühn, R. (2006): Entscheidungsverfahren für komplexe Probleme. Ein heuristischer Ansatz. Springer, Berlin.

Hamnet, C. (2003): Unequal City. London in the global arena. Routledge, Oxford.

Hargitay, S. and Yu, S-M. (1993), Property Investment Decision-Making: A Quantitative Approach. E&FN Spon, London.

Heeg, S. (2004): Mobiler Immobilienmarkt? Finanzmarkt und Immobilienökonomie. In: Zeitschrift für Wirtschaftsgeographie, Nr. 2, S. 124-137.

Heeg, S. (2008): Von Stadtplanung und Immobilienwirtschaft: die "South Boston Waterfront" als Beispiel für eine neue Strategie städtischer Baupolitik. Transkript, Bielefeld.

Heeg, S. (2009): Wie Phönix aus der Asche? Immobilienwirtschaftliche Forschung in der Geographie. In: Zeitschrift für Wirtschaftsgeographie, Nr. 3, S. 129-137.

Heineberg, H. (2006): Grundriß Allgemeine Geographie: Stadtgeographie. Schöningh UTB, Paderborn.

Hennings, G. (2008): Standorttheorie: Standortverhalten von Unternehmen. In: Schulte, K.-W.(Hrsg.): Immobilienökonomie. Band IV. Volkswirtschaftliche Grundlagen. S. 355-372, Oldenbourg, München.

Henschel, S. u. Kulke, E. (2004): Dienstleistungsstandort Deutschland. In: Leibniz Institut für Länderkunde (Hrsg.): Nationalatlas Deutschland. Unternehmen und Märkte, Band 8, S. 46-49, Spektrum, Heidelberg.

iii-Investments (2011): Immobilienmärkte Europa. Frühjahr 2011. iii-Investments, München.

Investment Property Databank (2009): DIX Deutscher Immobilien Index. Ergebnisse für das Jahr 2008. Download unter <http://www.ipd.com/germany> im April 2009.

IVG 2011: Marktreport Deutschland 2011. Download unter http://www.ivg.de/fileadmin/rd_downloads/IVG_Research_Marktreport_Dtl_2011.pdf am 05.05.2011.

Jäger, M. u. Voigtländer, M. (2007): Determinanten der Renditen von Büroimmobilien. In: IW Trends, Band 4. Download unter http://immobilienökonomik.de/fileadmin/docs/Buerorenditen_iw_trends_4_2007.pdf am 14.4.2012.

Jaffe, A. u. Sirmans, C. (1995): Fundamentals of Real Estate Investment. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Just, T. (2009): Die demografische Entwicklung als Risikofaktor für Immobilienanlagen. In: Junius, K. u. Piazzolo, D. (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilienmarktrisiken, S.95-120, Immobilien Manager, Köln.

Just, T. (2010): Internationalisierung des deutschen Büroimmobilienmarkts. In: Informationen zur Raumentwicklung, Nr. 5/6, S.341-350.

Junius, K. (2009): Risiken auf den Investmentmärkten. In: Junius, K. u. Piazzolo, D. (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilienmarktrisiken, S. 63-80, Immobilien Manager, Köln.

Kaltenbrunner, R. (2010): „It’s the economy, stupid“: Stadtentwicklung – oder die Globalisierung des Örtlichen. In: Informationen zur Raumentwicklung, Nr. 5/6, S. I-V.

Kawka, R. (2007): Wachstumsregionen in Deutschland – empirische Befunde. In: Köhler, S. (Hrsg.): Wachstumsregionen fernab der Metropolen – Chancen, Potenziale, Strategien. In: Arbeitsmaterial, Nr. 224, S. 36-50, Akademie für Raumforschung und Landesplanung, Hannover.

Kinder, S. (2010): Unternehmensorientierte Dienstleistungen. In: Kulke, E. (Hrsg.): Wirtschaftsgeographie Deutschlands. S. 265-286. Spektrum, Heidelberg.

Klug, W. (2009): Offene Immobilienfonds. Zeit für stabile Werte. Knapp, Frankfurt.

Korinke, E., Baba, L., Faller, B. u. Heyn, T. (2007): Gewerbliche Immobilienmärkte. In: Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (Hrsg.): Wohnungs- und Immobilienmärkte in Deutschland 2006. In: Berichte, Nr. 27, S. 263-305.

Krugman, Paul (1998): Development, Geography, and Economic Theory. MIT Press, London.

Kulke, E. (2010): Sektoraler Wandel der Wirtschaft. In: Kulke, E. (Hrsg.): Wirtschaftsgeographie Deutschlands, S. 5-14, Spektrum, Heidelberg.

Lamnek, S. (2005): Qualitative Sozialforschung. Beltz, Weinheim.

Landeshauptstadt Dresden (14.11.2011): Dresden wächst weiter: Prognose 2011 sieht positive Bevölkerungsentwicklung. Abgerufen unter http://www.dresden.de/de/02/035/01/2011/11/pm_057.php am 16.03.2012.

De Lange, N. (1989): Standortpersistenz und Standortdynamik von Bürobetrieben in westdeutschen Regionalmetropolen seit dem Ende des 19. Jahrhunderts. Ein

Beitrag zur geographischen Bürostandortsforschung. In: Münstersche Geographische Arbeiten, Band 31, Ferdinand Schöningh, Paderborn.

Laux, H. (2003): Entscheidungstheorie. Springer, Berlin.

Levy, P.S. u. Lemeshow, S. (2008): Sampling of Populations. Methods and Applications. Wiley, Hoboken.

Leykam, M. (2012): Scope: Wer überlebt, muss sich mehr anstrengen. In: Immobilienzeitung, Nr. 21, S. 4.

Lifka, S. (2009): Entscheidungsanalysen in der Immobilienwirtschaft. In: Haas, H.-D. (Hrsg.): Wirtschaft und Raum. Band 18, Herbert Utz, München.

Linsin, J. (2009): Risikoklassen am Immobilienmarkt: Was sind Core, Core Plus, Balanced, Value-added, Opportunistic? In: Junius, K. u. Piazzolo, D. (Hrsg., 2009): Praxishandbuch Immobilienmarktrisiken, S. 27-43, Immobilien Manager, Köln.

Loos, C. (2005): Strategien institutioneller Immobilieninvestoren. Ein kompetenz-basierter Strategieansatz am Beispiel offener Immobilienfonds. Immobilien Manager, Köln.

Markowitz, H.M. (1952): Portfolio Selection. In: The Journal of Finance, Jg. 7, Nr. 1, S. 77-91.

Markowitz, H.M. (1959): Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. John Wiley & Sons, New York.

Meuser, M. u. U. Nagel (1991): Experteninterviews - vielfach erprobt, wenig beachtet. Ein Beitrag zur qualitativen Methodendiskussion. In: Garz, D. u. Kraimer, K. (Hrsg.): Qualitativ-empirische Sozialforschung, S. 441-468, Westdeutscher Verlag, Opladen.

Mises, von, L. (1949): Human Action: A Treatise on Economics. Yale University Press, New Haven.

Muschiol, R. (2008): Begegnungsqualität in Bürogebäuden – Ergebnisse einer empirischen Studie. In: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Nr. 2, S. 23-39.

Patel, K. (2006): Linkages between Global Financial Flows and Real Estate Markets. In: Bonewinkel, S., Thomas, M. u. Schäfers, W. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie. Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, S. 245-255, Rudolf Müller, Köln.

Pelzl, W. u. Zemp, R. (2006): Anlageverhalten institutioneller Investoren. Pro Literatur, Mammendorf.

Pfnür, A. (2011): Modernes Immobilienmanagement. Immobilieninvestment, Immobiliennutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb. Springer, Heidelberg.

Phyrr, S., Cooper, J. u. Wofford, L. (1989): Real Estate Investment: Strategy Analysis and Decision, John Wiley & Sons, Mississauga.

Pink, M. (2011): Nachhaltige Büroimmobilien. In: Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis, Nr. 19, S. 10-15.

Piazolo, D. (2008): Datenbankbasierte Immobilienmarktanalyse: Welche Daten für welchen Zweck? In Junius, K. u. Piazolo, D. (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilien-Research, S. 35-54, Immobilien Manager, Köln.

Rabianski, J.S. u. Gibler, K.M. (2007): Office Market Demand Analysis and Estimation Techniques: A Literature Review, Synthesis and Commentary. In: Journal of Real Estate Literature, Jg. 15, Nr. 1, S. 37-57.

Reichel, R. (13.01.2010): Interesse an Immobilien-Spezialfonds wächst. Download unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/nachrichten/deutschland-interesse-an-immobilien-spezialfonds-waechst/3344836.html> am 10.12.2010.

REITs in Deutschland (2010): REITs. <http://www.reits-in-deutschland.de> (besucht am 10.12.2010).

Reuber, P. u. Pfaffenbach, C. (2005): Methoden der empirischen Humangeographie. Beobachtung und Befragung. In: Duttmann, R., Glawion, R., Popp, H. u. Schneider-Sliwa, R. (Hrsg.): Das Geographische Seminar. Westermann, Braunschweig.

RREEF Research (2008): Global Real Estate Insight – Navigating through the Turmoil. Download unter http://www.rreef.com/content/_media/Research_RREEF_Global_Real_Estate_Insights_2008.pdf am 01.03.2012.

Roberts, C. u. Henneberry, J. (2007): Exploring office investment decision-making in different European contexts. In: Journal of Property Investment & Finance, Jg. 25, Nr. 3, S. 289-305.

Rottke, N. u. Wernecke, M. (2006): Marktzyklen in Deutschland. In: Wernecke, M. u. Rottke, N. (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilienzyklen, S. 73-96, Rudolf Müller, Köln.

Rottke, N. u. Schlump, P. (2007): Strategieentwicklung. In: Schulte, K.-W. u. Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 39-64, Immobilien Manager, Köln.

Roulac, S.E. (1995): Strategic Decision Models: Multiple Perceptions, Unifying Structure. In: The Journal of Real Estate Research, Jg. 10, Nr. 5, S. 495-508.

Sailer, E. u. Grabener, H.J. (2007): Immobilien-Fachwissen von A-Z. Das Lexikon mit umfassenden Antworten auf Fragen aus der Immobilienwirtschaft. Grabener, Kiel.

Sassen, S. (2001): The Global City: New York, London, Tokyo. Princeton University Press, Princeton.

Schäfers, W. u. Gier, S. (2008): Corporate Real Estate Management. In: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1. Betriebswirtschaftliche Grundlagen, S. 847-898.

Schäfers, W. u. Trübstein, M.C. (2006): Anlageverhalten institutioneller Immobilieninvestoren in Deutschland im Spiegel der Zeit. In: Bonewinkel, S., Thomas, M. u. Schäfers, W. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie. Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte. S. 109-136, Rudolf Müller, Köln.

Schätzel, L. M. (2002): Strukturwandel im Gewerbeimmobilienmarkt. Eine volkswirtschaftliche Analyse des Gewerbebaus und der Gewerbefinanzierung. In:

Schriftenreihe des Verbands deutscher Hypothekenbanken, Band 16, Fritz Knapp, Frankfurt a. M.

Scharmanski, A. u. Fuchs, M. (2008): „Rationale“ Routinen: Der Einfluss ökonomischer Modelle bei der Internationalisierung von Büroimmobilien-Investoren. In: Geographische Zeitschrift, Jg. 96, Nr. 3, S. 158-179.

Scharmanski, A. (2009): Globalisierung der Immobilienwirtschaft. Grenzüberschreitende Investitionen und lokale Marktintransparenzen. Mit den Beispielen Mexico City und São Paulo. Transcript, Bielefeld.

Schmoll genannt Eisenwerth, F. (2008): Immobilieninvestition und Immobilienfinanzierung. In: Schmoll genannt Eisenwerth, F. (Hrsg.): Basiswissen Immobilienwirtschaft, S. 623-758, Grundeigentum-Verlag, Berlin.

Schulten, A. (2006): Der regionale Immobilienmarkt – Indikator für den Strukturwandel im Ruhrgebiet. In: Zeitschrift für Wirtschaftsgeographie, Nr. 3-4, S. 181-191.

Schulten, A. (2007): Anwendung von Immobilien-Research im Portfoliomanagement. In: Schulte, K.-W. u. Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 323-336, Immobilien Manager, Köln.

Simon, H.A. (1959): Theories of decision-making in economics and behavioral science. In: American Economic Review, Jg. 49, Nr. 3, S. 253-283.

Smith, V. L. (1991): The Contrast between Economics and Psychology. In: Journal of Political Economy, Jg. 99, Nr. 4, S. 877-897.

Sotelo, R. (2008): Märkte für Immobilienanlagen und Immobiliennutzungen. In: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band IV. Volkswirtschaftliche Grundlagen. S. 67-88, Oldenbourg, München.

Statistisches Bundesamt (2008): Klassifikation der Wirtschaftszweige. Mit Erläuterungen. Download unter <http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Klassifikationen/GueterWirtschaftsklassifikationen/Content75/KlassifikationWZ08,templateId=renderPrint.psml> am 26.02.2012.

Statistisches Bundesamt (2003): Klassifikation der Wirtschaftszweige. Mit Erläuterungen. Download unter <http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Content/Klassifikationen/GueterWirtschaftsklassifikationen/Content75/KlassifikationWZ2003,templateId=renderPrint.psml> am 26.02.2012.

Strambach, S. (2007): Unternehmensorientierte Dienstleistungen. In: Gebhardt, H. et al (Hrsg.): Geographie: Physische Geographie, Humangeographie, S. 707-713, Spektrum, Heidelberg.

Subroweit, S. (2009): Risikoscoring von Gewerbeimmobilienmärkten. In: Junius, K. u. Piazzolo, D. (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilienmarktrisiken, S. 279-300, Immobilien Manager, Köln.

Sunstein, C.R. u. Ullmann-Margalit, E. (1999): Second-Order Decisions. In: Ethics, Jg. 110, Nr. 1, S. 5-31.

Suwala, L. (2010): Regionale Arbeitsmärkte. In: Kulke, E. (Hrsg.): Wirtschaftsgeographie Deutschlands, S. 43-70, Spektrum, Heidelberg.

Tyebjee, T. u. Bruno, A. (1984): A model of venture capitalist activity. In: Management Science, Jg. 30, Nr. 9, S. 1051-1066.

United States Department of Labor (2011): SIC Manual. Download unter http://www.osha.gov/pls/imis/sic_manual.html am 01.04.2011.

Voigtländer, M. (2008): Amtliche statistische Daten für das Immobilien-Research. In: Junius, K. u. Piazzolo, D. (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilien-Research, S. 19-33, Immobilien Manager, Köln.

Thomas, M. u. Wellner, K. (2007): Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen. In: Schult, K.W. u. Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 107-120, Immobilien Manager, Köln.

Voigtländer, M.; Demary, M.; Gans, P.; Meng, R.; Schmitz-Veltin, A. u. Westerheide, P. (2009): Wirtschaftsfaktor Immobilien. Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive. In: Zeitschrift für Immobilienökonomie. Sonderausgabe 2009.

Walbröhl, V. (2000): Die Immobilienanlagenentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger. Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen. In: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 15. Rudolf Müller, Köln.

Wehrli-Schindler, B. (2008): Vom Niedergang der Stadt zu ihrem Revival – die neue Lust am Urbanen. In: Schmitt, G. u. Selle, K. (Hrsg.): Bestand? Perspektiven für das Wohnen in der Stadt. Dorothea Rohn, Dortmund.

Wellner, K. (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems. Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios. In: Pelzl, W. (Hrsg.): Immobilienmanagement, Band 3, Books on Demand, Norderstedt.

Wellner, K. (2009): Grenzen der Portfoliooptimierung in der Praxis: Korrelationen und Cluster von Immobilienstandorten und Sektoren. In: Junius, K. u. Piazzolo, D. (Hrsg., 2009): Praxishandbuch Immobilienmarktrisiken, S. 139-169.

Welsche, J. (2010): Heuristics and Biases. Kritische Analyse des heuristics-and-biases-Programms von Kahneman und Tversky. Verlag Dr. Müller, Saarbrücken.

Wilkinson, N. (2008): An Introduction to Behavioral Economics. Palgrave Macmillan, Hampshire.