

Arbeitspapier No. 2

**Das prozyklische Verhalten der
Büromarktakeure**
Interessen, Zwänge und mögliche Alternativen

Monika Dobberstein

arbeitspapiere
zur
gewerbeplanung

Vorwort

Büromietmärkte unterliegen mehr als andere Immobilienmärkte starken zyklischen Auf- und Abschwüngen. Regelmäßig kommt es im Bürobereich zu Überproduktionskrisen und damit verbundenen hohen Leerständen, die nur langsam abgebaut werden können. Diese Krisen sind teilweise durch die konjunkturellen Schwankungen der Gesamtwirtschaft verursacht, zum Teil durch die besonderen Funktionsmechanismen des Marktes von Büroimmobilien. Obwohl den Akteuren die zyklischen Schwankungen des Marktes und deren negative Auswirkungen bekannt sind, gelingt es den Marktteilnehmern bisher nur in Einzelfällen, sich anders als prozyklisch zu verhalten. Sie vergrößern damit das Ausmaß der Überproduktionskrisen und die Höhe der Büroleerstände.

Der Beitrag von Monika Dobberstein stellt zum erstenmal in systematischer Weise eine Vielzahl von Hypothesen darüber vor, welche internen Mechanismen und Bedingungen der verschiedenen Akteure auf den Büromärkten dazu führen, daß die Tendenz zu Überproduktionskrisen nur sehr schwer zu vermeiden ist. Anhand von Instrumenten und Verhaltensmaßnahmen, die bei den Akteuren zur Zeit im Gespräch sind bzw. schon implementiert werden, soll darüber hinaus gezeigt werden, daß und welche Handlungsalternativen bestehen, um den Zwängen der genannten Marktmechanismen zu entgegen.

Monika Dobberstein war von 1994 bis 1998 wissenschaftliche Mitarbeiterin des Fachgebiets Gewerbeplanung. Seitdem ist sie als Immobilienberaterin in einem Tochterunternehmen einer deutschen Bank tätig. Sie ist Mitglied des Vorstandes der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) und arbeitet im Arbeitskreis 2 – "Marktanalyse/Bedarfsprognose" der gif. Ich danke ihr für die Möglichkeit, ihren interessanten Beitrag vorab in den Arbeitspapieren zur Gewerbeplanung zu veröffentlichen.

Dortmund, im Februar 2000

Gerd Hennings

Das prozyklische Verhalten der Büromarktakteure

Interessen, Zwänge und mögliche Alternativen

Vorwort	1
1. Einleitung	3
2. Die Akteure – Ihre Rahmenbedingungen und Verhaltensmuster	5
Projektentwickler	5
Finanziers.....	11
Investoren.....	13
Berater.....	17
Städte	17
3. Handlungsalternativen	19
Projektentwickler	20
Finanziers.....	22
Investoren.....	23
Berater.....	24
Städte	25
4. Literaturverzeichnis	31
Weitere Arbeiten und Veröffentlichungen zur Gewerbeplanung	34

1. Einleitung

Büromietmärkte unterlagen seit ihrer Entstehung in der Nachkriegszeit mehr noch als andere Immobilienmärkte starken zyklischen Auf- und Abschwüngen.¹ Im Verlauf der Büromarktzyklen kam es immer wieder zu Überproduktionskrisen und damit verbundenen hohen Leerständen. Diese Krisen wurden durch konjunkturelle Schwankungen der Gesamtwirtschaft und die besonderen Funktionsmechanismen von Immobilienmärkten verursacht und wirkten sich bei allen Marktteilnehmern negativ aus. Entwickler, Investoren und Finanziere waren von hohen finanziellen Verlusten betroffen und Planer wurden mit nicht fertiggestellten Immobilien² sowie niedergehenden Büroobjekten und -standorten konfrontiert.³

Obwohl den Akteuren die zyklischen Schwankungen des Marktes und ihre negativen Auswirkungen bekannt waren, verhielten sich viele Marktteilnehmer prozyklisch und verstärkten damit die Ausmaße der Überproduktionskrisen. Dieses Phänomen wurde häufig mit dem individuellen Fehlverhalten einzelner Akteure begründet.⁴ Dabei wurden insbesondere psychologische Erklärungsmuster angeführt, wie z.B.

- die Goldgräbermentalität der Akteure, die sie dazu verleitet hätte, dem Beispiel derjenigen zu folgen, die hohe Gewinne erzielt hatten, weil sie ihre Immobilien als erste in einem Zyklus plazieren konnten.⁵
- die gamblers fallacy, eine Theorie, nach der viele Akteure geglaubt hätten, sie könnten die Anfangserfolge der Marktführer sogar noch steigern.⁶
- das Midas-Syndrom⁷, ein Erklärungsansatz, der den Akteuren die Überschätzung der eigenen Fähigkeiten unterstellt. Weil die Akteure der Meinung gewesen seien, ihr Projekt funktioniere, selbst wenn andere gescheitert seien,⁸ hätten sie auch dann weitere Objekte geplant, finanziert und erworben, als sie längst Anzeichen dafür wahrgenommen hätten, daß sich die Marktsituation verschlechterte.

¹ Vgl. Wurtzebach, C.H.; Miles, M.E.; Cannon, S.E.: *Modern Real Estate*, New York, 1994, S. 162

² Vgl. Barras, R.: *A simple theoretical model of the office-development cycle*, in: *Environment and Planning A*, 1983, volume 15, S. 1382

³ Vgl. Krabben, E. van der; Boekema, F.: *Missing links between urban economic growth theory and real estate development processes: Economic growth and building investments in the city of s-Hertogenbosch*, in: *Journal of Property Research*, 1994, 11, S. 127

⁴ Vgl. Suchman, D. R.: *Managing a Development Company: Interviews with Successful Firms*, Washington, D.C., 1987

⁵ Vgl. Whitehead, J. C.: *The Midas Syndrome: An Investigation into Property Booms and Busts*, Vancouver 1996, a.a.O., S. 15

⁶ Vgl. Janis laut Whitehead, a.a.O., S. 30

⁷ Vgl. Whitehead, a.a.O., S. 31

⁸ Vgl. Fainstain, S.S.: *The City Builders: Property, Politics, and Planning in London and New York* Cambridge (Massachusetts) 1994 S. 64

- der Glauben an den greater fool, nach dem die Akteure überzeugt seien, selbst für schlechte Immobilien immer einen Käufer zu finden.⁹
- die Faszination des Entwicklers für sein Projekt und die Chance der Selbstverwirklichung, die die Planung und Errichtung einer Immobilie böten. In einer Analyse der herausragenden Projekte in London und New York wurde beispielsweise Erstaunen darüber geäußert, wie groß das Ausmaß war, "to which they have been driven by individual male egos that find self-expression in building tall buildings and imprinting their personae on the landscape."¹⁰

In wissenschaftlichen Arbeiten wurde bisher aber selten diskutiert, ob neben den psychologisch motivierten Verhaltensmustern auch die dem Büromarkt eigenen Marktmechanismen für das prozyklische Handeln der Marktteilnehmer verantwortlich waren. Gegenstand der hier vorgelegten Analyse ist es deshalb, diese Rahmenbedingungen zusammenfassend aufzuzeigen. Anhand der Instrumente und Verhaltensmaßnahmen, die die Akteure derzeit entwickeln und implementieren, wird darüber hinaus gezeigt, welche Handlungsalternativen bestehen, um den Zwängen der genannten Marktmechanismen zu entgehen.

Zunächst werden jedoch die Rahmenbedingungen und Handlungsweisen der einzelnen Akteursgruppen dargestellt. Zwei Akteursgruppen, die Büroflächennutzer und der Staat, werden explizit nicht dargestellt, obwohl ihr Handeln zu großen Verwerfungen auf dem Immobilienmarkt beitrug.

Die Nutzer lösten durch ihre zyklisch schwankende Nachfrage nach Büroflächen Immobilienbooms und -krisen zwar aus, ihr Handeln orientierte sich aber ausschließlich darauf, ihr originäres Bedürfnis nach Flächen zu befriedigen. Sie nutzten die Vorteile eines Mietermarktes oder klagten über die hohen Mietpreise eines Vermietermarktes, wenn sie einen neuen Vertrag abschlossen. Verhaltensänderungen, die darauf ausgerichtet wären, die Marktamplituden zu verringern, können aus diesen Erfahrungen aber nicht resultieren, weil Flächenansprüche nicht auf die Schwankungen auf dem Immobilienmarkt abgestimmt werden können.

Der Staat beeinflusste den Markt in der Vergangenheit durch steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten. Insbesondere in den neuen Bundesländern diente dieses Instrument der Investitionsbeihilfe und der Subventionierung der Wirtschaft, wurde aber nicht als Steuerinstrument des Immobilienmarktes verstanden. Weil das Handeln des Staates nicht auf den Immobilienmarkt gerichtet war, änderte sich sein Verhalten auch nicht in Abhängigkeit von den Immobilienmarktphasen. So kann deshalb nicht als prozyklisches Verhalten interpretiert werden und wird daher im weiteren ebenfalls nicht betrachtet.

⁹ Vgl. Fainstain, S.S., a.a.O., S. 64

¹⁰ Fainstain, S.S., a.a.O., S. 4

Im Anschluß an die Untersuchung über die bisherigen Verhaltensmuster wird aufgezeigt, wie die Akteure auf die Erfahrungen der letzten Krisen reagieren. Weil Büromärkte in der Bundesrepublik noch verhältnismäßig jung sind und erst wenige Zyklen durchlaufen haben, trafen die vergangenen Markteinbrüche die Akteure unvorbereitet. Aus diesen Krisen haben die Marktteilnehmer jedoch gelernt und versuchen nun, ihnen mit neuen Instrumenten und Verhaltensmaßnahmen zu begegnen. Diese Maßnahmen, die im letzten Kapitel dargestellt und bewertet werden, könnten indirekt auch dazu führen, daß die konjunkturellen Auf- und Abschwünge abgeschwächt werden.

2. Die Akteure – Ihre Rahmenbedingungen und Verhaltensmuster

Projektentwickler

Projektentwickler sind die Schlüsselakteure auf dem Büromarkt.¹¹ Sie führen Tätigkeiten durch, "die erforderlich oder zweckmäßig sind, [...] Grundstücke zu überbauen oder die Verwirklichung einer sonstigen Nutzung vorzubereiten."¹² Dabei kombinieren sie "Standort, Projektidee und Kapital so, daß [...] wettbewerbsfähige [...] Bauinvestitionen geschaffen oder gesichert werden."¹³ Die Leistungen des Entwicklers bestehen in der Bereitstellung des Know-hows, das zur Entwicklung einer Liegenschaft benötigt wird, und der Übernahme des Entwicklungsrisikos. Am Ende der Entwicklung steht die Veräußerung der Immobilie an einen Investor oder Endnutzer.¹⁴ Der Verkaufspreis orientiert sich an einem Vielfachen der erzielbaren Jahresmieteinnahmen.

Aus diesem Tätigkeitsbereich ergeben sich Verhaltensmuster, die in der Vergangenheit zur Überproduktion von Büroflächen beigetragen haben. Zunächst ist auf die Abhängigkeit des Verkaufspreises von der erzielbaren Miete und dem Vervielfältiger hinzuweisen, mit dem die Jahresmiete multipliziert wird. Die Aussichten auf Gewinnerzielung waren daher dann am größten, wenn die Mieten am höchsten waren bzw. einen rapide ansteigenden Trend aufwiesen und die Bereitschaft am größten war, einen hohen Vervielfältiger zu bezahlen. Beides geschah in Phasen, in denen die Nachfrage von Nutzern (die die Höhe der Miete beeinflusst¹⁵), und die der Investoren (die die Höhe des Vervielfältigers bestimmt), aufgrund der

¹¹ Vgl. Antwi, A.; Henneberry, J.: Developers, non-linearity and asymmetry in the development cycle, in: Journal of Property Research, 1995, 12, S. 218

¹² Retter, J.: Projektentwicklung, in Falk, Bernd (Hrsg.): Immobilien-Handbuch Landsberg/Lech 1993, S. 337

¹³ Diederichs, C.J.: Grundlagen der Projektentwicklung, in: Schulte, K.-W.: Handbuch der Immobilien-Projektentwicklung, Köln 1996, S. 29

¹⁴ Dies trifft zumindest für Entwickler zu, die als Trader-developer bezeichnet werden können. Sie unterscheiden sich von Investor-developern, die ein Objekt nach der Entwicklung noch über einen längeren Zeitraum im Bestand halten und Residential-developern, die keine neuen Projekte mehr entwickeln und nur noch ihre Bestandsobjekte verwalten. (Vgl. Cadmann, D., Topping, R.: Property Development, London 1995, S. 12) Bei den beiden letztgenannten Gruppen handelt es sich um Mischformen zwischen Entwicklern und Investoren.

¹⁵ Weil die Flächennachfrage von Nutzern relativ preisunelastisch ist (Vgl. Gibson, V.A.; Lizieri, C.: New business practices and the corporate real estate portfolio: How responsive ist the UK Property Market, Manuscript zum Vortrag auf der European Real Estate Society, AREUEA International Real Estate conference, Maastricht

allgemeinen wirtschaftlichen Konjunkturbedingungen anstiegen und das Angebot an bestehenden Büroobjekten nicht mehr ausreichte. In solchen Phase erschien die Projektentwicklung überaus lukrativ und Entwickler starteten ihre Tätigkeit. Aufgrund der atomistischen Angebotsstrukturen¹⁶ planten und bauten dann sehr viele Entwickler gleichzeitig, ohne über einen langen Zeitraum voneinander zu wissen. Als die Projekte ein paar Jahre später bezugsfertig waren, wurde offensichtlich, daß zu viele Mietflächen erstellt worden waren.¹⁷ Wegen der langen Herstellungszeiten von Immobilien¹⁸ hatten sich zudem die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen während der Planungs- und Bauzeit häufig geändert und die Nachfrage nach Büroflächen war zurückgegangen. Ein ohnehin zu großes Angebot traf dann auf eine sinkende Nachfrage, was zu hohen Leerständen und niedrigen Mietpreisen führte. Projektentwickler konnten ihre Produkte nicht mehr oder nur zu deutlich geringeren Preisen als erwartet absetzen.

Die steigende Nachfrage nach Büroobjekten unterstützte zudem den Mut von Entwicklern, an Standorten zu investieren, die noch nicht als Bürostandorte etabliert waren. Dies waren häufig dezentrale Standorte. Sie waren u.a. deshalb attraktiv, weil die Grundstücke einfacher zugänglich waren als die von zahlreichen Entwicklern umworbenen Innenstadtdflächen. An solchen Standorten existierte jedoch ein höheres Leerstands- und Mietausfallrisiko, weil sie zum einen als letzte von einem Aufschwung profitieren und als erste von einem Konjunkturunbruch betroffen waren und zum anderen von weniger bonitätsstarken Mietern bevorzugt wurden. Die geringere Markttransparenz der Peripherie gegenüber der Innenstadt steigerte das Risiko dafür weiter, zum Zeitpunkt der Entscheidung zugunsten einer Immobilieninvestition nicht über die Aktivitäten der Konkurrenten informiert zu sein und damit das Flächenangebot zu unterschätzen.¹⁹

Der hohe Aufwand, den es macht, ein Grundstück zu sichern und zu erwerben, war ein zusätzlicher Grund dafür, eine einmal begonnene Projektentwicklung selbst dann nicht abzubrechen, wenn sich die Erfolgsaussichten aufgrund einer veränderten Marktsituation verschlechtert hatten. Der Prozeß der Grundstückssicherung war oftmals langwierig und mit Risiken verbunden, so daß bis zu diesem Zeitpunkt normalerweise bereits ein erheblicher Zeit- und Geldaufwand in das Projekt investiert worden war.²⁰ Durch die Einstellung der Entwicklungsaktivitäten hätte nicht nur auf die Chance verzichtet werden müssen, die bisher getätig-

1998, S. 2), steigt der Mietpreis bei einer ansteigenden Nachfrage sogar überproportional an (Vgl. Rosen, K.R.: Toward a model of the office building sector, in AREUEA Journal, Vol. 12, No. 3, 1984, S. 261ff).

¹⁶ Vgl. Kraus, D.G.: Bürohäuser als Kapitalanlage, in: Falk, B.: Gewerbeimmobilien-Handbuch, Landsberg/Lech 1989, S. 36

¹⁷ Vgl. Hennings, G.: Kaiserlei, Entwicklung und Vermarktung des Kaiserlei-Gebietes, Band II, Dortmund 1989, S. 147

¹⁸ Vgl. Bone-Winkel; Sotelo: Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert 4/95, S. 200

¹⁹ Vgl. Berry, J.; McGreal, S.; Deddis, B.: Urban investment and development, London 1993

²⁰ Vgl. Willis, Carol: Form follows finance - skyscrapers and skylines in New York and Chicago, New York 1995, S. 160f

ten Ausgaben zurückzuerhalten, sondern auch darauf, die Finanzierungskredite für das Grundstück, die weiterhin bedient werden mußten, durch Einnahmen aus der Liegenschaft zu decken.

Druck, begonnene Projektentwicklungen nicht mehr abubrechen, entstand zudem dadurch, daß Objekte am Anfang eines Zyklusses platziert werden müssen, um besonders erfolgreich zu sein. Dies zwang Entwickler dazu, schnell zu handeln. Einmal getroffene Entscheidungen, eine Projektentwicklung zu beginnen, wurden daher im Verlauf der Entwicklung häufig nicht mehr in Frage gestellt.²¹

Hinzu kam, daß in Aufschwungphasen auch die erste Entscheidung zugunsten einer Projektentwicklung unter Zeitdruck vollzogen werden mußte, weil rasch ansteigende Bodenpreise dazu verleiteten, Liegenschaften schnell anzukaufen. Weil sich viele Entwickler in solchen Phasen zum Grunderwerb entschlossen, heizten sie den Bodenmarkt weiter an und kreierten ihren eigenen Markt. Die progressiv ansteigenden Preise zwangen dann alle Marktteilnehmer zu immer schnellerem und unbedachterem Handeln.²²

Der Zeitdruck wurde meist dadurch verstärkt, daß erst sehr spät, d.h. zur Zeit des einsetzenden Aufschwungs mit der Projektentwicklung begonnen wurde. Fraglos wäre die Talsohle oder die abschwingende Phase eines Zyklusses besser für den Projektstart geeignet gewesen. Neben dem Vorteil, daß in solchen Zeiten die Grundstücks-, Kapital- und Personalkosten sowie die Kosten für Bauleistungen am niedrigsten waren, hätten die fertiggestellten Immobilien zu einem günstigen Zeitpunkt am Markt angeboten werden können. Dem Projektentwickler fehlten in dieser Phase häufig jedoch die notwendigen Eigen- und Fremdkapitalmittel.

Das Eigenkapital von Entwicklern wurde in Krisenzeiten häufig in solchen Immobilien gebunden, die sie während der letzten Hochkonjunkturphase errichtet hatten und aufgrund des Überangebotes auf dem Markt nicht wie geplant veräußern konnten. Da diese Immobilien oft hohe Leerstände aufwiesen und nicht die ursprünglich anvisierten Mietpreise erzielen konnten, die Finanzierungskosten aber weiterhin gezahlt werden mußten, verursachten sie bei Entwicklern Mittelabflüsse und senkten deren Eigenkapitaldecken. In dieser Situation war es für Entwickler kaum möglich, Eigenkapital für eine Neuinvestition bereitzustellen. Dies wurde außerdem dadurch erschwert, daß die erforderliche Eigenkapitalsumme in Immobilienmarktkrisen anstieg, weil Banken in solchen Phasen aufgrund des scheinbar höheren Risikos größere Eigenkapitalanteile verlangten, sofern sie überhaupt bereit waren, Entwicklern das notwendige Fremdkapital zur Verfügung zu stellen.

²¹ Vgl. Whitehead, a.a.O., S. 167f

²² Vgl. ebenda, S. 127f

Banken schätzten die Bonität von Entwicklern zu diesem Zeitpunkt ohnehin als gering ein, weil deren Unternehmen aufgrund der geschilderten Situation zumindest keine Gewinne erwirtschafteten. Weil der Wert der Immobilien, die sich im Besitz der Entwickler befanden, durch die schlechte Immobilienmarktsituation gesunken war, konnten sie zudem nur wenige Sicherheiten anbieten. Die von Banken geforderten Vorvermietungen konnten oder wollten Entwickler in solchen Phase ebenfalls nicht nachweisen. Zum einen schlossen potentielle Nutzer bei einem Überangebot an Flächen keine Vorvermietungsverträge ab, weil zahllose Flächen bereitstanden, die sie unmittelbar beziehen konnten, zum anderen war der Abschluß von Vorvermietungsverträgen von Projektentwicklern in Niedrigpreisphasen nicht gewünscht.

Eine weitere Ursache für die Überproduktion resultierte aus dem von Entwicklern angestrebten Verkauf der Immobilie, weshalb sie nur kurz- bis mittelfristige Ziele verfolgten.²³ Stabile Marktverhältnisse, die die Vermietung der Immobilie und damit ihre Werthaltigkeit langfristig sichern, waren für Entwickler daher nicht von Interesse. Im Gegenteil: Weil die Leistung von Projektentwicklern darin besteht, Objekte zu planen und umzusetzen, waren sie gezwungen, ständig neue Objekte am Markt zu plazieren. Dabei war es für sie nicht von Bedeutung, daß sie Bestandsobjekte vom Markt verdrängten. Durch die Markteinführung immer neuer Projekte, die den modernsten Standards entsprachen, wurden Bestandsobjekte sogar immer schneller obsolet. In der Konsequenz verursachte der Markteintritt von Entwicklern, daß sich die Produktlebenszyklen von Immobilien verkürzten. Die Folge war eine ansteigende Zahl von Immobilien, die ohne Revitalisierungsmaßnahmen nicht mehr vermietet werden konnten.²⁴

Dem Dilemma, Projekte in schlechten Marktphasen entwickeln zu müssen, versuchten einige Entwickler zu entgehen, indem sie in andere regionale Märkte oder Märkte anderer Immobilientypen expandierten. Weil ihnen in neuen regionalen Märkten die Besonderheiten des Marktes und die Schlüsselakteure häufig nicht vertraut waren²⁵ und ihnen bei der Entwicklung anderer Immobilientypen oft das Personal mit dem entsprechenden Fachwissen fehlte,²⁶ unterlagen sie bei solchen Investitionsentscheidungen jedoch einem erhöhten Risiko der Fehleinschätzung.²⁷

Die fehlende Bereitschaft von Entwicklern, ihre Aktivitäten einzuschränken, wurde überdies durch die besonderen Funktionsmechanismen der Bauindustrie verursacht. Der Erfolg von Entwicklern hängt einzig vom Können und den Kontakten ihres Personals ab.²⁸ Ein Perso-

²³ Vgl. Schleibe, K.: Einkaufscenter-Management ist Marketing-Management. Das Einkaufscenter als Markenartikel, in: Falk, B. (Hrsg.): Das große Handbuch Shopping-Center, Landsberg/Lech 1998, S. 109. Diese für Shopping-Center getroffene Aussage gilt analog auch für die Entwicklung von Büroobjekten.

²⁴ Vgl. Krabben, E. v. d.; Boekema, F., a.a.O., S. 216f

²⁵ Vgl. Isenhöfer, B.: Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen, Köln 1999, 236

²⁶ Vgl. ebenda, S. 237

²⁷ Vgl. Whitehead, J. C., a.a.O., S. 136ff

²⁸ Vgl. Suchman, D. R., a.a.O., S. 4

nalabbau erschwert den zu einem späteren Zeitpunkt gewünschten Wiederaufbau der Produktion daher,²⁹ so daß Projektentwickler auf diesen Schritt möglichst verzichteten.

Fehlerhafte Entscheidungen zugunsten von Projektentwicklungen wurden ferner durch ungünstige Unternehmensstrukturen verursacht. In Aufschwungsphasen wuchsen die Unternehmen und mit ihnen die Zahl ihrer Angestellten schnell an. Es hätte erhebliche Zeitkapazitäten erfordert, um die entsprechenden Entscheidungs- und Organisationsstrukturen aufzubauen. Weil das Führungspersonal benötigt wurde, um die Projektarbeit voranzutreiben, standen diese Kapazitäten jedoch kaum zur Verfügung, mit der Folge, daß fehlende oder nachteilige Entscheidungsstrukturen zu einer erhöhten Fehlerquote beitrugen.³⁰

Die Expansion war für viele Unternehmen nicht nur eine Versuchung, sondern geschah auch unter einem Druck, dem sich die Unternehmen nur selten entziehen konnten. Gerade in den USA, wo viele Entwicklungsunternehmen börsennotiert waren, unterlagen sie dem Zwang, hohe Wachstumsraten vorweisen zu müssen. Dabei wurde es im Verlaufe des Zyklusses schwieriger, diese Wachstumsraten zu erzielen. Zum einen weil die Ausgangsbasis für die Wachstumsrate ständig anstieg,³¹ zum anderen weil in der Hochkonjunkturphase die Preise für die Entwicklung überproportional anstiegen (erhöhte Grundstückskosten, Baukosten und Finanzierungskosten) und deshalb die Renditen für die einzelnen Projekte sanken.³² Um dies zu kompensieren, mußten immer zahlreichere und größere Projekte entwickelt werden.

Ein zusätzlicher Anreiz zu wachsen, resultierte daraus, daß größere Unternehmen ein höheres Vertrauen der Banken genossen und deshalb einfacher an die benötigten Fremdfinanzierungsmittel gelangten.³³

Vielfach lag eine weitere Ursache für Fehlentscheidungen in der Altersstruktur der Entscheidungsträger begründet. Weil Akteure, die bereits im letzten Immobilienzyklus aktiv waren und einen Zusammenbruch des Marktes erlebt hatten, tendenziell länger mit der Entscheidung zögerten, eine Entwicklung zu beginnen, waren am Beginn des Booms oft die Unternehmen am erfolgreichsten, die diese Erfahrungen noch nicht gemacht hatten und daher unbefangener eine Entwicklung starteten.³⁴ Weil diese Entwickler keine Erfahrung darin hatten, heraufziehende Krisen zu erkennen, übersahen sie nicht selten die Anzeichen für den beginnenden Abschwung.

Den geschilderten Rahmenbedingungen unterlagen prinzipiell alle Entwickler, aufgrund ihrer unterschiedlichen Unternehmensstrukturen allerdings in abgestufter Intensität. So konnten beispielsweise Unternehmen, die aus anderen Aktivitäten oder durch umsichtiges Vorgehen

²⁹ Vgl. Fainstain, S. S., a.a.O., S. 65

³⁰ Vgl. Whitehead, J. C., a.a.O., S. 62

³¹ Vgl. ebenda, S. 124

³² Vgl. ebenda, S. 125

³³ Vgl. ebenda, S. 123

³⁴ Vgl. ebenda, S. 114

im vorangegangenen Zyklus über Eigenkapitalmittel verfügten, unabhängiger von Banken agieren. Dies galt auch für Unternehmen, die Immobilien nicht unmittelbar nach der Entwicklung veräußerten, sondern zumindest eine Zeitlang im Bestand hielten und deshalb den Banken größere Sicherheiten anbieten konnten. Solche Unternehmen waren zudem eher an der langfristigen Werthaltigkeit interessiert und entwickelten daher weniger Standorte mit hohen Leerstandsrisiken.

Abweichende Verhaltensmuster resultierten ferner aus der räumlichen Unternehmensorganisation. Entwickler, die in regionalen Einheiten tätig waren, hatten die Chance, eher zu erkennen, wann der Konjunkturzyklus den günstigsten Investitionszeitpunkt überschritten hatte, als überregional operierende Entwickler. Zudem verfügten sie über detailliertere Standortkenntnisse und konnten daher oft besser einschätzen, welche Standorte kein Entwicklungspotential besaßen. Diese Entwickler hatten - anders als überregional tätige Unternehmen - aber nicht die Möglichkeit, Entwicklungen, die auf anderen Märkten früher einsetzten, zu beobachten und auf ihren eigenen Markt zu übertragen. Zudem agierten überregionale Marktteilnehmer auf einer Basis, die stärker datenorientiert war, so daß sie nicht so schnell Gefahr liefen, ausschließlich emotional motivierte Projekte zu entwickeln. Darüber hinaus hatten sie die Möglichkeit, die zeitliche Verschiebungen der einzelnen Märkte auszunutzen und ihre Aktivitäten in Märkte zu verlagern, in denen günstige Investitionsbedingungen herrschten.

Die Rahmenbedingungen für die Akteure wurden überdies dadurch bestimmt, ob das Entwicklungsunternehmen selbständig oder in einen Konzern eingebunden war. Mitarbeiter in konzernangehörigen Unternehmen unterlagen einem stärkeren Rechtfertigungsdruck als diejenigen in unabhängigen Unternehmen und handelten daher vorsichtiger. Auf der einen Seite wählten sie deshalb nur Objekte aus, die aufgrund ihres Standortes geringere Leerstandsrisiken hatten, waren auf der anderen Seite aber gezwungen, erst spät mit der Entwicklung zu beginnen, um die im Mutterunternehmen häufig geforderten Vorvermietungen nachweisen zu können.

Besonderen Rahmenbedingungen unterlagen Entwicklungsunternehmen, die zu Bauunternehmen gehörten. Für sie konnten sich Projektentwicklungen selbst dann als sinnvoll erweisen, wenn durch die Entwicklung keine Gewinne erzielt werden konnten, das Mutterunternehmen aber von den erbrachten Bauleistungen profitierte.

Differenziert zu beurteilen sind auch private und öffentliche Entwicklungsunternehmen. Letztere hatten häufig die Aufgabe, Objekte zu entwickeln, um die Struktur einer Region zu verbessern. Einerseits verfolgten sie deshalb langfristige Ziele und statteten ihre Objekte daher so hochwertig aus, daß sie auch in schwierigen Phasen vermietet werden konnten. Andererseits waren sie gezwungen, Objekte gerade an den Standorten umzusetzen, die mit so

hohen Leerstandsrisiken verbunden waren, daß private Entwickler sie nicht eingehen wollten.

Auch Entwicklungsunternehmen, die in Industrie- und Dienstleistungsunternehmen eingegliedert waren, von solchen Unternehmen gegründet wurden oder aus solchen Unternehmen entstanden, mußten oft mit Standorten umgehen, die erhöhte Leerstandsrisiken aufwiesen, weil sie die Aufgabe hatten, die aus strukturellen Gründen brachgefallenen Liegenschaften aus dem Ursprungsunternehmen zu vermarkten oder zu entwickeln und es sich bei diesen Liegenschaften meist nicht um zentral gelegenen Innenstadtflächen handelte. Darüber hinaus verschärften solche Unternehmen den Zyklus, weil sie potentielle Entwicklungsflächen erst sehr spät in einem Zyklus veräußerten. Zum einen waren sie dazu durch in vorherigen Hochpreisphasen festgesetzte Buchwerte gezwungen, zum anderen wollten sie selbst von den erwarteten Wertsteigerungen profitieren. Anders als die anderen Entwickler unterlag diese Gruppe aber nicht den Zwängen, ein Projekt aufgrund des bereits getätigten Grundstückserwerbs und der damit verbundenen Finanzierungskosten weiterzuführen.

Finanziers

Da Entwickler nur in geringem Maße über Eigenkapital verfügen, ist die Sicherstellung der Finanzierung ein wesentlicher Baustein der Projektentwicklung. Daher sind Finanzinstitute als eine der wichtigsten Akteursgruppen auf dem Immobilienmarkt zu bewerten. Es wird sogar die Meinung vertreten, daß die Verfügbarkeit von Geld Entwickler zu risikoreichen Investitionen erst verführe. "There is a belief that bankers finance what builders build. In fact, the opposite is true. Money is the sin qua non. If you have money you will build",³⁵ so ein Entwickler.

Bei der Unterstützung risikoreicher Projekte unterlagen Banken ähnlichen Zwängen wie die Entwickler selbst. Die Leistung, mit der Finanzinstitute ihre Erträge erwirtschaften, besteht darin, Geld zu verleihen. Deshalb war es notwendig, ständig neue Kreditabschlüsse zu tätigen.³⁶ Dabei standen Banken in einem sich verschärfenden Wettbewerb,³⁷ seit am Ende der 70er Jahre hohe Inflationsraten und fallende Zinsen die Regierungen in den westlichen Industriestaaten veranlaßt hatten, die internationalen Finanzmärkte zu liberalisieren und zu deregulieren.³⁸ Dies zwang Banken, ihre Margen zu senken, höhere Risiken einzugehen und andere Investitionsmöglichkeiten zu suchen, die sie gerade in Hochkonjunkturphasen in der Immobilienwirtschaft zu finden glaubten. Als zu Beginn der 80er Jahre der wirtschaftliche

³⁵ Fainstein, S.S., a.a.O., S. 65

³⁶ Vgl. Downs, A.: Cycles in Office Space Markets, in: White, J. (Hrsg.): The Office Building - From concept to Investment Reality, Chicago 1993, S. 165

³⁷ Vgl. Pace, R.D.: Limitations on the business of banking: an analysis of expanded securities, insurance, and real estate activities, New York and London 1995, S. 3

³⁸ Vgl. Wilkinson, H.E.: Forces at Work in the Real Estate Industry, in: Zuckerman, H.A.: Problem Real Estate - How to restructure refinance & remarket troubled commercial properties, Chicago 1992, S. 5

Aufschwung einsetzte, verzeichneten die Banken zudem große Mittelzuflüsse, die erneut plaziert werden mußten.

Der hohe Konkurrenzdruck auf dem Investmentmarkt trug zweifellos zu einem sorgloseren Umgang mit Projektrisiken und einer zu optimistischen Markteinschätzung bei.³⁹ Die Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente, die sich durch höhere Risiken auszeichneten, war ebenso auf die Bedingungen auf den Finanzmärkten zurückzuführen. So wurde beispielsweise in den 80er Jahren zunehmend eine Finanzierungsform praktiziert, die unter dem Stichwort "Gegenfinanzierung" bekannt wurde.⁴⁰ Dabei wurde davon ausgegangen, daß der beste Weg, einen Kredit zurückzuzahlen, darin bestünde, einen neuen Kredit aufzunehmen, ein Modell, das in Hochkonjunkturphasen hervorragend funktionierte und insbesondere in den USA zu einem drastischen Anstieg des Angebotes auf dem Büromarkt beitrug. Es barg jedoch ein erhöhtes Risiko, das von Kredit zu Kredit anstieg und die Anfang der 80er Jahre einsetzende Krise schnell verstärkte.⁴¹

Entwickler nutzten die genannten Denkstrukturen von Banken und präsentierten ihnen in ansteigenden Konjunkturphasen Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen, die auf ähnlichen Überlegungen beruhten. Beispielsweise setzten sie existierende Immobilien als Sicherheit ein. Damit erhöhten sie scheinbar den Immobilienwert und rechtfertigten einen höheren Beleihungswert. Zudem wurde die Aufnahme möglichst hoher Fremdkapitalbeträge benutzt, um die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu steigern.⁴² Diese Überlegungen⁴³ waren allerdings nur solange erfolgreich, wie die Gesamtkapitalrendite über den Fremdkapitalzinsen lag und verkehrten sich in ihr Gegenteil, als dies nicht mehr der Fall war (Leverage-Effekt⁴⁴). Diese Wirtschaftlichkeitsanalysen suggerierten Finanziers in Hochphasen des Immobilienzyklusses hohe Profite der Entwickler, die sie dazu veranlaßten, der Immobilienwirtschaft immer neue Finanzmittel bereitzustellen.

Die Liberalisierung ermöglichte Finanziers zudem, sich selbst an der Entwicklung von Projekten zu beteiligen. Die vorher übliche Trennung der Funktionen bürdete dem Finanzier hohe Risiken auf, ohne daß er von einer erfolgreichen Entwicklung profitieren konnte.⁴⁵ Neue Finanzierungsformen⁴⁶, die Finanzinstitute als Partner in die Projektentwicklung einbanden,⁴⁷

³⁹ Vgl. Downs, a.a.O., S. 165

⁴⁰ Vgl. Wilkinson, H.E., a.a.O., S. 8

⁴¹ Vgl. z.B. Acron Finanz-Treuhand GmbH: "Auch im Immobiliensektor ist antizyklisches Investieren möglich - international", in: Bulwien, H.; Talkenberger, P. P.: Top Know-how rund um den Immobilienstandort, Idstein 1994, S. 327

⁴² Vgl. ebenda, a.a.O., S. 9

⁴³ Vgl. Fahrhol, B.: Neue Formen der Unternehmensfinanzierung, München 1998, S. 18

⁴⁴ Vgl. Wöhe, G.: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, München 1993, S. 841 ff

⁴⁵ Vgl. Clapp, J.M.: Dynamics of office markets, Washington 1993, S. 57

⁴⁶ Vgl. z.B. Spitzkopf, H.-A.: Finanzierungsarten und Finanzmanagement für Shopping-Center, in: Falk, B.: Das große Handbuch Shopping-Center, Landsberg/Lech 1998, S. 396ff oder Follak, K. P.: Immobilien-Projektfinanzierung, in: Der langfristige Kredit 4/93, S. 100ff oder Nahlik, W.: Finanzierung von Immobilien-Developements, in: Die Bank 7/94, S. 391ff oder Kremer, M. A.; Briese, K.-H.; Schroeder-Hohenwarth, J.: Innovative Finanzierungsformen, Teil 1 bis 5 in: Immobilien Zeitung, 20.3. bis 30.5. 1997

eröffneten ihnen bessere Gewinnmöglichkeiten, verwischten aber die Grenzen zwischen Projektentwicklung, Investment und Finanzierung,⁴⁸ wodurch die Funktion des Finanziers als Kontrollinstanz weitgehend verschwand.

Immobilien ohne ausreichende Prüfung ihrer Rentabilität zu finanzieren, wurde zudem durch die Entlohnungssysteme einiger Bankinstitute unterstützt, die auf Basis von Provisionszahlungen operierten. Sie honorierten häufig einzig den Abschluß eines Finanzierungsvertrages, ohne dessen Risiko mitzubetrachten. Bankangestellte, die nach solchen Kriterien entlohnt wurden, wurden bei der Entscheidung bezüglich einer Finanzierung nicht animiert, das Sicherheitsstreben des Unternehmens in den Vordergrund ihrer Überlegungen zu stellen.⁴⁹ Die Kontrollinstrumente, die Banken bei der Vergabe von Finanzierungsmitteln verwendeten, stellten wesentlich auf die Bonität des Kreditnehmers ab.⁵⁰ Wie beschrieben, ist diese Bonität gerade in den Phasen schlecht, in denen der Start einer Projektentwicklung günstig wäre, aber besonders gut, wenn sich die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Projektentwicklung verschlechtert haben. Deshalb versagten die Sicherungsinstrumente von Banken gerade im entscheidenden Moment, während in günstigen Investitionsphasen Immobilienfinanzierungen politisch nicht durchgesetzt werden konnten, weil die Sicherungsinstrumente hohe Risiken suggerierten.

Selbst wenn Finanziers das Risiko einer Projektentwicklung bewußt war, konnte die Finanzierung für Bankinstitute sinnvoll sein. Banken überlegten beispielsweise immer dann, Bauleistungen zu finanzieren, wenn sie bereits die Mittel für die Grundstücks- und Entwicklungskosten bereitgestellt hatten. Weil der Kreditnehmer nur dann Einnahmen erzielen und die bereits ausgezahlten Kredite zurückzahlen konnte, wenn das Objekt fertiggestellt wurde, waren Banken zumindest immer dann bereit, das Projekt weiterzufinanzieren, wenn ausreichende Vorvermietungsverträge vorlagen oder die Chance bestand, eine so hohe Vermietungsleistung zu erzielen, daß nicht nur die ursprünglichen, sondern auch die zusätzlichen Kredite zurückgeführt werden konnten. Daß sie dadurch das Leerstandsvolumen auf dem Gesamtmarkt erhöhten, war für sie nicht von Bedeutung.

Investoren

Investoren möchten durch die Anlage ihres Vermögens vor allem Gewinn erzielen. Die Höhe der Investition in Immobilien hängt zum einen davon ab, wieviel Vermögen investiert werden

⁴⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.: Immobilienanlageprodukte: Überblick und Vergleich, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, Th.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 514

⁴⁸ Vgl. Baum, A.; Lizieri, C.; Scott, P: Ownership, Occupation and Risk: A View of the London Office Market, Manuscript zum Vortrag auf der European Real Estate Society/ AREUEA International Real Estate Conference Maastricht, 1998, S. 12f

⁴⁹ Vgl. Fainstein, S.S., a.a.O., S. 66

⁵⁰ Vg. Ratcliffe, J.; Stubbs, M.: Urban planning and real estate development, London 1996, S. 317

soll und zum anderen davon, wie sich die Renditeerwartungen alternativer Anlageformen wie der von Wertpapieren, Aktien, etc. im Vergleich zu Immobilienanlagen gestalten.

Renditen werden bei Immobilien durch Mieterträge und die Wertsteigerung des Objektes erwirtschaftet. Beide Erträge stiegen in konjunkturellen Aufschwungphasen an: Die Mieteinnahmen, weil auch bisherige Leerstandsflächen vermietet und höhere Mieten bei Neuverträgen durchgesetzt werden konnten; die Wertsteigerung, weil der Wert über den Vielfältiger der Jahresmieteinnahmen unmittelbar an die Mieterträge gekoppelt wird. Weil die Ausschläge auf dem Immobilienmarkt höher waren als auf vielen anderen Märkten, verbesserte sich in konjunkturellen Aufschwungphasen des Immobilienmarktes die Konkurrenzfähigkeit von Immobilienanlagen gegenüber anderen Anlageformen, weshalb Anlagevermögen zugunsten des Immobilienmarktes umverteilt wurden. Dieser erhöhten Nachfrage nach Investitionsobjekten stand ein geringes Angebot gegenüber, weil Projektentwickler in der vorhergehenden Krise nur in geringem Umfang Objekte produziert hatten. In der Folge setzte ein Wettbewerb um die wenigen Objekte am Markt ein und Investoren waren bereit, Immobilien zu einem höheren Vielfältiger der Jahresmieteinnahmen zu erwerben. Dies wiederum erhöhte die Wertsteigerungsraten und machte Immobilieninvestitionen gegenüber anderen Anlageformen noch attraktiver. Investoren tendierten in solchen Phasen dazu, die Wertermittlung für eine Immobilie von den erzielbaren Mieterträgen abzukoppeln und die Spekulation um den Wiederverkaufswert zum wesentlichen Antriebsmotiv für die Entscheidung zugunsten von Immobilieninvestitionen zu machen.⁵¹

Dieser Prozeß wurde noch durch die zweite Komponente verstärkt, die die Höhe des Investitionskapitals zugunsten von Immobilien bestimmt: Der Höhe des zur Verfügung stehenden Vermögens. Da Aufschwungphasen auf dem Immobilienmarkt meist mit allgemeinen konjunkturellen Aufschwungphasen gekoppelt waren, wurden in der Volkswirtschaft insgesamt höhere Einkommen erzielt, die u.a. auf dem Immobilienmarkt plaziert werden mußten. Investoren, die in ihrem Gesamtportfolio bereits über Immobilien verfügten, flossen durch ihre Mieteinkünfte Mittel zu, die ebenfalls wiederangelegt werden mußten. Damit unterlagen Investoren dem Druck, selbst dann weiter auf dem Immobilienmarkt agieren zu müssen, als die Bedingungen bestenfalls als suboptimal zu bezeichnen waren.

Verstärkt wurden die zyklischen Ausschläge durch das Phänomen, daß Investoren immer häufiger ihre eigenen Nutzer waren. Beispielsweise werden in der Square-Mile von London, dem 1a-Standort der britischen Hauptstadt, bereits mehr als 50 % der Büroflächen von Unternehmen aus den Bereichen "Finanzdienstleistungen", "Versicherungen", "Immobilien" und "Rechts- und Wirtschaftsberatung" sowohl besessen als auch genutzt. Knapp 30 % der Ge-

⁵¹ Vgl. z.B. Willis, Carol, a.a.O., S. 157 oder Hoyt, H.: One hundred years of Land Values in Chicago, in: Chicago Press, 1933, in: Hoyt, H.: According to Hoyt: 50 years of Homer Hoyt, o.O. u. J., S. 526f

bäude sind allein im Eigentum und in Nutzung der Finanzbranche.⁵² Konnten diese Unternehmen große Wachstumsraten in ihrem Kerngeschäft erzielen, bauten sie normalerweise ihr Personal aus. Dies wiederum stärkte die Neunachfrage auf dem Büroflächenmarkt und in der Folge kam es zu Mietsteigerungen. Zu diesem Zeitpunkt wurden Investitionen in Büroimmobilien interessant und die bisherigen Nutzer investierten ihre Gewinne aus dem Kerngeschäft in solche Objekte. Renditen aus dem Immobiliengeschäft trugen dann zum weiteren Erfolg der Unternehmen und zusätzlichem Personalaufbau bei. Auf diese Weise schafften sich die Investoren ihre eigene Nachfrage und initiierten ihren eigenen Boom. Sie steigerten jedoch die Risikoanfälligkeit des Immobilienmarktes, weil externe Schocks, beispielsweise auf den internationalen Finanzmärkten, nun direkte Auswirkungen auf den Immobilienmarkt hatten. Der Beschäftigtenabbau bei den genannten Unternehmenstypen verursachte bei den gleichen Unternehmen Verluste im Immobiliengeschäft und ließ die Finanzmärkte weiter einbrechen usw. Diese positive Rückkopplung setzte Abwärtsspiralen in Gang, die zu Krisen auf den Immobilienmärkten führten.

Neben dem bei allen Anlegern feststellbaren prozyklischen Verhalten unterschied sich die Verhaltensweise bei den verschiedenen Investorengruppen graduell. Beispielsweise wurde das Anlagevermögen, das Versicherungen und Pensionskassen in Immobilien investieren konnten, durch gesetzliche Vorschriften beschränkt⁵³ und dadurch der Druck auf den Anlagemarkt gedämpft. Zudem unterliegt diese Investorengruppe durch die Bestimmungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes Sorgfaltspflichten gegenüber ihren Anlegern,⁵⁴ so daß sie nur verhältnismäßig sichere Objekte als Anlageobjekte auswählen konnten. Damit wurden Entwickler nicht dazu veranlaßt, Objekte zu errichten, die aufgrund ihrer Lage- und Ausstattungskriterien langfristig keine Vermietungschancen hatten.

Offene Fonds müssen hingegen gesetzlichen Bestimmungen zufolge einen festgelegten Anteil ihres laufenden Anlagevermögens in Immobilien investieren.⁵⁵ Wegen ihrer Mittelzuflüsse in konjunkturellen Aufschwungphasen waren sie gezwungen, gerade zum ungünstigsten Zeitpunkt auf dem Markt zu agieren. Sie waren daher ein wesentlicher Motor der Aufwärtsspirale. Weil sich offene Fonds bei ihrer Investitionsentscheidung mehr an der langfristigen Wertsteigerung als der Anfangsrendite orientierten,⁵⁶ erwarben sie allerdings kaum Objekte, bei denen mit langfristigen Vermietungsschwierigkeiten gerechnet werden mußte. Wie Versicherungen und Pensionskassen animierten sie Entwickler nicht, zusätzliche Fläche an unattraktive Standorten zu errichten.

⁵² Vgl. Baum, A.; Lizieri, C.; Scott, P.: Ownership, Occupation and Risk: A View of the City of London Office Market, Reading 1998, S. 11

⁵³ Vgl. Bulwien, H.: Überblick über den Immobilienanlagemarkt in Deutschland, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 67

⁵⁴ Vgl. Walz, E.: Immobilien im Portfolio von Versicherungsunternehmen, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 629

⁵⁵ Vgl. Amelung, V., E.: Gewerbeimmobilien. Bauherren, Planer, Wettbewerber, Berlin, Heidelberg, 1996, S. 13

⁵⁶ Vgl. Bulwien, H., a.a.O., S. 62

Immobilien AGs gewinnen auf dem deutschen Markt erst langsam an Bedeutung. Daher können typische Verhaltensmuster derzeit noch nicht aus der Vergangenheit abgeleitet werden. Dennoch lassen sich einige Auswirkungen des Marktantritts von Immobilienaktiengesellschaften diskutieren. So könnte sich das Kapital erhöhen, das in Immobilien investiert wird, weil die Immobilienaktie durch ihre Größenordnung für jede Anlegerschicht geeignet ist.⁵⁷ Dadurch könnte sich der Wettbewerb auf dem Markt verschärfen.

Der Markteintritt von Aktiengesellschaften ermöglicht Immobilienunternehmen darüber hinaus neue Finanzierungsmöglichkeiten. Dies macht sie unabhängiger von Bankkrediten,⁵⁸ wodurch die Kontrollfunktion von Banken geschwächt wird und Entwicklern mehr Geld zur Verfügung steht.

Durch die Möglichkeit, Aktien mit geringem Aufwand kaufen oder verkaufen zu können,⁵⁹ wird dem Markt sehr schnell Geld zu- bzw. abfließen. Dies könnte dazu beitragen, daß Investitionsentscheidungen zeitnäher an der Steigerung der Nachfrage getroffen werden können. Der Anstieg der Kaufpreise für Immobilien würde umgekehrt schnell die Renditen verschlechtern und damit neue Investitionen verhindern. Insgesamt könnte dies die Zyklen abflachen. Relativiert werden könnten die schnellen Reaktionen der Aktionäre durch die Zeiträume, die die AGs benötigen, um Immobilien zu erwerben oder zu verkaufen.

Das Ausmaß von Büroflächenleerständen könnte umgekehrt allerdings dadurch erhöht werden, daß die Investitionsentscheidungen zugunsten von Immobilien noch weiter von der Nachfrage der Endnutzer abgekoppelt und stärker an die Bewegungen auf den Aktienmärkten gebunden würden.⁶⁰ Das Interesse der Anleger an kurzfristigen Gewinnen und die Berichterstattung in kurzen Zeitabständen zwingt die AGs zudem zu hohen Wachstumsraten und ständigen Erfolgsmeldungen. Damit wird gerade in Hochkonjunkturphasen Druck erzeugt, neue Objekte zu erwerben, wodurch der Immobilienmarkt weiter angeheizt werden könnte.

Geschlossene Immobilienfonds trugen in der Vergangenheit in erheblichem Maße zur Produktion von Leerständen bei. Weil sie über interessante Abschreibungsmöglichkeiten verfügten, standen steuerliche Aspekte im Vordergrund der Investitionsentscheidung, während auf Renditen aus Mieterträgen und Wertsteigerungen nur wenig Wert gelegt wurde. Dies erhöhte die Bereitschaft, in Immobilien zu investieren, die mit hohen Leerstandsrisiken behaftet waren. Gerade in den neuen Bundesländern trug dies zu einem Anstieg des Bauvolumens und damit zum dramatischen Anwachsen der Leerstandsrisiken bei. Durch die Abschaffung der

⁵⁷ Vgl. Loritz, K.-G.: Welche Chancen hat die Immobilien-AG in Deutschland, in: Zedelmarkt, 10. Jahrgang, 1998, S. 50

⁵⁸ Vgl. ebenda, S. 52

⁵⁹ Vgl. ebenda, S. 52

⁶⁰ Vgl. Scharpenack, F.; Nack, U.; Haub, C.: Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel; S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 679

Sonder-Afa und andere Einschränkungen der Abschreibungsmöglichkeiten wird die Gewinnerzielung aus Mieteinnahmen und Wertsteigerungen in Zukunft allerdings wieder in den Vordergrund der Interessen von geschlossenen Fonds rücken. Weil Investitionen in geschlossenen Fonds aufgrund der schwierigen Wiederveräußerungsbedingungen langfristig getätigt werden,⁶¹ könnte diese Investorengruppe in Zukunft sogar dazu beitragen, die Immobilienmärkte zu stabilisieren.

Berater

Berater werden im Vorfeld einer Investitionsentscheidung von Entwicklern, Investoren oder Finanziers beauftragt, die Erfolgsaussichten und den Wert des Objektes zu beurteilen. Durch ihre Gutachten beeinflussen sie das Meinungsbild ihrer Auftraggeber. Ihr Agieren hat deshalb nur mittelbare und damit geringere Auswirkungen auf das Marktgeschehen als das der bisher dargestellten Akteure. Die positive Begutachtung von Projekten in Hochkonjunkturphasen kann jedoch dazu beitragen, Projekte zu initiieren, die das Überangebot auf dem Markt vergrößern.

In diesem Zusammenhang wird Beratern häufig unterstellt, Gefälligkeitsgutachten abgegeben zu haben. Hintergrund dieser Überlegungen ist die principal-agent-problems- oder agency-theory. Danach läge es im eigenen ökonomischen Interesse jedes Gutachters, nicht zu formulieren, was er selbst, sondern was der Auftraggeber für richtig erachtete.⁶² Dadurch wollten Berater Auftraggeber nicht verärgern, um nicht zu forcieren, daß Aufträge zur Begutachtung anderer Projekte an Konkurrenten vergeben werden.

Vielfach versprechen sich Gutachter vom Start der Projektentwicklung auch Anschlußaufträge im Rahmen der gleichen Projektentwicklung. Dies könnten Aufträge für weitergehende Beratungsdienstleistungen sein. Ist ein Beratungsunternehmen an andere Unternehmen der Immobilien- oder Finanzierungsbranche (z.B. Maklerunternehmen, Bauunternehmen, Banken) gebunden, könnten diese Anschlußaufträge ebenso in der Übernahme anderer Dienstleistungen (z.B. Finanzierung, Projektsteuerung, Vermarktung) oder der Durchführung von Bauleistungen als Generalunternehmer bestehen. Die Hoffnung auf Anschlußaufträge hätte Berater in Hochkonjunkturphasen deshalb dazu neigen lassen, der Stimmung der Branche zu folgen und Projekte tendenziell zu gut zu bewerten.

Städte

Das Agieren der Kommunen auf dem Immobilienmarkt hatte aufgrund ihrer wenigen Handlungsinstrumente geringere Einflüsse auf das Marktgeschehen als das der Entwickler, Inves-

⁶¹ Vgl. Tiemann, H. J.: Geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 619

⁶² Vgl. Hudson-Wilson, S.; Wurtz bach, C.H.: Managing real estate portfolios, Burr Ridge, New York 1994

toren und Finanziers. Ihr Verhalten war allerdings oftmals ebenfalls prozyklisch⁶³ und trug damit zu Überproduktionskrisen bei. So erhöhten Kommunen in Hochkonjunkturphasen häufig das Flächenangebot. Die Hintergründe dafür sind vielschichtig. Zu nennen ist beispielsweise das Agieren der Lobbyisten, die den Immobilienmarkt vertreten. Um Potentiale für neue Entwicklungen zu gewinnen, wirkten sie in konjunkturstarken Zeiten verstärkt auf die politischen Vertreter der Gemeinde ein, zusätzliche Flächen für Büronutzungen auszuweisen.

Diesem Druck gaben die städtischen Vertreter oftmals nach, weil sie hofften, den Strukturwandel zu unterstützen, indem sie den Bau moderner Büroflächen zuließen und so Unternehmen Raum bereitgestellt werden konnte, auf dem sie hochwertige Arbeitsplätze ansiedeln konnten.⁶⁴ Diese Sichtweise wurde dadurch untermauert, daß in konjunkturellen Aufschwungsphasen die Nachfrage nach Büroflächen stieg und expandierende Unternehmen ins Umland abwanderten, weil sie in den Agglomerationskernen keine adäquaten oder ausschließlich teure Büroflächen fanden.

Auch produzierende Unternehmen verließen in solchen Phasen die Stadt. Dies taten sie zum einen, weil sie aufgrund der gestiegenen Bodenmarktpreise höhere Opportunitätskosten hatten, zum anderen, weil auch sie in derartigen Phasen expandierten, und die ansteigenden Grundstückspreise einen Umzug innerhalb der Stadt nicht erlaubten. Der breite politische Konsens, auf den die Wünsche der Immobilienmarktlobby trafen, waren also im wesentlichen auf die Bedeutung zurückzuführen, die der Arbeitsmarkt- und Steuerpolitik zukam.

Attraktive Großprojekte, die insbesondere auf dem Höhepunkt eines Zyklusses errichtet wurden,⁶⁵ verbesserten zudem das Image einer Stadt und damit die Ausgangssituation, den interkommunalen und -nationalen Standortwettbewerb zu gewinnen. Kommunen, die in Hochkonjunkturphasen eine restriktive Flächenausweisungspolitik betrieben hätten, wären Gefahr gelaufen, als investitionsfeindlich zu gelten, so daß eine solche Vorgehensweise politisch kaum durchzusetzen war.

In Krisenzeiten wurden Flächenausweisungen hingegen eher restriktiv gehandhabt. Darauf drängte u.a. die Gruppe der Lobbyisten, die sich aus den marktführenden Investoren und Entwicklern zusammensetzt. Zum Schutz ihrer eigenen Objekte wollten diese Akteure verhindern, daß Planungsrecht für weitere Büroimmobilien geschaffen wurde.

Eine weitere Facette des prozyklischen Verhaltens von Städten entstand durch den Grundstücksbesitz der Kommunen. Gerade in Innenstädten besitzen sie häufig zahlreiche Flächen, die sich für eine Büronutzung eignen. Bei anziehenden Grundstückspreisen wurde die Verlockung größer, den Haushalt durch den Verkauf dieser Flächen aufzufüllen, und die Opportu-

⁶³ Vgl. Willis, C., a.a.O., S. 168

⁶⁴ Vgl. Fainstein, S. S., a.a.O., S. 3

nitätskosten von eigengenutzten Immobilien in der Innenstadt stiegen an. In Zeiten fallender Grundstückspreise kann der Verkauf von eigenen Grundstücken hingegen politisch kaum durchgesetzt werden, weil in den meisten Kommunen das zumindest ungeschriebene Gesetz existiert, kommunale Grundstücke nicht unter dem Bodenrichtwert zu veräußern. Da diese Werte auf Vergleichswerten aus der Vergangenheit beruhen, liegen sie in Zeiten sinkender Bodenwerte häufig über dem am Markt erzielbaren Preis.

Neben diesen bewußt gesteuerten Prozessen verstärkten die Kommunen den Immobilienmarktzyklus manchmal auch unbeabsichtigt. Weil sie den Markt nicht systematisch beobachteten, lagen ihnen kaum Informationen vor, in welcher Marktphase sich der Zyklus gerade befand. Die schlechte Datenerfassung auf kommunaler Ebene betraf nicht nur die Kommunen selbst, die aufgrund ihrer Marktkenntnis falsche Steuerungsmaßnahmen einleiteten,⁶⁶ sondern auch die übrigen Akteure des Marktes, die ungünstige Investitionsentscheidungen trafen, weil diese Entscheidungen auf der Basis einer unzureichenden Informationslage getroffen werden mußten.

Unbewußte Marktbeeinflussungen entstanden überdies durch die langen Zeiträume, die benötigt wurden, um eine einmal begonnene Planung umzusetzen.⁶⁷ Dies mußte allerdings nicht nur Nachteile haben. Wollte eine Gemeinde aus den oben beschriebenen Gründen prozyklisch handeln, geschah es häufig, daß sich durch den Zeitbedarf der Bebauungsplanung die Marktsituation zum Zeitpunkt der Planfeststellung geändert hatte und das Verhalten der Kommune unbeabsichtigt antizyklisch wirkte.

3. Handlungsalternativen

Die dargestellten Motive und Rahmenbedingungen der Akteure auf dem Immobilienmarkt haben gezeigt, daß ihr prozyklisches Verhalten im wesentlichen nicht auf individuelles Fehlverhalten zurückzuführen ist, sondern auf systemimmanenten Mechanismen des Immobilienmarktes und Wechselwirkungen mit den Verhaltensmustern der anderen Marktteilnehmer beruht. Dies beschränkt die Möglichkeiten der einzelnen Akteure, sich antizyklisch zu verhalten. Dennoch sind im Rahmen der aufgezeigten Marktbedingungen modifizierte Vorgehensweisen für alle Akteure denkbar.

Aufgrund der unterschiedlichen Bedeutung sowie des verschieden ausgeprägten Handlungsspielraums der einzelnen Akteure kommt ihren Einflußmöglichkeiten jedoch unterschiedliche Bedeutung zu. Den größten Beitrag, die Büromarktampplituden zu nivellieren, kann zweifellos das Verhalten von Projektentwicklern, Investoren und Finanziers leisten, die

⁶⁵ Vgl. ebenda, S. 167

⁶⁶ Vgl. v. Einem, E.: Büroflächenentwicklung im regionalen Vergleich, Schriftenreihe "Forschung" des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau, Heft Nr. 484, S. 163

⁶⁷ Vgl. v. Einem, a.a.O., S. 163

die Schlüsselakteure auf dem Markt sind. Insbesondere Projektentwickler sind sogar daran interessiert, selbst in Krisenzeiten neue Projekte zu entwickeln, damit sie ihr Personal auf möglichst gleichbleibendem Niveau beschäftigen können. Fehlende finanzielle Mittel in Immobilienmarktkrisen schränken jedoch nicht nur ihre Möglichkeiten für ein antizyklisches Verhalten ein, sondern auch diejenigen von Investoren. Die Gestaltungsfreiheiten der Finanzinstitute sind größer einzuschätzen. Sie werden häufig nur durch hausinterne politische Rahmenbedingungen beschränkt, so daß der Mut von Banken, Neuentwicklungen auch und gerade in Krisenzeiten zu unterstützen, zu einer gleichmäßigeren Produktion von Büroflächen beitragen könnte. Berater und Kommunen haben nur mittelbaren Einfluß auf das Marktgeschehen, aber auch ihr Handeln kann unterstützen, die Höhe der Ausschläge des Büromarktzyklusses zu senken.

Aufgrund der negativen Erfahrungen, die die Akteure in der Vergangenheit mit Büromarktkrisen gesammelt haben, suchen und praktizieren alle Akteure Handlungsalternativen, nicht zuletzt deshalb, weil sie im Interesse der Handelnden selbst liegen.

Projektentwickler

Projektentwickler sind darauf angewiesen, den optimalen Zeitpunkt für Investitionsentscheidungen herauszufinden bzw. festzustellen, wann der Zeitpunkt für eine erfolgversprechende Investition überschritten ist. Daher wird bei Entwicklern der Marktforschung mittlerweile ein höherer Stellenwert als noch vor einigen Jahren eingeräumt. So tragen Wettbewerbsanalysen dazu bei, zu einem sehr frühen Zeitpunkt der Entwicklung zu klären, ob zu viele Konkurrenten Projekte vorbereiten und wie sich die Nachfrage voraussichtlich entwickeln wird. Sorgfältige Standortanalysen dienen dazu, die Projektentwicklung so auf die speziellen Investoren- und Nutzerwünsche abzustimmen, daß die fertiggestellte Immobilie selbst dann über gute Wettbewerbsbedingungen verfügt, wenn sich die Marktsituation bis zum Zeitpunkt der Marktplazierung verschlechtert haben sollte.

Markt- und Standortanalysen durchzuführen, trägt zudem zu einer Versachlichung des Entwicklungsprozesses bei und hebt damit die in der Einleitung angesprochen psychologischen Prozessabläufe aus. Am Beginn der Projektentwicklung durchgeführt, verzögert die Marktforschung allerdings den Projektablauf, wodurch das Projekt im Extremfall sogar mißlingen kann. Daher beobachten Entwickler die Märkte zunehmend kontinuierlich. Dies bietet ihnen die Chance, Entwicklungspotentiale frühzeitig aufzuzeigen und Projektentwicklungen so rechtzeitig zu starten, daß Wettbewerbsvorteile gewonnen werden können. Die hohen

Kosten einer solchen Vorgehensweise beschränken sie allerdings auf wenige Standorte und stimmen sie detailliert auf ihre Unternehmensziele ab.⁶⁸

Um den Zeitdruck zu vermindern, der durch den Erwerb des Grundstückes am Beginn der Projektentwicklung entsteht, wird schon seit einiger Zeit das Instrument des Optionsvertrages eingesetzt. Es kann allerdings nur in sinkenden oder stagnierenden Marktphasen genutzt werden, weil sich Eigentümer in konjunkturellen Aufschwungphasen nicht vertraglich auf einen Verkaufspreis festlegen möchten. Sie gehen dann davon aus, daß der Wert ihrer Liegenschaft steigen und bei Abschluß des endgültigen Kaufvertrages über dem vorher vereinbarten Preis liegen wird.

Daneben nutzen Entwickler die Möglichkeit, den Eigentümer der Flächen als Partner in die Projektentwicklung einzubeziehen und so den Erwerb des Grundstückes unnötig zu machen. Als Partner suchen sie Eigentümer, die selbst über Entwicklungskennntnisse und Kapazitäten verfügen, die Entwicklung zu begleiten. Unternehmen und Institutionen, die diese Voraussetzungen erfüllen und über interessante Flächenpotentiale verfügen, sind beispielsweise die Deutsche Telekom AG, die Deutsche Bahn AG und die Kommunen.

Ein dritter Weg, der von Entwicklern beschritten wird, um die Gefahren der Projektentwicklung zu senken, ist, Bestandsobjekte zu erwerben, die über laufende Mieteinnahmen verfügen, die zumindest ausreichen, die Finanzierungskosten abzudecken. Die Bebauung zu erneuern oder zu verdichten, kann dann so lange hinausgezögert werden, bis der Investitionszeitpunkt günstig erscheint.

Um ihre Tätigkeiten selbst in Phasen aufrechterhalten zu können, in denen die Entwicklung neuer Objekte im eigenen Markt nicht ratsam erscheint, verfolgen Entwickler auch weiterhin die Strategie zu diversifizieren. Um das Risiko von Fehlentscheidungen zu senken, die aus fehlenden Kenntnissen über andere regionale Märkte und Märkte anderer Immobilientypen resultieren, werden von vielen Unternehmen heute kompetente Fachkräfte eingestellt und/oder Joint-ventures mit in der jeweiligen Region oder in dem entsprechenden Produktmarkt erfahrenen Entwicklern eingegangen.

Darüber hinaus versuchen einige Akteure, ihre Kapazitäten gleichmäßiger auszulasten, indem sie andere Tätigkeiten aufnehmen. Bei diesen Tätigkeiten handelt es sich z.B. um Beratungsdienstleistungen, die den Vorteil haben, daß sie gerade in Krisenzeiten nachgefragt werden, also gerade dann, wenn der Entwickler neue Betätigungsfelder benötigt.⁶⁹ Beispielsweise beraten sie Eigentümer nicht marktgerechter Immobilien bei der Revitalisierung dieser Immobilien.

⁶⁸ Vgl. Hysom, J.L.; Crawford, P.J.: The Evolution of Office Building Research, in: American Real Society, 1997, S. 149

⁶⁹ Vgl. Isenhöfer, B., a.a.O., S. 245

Auch die Koordinierung von Projekten unterschiedlicher Bearbeitungsdauer trägt zu einer regelmäßigeren Auslastung bei. So werden in einsetzenden Aufschwungphasen nur noch kurzfristig zu verwirklichende Projekte begonnen, während am Beginn konjunkturschwacher Zeiten die Entwicklung langfristiger Projekte gestartet wird. Ergänzt wird dieser Prozeß durch eine vorausschauende Personalpolitik. Insbesondere in Hochkonjunkturphasen wird eine vorsichtige Einstellungspolitik betrieben und überprüft, ob bestimmte Dienstleistungen extern eingekauft werden können. In Krisenzeiten werden die eigenen Personalkapazitäten genutzt.

Um die Entscheidungsstrukturen im Unternehmen zu optimieren, setzt das Führungspersonal mittlerweile nicht nur bewußt eigene Zeitkapazitäten für solche Aufgaben ein, sondern läßt sich bei diesen Aufgaben durch professionelle Unternehmensberater unterstützen. Immer häufiger lassen sich die Unternehmen sogar nach den DIN EN ISO 9002ff zertifizieren. Dabei handelt es sich um Industrienormen zum Qualitätsmanagement, mit deren Hilfe zum einen alle Organisations-, Entscheidungs- und Tätigkeitsstrukturen überprüft und zum anderen das Vertrauen der übrigen Marktakeure (Banken, Investoren) in das Unternehmen erhöht werden kann.

Damit junge Projektentwickler, die noch keine Erfahrung mit krisenhaften Immobilienphasen haben, zumindest theoretisch über den Ablauf von Immobilienmarktzyklen informiert sind, lassen Entwickler ihre Angestellten zunehmend in speziellen Weiterbildungseinrichtungen schulen.

Finanziers

Banken reagieren auf die schmerzhaften Erfahrungen der letzten Immobilienmarktkrise, indem sie vermehrt ihr Kreditportfolio strategisch steuern. Ziel dieser Steuerung ist es, die Bestände und das Neugeschäft so zu diversifizieren, daß die Relation von Risiko und Rendite im Geschäftsfeld "Immobilien" optimiert wird.⁷⁰ Neben der Streuung der Finanzierungen in unterschiedliche regionale Märkte und verschiedene Immobilientypen wird darüber hinaus die Steuerung des Immobilienportfolios in die Lenkung des Gesamtportfolios eingebunden und in ungünstigen Investitionsphasen auf dem Immobilienmarkt andere Finanzierungen als die in Immobilien präferiert.

Die strategischen Ziele für den Gesamtbestand werden durch neue Richtlinien ergänzt, die die Qualität der einzelnen Engagements kontrollieren sollen. Dabei legen die Kreditinstitute ein zunehmend größeres Augenmerk auf die Funktionsfähigkeit der Immobilie und betonen die Bonität des Kreditnehmers schwächer als früher.⁷¹ Damit tragen sie zum einen der Tat-

⁷⁰ Vgl. Labitzke, Karin: Immobilienportfolio-Management, Teil 2, Manuskript zum Vortrag am 22.03.1999 in Dresden im Rahmen des Seminars "Pinnaculum" des Instituts für Corporate Real Estate, S. 4ff

⁷¹ Vgl. Prautzsch, W.-A.: Kreditrating bei Immobilienfinanzierungen - Risikoklassensysteme für Baukredite, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert 6/94, S. 321

sache Rechnung, daß aufgrund der heute üblichen hohen Fremdfinanzierungsanteile die Immobilie oft die einzige Sicherheit darstellt. Zum anderen resultiert diese Vorgehensweise aus der Erkenntnis, daß die Bonität des Projektentwicklers dann am niedrigsten ist, wenn die Chancen für eine erfolgreiche Projektentwicklung am höchsten sind und umgekehrt. Um die Markt- und Drittverwendungsfähigkeit der Immobilie zu beurteilen, werden neben der Erstellung konventioneller Gutachten in zunehmendem Maße Ratingverfahren, wie Banken sie bisher für die Bonitätsbewertung von Kunden eingesetzt haben, auf Immobilien übertragen.⁷²

Indem eigene Immobiliengesellschaften oder -abteilungen gegründet werden, werden zudem immobiliespezifische Beratungskennnisse in Bankinstituten geschaffen, die zum einen dazu genutzt werden sollen, Objekte, die mit einem zu hohen Risiko behaftet sind, zu erkennen und deren Finanzierung abzulehnen, und zum anderen die Projekte zu begleiten, für die eine positive Finanzierungsentscheidung gefallen ist. Dies erfordert, daß Banken sich heute früher als noch vor einigen Jahren in den Projektablauf einschalten.⁷³ Ergänzt durch die kontinuierliche Beobachtung der Immobilienmärkte in neu installierten Marktforschungsabteilungen ermöglicht ihnen dieses Vorgehen, Risiken und Potentiale der Entwicklung besser abzuschätzen und damit selbst in Krisenzeiten das Wagnis neuer Projektfinanzierungen einzugehen.

Als letzte Maßnahme werden die Entlohnungssysteme überarbeitet, so daß den Kreditvermittlern nicht nur die Quantität der abgeschlossenen Kreditverträge, sondern auch deren Qualität honoriert wird.

Investoren

Auch von Investoren wird vermehrt das Instrument der Marktforschung eingesetzt, um die Marktphasen rechtzeitig einordnen zu können und im Rahmen ihrer Möglichkeiten in einer frühen Phase des Zyklusses zu investieren.⁷⁴

Neben der Verteilung des Anlagekapitals auf verschiedene Anlageformen steht die Steuerung innerhalb des Immobilienportfolios im Mittelpunkt der Risikominimierung.⁷⁵ Diesem Zweck dient es, den Bestand nach Märkten, Mieterstrukturen und Immobilientypen zu diversifizieren und so die zeitliche Phasenverschiebung der unterschiedlichen Märkte zu nutzen.⁷⁶

Das Portfolio zu diversifizieren, stellt zudem die einzige Chance dar, die Auswirkungen nicht

⁷² Vgl. Lehner, A. H.: Rating für Immobilienfinanzierung, in: Der langfristige Kredit 11/95, S. 366ff

⁷³ Vgl. Nell, Job von: Projektentwickler und Banken - eine nutzenstiftende Symbiose? In: Der Langfristige Kredit 11/99, S. 366

⁷⁴ Vgl. Alda, W.: Offene Immobilienfonds, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 567

⁷⁵ Dieses Instrument steht den geschlossenen Immobilienfonds naturgemäß nur begrenzt und nur bei der Auflegung des Fonds zur Verfügung.

⁷⁶ Durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz werden auch den offenen Fonds bessere Möglichkeiten der Risikostreuung eingeräumt (Auflage von Mischfonds, größere regionale Streuung). Vgl. Alda, W., a.a.O., S. 571

immobilienmarktimmanner Entwicklungen abzumildern, die aus der Simultanität von Immobiliennutzung und -eigentum resultieren. Der Risikominimierung dient auch die Aufmerksamkeit, die Investoren beim Erwerb einer Immobilie zunehmend der Drittverwendungs- und Marktfähigkeit schenken. So gewährleisten sie selbst bei ungünstigen Marktsituationen eine erfolgreiche Vermietung ihrer Immobilie.

Ein weiteres Instrument, das Investoren für eine antizyklische Verhaltensweise nutzen, ist die Projektentwicklung.⁷⁷ Sie bietet die Möglichkeit des frühen Markteintrittes,⁷⁸ wird aber vorwiegend von Aktiengesellschaften angewendet. Diese häufig aus ehemaligen Industrieunternehmen entstandenen Gesellschaften⁷⁹ verfügen über umfangreichen Grundbesitz und damit die Möglichkeit, ihre Maßnahmen einer optimalen Zeitplanung zu unterwerfen. Offene Immobilienfonds, deren Tätigkeiten als Projektentwickler bisher gesetzlich limitiert waren, erhalten durch das dritte Finanzförderungsgesetz größere Möglichkeiten, sich an Projektentwicklungen zu beteiligen.⁸⁰

Bei Projektentwicklungstätigkeiten unterliegen Investoren allerdings allen im Absatz "Projektentwickler" beschriebenen Gesetzmäßigkeiten und damit ebenfalls der Gefahr, Überproduktionskrisen zu verursachen.

Berater

Um die Gefahr zu verringern, daß Gefälligkeitsgutachten erstellt werden, die auf Anschlussaufträge ausgerichtet sind, halten Entwickler, Investoren und Finanziere zunehmend innerbetrieblich Beratungsdienstleistungen vor. Damit werden Berater an das beauftragende Unternehmen gebunden. Befürwortende Berater einer Immobilie unterliegen dann einem Rechtfertigungszwang bei deren Scheitern, was sie letztendlich zu einer vorsichtigeren Beratungspraxis veranlassen dürfte.

Beratungsdienstleistungen zu internalisieren, birgt jedoch den Nachteil, auf die Marktkenntnisse externer Beratungsbüros zu verzichten. Gerade Beratungsbüros, die auch als Makler auf dem örtlichen Markt agieren, verfügen über umfangreiche Markteinblicke, die zumindest von überregional tätigen Entwicklern, Investoren und Finanzierern nicht erworben werden können. Zudem sind die Beratungsbüros mit den Bedürfnissen der Investoren und Endnutzer vertraut, weil sie eine Immobilie über den gesamten Lebenszyklus begleiten.⁸¹ Wenn die Marktforschung in die Unternehmen der übrigen Akteure integriert wird, gehen diese Kenntnisse verloren. Zudem besteht die Gefahr, daß die in die besagten Unternehmen integrierten

⁷⁷ Vgl. Cadman; Catalano laut Bone-Winkel, S.: Das strategische Management von offenen Immobilienfonds, Köln 1994, S. 65

⁷⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.: Wertschöpfung durch Projektentwicklung, in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln, 1996, S. 437.

⁷⁹ Vgl. Opitz, G.: Geschlossene Immobilienfonds, Freiburg 1995, S. 146

⁸⁰ Vgl. Alda, W., a.a.O., S. 571

Berater die Euphorie ihres Arbeitgebers adaptieren. Auf diese Weise könnte die gewünschte Objektivität und Kontrollfunktion der Berater verloren gehen. Eigene Berater zu beschäftigen, ergänzt deshalb häufig nur den Einkauf von externen Beratungsdienstleistungen.

Eine Alternative zu dieser Vorgehensweise wird bereits in den USA praktiziert, wo sich einige Berater am empfohlenen Investment beteiligen und damit das Vertrauen, das sie ihren eigenen Prognosen entgegenbringen, unter Beweis stellen. Die Bereitschaft, selbst einen Teil des Risikos zu tragen, wird Berater normalerweise ebenfalls zu einer vorsichtigeren Beratungspraxis veranlassen. Indem die Funktion des Beraters an die des Investors gekoppelt wird, verringert sich allerdings die Bedeutung des Beraters als Kontrollinstanz.

Städte

Eine der wichtigsten Aufgaben von Kommunen im Rahmen der Büromarktsteuerung ist es, Informationen zu sammeln und aufzubereiten. Diese Aufgaben nehmen Kommunen auch zunehmend wahr, weil sie erkannt haben, daß eine gute Marktkenntnis zum einen die Voraussetzung für die eigene Flächenhaushaltspolitik darstellt und zum anderen Entwickler und Investoren geholfen wird, geplante Entwicklungen ggf. sehr frühzeitig als Fehlinvestitionen einzuschätzen und abzubrechen.

Darüber hinaus nutzen Kommunen ihre Einflußmöglichkeiten auf den Büromarkt, indem sie eine gezielte Flächenausweisungspolitik betreiben. Neben dem Ziel, quantitativ nicht zu viele Flächen zur Verfügung zu stellen, streben sie an, keine Flächen auf dem Markt anzubieten, deren Bebauung zwar in konjunkturellen Hochphasen attraktiv erscheint, deren Standorteigenschaften aber ungeeignet sind, die Standorte langfristig als Bürostandorte zu etablieren. Dieses Vorgehen setzt genaue Kenntnisse über die Standortanforderungen von Bürobetrieben, die Standortbedingungen des geplanten Gebietes sowie die Höhe der nachhaltigen Nachfrage voraus. Deshalb erarbeiten viele Kommunen heute umfangreiche Markt- und Standortanalysen, bevor sie ein neues Gebiet für eine Büroflächennutzung zur Verfügung stellen. Darüber hinaus erstellen Kommunen zunehmend Büroflächenkonzepte, die u.a. Flächenbedarfsprognosen enthalten, auf deren Basis über den Umfang von Flächenausweisungen entschieden wird. Diese Studien erlauben zudem, den politischen Diskussionsprozess zu versachlichen.

Die mit der Einführung der Instrumente des vorhabenbezogenen Bebauungsplanes und des städtebaulichen Vertrages verbundenen Hoffnungen, rascher auf veränderte Marktsituationen reagieren zu können, haben sich hingegen kaum erfüllt. Vielmehr ist zu befürchten, daß diese Instrumente in Hochkonjunkturzeiten den Druck von Entwicklern und Investoren auf die

⁸¹ Vgl. Amelung, V. E.: Gewerbeimmobilien. Bauherren, Planer, Wettbewerber, Berlin, Heidelberg 1996, S. 88

Gemeinde erhöhen werden, mehr Flächen für Büronutzungen auszuweisen und damit das prozyklische Verhalten vieler Gemeinden verstärken werden.

Insgesamt bleibt festzuhalten, daß alle Akteure auf dem Markt derzeit Sicherungsinstrumente entwickeln und implementieren. Dies ist generell als positiv zu bewerten. Weil die geschilderten Instrumente gerade erst wirksam werden, können derzeit allerdings noch keine empirisch abgesicherten Aussagen getroffen werden, inwieweit diese Instrumente in Zukunft das Ausmaß von Überproduktionskrisen eindämmen werden.

Relativierend muß auch hinzugefügt werden, daß es für den Immobilienmarkt charakteristisch ist, daß die Akteure unter dem Eindruck einer Krise eine hohe Bereitschaft zur Vorsicht zeigen. Daher ist es nicht ungewöhnlich, daß die angesprochenen Instrumente gerade in den vergangenen Jahren eingeführt wurden. Weil Entwickler, Investoren und Finanziere in konjunkturell schwierigen Zeiten aber ohnehin nur geringe Aktivitäten entwickeln, kommen solche Sicherungsinstrumente in derartigen Phasen kaum zum Tragen. In Krisenzeiten eingesetzt, können Sicherungsmaßnahmen bekanntlich sogar kontraproduktiv wirken und das prozyklische Verhalten verstärken. Sie verhindern dann den Beginn einer Projektentwicklung zu einem Zeitpunkt, der es erlauben würde, das Objekt am Beginn einer Hochkonjunkturphase und damit zum wirtschaftlich optimalen Zeitpunkt zu platzieren.

Der Einsatz von Sicherungsinstrumenten ist gerade in konjunkturstarke Zeiten notwendig. Der Erfolg der geschilderten Sicherungsmaßnahmen wird deshalb nicht nur davon abhängen, ob die Instrumente grundsätzlich geeignet sind, sondern auch von der Bereitschaft, in der gerade einsetzenden Aufschwungphase Wettbewerbsnachteile in Kauf zu nehmen, weil Sicherungsmaßnahmen beibehalten werden.

Dr. Monika Dobberstein
Linienstraße 53
40227 Düsseldorf

Ursachen prozyklischen Verhaltens und Handlungsalternativen der Akteure

Akteure	Ursachen des prozyklischen Verhaltens	Handlungsalternativen
Projektentwickler	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Mietpreise und hohe Vervielfältiger machen Entwicklungen auf dem Hochpunkt des Immobilienzyklusses am attraktivsten. 	<ul style="list-style-type: none"> Kontinuierliche Marktbeobachtung, um frühzeitig herauszufinden, wann der Höhepunkt des Zyklusses voraussichtlich erreicht wird.
	<ul style="list-style-type: none"> Nicht bekannte Konkurrenzobjekte führen zur Fehleinschätzung des Angebotes. 	<ul style="list-style-type: none"> Detaillierte Analyse der Wettbewerbssituation vor Beginn der Projektentwicklung, um die Zahl der Konkurrenzobjekte einschätzen zu können.
	<ul style="list-style-type: none"> Lange Bau- und Planungszeiten verhindern rechtzeitiges Reagieren auf Nachfrageeinbrüche. 	<ul style="list-style-type: none"> Erstellung mittelfristiger Nachfrageanalysen, um Zeitpunkt für das Einbrechen der Nachfrage prognostizieren zu können.
	<ul style="list-style-type: none"> Ausreichendes Eigenkapital für neue Projekte kann nicht zur Verfügung gestellt werden, weil Mittel in unverkauften Objekten aus der letzten Hochkonjunkturphase gebunden werden und durch fehlende Mieteinnahmen aus diesen Objekten Verluste entstehen. 	<ul style="list-style-type: none"> Vorausschauendes Verhalten in der vorangehenden Phase verhindert die Produktion von nicht verkäuflichen und/oder unrentablen Objekten und erhöht damit die Liquidität in der nächsten Phase. Senkung des verlangten Fremdfinanzierungsanteils durch Beteiligung des Finanzinstitutes an den Gewinnen, durch Einsatz neuer Finanzierungsinstrumente und Akzeptanz höherer Zinsen (z.B. Objektgesellschaft, Mezzanine-Finanzierung, Equity-Kicker).
	<ul style="list-style-type: none"> Fremdfinanzierungsmittel können nicht eingeworben werden, weil die Bonität in Krisenzeiten schlecht ist. 	<ul style="list-style-type: none"> Vorausschauendes Verhalten in der vorangehenden Phase verhindert die Produktion von nicht verkäuflichen und/oder unrentablen Objekten und erhöht damit die wirtschaftliche Bonität in der nächsten Phase. Zertifizierung nach DIN EN ISO 9002ff erhöht Akzeptanz beim Finanzier.
	<ul style="list-style-type: none"> Der Abbruch der Projektentwicklung ist mit hohen Kosten verbunden, weil bereits Planungs- und Grunderwerbskosten angefallen sind. 	<ul style="list-style-type: none"> Erwerb einer Bestandsimmobilie mit laufenden Mieteinnahmen, die Grunderwerbsfinanzierung decken können. Abschluß von Optionsverträgen statt direkter Erwerb des Grundstückes. Gemeinsame Entwicklung mit dem Flächeneigentümer.
	<ul style="list-style-type: none"> Inflationäre Bodenpreise und Zwang, das Projekt als erster im Zyklus plazieren zu müssen, lassen keine Zeit für Überprüfung der Grundstücksqualität und Marktfähigkeit des Projektes. 	<ul style="list-style-type: none"> Kontinuierliche Marktbeobachtung ermöglicht frühzeitige Grundstückssicherung und rechtzeitigen Planungsbeginn und schafft damit Zeitpuffer.

Akteure	Ursachen des prozyklischen Verhaltens	Handlungsalternativen
Projektentwickler	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abbau von Personalkapazitäten erschwert Beginn von Aktivitäten am Anfang eines Zyklusses. Das zwingt den Entwickler durch Aufrechterhaltung seiner Personalkapazitäten zur Projektentwicklung auch in ungünstigen Marktphasen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausweitung des Tätigkeitsfeldes in benachbarte Bereiche (z.B. Beratung von Investoren und Finanziers notleidender Engagements) beschäftigt Mitarbeiter in Phasen, die für Projektentwicklungsaufgaben ungünstig sind. ▪ Diversifizierung der Produkte in andere räumliche Märkte und/oder Märkte anderer Immobilientypen kann das Personal auch dann auslasten, wenn sich die Situation auf Teilmärkten verschlechtert.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erträge des Entwicklers entstehen nur durch Entwicklungstätigkeit. Sie zwingen den Entwickler zur Projektentwicklung auch in ungünstigen Marktphasen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausweitung der Tätigkeiten in alternative Bereiche (z.B. Beratung von Investoren und Finanziers notleidender Engagements) nimmt den Druck, Projekte auch in ungünstigen Phasen entwickeln zu müssen. ▪ Diversifizierung der Produkte in andere räumliche Märkte und/oder Märkte anderer Immobilientypen ermöglicht Entwicklung weiterer Projekte, auch wenn sich die Situation auf Teilmärkten verschlechtert.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aufrechterhaltung der Projektentwicklungsaktivitäten und der Personalkapazitäten auch in schwierigen Marktphasen zwingt zur Diversifizierung der Produkte in unbekannte regionale Märkte und/oder Märkte von Immobilientypen, in denen der Entwickler über wenig oder kein Fachwissen verfügt. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einstellung von Personal mit Spezialkenntnissen der neuen Produkttypen bzw. genauen Ortskenntnissen bei der Expansion in unbekannte regionale Märkte. ▪ Entwicklung als Joint-venture mit kompetenten Partnern.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Schnelles Wachstum der Unternehmen in Hochkonjunkturphasen würde Personalkapazitäten zum Aufbau von Unternehmensstrukturen erfordern. Sie werden jedoch für die Entwicklungstätigkeiten benötigt. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Beauftragung von professionellen Unternehmensberatern. ▪ Zertifizierung nach DIN EN ISO 9002ff
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Zwang, Aktionären bzw. Gesellschaftern hohe Wachstumsraten auch bei hohem Ausgangsniveau präsentieren zu müssen, sinkende Rendite der einzelnen Projekte am Ende der Hochkonjunkturphase und höheres Vertrauen von Banken in größere Unternehmen animieren zu Wachstum um jeden Preis. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewußter Verzicht auf quantitatives Wachstum zu Lasten der Qualität und damit Gewährleistung zwar kleinerer, aber sicherer Wachstumsraten. ▪ Zertifizierung nach DIN EN ISO 9002ff erhöht Vertrauen von Anlegern und Finanziers.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Unerfahrene Projektentwickler sind am Beginn eines Booms tendenziell erfolgreicher, weil sie unbefangener agieren, sind aber mit Anzeichen heraufziehender Krisen nicht vertraut. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Theoretische Schulung in speziellen Aus- und Fortbildungseinrichtungen.

Akteure	Ursachen des prozyklischen Verhaltens	Handlungsalternativen
Finanziers	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erträge des Finanziers entstehen nur durch Vergabe von Finanzierungsmitteln, so daß Finanzierungen auch in ungünstigen Phasen getätigt werden müssen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ In ungünstigen Marktphasen Umschichtung der Finanzierung zugunsten anderer als Immobilienfinanzierungen. ▪ Umschichtung innerhalb des Immobilienportfolios in regionale Märkte und andere Immobilientypen, bei denen die Marktphase für Investitionen noch günstig ist.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investitionsrechnungen auf Basis der Gegenfinanzierung suggerieren in Hochkonjunkturphasen hohe Gewinnaussichten. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausrichtung der Wirtschaftlichkeitsanalyse ausschließlich auf die der individuellen Immobilie.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Neue Finanzierungsformen ermöglichen die Beteiligung an der Projektentwicklung, wodurch der Finanzier seine Kontrollfunktion verliert. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einrichtung eigener Kontrollinstanzen, die außerhalb der Kreditabteilungen angesiedelt sind.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Schlechte Bonität des Projektentwicklers in Krisenzeiten kollidiert mit Kontrollsystemen der Bank und macht Immobilienfinanzierungen politisch nicht durchsetzbar. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Neue Finanzierungsformen (z.B. Mezzanine, Participating Mortgage, Equity Kicker, Securitization) ermöglichen gerechtere Verteilung von Gewinn und Risiko zwischen Entwickler und Finanzier. ▪ Durchführung von Markt- und Standortanalysen schränken Risiken ein. ▪ Strategische Portfoliosteuerung kann Risiko/ Renditerelation im Immobilienportfolio optimieren. ▪ Verschiebung der Gewichtung zwischen Bonität des Kreditnehmers und Qualität der Immobilien.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bereits finanzierte Grunderwerbs- und Entwicklungskosten machen es sinnvoll, das Projekt selbst bei verschlechterten Marktbedingungen weiterzufinanzieren, um einen Cashflow zu erzeugen, der die Bedienung der Kredite ermöglicht. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Finanzierung von Bestandsimmobilien mit laufenden Mieteinnahmen, die die Bedienung der Kredite auch bei Verzicht auf die weitere Entwicklung ermöglichen. ▪ Finanzierung von Optionsverträgen anstelle des Grunderwerbs. ▪ Marktforschung, um Grundstücksfinanzierungen rechtzeitig im Zyklus abzulehnen.
Investoren	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mittelzuflüsse erreichen Investoren immer in Hochkonjunkturphasen, so daß zum ungünstigsten Zeitpunkt investiert werden muß. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investition der Mittel in andere Anlageformen, soweit dies rechtlich und steuerlich möglich ist. ▪ Diversifikation in regionale Immobilienmärkte und andere Immobilientypen, soweit dies rechtlich möglich ist. ▪ Eigene Projektentwicklungen, soweit sie rechtlich zulässig sind, zwingen nicht zum Erwerb überteuerter Immobilien in Hochkonjunkturphasen.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hohe Wertsteigerungen in Hochkonjunkturphasen verleiten, die Wertermittlung vom Ertragspotential abzukoppeln und mit potentiellen Wertsteigerungen zu spekulieren. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erwerb eines Objektes nur auf Basis einer streng am Ertrag orientierten Wertermittlung.
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investoren sind häufig die eigenen Nutzer. Durch externe Einflüsse steigt ihre Flächennachfrage. Dadurch initiieren sie ihren eigenen Immobilienboom. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Diversifizierung des Immobilienportfolios nach regionalen Märkten und Immobilientypen senkt das Risiko externer Einflüsse.

Akteure	Ursachen des prozyklischen Verhaltens	Handlungsalternativen
Berater	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erstellung von Gefälligkeitsgutachten in der Hoffnung auf Anschlußaufträge im Rahmen des gleichen oder folgender Projekte. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Integration des Beraters ins Unternehmen bindet ihn langfristig und steigert seinen Rechtfertigungszwang. ▪ Beteiligung des Beraters am empfohlenen Investment erhöht dessen Risiko und fördert vorsichtigere Beratungspraxis.
Städte	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fehlende Erfassung von Marktdaten auf kommunaler Ebene veranlassen Kommunen und Investoren zu Fehleinschätzungen. ▪ Lobbyisten und abwandernde Unternehmen erzeugen politischen Druck, Flächen für Büronutzung auszuweisen. Attraktive Großprojekte steigern das Image der Stadt. Gemeinden, die Flächenausweisungen ablehnen, gelten als investitionsfeindlich. ▪ Instrumente der Stadt wirken mit großen zeitlichen Verzögerungen und greifen damit zu ungewollten Zeitpunkten. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kontinuierliche Marktbeobachtung informiert Stadt und Investoren und erlaubt Entscheidungen auf einer ausreichenden Informationsbasis. ▪ Erstellung eines Büroflächenkonzepts erlaubt langfristige Strategie und versachlicht den politischen Diskussionsprozeß. ▪ Durchführung von Markt- und Standortanalysen für neu auszuweisende Flächen für Büroobjekte senken das Risiko, Standorte zu entwickeln, die sich nach einem Immobilienboom nicht langfristig etablieren können. ▪ Kontinuierliche Marktbeobachtung ermöglicht, Maßnahmen rechtzeitig einzuleiten. ▪ Ausweisung neuer Flächen nur an Standorten, die sich auch langfristig und nach Hochkonjunkturphasen als Bürostandorte etablieren können.

4. Literaturverzeichnis

- Acron Finanz-Treuhand GmbH:** "Auch im Immobiliensektor ist antizyklisches Investieren möglich - international", in: Bulwien, H.; Talkenberger, P. P.: Top Know-how rund um den Immobilienstandort, Idstein 1994
- Alda, W.: Offene Immobilienfonds, in:** Schule, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998
- Amelung, V. E.:** Gewerbeimmobilien. Bauherren, Planer, Wettbewerbe, Berlin, Heidelberg 1996
- Antwi, A.; Henneberry, J.:** Developers, non-linearity and asymmetry in the development cycle, in: Journal of Property Research, 1995
- Barras, R.:** A simple theoretical model of the office-development cycle, in: Environment and Planning A, 1983, volume 15
- Baum, A.; Lizieri, C.; Scott, P.:** Ownership, Occupation and Risk: A View of the London Office Market, Manuscript zum Vortrag auf der European Real Estate Society/ AREUEA International Real Estate Conference Maastricht, 1998
- Berry, J.; McGreal, S.; Deddis, B.:** Urban investment and development, London 1993
- Bone-Winkel, S.:** Immobilienanlageprodukte: Überblick und Vergleich, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, Th.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998
- Bone-Winkel, S.:** Wertschöpfung durch Projektentwicklung, in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln, 1996
- Bone-Winkel; Sotelo:** Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert 4/95
- Bulwien, H.:** Überblick über den Immobilienanlagemarkt in Deutschland, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998
- Cadman; Catalano laut Bone-Winkel, S.:** Das strategische Management von offenen Immobilienfonds, Köln 1994
- Cadmans, D., Topping, R.:** Property Development, London 1995
- Clapp, J.M.:** Dynamics of office markets, Washington 1993
- Diederichs, C.J.:** Grundlagen der Projektentwicklung, in: Schulte, K.-W.: Handbuch der Immobilien-Projektentwicklung, Köln 1996
- Downs, A.:** Cycles in Office Space Markets, in: White, J. (Hrsg.): The Office Building - From concept to Investment Reality, Chicago 1993
- Fahrhol, B.:** Neue Formen der Unternehmensfinanzierung, München 1998
- Fainstain, S.S.:** The City Builders: Property, Politics and Planning in London and New York, Cambridge (Massachusetts) 1994
- Follak, K. P.:** Immobilien-Projektfinanzierung, in: Der langfristige Kredit 4/93
- Gibson, V.A.; Lizieri, C.:** New business practices and the corporate real estate portfolio: How responsive is the UK Property Market, Manuscript zum Vortrag auf der European Real Estate Society, AREUEA International Real Estate conference, Maastricht 1998
- Hennings, G.:** Kaiserlei, Entwicklung und Vermarktung des Kaiserlei-Gebietes, Band II, Dortmund 1989
- Hoyt, H.:** One hundred years of Land Values in Chicago, in: Chicago Press, 1933, in: Hoyt, H.: According to Hoyt: 50 years of Homer Hoyt, o.O. u. J.

- Hudson-Wilson, S.; Wurtzebach, C.H.:** Managing real estate portfolios, Burr Ridge, New York 1994
- Hysom, J.L.; Crawford, P.J.:** The Evolution of Office Building Research, in: American Real Society, 1997
- Isenhöfer, B.:** Strategisches Management von Projektentwicklungsunternehmen, Köln 1999
- Janis laut Whitehead, J. C.:** The Midas Syndrome: An Investigation into Property Booms and Busts, Vancouver 1996
- Krabben, E. van der; Boekema, F.:** Missing links between urban economic growth theory and real estate development processes: Economic growth and building investments in the city of's-Hertogenbosch, in: Journal of Property Research, 1994
- Kraus, D.G.:** Bürohäuser als Kapitalanlage, in: Falk, B.: Gewerbeimmobilien-Handbuch, Landsberg/Lech 1989
- Kremer, M. A; Briese, K.-H.; Schroeder-Hohenwarth, J.:** Innovative Finanzierungsformen, Teil 1 bis 5 in: Immobilien Zeitung, 20.3. bis 30.5. 1997
- Labitzke, K.:** Immobilienportfolio-Management, Teil 2, Manuskript zum Vortrag am 22.03.1999 in Dresden im Rahmen des Seminars "Pinnaculum" des Instituts für Corporate Real Estate
- Lehner, A. H.:** Rating für Immobilienfinanzierung, in: Der langfristige Kredit 11/95
- Loritz, K.-G.:** Welche Chancen hat die Immobilien-AG in Deutschland, in: Zedelmarkt, 10. Jahrgang, 1998
- Nahlik, W.:** Finanzierung von Immobilien-Developements, in: Die Bank 7/94
- Opitz, G.:** Geschlossene Immobilienfonds, Freiburg 1995
- Pace, R.D.:** Limitations on the business of banking: an analysis of expanded securities, insurance, and real estate activities, New York and London 1995
- Prautzsch, W.-A.:** Kreditrating bei Immobilienfinanzierungen - Risikoklassensysteme für Baukredite, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert 6/94
- Ratcliffe, J.; Stubbs, M.:** Urban planning and real estate development, London 1996
- Retter, J.:** Projektentwicklung, in Falk, Bernd (Hrsg.): Immobilien-Handbuch, Landsberg/Lech 1993
- Rosen, K.R.:** Toward a model of the office building sector, in AREUEA Journal, Vol. 12, No. 3, 1984
- Scharpenack, F.; Nack, U.; Haub, C.:** Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998
- Schleibe, K.:** Einkaufscenter-Management ist Marketing-Management. Das Einkaufscenter als Markenartikel, in: Falk, B. (Hrsg.): Das große Handbuch Shopping-Center, Landsberg/Lech 1998
- Spitzkopf, H.-A.:** Finanzierungsarten und Finanzmanagement für Shopping-Center, in: Falk, B.: Das große Handbuch Shopping-Center, Landsberg/Lech 1998
- Suchman, D. R.:** Managing a Development Company: Interviews with Successful Firms, Washington, D.C. 1987
- Tiemann, H. J.:** Geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel, S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998
- v. Einem, E.:** Büroflächenentwicklung im regionalen Vergleich, Schriftenreihe "Forschung" des Bundesministers für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau, Heft Nr. 484

v. Nell, J.: Projektentwickler und Banken - eine nutzenstiftende Symbiose? In: Der Langfristige Kredit 11/99

Walz, E.: Immobilien im Portfolio von Versicherungsunternehmen, in: Schulte, K.-W.; Bone-Winkel; S.; Thomas, M.: Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998

Whitehead, J. C.: The Midas Syndrome: An Investigation into Property Booms and Busts, Vancouver 1996

Wilkinson, H.E.: Forces at Work in the Real Estate Industry, in: Zuckerman, H.A.: Problem Real Estate - How to restructure refinance & remarket troubled commercial properties, Chicago 1992

Willis, C.: Form follows finance - skyscrapers and skylines in New York and Chicago, New York 1995

Wöhe, G.: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, München 1993

Wurtz bach, C.H.; Miles, M.E.; Cannon, S.E.: Modern Real Estate, New York, 1994

Weitere Arbeiten und Veröffentlichungen zur Gewerbeplanung

Dobberstein, Monika: Bürobeschäftigte. Empirische Ermittlung von Bürobeschäftigtenquoten für Büroflächenanalysen. Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Nr. 6/97

Hartung, Frank: Der Büroflächenmarkt der Landeshauptstadt Düsseldorf unter besonderer Berücksichtigung der Leerstandsproblematik, Dissertation, Dortmund 1998

Hennings, Gerd; Müller, Sebastian (Hrsg.): Kunstwelten. Künstliche Erlebniswelten und Planung. Institut für Raumplanung, Dortmunder Beiträge zur Raumplanung, Band 85, Dortmund 1998

Schelte, Jeannette: Neue Maßstäbe für Innenstädte. Moderne Entwicklungsansätze für ehemalige Gewerbe- und Verkehrsflächen in Innenstädten. Institut für Raumplanung, Dortmunder Beiträge zur Raumplanung, Band 97, Dortmund 1999

Ackermann, Volker; Lantzerath-Flesch: Urban Entertainment Centers. Das Beispiel „Cap Kiel“. Arbeitspapiere zur Gewerbeplanung. Arbeitspapier No. 1, Dortmund 1999

Hennings, Gerd; Müller, Sebastian: Identität der Räume: Kunstwelten. In: Thabe, Sabine (Hrsg.): Identität der Räume, Räume der Identität. Institut für Raumplanung. Dortmunder Beiträge zur Raumplanung, Band 98, Dortmund 1999

Hennings, Gerd: Erlebnis- und Konsumwelten. Steuerungsfaktoren – Akteure – Planung. In: Steinicke, Albrecht (Hrsg.): Erlebnis- und Konsumwelten. R. Oldenbourg Verlag, München/Wien 2000

Weitere Hinweise auf die Arbeit des Fachgebietes Gewerbeplanung an der Fakultät Raumplanung entnehmen Sie bitte der Homepage des Fachgebietes:

<http://rwp.raumplanung.uni-dortmund.de/>

Prof. Dr. G. Hennings
Fachgebiet Gewerbeplanung
Fakultät Raumplanung
Universität Dortmund
44221 Dortmund

Telefon: 0231/755-2252/2289
Fax: 0231/755-2415
E-Mail: GWP@rp.uni-dortmund.de