

Dr. Andreas Pfnür - Dipl.-Kfm. Stefan Armonat

## **Ergebnisbericht**

# **„Immobilienkapitalanlage institutioneller Investoren – Risikomanagement und Portfolioplanung“**

**Arbeitspapier Nr. 26 – April 2001**

**Arbeitsbereich öffentliche Wirtschaft  
am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften  
der Universität Hamburg**

# Inhaltsverzeichnis

1	Management Summary .....	11
2	Einleitung.....	14
2.1	Problemstellung .....	14
2.2	Einordnung der Untersuchung.....	15
2.2.1	Theoretischer Rahmen .....	15
2.2.2	Stand der bisherigen empirischen Forschung .....	17
2.3	Vorgehensweise .....	19
2.3.1	Beteiligte Institutionen.....	19
2.3.2	Aufbau .....	19
2.3.3	Zeitlicher Ablauf.....	22
2.3.4	Zur Grundgesamtheit und zu den tatsächlich Befragten in der Stichprobe .....	22
2.3.5	Inhaltlicher Aufbau der Studie.....	25
2.3.6	Durchführung der Auswertung .....	30
3	Ergebnisse .....	32
3.1	Portfoliostruktur der befragten Unternehmen und Verhältnis zum Gesamtmarkt....	32
3.2	Einschätzungen zu renditebeeinflussenden Faktoren .....	39
3.2.1	Gründe für Erfolge und Misserfolge von Immobilieninvestitionen .....	39
3.2.2	Bedeutung einzelner Renditefaktoren für den Investitionserfolg .....	42
3.2.3	Wechselwirkungen der Renditefaktoren.....	49
3.2.4	Zwischenergebnis .....	56

3.3	Vorhersagegenauigkeit der renditebeeinflussenden Faktoren.....	58
3.4	Risikopräferenzen der Entscheidungsträger .....	63
3.5	Verfahren zum Controlling des Investitionsertrags.....	67
3.5.1	Renditemessung auf Einzelobjektebene .....	67
3.5.2	Renditemessung auf Portfolioebene .....	68
3.5.3	Gewichtung von Einflussfaktoren bei der Investitionsentscheidung .....	69
3.5.4	Zeithorizont bei der Erwartungsbildung für Renditen .....	71
3.6	Verfahren zum Controlling der Immobilienrisiken.....	73
3.6.1	Nutzung von Informationsquellen zur Risikoeinschätzung .....	73
3.6.2	Kennziffern zur Risikobestimmung .....	74
3.6.3	Modelle zur Risikobewertung .....	75
3.7	Verfahren zur Steuerung des Immobilienportfolios.....	76
3.7.1	Diversifikationskriterien in einem Immobilienportfolio .....	77
3.7.2	Marktliche Beeinträchtigungen bei der Bildung von effizienten Portfolios ....	78
3.7.3	Benchmarking über Immobilienindizes .....	80
3.7.4	Benchmarking an Wettbewerbern .....	81
4	Handlungsbedarf bei institutionellen Immobilieninvestoren .....	83
5	Literaturverzeichnis.....	85
6	Fragebogen .....	87

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Komponenten des Erfolgs einer Immobilieninvestition.....	16
Abbildung 2: Aufbau des Fragebogens .....	26
Abbildung 3: Verteilung der Befragten auf die unterschiedlichen Gruppen institutioneller Investoren.....	32
Abbildung 4: Jährliches Brutto-Transaktionsvolumen der erreichten Unternehmen .....	36
Abbildung 5: Top Five der Gründe für Erfolg und Misserfolg von Immobilien-investitionen	42
Abbildung 6: Bedeutung zahlungswirksamer Renditefaktoren .....	43
Abbildung 7: Einfluss der Rahmenbedingungen auf den Investitionserfolg .....	45
Abbildung 8: Verhältnis der Bedeutung von Strukturmerkmalen und Rahmenbedingungen bei Immobilieninvestitionen .....	48
Abbildung 9: Interdependenzen zwischen finanzwirtschaftlichen Faktoren .....	50
Abbildung 10: Einfluß der Faktoren auf die Mieteinnahmen.....	51
Abbildung 11: Einfluß der Faktoren auf die Wertentwicklung .....	54
Abbildung 12: Einfluß der Faktoren auf die Modernisierungsinvestitionen .....	56
Abbildung 13: Einfluss der Rahmenbedingungen auf den Investitionserfolg .....	60
Abbildung 14: Risiko als Abweichung von der erwarteten Rendite.....	63
Abbildung 15: Risikopräferenzfunktion der Immobilieninvestoren.....	64
Abbildung 16: Einflußfaktoren auf die Investitionsentscheidung .....	70
Abbildung 17: Zeitbezug der Renditebetrachtung.....	72
Abbildung 18: Quellen der Risikoeinschätzung .....	73

Abbildung 19: Kennzahlen zur Risikobestimmung .....	74
Abbildung 20: Modelle zur Risikobewertung .....	75
Abbildung 21: Diversifikationskriterien in einem Immobilienportfolio .....	77
Abbildung 22: Marktineffizienzen bei der Portfoliokonstruktion.....	78
Abbildung 23: Benchmarking über Immobilienindizes .....	80
Abbildung 24: Benchmarking an Wettbewerbern.....	81

## 1 Management Summary

### **Kapitalanlage in Immobilien: Risikomanagement bei institutionellen Investoren dringend gefordert**

Erste Ergebnisse der Auswertung einer empirischen Studie der Universität Hamburg und der Unternehmensberatung Eversmann & Partner über die Portfolioplanung und Risikosteuerung bei institutioneller Immobilienkapitalanlage zeigen, dass im Hinblick auf die Anforderungen des KonTraG bei Unternehmen und Kapitalanlagegesellschaften der Immobilienbranche verfeinerte Instrumente und Verfahren zur Steuerung der Anlage und des damit verbundenen Risikos angewendet werden müssen. Kapitalmarkttheoretische Modelle zur Steuerung eines Immobilienbestandes sind aufgrund der Einzelobjektspezifika nicht anwendbar.

Das Thema Risikomanagement ist in der Branche aus folgenden Gründen gegenwärtig von sehr hoher Bedeutung:

- die Einführung einer gesetzlichen Verpflichtung zur Offenlegung und Nachverfolgung aller aus dem Geschäftsbetrieb entstehenden zukünftigen Risiken bei Kapitalgesellschaften (KonTraG),
- in jüngster Zeit kam es zu einer Reihe von Konkursen namhafter Immobiliengesellschaften, die zu erheblichen betriebswirtschaftlichen und volkswirtschaftlichen Schäden geführt haben,
- der Immobilienmarkt steckt seit einiger Zeit in einer Krise, was die Risiken der Kapitalanlage in Immobilien deutlich erhöht,
- aufsehenerregende Misserfolge bei Eigengeschäften von Banken im Immobilienbereich.

Vor diesem Hintergrund wurde von Herrn Dr. Andreas Pfnür und Herrn Stefan Armonat ein Forschungsprojekt an der Universität Hamburg aufgesetzt, welches das Ziel verfolgt, Transparenz in die Entstehung immobilienbezogener Risiken sowie die bisherige Steuerung des Portfolios bei institutionellen Immobilieninvestoren zu bringen. Die gegenwärtig hohe Brisanz des Risikomanagements bei Immobilienkapitalanlagen verdeutlicht exemplarisch die Tatsache, dass sich an der Befragung alle 11 offenen Immobilienfonds beteiligt haben.

In die Befragung flossen die Expertenmeinungen von 91 Befragten (48 %) aus einer Grundgesamtheit von 190 institutionellen Immobilieninvestoren ein. Damit werden ca. zwei Drittel des institutionellen Immobilieninvestitionsvolumens in Deutschland erklärt. Die für eine empirische Studie außergewöhnlich hohe Beteiligung an der Befragung verdeutlicht die hohe Relevanz für den Anlagemarkt Deutschland und das starke Interesse der Zielgruppe.

Erste Auswertungen des Datensatzes haben folgende Ergebnisse gebracht:

Entscheidungen über Immobilienkapitalanlagen werden nahezu ausnahmslos am Immobilienobjekt und regional orientiert getroffen. Makroökonomische Rahmenbedingungen finden im Anlegerverhalten kaum Berücksichtigung. Hieraus ergeben sich weitreichende Konsequenzen:

- Den gegenwärtigen Bestrebungen, kapitalmarkttheoretisches Instrumentarium, beispielsweise in Form von Immobilienindizes und Beta-Faktoren, zur Messung der Performance von Immobilienkapitalanlagen einzusetzen, wird durch die Antworten eine eindeutige Absage erteilt. Sie führt an den wahren Problemen der Befragten vorbei.
- Die starke Konzentration auf das Investitionsobjekt unter Vernachlässigung makroökonomischer Faktoren birgt die Gefahr von volkswirtschaftlich unerwünschten Störungen des Immobilienmarktes. Solange die Investoren aufgrund der Intransparenz der Immobilienmärkte keine Anreize haben, dieses Verhalten zu ändern, ist hier die öffentliche Hand gefordert.

Das Informationsniveau bezüglich der Ausprägung renditebeeinflussender Faktoren ist beschränkt. Die Entscheidungsträger sehen kaum die Möglichkeit, die Renditefaktoren vorherzusehen. So räumen sie über einen zehnjährigen Horizont durchschnittlich Abweichungen bei Mieteinnahmen, Liquidationserlös und Baukosten von 35 – 50 % von ihrer ursprünglichen Prognose ein.

Die hohe Unsicherheit über alle wichtigen Eingangsparameter führt die Ergebnisse investitionsrechnerischer Verfahren zur Bestimmung von Kapitalwerten und Renditen ad absurdum.

- Trotz der großen Risiken werden Investitionsentscheidungen hauptsächlich auf der Basis von Renditeberechnungen getroffen. Risikoüberlegungen finden höchstens intuitiv zum Beispiel in Form der Standortwahl oder des Nutzungskonzepts Eingang in den Entscheidungsprozess.

- Eine Überwachung der Investitionsrisiken in Form eines Investitionscontrollings findet derzeit kaum statt. Die Entscheidungsträger sehen nach Abschluss der Investitionsentscheidung nur wenig Handlungsspielraum für das Risikomanagement.
- Ein nachhaltiges Investitionscontrolling schafft Handlungsspielräume. Auch nach dem Investitionszeitpunkt kann man identifizierten Fehlentwicklungen entgegensteuern.
- Eine aktive Steuerung der Anlagestrategie bedeutet in Immobilien die bewußte Übernahme von Risiken. Das Nachhalten dieser Risiken reduziert den Risikoanteil, dem man ausgesetzt ist

Versuche zur gezielten Planung der Risikodiversifikation in größeren Immobilienportfolios wird eine eindeutige Absage erteilt. Dies scheint angesichts der Struktur der Immobilieninvestitionsentscheidung, die sich aus den Befragungsergebnissen sehr gut abbilden lässt, als unbedingt gerechtfertigt. Der Einfluss des Einzelobjektes auf die Gesamtanlage ist zu bedeutend.

Risiken müssen in die Investitionsmodelle zur Berechnung des Erfolgs mit eingebaut werden. Im Vordergrund steht die Einzelobjektbetrachtung, deren Auswirkungen auf das Gesamtrisiko im Bestand analysiert werden muss.

Gegenwärtig werden die Daten von den Autoren weiter analysiert, um aus dem Entscheidungsverhalten und dessen Rahmenbedingungen Hinweise auf Lösungsansätze für die Behandlung der Risiken zu erhalten. Die Untersuchungsergebnisse finden Eingang in ein derzeit in Entwicklung befindliches System zur Investitionsplanung und -kontrolle, welches Entscheidungen über Immobilienkapitalanlagen nicht nur auf Basis ihrer Renditewirkungen ermöglicht, sondern die Risikowirkungen als integralen Bestandteil abbildet. Übertragungen in Anwendungsmöglichkeiten zur Steuerung und Optimierung der Risikosituation in Immobilienbeständen werden vorgeschlagen und praxisnah umgesetzt.

Die Untersuchung wurde von Dr. Andreas Pfnür, Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Fachbereich für Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg, und Dipl.-Kfm. Stefan Armat, Bereichsverantwortlicher für Immobilien Risiko Management und Anlagesteuerung bei der Firma Eversmann & Partner, gemeinsam durchgeführt. Die Firma Eversmann & Partner Corporate Real Estate unterstützte die Studie von Praxisseite und ermöglichte finanziell deren Durchführung.

## 2 Einleitung

### 2.1 Problemstellung

Die Beachtung der mit Immobilieninvestitionen eingegangenen Risiken ist in letzter Zeit sprunghaft angestiegen. Verantwortlich dafür sind insbesondere:

- die Konkurse von namhaften Immobiliengesellschaften, die zu erheblichem volkswirtschaftlichem Schaden geführt haben,
- die schwache Immobilienmarktentwicklung in Deutschland, insbesondere in den neuen Bundesländern,
- notleidende Immobiliarkredite bei Kreditinstituten sowie fehlgeschlagene Eigengeschäfte,
- die Einführung einer gesetzlichen Verpflichtung zur Offenlegung und Nachverfolgung aller aus dem Geschäftsbetrieb entstehenden zukünftigen Risiken bei Kapitalgesellschaften (KonTraG),
- die zunehmende Transparenz der Kapitalmärkte, aufgrund derer die Portfolio Manager gegenüber ihren Anlegern verstärkt Rechenschaft über die erzielten Ergebnisse ablegen müssen,
- der zunehmenden Forderung nach einer Diversifikation von Risiken im Portfoliozusammenhang.

Den gegenwärtig hohen Stellenwert der Risikothematik in der Immobilienwirtschaft unterstreicht die außergewöhnlich positive Resonanz unter den Fachvertretern im Vorfeld und der Beteiligung an der Befragung, welche circa zwei Drittel des Transaktionsvolumens institutioneller Investoren in Deutschland erfasst. Der wachsenden Bedeutung von Risikoaspekten wird die bisherige wissenschaftliche Auseinandersetzung mit immobilienwirtschaftlichen Fragestellungen nicht gerecht. Nach einer über Teilaspekte hinausgehenden systematischen Aufarbeitung der betreffenden Theorie sucht man bislang ebenso vergeblich, wie nach einer empirischen Erhebung der mit Immobilieninvestitionen verbundenen Risiken. Grundlage der Entwicklung von Entscheidungshilfen im Risikomanagement und im Portfoliomanagement bei Immobilienkapitalanlagen ist eine tiefgreifende Einsicht in die Zusammenhänge der Risikoentstehung. Das Ziel dieser Arbeit ist es, Transparenz in die Entstehung immobilienbezogener Risiken sowie den bisherigen Umgang mit diesen Risiken bei institutionellen Immobilienin-

vestoren zu bringen.

## **2.2 Einordnung der Untersuchung**

### **2.2.1 Theoretischer Rahmen**

Die Motivation der hier verfolgten Zielsetzung entspringt der zunehmenden Zahl an Forschungsbemühungen, die sich mit der Übertragung kapitalmarkttheoretischer Methoden auf den Immobilienbereich befassen. Ergebnisse dieser Forschungsrichtung sind die Ausrichtung der Anlageentscheidung an Immobilienindizes, die Bepreisung von Immobilienrisiken über Beta Faktoren und deren Handel am Kapitalmarkt sowie die Diversifikation der Einzelobjektrisiken mit Hilfe der modernen Portfoliotheorie.

Diese Arbeiten basieren auf den Ergebnissen vergangenheitsbezogener Renditezeitreihen, aus denen auf die zukünftige Entwicklung der Rendite und des Risikos von Immobilienkapitalanlagen geschlossen wird. Dabei werden einschneidende Prämissen gesetzt, die in der Übertragung auf den Immobilienbereich äußerst kritisch zu hinterfragen sind. So unterstellt die Annahme der Markteffizienz, dass die Akteure am Immobilienmarkt die Preisentwicklung exakt vorhersehen können. Ferner können sie demzufolge Immobilien in beliebigen Größen jederzeit zu einem festen Marktpreis handeln. Während diese Annahmen für den Handel mit Aktien durchaus in die Nähe der Realität rücken, erscheinen sie für Immobilien wirklichkeitsfern.

Aufgrund der für den Immobilienbereich unrealistischen Annahmen müssen andere Wege zur Prognose von Rendite und Risiken bei Immobilienkapitalanlagen beschritten werden. Um Hinweise auf alternative Handlungsmöglichkeiten zu erlangen, wird hier die Immobilieninvestition aus einem neuen Blickwinkel betrachtet. Im Gegensatz zur Kapitalmarkttheorie wird nicht das Endergebnis einer Immobilieninvestition in Form der Rendite und des Risikos betrachtet, sondern auf der Stufe davor die renditebestimmenden Parameter. Dann stellt sich die Frage, welche Faktoren den Erfolg der Immobilieninvestition überhaupt bestimmen und wie diese wirken. Somit rückt die Entscheidungssituation in den Fordergrund des Interesses. Die Entscheidungssituation ist durch folgende Einflussgrößen gekennzeichnet:

- konkrete Investitionsmöglichkeiten,
- finanzwirtschaftliche Parameter,
- äußere Rahmenbedingungen rechtlicher, ökologischer, volkswirtschaftlicher und techno-

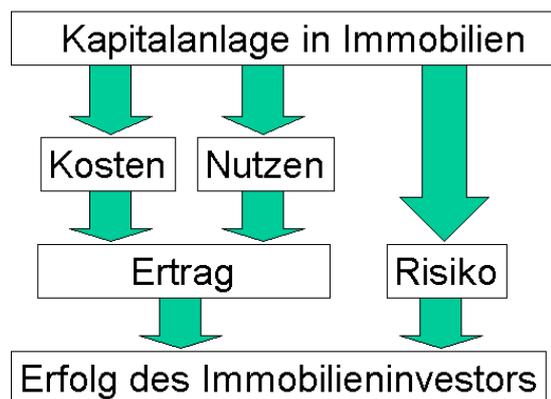
logischer Natur und last but not least

- die Risikoeinstellung des Entscheidungsträgers.

Die Erhebung der Einflussgrößen führt zum Ziel der Untersuchung, nämlich die Schaffung von Transparenz hinsichtlich der Entscheidungssituation, in der sich einzelne Entscheidungsträger am Immobilienmarkt befinden. Die Ergebnisse sollen insbesondere Klarheit bringen über das Ausmaß des in Immobilieninvestitionen enthaltenen Risikos sowie dessen Ursachen.

Voraussetzung für die Weiterentwicklung von Instrumenten zur Optimierung der Anlageentscheidung ist die Kenntnis des Informationsstands und das Vorgehen der Entscheidungsträger. Der Aufbau der Untersuchung wurde unter dem Gesichtspunkt der Verbesserung der Methoden zur Gestaltung der Anlageentscheidung gestaltet. Als grundlegend für alle Investitionsentscheidungen wird neben dem Ziel der Renditemaximierung die gleichzeitige Minimierung des Risikos von jedem Entscheidungsträger angestrebt. Der Erfolg einer Immobilieninvestition bestimmt sich somit aus dem Verhältnis von Rendite und dem damit verbundenen Risiko (Abbildung 1).

**Abbildung 1: Komponenten des Erfolgs einer Immobilieninvestition**



Quelle: Eigene Darstellung

Als Risiko wird dabei ganz allgemein die Abweichung betriebswirtschaftlicher Werte von der Erwartung des Entscheidungsträgers verstanden. Das Risiko beinhaltet nicht nur eine Verlustmöglichkeit, gegenüber der sich der Investor absichern muss, sondern immer auch die

Chance, einen höheren als den erwarteten Ertrag zu erzielen. Risiko entsteht aus der Unsicherheit über die Entwicklung der renditebeeinflussenden Faktoren.

Risikominimierung und Renditemaximierung sind konkurrierende Zielsetzungen zwischen denen der Investor zu wählen hat. Das optimale Verhältnis von Rendite und Risiko ist von seiner individuellen Risikoeinstellung abhängig. Immobilieninvestoren sind dabei vergleichsweise risikoscheu, das heißt, sie erkaufen sich ein geringes Risiko mit einer vergleichsweise geringen erwarteten Rendite. Bei verschiedenen Gruppen von Immobilieninvestoren ist der Grad der Risikoaversion unterschiedlich. Die Folge sind unterschiedliche Investitionsentscheidungen in vergleichbaren Ausgangssituationen. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Risiko- und Renditeziele gleichberechtigt in die Investitionsentscheidung einfließen müssen. Expertengespräche im Vorfeld der Befragung deuten darauf hin, dass eben dies bei Immobilieninvestitionen nicht der Fall ist. Die vorliegende Befragung soll hier Klarheit bringen, ob dem tatsächlich so ist und gegebenenfalls warum Risikoüberlegungen so stiefmütterlich behandelt werden.

### **2.2.2 Stand der bisherigen empirischen Forschung**

Die in der vorliegenden Studie untersuchte Problematik wird in Deutschland erstmalig empirisch bearbeitet. Auf internationaler Ebene sind bereits eine Reihe an empirischen Studien durchgeführt worden, die sich mit Ausschnitten der hier behandelten Probleme auseinandersetzen. Die bisherigen Untersuchungen führten zu den grau unterlegten Hauptergebnissen. Nachfolgend wird auf die Untersuchungen im Einzelnen näher eingegangen.

- Der Grad an professionalisierter Entscheidungsunterstützung bleibt im Immobilienbereich im Vergleich mit Investitionsentscheidungen in anderen Anlageklassen zurück.
- Risiko-Rendite-Relationen werden von den Immobilienentscheidern unstrukturiert erfaßt.
- Portfolio-Management Überlegungen werden nicht analytisch, sondern anhand einer Streuung im Bestand über individuelle Diversifikationskriterien umgesetzt.

Die erste Untersuchung im Rahmen dieser Thematik stellte Wiley (1976) an. Befragt wurden institutionelle Immobilieninvestoren in USA. Sie setzen unterschiedliche Methoden und technische Hilfsmittel bei der Bestimmung der Rendite ein. Eine Hauptaussage dieser Untersuchung liegt in der Unterscheidung von Vor-Steuer- und Nach-Steuer-Renditemaßen, die nach bestimmten Kriterien angewandt werden. Farragher (1982) befragt in ähnlicher Form zu ver-

wendeten Renditeberechnungen und zum Einsatz quantitativer Methoden in der Anlagesteuerung. Die Ergebnisse weisen einen vernachlässigten Einsatz dieser Modelle bei Immobilieninvestoren im Vergleich mit den *fortune-500-companies* nach. Zeitgleich wurde die Studie von Page (1983) durchgeführt, die unter dem Blickwinkel institutioneller Anleger Anlagestruktur und Haltedauer beleuchtet und *mortgages* als häufig gewähltes Medium der Immobilieninvestition identifiziert. Untersuchungen fanden in der Regel für bestimmte Investorengruppen statt. Webb (1984) versandte Fragebögen an 900 Versicherungsunternehmen. Die Studie von Webb/McIntosh (1986) konzentrierte sich mit den gleichen Aussagen über die steigende Bedeutung von Risikoanalysemethoden und den verstärkten Einsatz von Computern bei der Anlageplanung auf amerikanische *REIT*'s. Die neuesten Ergebnisse zum US-amerikanischen Markt stammen von Louargand (1992). Der Fortschritt der Methoden, die in der Portfoliosteuerung eingesetzt werden, vollzieht sich demnach nicht so schnell, wie man das z.B. aus Webb (1984) hätte erwarten können. Techniken wie Varianzanalysen, die in Zusammenhang mit der Modernen Portfolio Theorie (MPT) stehen, werden kaum angewandt. Untersuchungen außerhalb der USA wurden von Rydin/Rodney/Orr (1990) in Großbritannien, Boyd/Schwartz (1991) in Australien und Brzeski/Jaffe/Lundström (1993) in Schweden durchgeführt. Ihre Fragebögen verfolgen mit den bisherigen Aussagen vergleichbare Zielsetzungen. Jedoch ist das Gewicht dieser Befragungen aufgrund methodischer Schwächen (Grundgesamtheit, Größe des Marktes) nicht mit vorher genannten vergleichbar. Eine bedeutende empirische Erhebung wurde von De Wit (1993) und De Wit (1996) angestellt. Untersuchungsgegenstand waren die niederländischen institutionellen Investoren mit Buchwerten über 100 Mio. NLG in Immobilien. Ihre Anlagegewohnheiten und Methoden zur Rendite- und Risikobestimmung wurden in persönlichen Interviews untersucht. Auch hier zeigt sich keine systematische Risikoanalyse und ein eher zufällig bestimmtes Anlageverhalten. Vervollständigt werden diese Untersuchungen durch Befragungen, die die Immobilienanlage aus Sicht des *Corporate Real Estate*-Entscheidungers darstellen. Vor allem seien hier Glascock/Davidson/Sirmans (1989) und Redmann/Tanner (1989) genannt. Es wird deutlich, dass in diesen Fällen nicht unbedingt nur die Rendite, sondern auch steuerliche und finanzierungstechnische Konstruktionen wie *sale and lease back* die Entscheidung mit beeinflussen. Bei der Befragungsmethodik handelt es sich meist um die Versendung von Fragebögen. Die Folge sind häufig geringe Rücklaufquoten. Eine Ausnahme bilden Rydin/Rodney/Orr (1990) (zufällige telefonische Interviews) und De Wit (1993) mit einer persönlichen Befragung der selektierten Grundgesamtheit.

## 2.3 Vorgehensweise

Die vorliegende schriftliche Fixierung der Ergebnisse ist so aufgebaut, dass zunächst die Vorgehensweise ausführlich beschrieben wird. Das folgende Kapitel 3 stellt die jeweiligen Ergebnisse detailliert dar. Dem eiligen Leser wird deshalb empfohlen, sich auf die Zusammenfassungen der wichtigsten Ergebnisse jeweils am Ende der einzelnen Kapitel zu konzentrieren. Vorweg geht den Ausführungen ein Management Summary, das die wesentlichen Ergebnisse und Folgerungen sowohl für das Risikocontrolling als auch die Anlagestrategie der betroffenen Unternehmen in einen umfassenderen Zusammenhang stellt.

### 2.3.1 Beteiligte Institutionen

An der Konzeption, Durchführung und Auswertung der Studie waren maßgeblich die folgenden drei Institutionen beteiligt:

<b>Universität Hamburg,</b> Institut für Öffentliche Wirtschaft	Dr. Andreas Pfnür
<b>Eversmann &amp; Partner</b> Corporate Real Estate, Hamburg	Stefan Armonat
<b>forsa,</b> Gesellschaft für Sozialforschung und statistische Analysen mbH, Berlin	Matthias Graßhof

Die Konstruktion und Durchführung des Forschungsprojekts ist von den Verfassern dieser Studie durchgeführt worden. Die Unternehmensberatung Eversmann & Partner hat finanzielle und persönliche Ressourcen zur Durchführung der Studie bereitgestellt sowie praktische Anregungen für die Konzeption des Fragebogens geliefert. Das Marktforschungsinstitut forsa ist mit der Durchführung der Befragung in der Feldphase sowie ersten komplexitätsreduzierenden Auswertungen beauftragt worden.

### 2.3.2 Aufbau

Die Vorgehensweise zur Durchführung der Studie untergliederte sich inhaltlich in folgende Bearbeitungsschritte:<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Vergl. zum Phasenschema: Nieschlag/Dichtl/Hörschgen, Marketing, 17. Auflg., Berlin 1994, S. 684

## **Definitionsphase:**

1. Schritt: Definition des zu untersuchenden Problems, grundlegende Strukturierung des Problems, Festlegung von Zielen der Untersuchung

## **Designphase:**

2. Schritt: Führen von **Vorgesprächen** mit potentiellen Beantwortern, Maklern, Journalisten, Wissenschaftlern und Unternehmensberatern, um das Befragungskonzept zu verfeinern, abzusichern und Hinweise auf die Relevanz einzelner abzufragender Variablen zu erhalten.
3. Schritt: Erstellung eines vorstrukturierten **Fragebogens**, der vor allem geschlossene Fragen enthält. Die gerade noch akzeptable durchschnittliche Interviewzeit wurde mit maximal 45 Minuten angenommen. Anschließend wurde der Fragebogen getestet sowie ein Grobplan der Datenauswertung angelegt.
4. Schritt: Auswahl der geeigneten Erhebungsmethodik. Hier wurden Telefoninterviews als geeignetes Medium angesehen, weil sich eine **Dokumentenanalyse** aufgrund des geringen Vorinformationsniveaus weitgehend ausschließt. Die **persönliche Befragung** ist der schriftlichen Befragung aufgrund folgender Überlegungen vorzuziehen:
  - a) zeitlicher Umfang der Befragung,
  - b) Sensibilität der abgefragten Informationen,
  - c) bessere Vergleichbarkeit der gewonnenen Informationen aufgrund von Erklärungs- und Nachfragemöglichkeiten,
  - d) Erhöhung der Rücklaufquote.

Grundsätzlich ist aus diesen Gründen zwar die persönliche Befragung noch besser geeignet als Telefoninterviews, aus Gründen der Praktikabilität (Zeit, finanzielle Mittel) wurde hier dennoch von der Methode der Telefoninterviews Gebrauch gemacht.

5. Schritt: Bestimmung von Grundgesamtheit und Erhebungsart. Als Grundgesamtheit der Befragung wurde eine repräsentative geschichtete Auswahl der institutionellen Immobilien-Investoren in Deutschland bestimmt.<sup>2</sup>

**Feldphase:**

6. Schritt: Durchführung der computergestützten Telefoninterviews durch das forsa Institut.

**Analysephase:**

7. Schritt: Einfache Analyse der Grunddaten: Univariate Datenauswertung und Datenreduktion durch Faktorenanalysen. Anschließend multivariate Analysen: Prüfen der Variablen auf Zusammenhänge mittels Kreuztabellierungen und entsprechender Testverfahren. Erstellung und Veröffentlichung des vorliegenden Ergebnisberichts.

8. Schritt: Geplant: Komplexere statistische Auswertungen, wissenschaftliche Einordnung und Auswertung der Ergebnisse mit dem Ziel der Konzeption eines Risiko- und Portfoliomanagementsystems für Immobilienkapitalanlagen auf Basis der empirischen Ergebnisse bei gleichzeitiger wissenschaftlicher Fundierung.

---

<sup>2</sup> Siehe zu näheren Ausführungen Abschnitt 2.3.4

### **2.3.3 Zeitlicher Ablauf**

Zeitlich erstreckte sich das Forschungsprojekt über den Zeitraum von Februar 2000 bis März 2001. Im einzelnen wurde nach folgendem Fahrplan verfahren:

Februar – Juli 2000	Festlegung von Untersuchungsgebiet, -methode und Befragungsumfang, explorative Interviews mit späteren Befragungsteilnehmern
August – November 2000	Ermittlung der Ansprechpartner in den Unternehmen, Erstellung eines Fragebogenentwurfs
Dezember 2000	Test und Evaluation des Fragebogens
Januar - Februar 2001	Durchführung der telefonischen Erhebung
Februar - März 2001	Auswertung der Untersuchungsergebnisse
März 2001	Abfassung des Ergebnisberichts

### **2.3.4 Zur Grundgesamtheit und zu den tatsächlich Befragten in der Stichprobe**

Entsprechend der Zielsetzung der Untersuchung setzt sich die Grundgesamtheit aus der Gesamtheit aller institutionellen Immobilieninvestoren in Deutschland zusammen. Im Idealfall hätte unter allen Gesellschaften eine Vollerhebung durchgeführt werden müssen. Die Größe ließe sich nach den beiden Dimensionen Bestandsvolumen über Verkehrswerte oder aber nach jährlich getätigtem Bruttoinvestitionsvolumen bestimmen. Aufgrund der geringen Transparenz am Markt für Immobilieninvestitionen in Deutschland veröffentlichen die einzelnen Institutionen in den seltensten Fällen Verkehrswerte ihrer Immobilienbestände. Auch das Volumen einzelner Transaktionen wird in Deutschland nicht auf Unternehmens- oder Marktebene aggregiert. Deshalb ist die exakte Abgrenzung der Grundgesamtheit in Deutschland nicht möglich. Hier wurde deshalb auf eine Hilfskonstruktion zurückgegriffen, die im Folgenden näher beschrieben wird.

Der Markt für Immobilieninvestitionen wurde nach handelnden Gruppen segmentiert und in einer geschichteten Stichprobe zusammengeführt. Damit wird der Vielfalt der unterschiedlichen Entscheidungshintergründe Rechnung getragen. Als relevante Einheiten sind in Deutschland die offenen und die geschlossenen Immobilienfonds, die Immobilienaktiengesellschaften, die Versicherungen und Pensionskassen, die Immobilieneinheiten von Großunternehmen (*corporate real estate* – Entscheider), Projektentwickler und schließlich private Vermögensverwaltungen am Markt tätig. Ziel der Identifikation der einzelnen Einheiten in diesen Segmenten war es, sie anhand des Kriteriums „Größe“ so vollständig wie möglich zu erfassen. Der Abgrenzung nach dem Größenkriterium liegt die Vorstellung zugrunde, dass das Know How, Erfahrung und die Professionalität mit der Größe der Gesellschaften zunimmt. Außerdem ist das mit der Befragung abgedeckte Immobilienvolumen ein wichtiges Kriterium für die Signifikanz der Ergebnisse für den gesamten Markt.

Bei den offenen Fonds ist die Zahl der Gesellschaften sehr beschränkt, alle elf Gesellschaften sind leicht zu identifizieren und wurden komplett in die Stichprobe übernommen. Die geschlossenen Fonds sind in ihrer Gesamtheit und historischen Entwicklung in der Studie von Loipfinger (2000) umfassend dargestellt. Eine im Verhältnis zu den anderen Gruppen angemessene Stichprobe aus diesem Bereich sind die größten 25 Fondsgesellschaften nach historischen Plazierungsvolumina. Sie erfasst zwar zahlenmäßig nur einen geringen Ausschnitt der geschlossenen Immobilienfonds, allerdings investiert der sehr große Teil dieser Gesellschaften geringe Volumina. Das Marktverhalten wird demnach am ehesten durch die selektierten Gesellschaften widerspiegelt. Bereinigt wurde die Auswahl um Fonds, die nur in ausländischen Immobilien investieren. Damit ergeben sich 19 berücksichtigte Fondsgesellschaften.

Bei den Immobiliengesellschaften wurden auf alle in DIMAX vertretenen Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von über 100 Mio. DM zurückgegriffen. Zusätzlich wurden große GmbH's in dieser Gruppe erfasst, sodass 40 Entscheider der Stichprobe auf diese Gruppe entfallen. Bei Versicherungen, Pensionskassen und Sterbekassen wurde angenommen, dass ein konstanter Anteil der Gesamtanlage dieser Institutionen (in der Regel 3 – 8 %) in Immobilien gebunden ist. Über den Jahresbericht des Bundesverbandes der Versicherungswirtschaft 2000 wurden die Unternehmen selektiert, deren geschätzte Anlagevolumina über 100 Mio. DM

liegen<sup>3</sup>. Aus der Gruppe der Versicherungen ergaben sich demnach 29 Gesellschaften, aus der Gruppe der Pensions- und Sterbekassen, die zusammengefasst wurde, flossen 28 Entscheider in die Betrachtung mit ein.

Non-Property-Companies, also Unternehmen deren Kerngeschäft nicht die Immobilie ist, betrachten ihre eigenen Immobilien immer mehr unter dem Blickwinkel der Kapitalanlage. Aus diesem Grund sind Unternehmen, deren Immobilienmanagement zentral institutionalisiert ist, auch zu der Gruppe zu rechnen, die Immobilienkapitalanlage betreiben. Vor allem in Zusammenhang mit der 1998 von den hier beteiligten Institutionen durchgeführten Befragung „Stand und Entwicklung der Organisation des Immobilienmanagements bei Großunternehmen in Deutschland“ wurden die 32 Unternehmen selektiert<sup>4</sup>, die dem Kriterium eines professionellen Immobilienmanagement entsprechen. Zusätzlich wurden zur Vervollständigung der am Markt tätigen Investorengruppen die nach Expertenurteil 15 größten Projektentwickler und 21 private Vermögensverwaltungen der Stichprobe zugeschlagen.

Aus dieser Stichprobe von 190 institutionellen Investoren führte das Marktforschungsinstitut forsa bei den verantwortlichen Führungskräften für die Anlageentscheidung computergestützte Telefoninterviews durch. Investitionsentscheidungen in Immobilien werden innerhalb des Unternehmens in der Regel von Gremien getroffen. Da eine Befragung aller Gremienmitglieder einen nicht zu rechtfertigenden Aufwand bedeutet, richtete sich das Interview an die für die weitgehende Entscheidungsvorbereitung verantwortlichen Mitarbeiter, welche sich je nach Unternehmen beispielsweise in der Position der kaufmännischen Leitung, des Portfolio - Managers oder des Abteilungsleiter Liegenschaften befinden.

Insgesamt haben sich 91 Immobilien-Portfolio-Manager oder Verantwortliche für die Anlageentscheidung in Immobilien an der Befragung beteiligt. Die Rücklaufquote von 48 % ist im Vergleich mit ähnlichen Untersuchungen außergewöhnlich hoch. Sie verdeutlicht das starke Interesse und die hohe Relevanz der Thematik, der sich die Entscheider aufgrund der zu Anfang aufgeführten Defizite in Kürze werden stellen müssen. Der Markt für Immobilieninvestitionen in Deutschland unterliegt keiner offiziellen Statistik. Nicht zuletzt hierin spiegelt sich

---

<sup>3</sup> Siehe Jahrbuch 2000, Die deutsche Versicherungswirtschaft (2000), S. 121 – 123. Die Zahlen zu den Anlagebeständen stellt das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen zur Verfügung.

<sup>4</sup> Vgl. Pfnür (2000).

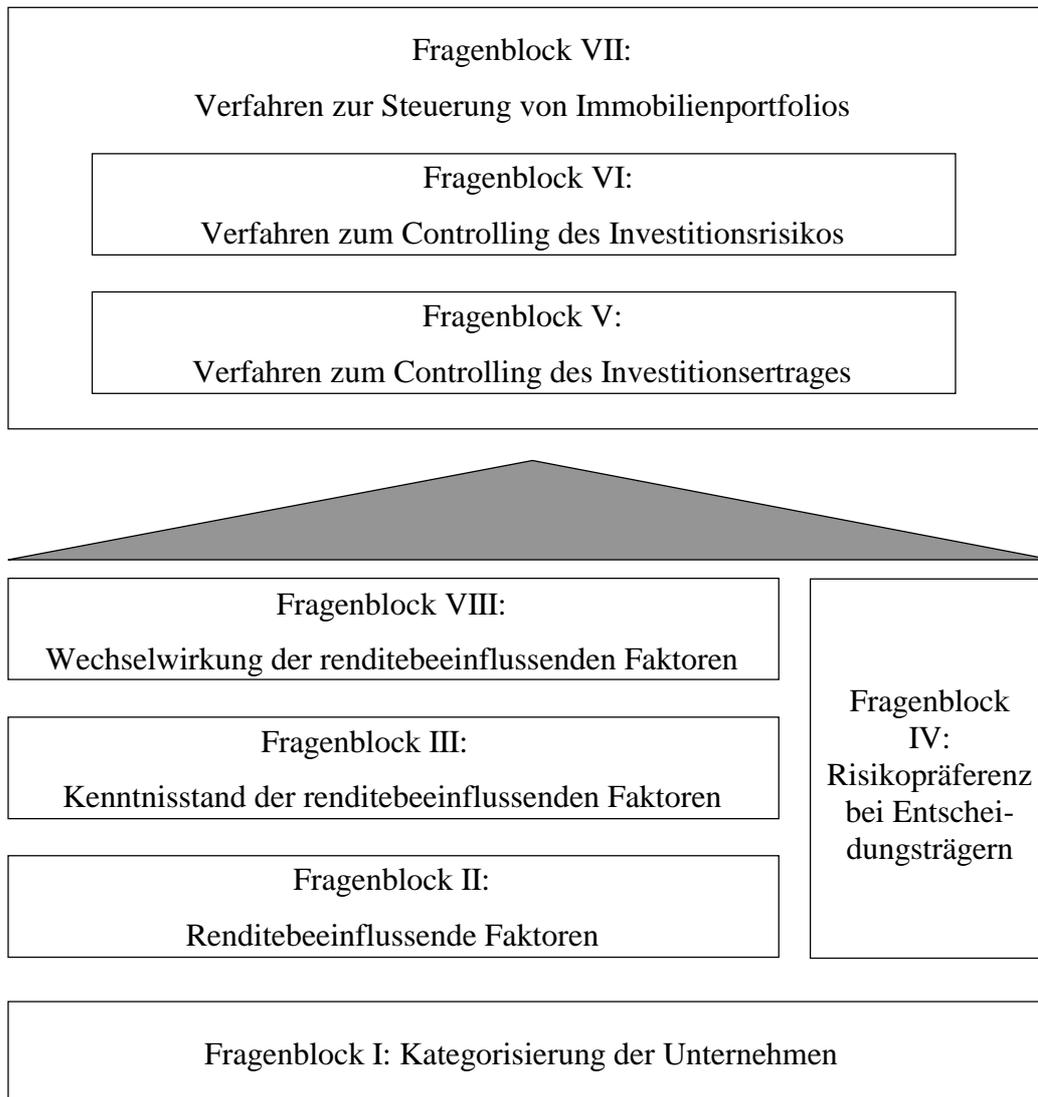
das niedrige Niveau des Informationsstands über den Immobilienmarkt in Deutschland wider. Dennoch lassen näherungsweise Bestimmungen des Marktvolumens den Schluss zu, dass die Bestimmung der Stichprobe gut geglückt ist. Die Teilnehmer der Befragung betreuen circa zwei Drittel des in Deutschland jährlich von inländischen institutionellen Anlegern investierten Volumens, wie in Abschnitt 3.1 näher dargestellt wird.

- Die Intransparenz der Deutschen Immobilienmärkte umfaßt auch die Marktteilnehmer. Exakte Informationen über das Bestands- und Transaktionsvolumen der größten institutionellen Investoren sind nur in Form von Bruchstücken vorhanden. Die präzise Beschreibung des Investitionsverhaltens dieser Unternehmen wird durch diese Informationsdefizite erschwert.
- Aus der Gesamtheit aller institutionellen Immobilieninvestoren in der Bundesrepublik Deutschland wurden 190 Unternehmen nach den Kriterien „Größe“ und „Professionalität“ ausgewählt.
- Die Stichprobe wurde nach Investorenklassen geschichtet in offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds, Non-Property-Companies, Projektentwickler, Immobilienaktiengesellschaften, Pensionskasse, Versicherungen und private Vermögensverwaltungen.

### **2.3.5 Inhaltlicher Aufbau der Studie**

Der Aufbau der Studie ist zweiteilig. Zunächst werden die Entscheider zu ihren individuellen Bewertungen von Renditefaktoren und deren gegenseitige Abhängigkeit bei Immobilieninvestitionen befragt. Eine direkte Abfrage der Relevanz von Renditefaktoren in Immobilienprojekten, differenziert nach finanzwirtschaftlichen Größen, Strukturmerkmalen der Immobilie und Rahmenbedingungen der Investition, liefert Kernfaktoren als Grundlage für die Entscheidung. Zudem wird die Fähigkeit zur Einschätzung dieser Faktoren und das Bewußtsein für die jeweiligen Abhängigkeiten der finanzwirtschaftlichen Größen von den anderen Faktoren erfragt. In einem zweiten Teil werden Untersuchungen in der Tradition von Webb (1984), Louargand (1992) und De Wit (1996) in die Spezifika des deutschen Immobilienmarktes übersetzt und abgefragt. Bestimmt werden die praktizierten Portfoliomanagement-Techniken. Aus den genannten vorhergehenden Untersuchungen sind Aussagen über die Messung des Investitionserfolgs, angewandte Diversifikationsstrategien und die Nutzung von Hilfsmitteln bei der Umsetzung möglich. Im Detail bedeutet dies:

**Abbildung 2: Aufbau des Fragebogens**



Quelle: Eigene Darstellung

### **Fragenblock I: Kategorisierung des befragten Unternehmens**

Die Portfolio Manager wurden zunächst zur Art der Institution befragt, aus deren Perspektive sie den Fragebogen beantworten. Zusätzlich sollten sie die Struktur ihres Bestandes und die gebundenen und jährlich investierten Volumina in Verkehrswerten angeben. Zur Erleichterung der Beantwortung der Fragen zu diesen sensiblen Informationen wurden nur Grobkategorien abgefragt. Die Auswertung dieses Teils liefert Hinweise auf die Struktur des Anlagemarktes für Immobilien in Deutschland und die Validität in der Übertragung von Aussagen der Stichprobe auf den Gesamtmarkt.

## **Fragenblock II: Bestimmung der relevanten renditebeeinflussenden Faktoren in Immobilieninvestitionen**

Aus der Übertragung von Erfahrungen bei Immobilieninvestitionsentscheidungen auf Modellüberlegungen wurden Faktoren identifiziert, die abhängig oder unabhängig voneinander den Erfolg einer Immobilieninvestition determinieren. Die Renditefaktoren wurden nach folgender Vorstellung untergliedert:

- Finanzwirtschaftliche Einflussgrößen

Die Rendite und das Risiko einer Investition wird idealtypisch auf der Basis eines vollständigen Finanzplans errechnet. Folglich sind alle finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen die der Finanzplan umfasst von unmittelbarer Bedeutung für den Investitionserfolg. Wichtige finanzwirtschaftliche Einflussgrößen wie beispielsweise die Mieteinnahmen lassen sich nicht unmittelbar planen. Vielmehr sind mittelbare Größen erforderlich, auf deren Basis die Höhe und Entwicklung der, von einer Immobilieninvestition verursachten, Zahlungsströme prognostiziert werden kann.

- Strukturmerkmale

Die Strukturmerkmale werden mit der Investitionsentscheidung festgelegt. Sie werden in der Regel für den Zeitraum der Investition kaum zu verändern sein. Obwohl eine Korrektur in der Regel wirtschaftlich nicht vertretbar ist, determinieren sie z. B. in Form des Standorts unweigerlich den Investitionserfolg.

- Rahmenbedingungen

Unter den Rahmenbedingungen werden alle Einflussgrößen auf den Investitionserfolg subsumiert, die einer kontinuierlichen Veränderung unterliegen können. Im Gegensatz zu den Strukturmerkmalen können hier im Zeitablauf unbemerkt Entwicklungen, z. B. in der Mieterbonität, eintreten, die den Investitionserfolg gefährden oder aber unterstützen. Dem screening und monitoring, d. h. der ungerichteten und gerichteten Überwachung der Rahmenbedingungen kommt im Rahmen des Immobiliencontrolling große Bedeutung zu.

Die Befragten sollen sich zu ihrer subjektiven Einschätzung bezüglich der Relevanz des jeweiligen Faktors für den Erfolg eines Investitionsprojektes äußern. Anschließend wird der trade-off der Strukturmerkmale gegenüber den Rahmenbedingungen für den Erfolg abgefragt.

### **Fragenblock III: Kenntnisstand über renditebeeinflussende Faktoren**

Unabhängig davon, für wie relevant Entscheidungsträger den Einfluss einzelner Faktoren für den Erfolg der Investition halten, können sie ihre Entscheidung nicht immer auf die relevanten Faktoren stützen. Ist das Informationsniveau bezüglich eines Faktors eingeschränkt, kann dies dazu führen, dass sein Einfluss im Prozess der Entscheidungsfindung unterrepräsentiert ist. Risiko resultiert aus der mangelhaften Einschätzbarkeit (Unsicherheit) relevanter Entscheidungsparameter. Deswegen sollen sich die Befragten zu ihrer individuellen Fähigkeit äußern, einzelne renditebeeinflussende Faktoren zum Investitionszeitpunkt und im Zeitablauf zu quantifizieren.

### **Fragenblock IV: Risikopräferenzen bei den Entscheidungsträgern**

Zudem ist das Entscheidungsverhalten nicht nur von der unterschiedlichen Bestimmung des Risikos und der Rendite einer einzelnen Investitionsmöglichkeit abhängig, sondern auch von der individuellen Risikopräferenz des jeweiligen Entscheiders. In den meisten Fällen wird die Risikopräferenz durch institutionelle Rahmenbedingungen der betrachteten Einheit bestimmt sein. Den Befragten wurden stufenweise Abweichungen von der erwarteten Rendite als Risiko der Investition angegeben. Zu dem jeweiligen Risiko in Prozent sollen die Immobilieninvestoren diejenige Mindestrendite angeben, die sie noch dazu veranlasst, die Investition zu tätigen. Aus der Aggregation dieser Antworten läßt sich individuell und für zusammengehörige Antworter als Gruppe eine Risikopräferenzfunktion bilden. Die Risikoneigung liefert wertvolle Unterstützung bei der Interpretation anderer Fragen.

### **Fragenblock V: Verfahren zum Controlling des Investitionsertrags**

Nach Abschluß der Investitionsentscheidung gilt es die Auswirkungen der getroffenen Annahmen in ihrer Realisierung ständig zu überprüfen. Wichtig sind dabei die ex-post festgestellten Renditen und die weitere Planung der Zahlungsströme. In diesem Abschnitt werden die Investoren befragt, welche investitionsrechnerischen Verfahren sie auf Einzelobjekt- und Portfolio-Ebene anwenden, welche Gewichtungen Entscheidungskriterien in der Investitionsentscheidung zukommen und ob diese historisch oder durch zukünftige Markteinschätzungen getrieben sind. Dieser Abschnitt gibt Aufschluß inwieweit die Investoren Handlungsspielräume im Ablauf der Investition erkennen und nutzen, um Fehlentscheidungen zu korrigieren.

## **Fragenblock VI: Verfahren zum Controlling des Investitionsrisikos**

Neben der Rendite gilt es, das Risiko der erwarteten Rendite über den Investitionszeitraum zu verfolgen. Die Befragten sollen zu Informationsquellen, Überführung in Kennzahlen und Anwendung bei der Integration dieser Kennzahlen in Modelle zur Bewertung des Risikos Auskunft geben. Die Ergebnisse zeigen, ob das Risiko der Investition in adäquater Weise bestimmt und im Verhältnis zur Rendite abgewogen wird.

## **Fragenblock VII: Verfahren zur Steuerung des Immobilienportfolios**

Die Verknüpfung von Rendite- und Risikobetrachtungen auf Portfolioebene eröffnet Möglichkeiten, Risiken zu diversifizieren, ohne Einbussen bei der erwarteten Rendite hinnehmen zu müssen. Im Rahmen des Fragebogens interessiert, nach welchen Kriterien Investoren eine solche Diversifikation vornehmen und an welchen Marktgegebenheiten ihrer Meinung nach eine optimale, effiziente Diversifikation scheitert. Das Portfolio als fertige Konstruktion kann in seinem Erfolg über Benchmarking gegen den Markt oder Wettbewerber bestimmt werden. Inwieweit solche Methoden Anwendung finden, wird in den Abschlußfragen bestimmt. In diesem Abschnitt wird erläutert, inwieweit sich die Anleger über Portfolioeffekte in ihren Anlagebemühungen bewußt sind und welche Konsequenzen dies für die isolierte Anlageentscheidung mit sich bringt.

## **Fragenblock VIII: Wechselwirkungen von renditebeeinflussenden Faktoren**

Inhaltlich gehört dieser Block zum Fragenblock II. Um allerdings Ermüdungseffekte bei der Beantwortung langer Item-Listen zu vermeiden, wurde die Untersuchung durch den Einschub der vorhergehenden Fragen aufgelockert. Ohne Kenntnis der Wechselwirkungen der einzelnen renditebeeinflussenden Faktoren ist die Abschätzung der Risiken einer Immobilieninvestition kaum zu leisten. Ziel dieses Fragenblocks ist es, Kausalketten zwischen den wichtigsten Strukturmerkmalen, Rahmendbedingungen und finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen einer Immobilieninvestition bilden zu können. Dadurch sind Aussagen in der Form „was wäre wenn ...“ möglich. Beispielsweise: wie verändert sich die Rendite meines Investitionsprojekts, wenn das volkswirtschaftliche Wachstum der Region um 3 % hinter den Erwartungen zurückbleibt?

Die Fragen zu den Wechselwirkungen ergänzen die Identifikation von renditebeeinflussenden Faktoren. Die Beantworter wurden zu ihrer Einschätzung der gegenseitigen Abhängigkeiten

von finanzwirtschaftlichen Größen und des Einflusses von Strukturmerkmalen und Rahmenbedingungen auf die zentralen cash-flows Mieteinnahmen, Veräußerungserlös und Modernisierungsinvestitionen befragt.

Der Fragebogen erweitert damit die bisherigen Untersuchungen essentiell um die Beschreibung der Immobilienkapitalanlage aus der **Perspektive der Entscheidungsträger**, wie sie in Deutschland praktiziert wird. Der Abgleich mit bereits in anderen Untersuchungen erhobenen Investitionscontrolling und Portfoliosteuerungsmethoden bietet Aufschluß über den Prozess der Risikobeschreibung in der Anlageentscheidung und der Steuerung der Rendite- und Risikoanteile der Investition im Zeitablauf. Der Fragebogen deckt damit als geschlossene Einheit die Bewertung des praktizierten Vorgehens bei der gesamten Immobilieninvestitionsentscheidung und dem anschließenden Investitionscontrolling in Deutschland ab. Diese Untersuchung lehnt sich an kein bisheriges Muster an und liefert somit Erkenntnisse für Entscheidungsträger in Immobilienanlagen, die von hohem Neuigkeitswert und großer Relevanz für die Bemühungen um Transparenz bei Investitionen gekennzeichnet sind.

### 2.3.6 Durchführung der Auswertung

Entsprechend dem Hauptziel, der Darstellung der Investitionsentscheidungen bei institutionellen Immobilieninvestoren, werden die Ergebnisse vor allem mit den Verfahren der deskriptiven und einfachen Verfahren der präskriptiven Statistik ausgewertet. Zum Einsatz kommen folgende statistische Kennzahlen und Verfahren aus dem Leistungsumfang des Programmpakets SPSS - Release 10.0:

- Kreuztabellierung und Randverteilung in absoluten sowie relativen Zahlen,
- Arithmetisches Mittel und Standardabweichung,
- Faktorenanalyse.

Im Rahmen der Auswertung wurden insbesondere Mittelwerte verschiedener Untergruppen vergleichend analysiert. Entsprechend der für statistische Verhältnisse kleinen Stichprobe bei gleichzeitig hoher Anzahl an Antwortmöglichkeiten weisen die einzelnen Untergruppen nur in wenigen Fällen Unterschiede auf, die bei Zugrundelegung einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5% signifikant sind. Zur verallgemeinernden Analyse der Daten spielen hier deshalb sub-

jektive Erfahrungen sowie sonstige aus der Befragung gewonnene Erkenntnisse und Interpretationen eine wesentliche Rolle. Dies scheint in Anbetracht des Ziels der Befragung, der hohen Aussagekraft der Ergebnisse aufgrund der repräsentativen Stellung der Befragten für den Anlagemarkt Deutschland (siehe Absatz 3.1) und der bislang geringen wissenschaftlichen Aufbereitung gerechtfertigt.

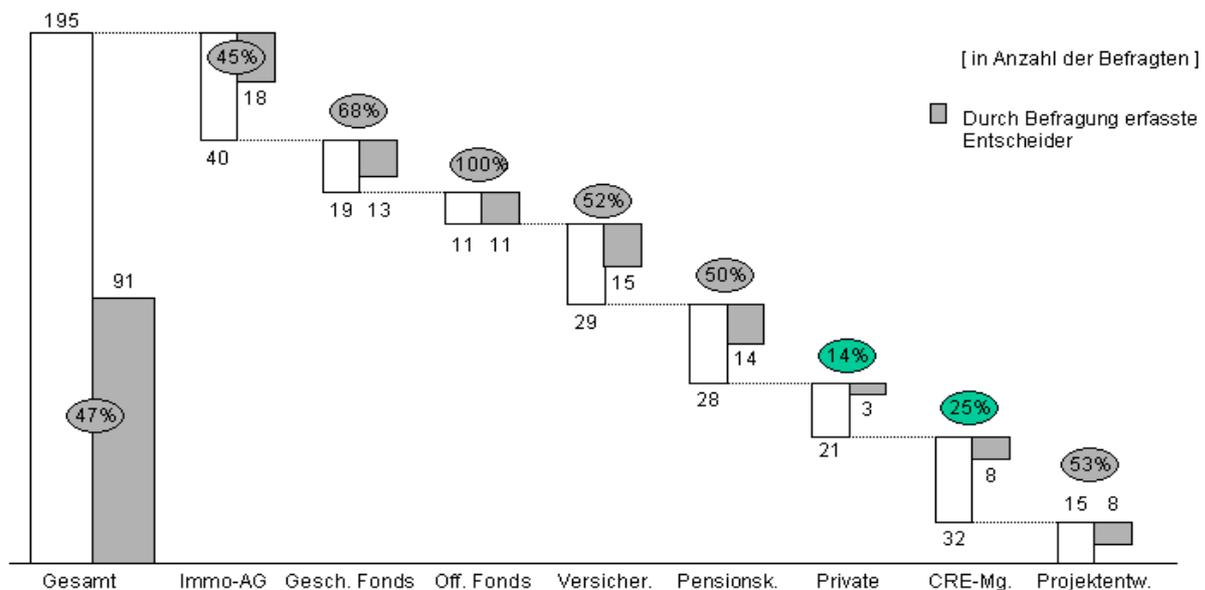
### 3 Ergebnisse

#### 3.1 Portfoliostruktur der befragten Unternehmen und Verhältnis zum Gesamtmarkt

Zur besseren Einschätzung der Aussagekraft der anschließend darzustellenden Ergebnisse zum Erfolg von Immobilieninvestitionen ist zunächst kurz zu umreißen, wer aus der oben skizzierten Stichprobe an der Befragung teilgenommen hat und wie sich die von den Gesprächspartnern betreuten Portfolios zusammensetzen. Insgesamt haben sich 47 % der 190 Unternehmen aus der Stichprobe an der Befragung beteiligt, sodass 91 verwertbare Fragebögen zur Auswertung zur Verfügung stehen. Die Verteilung der Befragten auf die unterschiedlichen Gruppen institutioneller Investoren verdeutlicht die Abbildung 3.

*[1.] Aus welcher Perspektive treffen Sie ihre Immobilieninvestitionsentscheidungen? Aus der Perspektive...*

**Abbildung 3: Verteilung der Befragten auf die unterschiedlichen Gruppen institutioneller Investoren**



Quelle: Eigene Darstellung

Den zahlenmäßig größten Anteil an der Befragung nehmen die Immobilien AG's ein, die mit 18 Unternehmen in der Befragung vertreten sind, gefolgt von Versicherungen mit 15 Unternehmen und Pensionskassen mit 11 Unternehmen. Unter den offenen Immobilienfonds fand eine Vollerhebung unter allen 11 derzeit in Deutschland tätigen Fondsgesellschaften statt. Ein Befragter konnte sich in die vorgegebene Kategorisierung nicht einordnen.

Weiteren Aufschluss über die Struktur der beteiligten Unternehmen gibt die Analyse ihrer Aktivitäten in Form von Betätigungsfeld, Struktur des Flächenbestands nach Nutzungsarten, Verkehrswert und jährlichem Umschlagsvolumen.

*[2.] Wenn sie Immobilieninvestitionen tätigen, wie viel Prozent Ihrer Investitionen entfallen davon auf ...*

**Tabelle 1: Aktivitäten der Investoren nach Investitionsformen**

	Gesamt	geschl. Fonds	offene Fonds	Vers. unternehmen	Pen-sions-kasse	priv. Verm.-verwaltung	CRE Manager	Projekt-ent-wickler	sonst.	Immo AG
Bestandsinvestitionen	46,6	36,7	63,0	52,8	53,2	46,7	54,2	18,8	0	46,9
Bestandsentwickl.	16,8	9,6	13,5	15,9	10,9	21,7	18,0	10,0	30,0	29,1
Projektentwickl.	35,5	50,4	16,5	27,5	35,9	31,7	27,5	72,5	70,0	27,8

Quelle: Eigene Darstellung

Insgesamt entfallen ca. die Hälfte aller Immobilieninvestitionen auf Bestandsinvestitionen. Bei den offenen Immobilienfonds ist dieser Anteil mit ca. zwei Drittel noch deutlich höher. Es folgt die Projektentwicklung mit ca. einem Drittel aller Investitionen. Die Bestandsentwicklung umfasst schließlich ca. ein Sechstel der getätigten Investitionen.

Die Frage drei gilt der Differenzierung des Flächenbestands nach Nutzungsarten.

[3.] Wenn Sie Ihren Flächenbestand betrachten, wie viel Prozent davon schätzen Sie sind...

**Tabelle 2: Immobilienbestände der Investoren nach Nutzungsarten**

	Immo AG	Geschl. Fonds	offene Fonds	Vers. unter- nehmen	Pen- sions- kasse	priv. Verm.- verwal- tung	CRE Mana- ger	Projekt- ent- wickler	sonst.	Gesamt
Wohnen	29,9	14,7	2,9	39,9	23,7	13,0	17,8	13,8	3,0	21,9
Büro	28,8	60,8	75,1	38,9	62,4	25,3	40,4	40,7	5,0	47,4
Handel	18,0	15,8	11,3	13,8	13,4	60,0	9,0	1,4	92,0	15,6
Produktion	18,1	0,8	0,4	0,2	0,0	1,7	25,6	8,8	0,0	6,9
Sonstige	4,4	7,8	8,5	8,4	0,5	0,0	9,1	21,9	0,0	7,2

Institutionelle Anleger sind zum überwiegenden Teil in Büroimmobilien investiert. Lediglich bei Immobilien AG's und Versicherungsunternehmen ist der Anteil der Wohnimmobilien in etwa gleich hoch. Der mit 60 % hohe Anteil der Handelsimmobilien bei den Privaten Investoren dürfte durch die geringe Anzahl von nur drei Unternehmen in diesem Segment verzerrt werden.

Zur Beurteilung der Qualität der Untersuchungsergebnisse ist die Analyse des insgesamt und innerhalb einzelner Investorenklassen durch die Befragung erreichten Marktvolumens hilfreich. Als Maßstab für das Marktvolumen können mit dem Verkehrswert des Immobilienportfolios und dem jährlichen Transaktionsvolumen zwei Größen herangezogen werden, deren Angaben sich zu einem Gesamteindruck der Portfolios ergänzen.

[4.] Wie hoch ist der ungefähre Verkehrswert des Immobilienportfolios, das Sie betreuen?

[5.] Wie groß ist das durchschnittliche jährliche Brutto-Transaktionsvolumen, d.h. An- und Verkäufe bzw. Investitionen, gemessen an den Verkehrswerten ?

**Tabelle 3: Portfolio-Volumina**

		Verkehrswert des Immobilienportfolios				Gesamt
		unter 100 Mio.	100 bis unter 500 Mio	500 Mio bis unter 1 Mrd.	über 1 Mrd	
Durchschnittliches Brutto-Transaktionsvolumen	bis 5 Mio.	2 2,4%	3 3,5%	-- --	-- --	5 5,9%
	5 bis unter 20 Mio.	2 2,4%	4 4,7%	3 3,5%	1 1,2%	10 11,8%
	20 bis 100 Mio.	-- --	4 4,7%	8 9,4%	3 3,5%	15 17,6%
	über 100 Mio.	-- --	4 4,7%	4 4,7%	47 55,3%	55 64,7%
	Gesamt	4 4,7%	15 17,6%	15 17,6%	51 60,0%	85 100,0%

n = 85; erster Wert: Anzahl (n); zweiter Wert: Prozent von n

Quelle: Eigene Darstellung

Die Tabelle 3 zeigt, dass die überwiegende Anzahl der Unternehmen sowohl über ein Portfolio verfügen, welches 1 Mrd. DM an Verkehrswerten übertrifft als auch über 100 Mio. DM jährliches Transaktionsvolumen bewegen.

Betrachtet man die Frage 5 zum jährlichen Transaktionsvolumen im Zusammenhang mit der Frage 1 zur Einteilung in Gruppen institutioneller Investoren, kann man Rückschlüsse auf das Gesamtvolumen der mit der Befragung erreichten Unternehmen ziehen. Hierzu sind weitere Prämissen erforderlich, die zunächst kurz erläutert werden, bevor anschließend Aussagen zum Volumen der einzelnen Investorengruppen getroffen werden. Bei dem überwiegenden Teil der Unternehmen (n = 55) übersteigt das jährliche Transaktionsvolumen die obere Schranke von 100 Millionen DM. Durch die empirische Arbeit des Bulwien Instituts, München ist die Struktur des Deutschen Immobilienmarktes recht gut bekannt.<sup>5</sup> Aufgrund dieser Daten und zusätzlicher eigener Recherchen, die im Zuge der Zusammenstellung der Stichprobe ange stellt wurden, wird im Folgenden unterstellt, dass für Unternehmen mit einem Investitionsvo- lumen > 100 Millionen DM p. a. gilt:

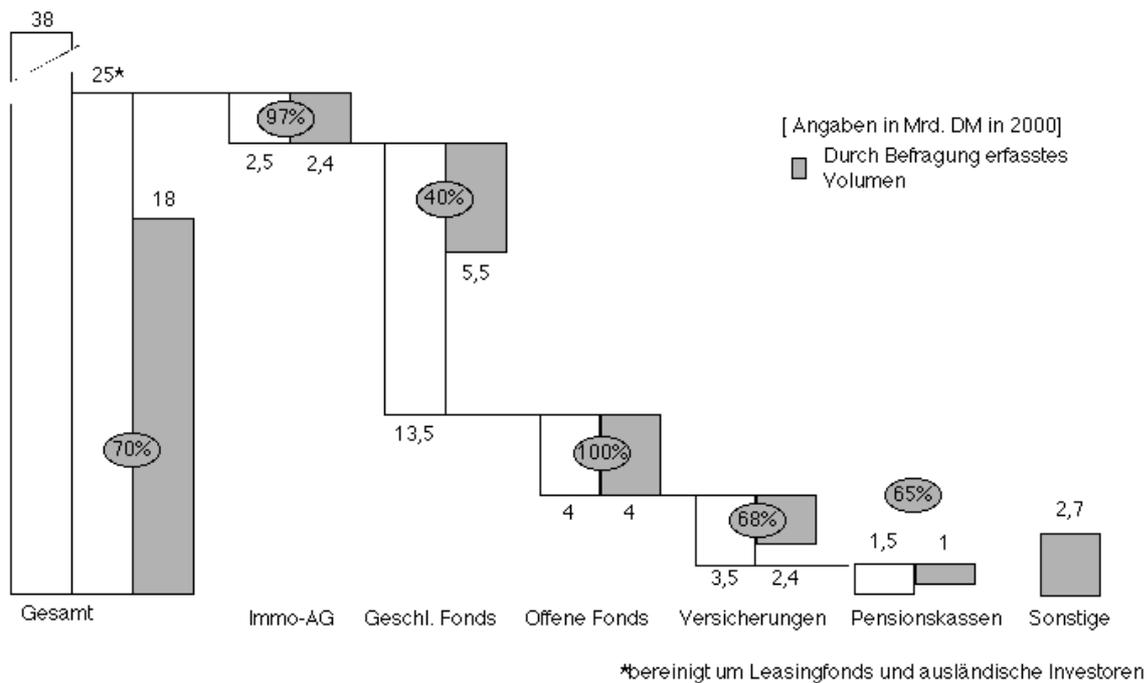
---

<sup>5</sup> Vgl. insbesondere o.V. (1999), Wer investiert wieviel in deutsche Immobilien? In: Immobili- en-Zeitung vom 16.11.2000, S. 4.

- bei Immobilien AG's, Versicherungen und Pensionskassen beträgt das durchschnittliche Volumen 200 Millionen DM,
- bei geschlossenen Fonds beträgt das durchschnittliche Volumen 450 Millionen DM,
- alle 11 deutschen offenen Fondsgesellschaften haben an der Befragung teilgenommen. Das Transaktionsvolumen im Jahr 2000 betrug insgesamt 2,5 Milliarden DM.

Gewichtet man die kleineren Gesellschaften jeweils mit dem Transaktionsvolumen ihrer Klassenmitte, ergeben sich die in Abbildung 4 dargestellten Transaktionsvolumina der Investorenklassen sowie der Anteil am Gesamttransaktionsvolumen institutioneller Investoren in der Bundesrepublik Deutschland.

**Abbildung 4: Jährliches Brutto-Transaktionsvolumen der erreichten Unternehmen**



Quelle: Eigene Darstellung, Investitionsvolumen Deutschland: Bulwien Institut.

Reduziert man das Transaktionsvolumen institutioneller Investoren von insgesamt 38 Mrd. DM um die durch Leasingfonds und ausländische Investoren getätigten Immobilieninvestiti-

oen, verbleiben 25 Mrd. DM als das jährliche Brutto-Transaktionsvolumen inländischer Investoren in Deutschland. Dieses Volumen verteilt sich entsprechend der weißen Balken in der Abbildung 4 auf die einzelnen Gruppen institutioneller Anleger. Die o. a. Prämissen vorausgesetzt ergibt sich das in den grauen Balken festgehaltene Volumen für den Anteil der erfassten Unternehmen am Gesamtvolumen. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass einige Investoren, insbesondere aus den Gruppen der Immobilien AGs und der Fonds, einen Teil des in der Befragung angegebenen Investitionsvolumens im Ausland anlegen, sodass die Anteile am deutschen Investitionsvolumen entsprechend reduziert werden müssen. Dieser Aspekt kommt bei den offenen Immobilienfonds allerdings nicht zum Tragen, da in dieser Investorengruppe bedingt durch die Vollerhebung das gesamte inländische Investitionsvolumen erfasst worden ist. Neben den offenen Fonds ist der am Transaktionsvolumen gemessene Ausschöpfungsgrad der Befragung bei Immobilien AGs (95 %)<sup>6</sup>, bei Versicherungen (70 %) und bei Pensionskassen (65 %) als hoch bis sehr hoch anzusehen. Lediglich bei den geschlossenen Fonds bleibt der Ausschöpfungsgrad unter der Hälfte des gesamten von dieser Gruppe getätigten Transaktionsvolumens (40 %). Dies ist auf die polipolistische Marktstruktur in diesem Segment zurückzuführen. Die in diesem Segment sehr hohe Beteiligungsquote von 68 % der ausgewählten 19 Unternehmen spricht für ein überdurchschnittlich großes Interesse dieses Investorensegments an der Befragung. Eine Erhöhung der Repräsentativität der Befragung gemessen am Marktsegment wäre nur durch eine erhebliche Vergrößerung der Stichprobe in diesem Segment zu erreichen gewesen. Diese ist aber durch die verhältnismäßig geringe Größe einzelner Fondsiniciatoren im Vergleich zu den Gesellschaften aus den anderen Anlegerklassen nicht zu rechtfertigen.

---

<sup>6</sup> Gewisse Überschneidungen können aufgrund der Auslandsinvestitionen der Immobilien AG's nicht ausgeschlossen werden.

- Der Befragungsrücklauf ist mit knapp 50 % im Vergleich zu ähnlichen Befragungen bereits erfreulich hoch. Durch eine Erweiterung des Zeithorizonts wäre die sehr hohe Beteiligung zudem noch weiter zu steigern gewesen. Insgesamt geben die Immobilieninvestoren dem Thema Risikomanagement somit einen sehr hohen Stellenwert.
- Das Interesse an der Befragung unterscheidet sich in den einzelnen Investorengruppen allerdings erheblich. Überdurchschnittlich starkes Interesse hat die Befragung bei den Fondsgesellschaften hervorgerufen. Unterdurchschnittlich interessiert sind private Vermögensverwaltungen und die Non-Property-Companies.
- Die Aktivitäten und Immobilienportfolios der unterschiedlichen Investorenklassen unterscheiden sich angesichts der unterschiedlichen Geschäftsmodelle erwartungsgemäß erheblich. Zu erwarten wäre, dass sich diese Unterschiede auch im Ertrags- und Risikomanagement der Portfolios niederschlagen.
- Insgesamt deckt die Befragung vorsichtig geschätzt zwei Drittel des von Deutschen institutionellen Investoren im Jahr 2000 in Deutschland getätigten Bruttoinvestitionsvolumens ab.
- Die im Folgenden näher zu erläuternden Ergebnisse über die Strukturierung der Entscheidungsträger können aus dem Blickwinkel des Marktvolumens heraus als hochgradig valide bezeichnet werden.

### 3.2 Einschätzungen zu renditebeeinflussenden Faktoren

Bei der Konzeption des Fragebogens wurde besonderer Wert auf die vollständige Erhebung der renditerelevanten Faktoren sowie insbesondere deren Bedeutung aus Sicht der Entscheidungsträger gelegt. Um wichtige Hinweise auf die Erfolgsfaktoren der Immobilieninvestoren aus der Perspektive individuellen Entscheidungsträger zu erhalten, wurden deshalb zunächst zwei offene Fragen zu den Ursachen für Erfolge und auch Misserfolge vergangener Investitionsprojekte gestellt. Im Anschluss wird die Einschätzung der Bedeutung vorgegebener Renditefaktoren dargelegt.

#### 3.2.1 Gründe für Erfolge und Misserfolge von Immobilieninvestitionen

*[6.] Denken Sie bitte an Ihr erfolgreichstes Projekt bei einer Immobilieninvestition. Welche Faktoren waren Ihrer Meinung nach für den Erfolg verantwortlich?*

**Tabelle 4: Faktoren für den Erfolg von Immobilieninvestitionen**

Faktoren	Gesamt
Basis (100 %)	91
Standort	52 %
Qualität/Bonität der Mieter und deren Struktur	22 %
Marktentwicklung	18 %
Architektur/Gebäudeflexibilität	13 %
Zeitpunkt	13 %
Einkaufspreis	10 %
rechtliche/ökonomische Rahmenbedingungen	10 %
Projektentwicklung	7 %
Ausstattung der Immobilie	7 %
Nutzungskonzept	5 %
Planungsqualität, Know how	5 %
Finanzierung	4 %
Infrastruktur	2 %
Betriebs-/Nebenkosten	2 %
Sonstiges	7 %
weiß nicht / k.A.	5 %

Mehrfachantworten möglich. Der eine "Sonstige" hat keine Angaben zu Erfolgsfaktoren gemacht.

Quelle: Eigene Darstellung

Als dominierender Faktor für den Erfolg einer Immobilieninvestition wird erwartungsgemäß der Standort (52 %) gesehen. Mit erheblichem Abstand folgen in den „top five“ die Vermietungssituation (22 %), die Marktentwicklung (18 %), die Architektur (13 %) sowie das Investitionstiming (13 %). Die Erfolgsfaktoren für den Investitionserfolg innerhalb der einzelnen Gruppen sind sehr unterschiedlich. Die vergleichenden Ergebnisse dürfen aufgrund der offenen Fragestellung nicht überwertet werden, weil sie stark von der Antwortbereitschaft der Befragten abhängig sind. Auffällig ist die geringe Bedeutung des Standorts bei CRE Managern (13 %) und Immobilien AGs (28 %), die dadurch erklärbar ist, dass diese Gruppen es mit bereits bestehenden Immobilienportfolios zu tun haben, die nicht nach immobilienwirtschaftlichen Standortkriterien gebildet worden sind, sondern nach den Kriterien der Nutzer zum Zeitpunkt der Anschaffung. Bedeutsamer ist in diesen Gruppen folglich das Timing von Bestandsentwicklungen zur anschließenden Verwertung von Kapazitätsüberhängen der ursprünglichen Nutzer.

*[7.] Und nun denken Sie bitte an Ihr am wenigsten erfolgreiches Projekt bei einer Immobilieninvestition. Welche Faktoren waren für den Misserfolg verantwortlich?*

**Tabelle 5: Faktoren für den Misserfolg von Immobilieninvestitionen**

Faktoren	Gesamt
Basis (100 %)	91
Marktentwicklung insb. Mietpreise	33 %
Standort	24 %
Nutzungskonzept	11 %
Qualität/Bonität der Mieter und deren Struktur	7 %
Fehlende Nutzungsflexibilität	7 %
Fehleinschätzung der Kosten	5 %
Timing	4 %
Zusammenarbeit mit öffentlichen Stellen	3 %
Probleme beim Verkauf	2 %
Instandhaltungskosten	2 %
noch kein Misserfolg	11 %
Sonstiges	3 %
weiß nicht / k.A.	3 %

Mehrfachantworten möglich.

Quelle: Eigene Darstellung

Erwartungsgemäß wird in einer unvorhergesehenen Entwicklung des Immobilienmarktes insgesamt der bedeutsamste Grund für Fehlinvestitionen gesehen (33 %). Es folgen die Standortwahl (24 %), das Nutzungskonzept (11 %), die Vermietungssituation (7 %) und die fehlende Nutzungsflexibilität der Immobilien (7 %). Erstaunlicherweise ist die Fehleinschätzung der Kostensituation vergleichsweise selten die Ursache für einen Misserfolg (5 %). Bei einzelnen Gruppen kommt es, wie bereits bei der Beurteilung der Erfolgsfaktoren, erneut zu perspektivisch bedingten Unterschieden in der Beurteilung. Pensionskassen (14 %) und Projektentwickler (25 %) sehen die Ursache für Misserfolge eher in der Standortwahl als in der Marktentwicklung. Das Nutzungskonzept hat bei den Corporates (51 %) und den Projektentwicklern (38 %) überproportional große Bedeutung. Bei den Projektentwicklern, Corporates und Pensionskassen wird die Schuld an einem Misserfolg damit in einer Fehlplanung der Strukturmerkmale der Investition im Entscheidungszeitpunkt gesehen. Die Fehleinschätzung der Entwicklung des Immobilienmarktes in der Nutzungsphase tritt dementsgegen in den Hintergrund.

Stellt man die Gründe für den Erfolg und den Misserfolg gegenüber, so bleibt für den gesamten Markt vorbehaltlich der genannten Ausnahmen festzuhalten, dass die Erfolge vor allem in der richtigen Standortwahl und der Auswahl von Mietern begründet liegen. Auch die Nennung der Punkte Architektur/Gebäudeflexibilität und Investitionszeitpunkt macht deutlich, dass die Erfolgspotentiale vor allem in der Investitionsphase gesehen werden. Für das Scheitern wird als erstes die Marktentwicklung als Ursache angesehen. Auf den weiteren Plätzen folgen Strukturmerkmale der Immobilieninvestition. Auffällig ist, dass das Timing sehr wohl für den Erfolg der Investition verantwortlich gemacht wird, nicht aber für den Misserfolg. Anders ausgedrückt: Es gibt kein „falsches Timing“ sehr wohl aber ein „richtiges Timing“. Das Nutzungskonzept hingegen kann zwar einen Misserfolg verursachen, andererseits wird es nicht für einen Erfolg verantwortlich gemacht. Dies lässt sich dahingehend interpretieren, dass das Nutzungskonzept eher als Gegenstand des Risikomanagements aufgefasst wird, als dass es als Booster zur Steigerung der Rendite verstanden wird.

**Abbildung 5: Top Five der Gründe für Erfolg und Misserfolg von Immobilieninvestitionen**

<b>Top Five der Gründe für Erfolg und Misserfolg</b>	
<b>Erfolg</b>	<b>Misserfolg</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li><b>1. Standort</b></li> <li><b>2. Qualität/Bonität der Mieter</b></li> <li><b>3. Marktentwicklung</b></li> <li><b>4. Architektur/Nutzungsflexibilität</b></li> <li><b>5. Timing</b></li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>1. Marktentwicklung</b></li> <li><b>2. Standort</b></li> <li><b>3. Nutzungskonzept</b></li> <li><b>4. Qualität/Bonität der Mieter</b></li> <li><b>5. Fehlende Nutzungsflexibilität</b></li> </ol>

Quelle: Eigene Darstellung

### **3.2.2 Bedeutung einzelner Renditefaktoren für den Investitionserfolg**

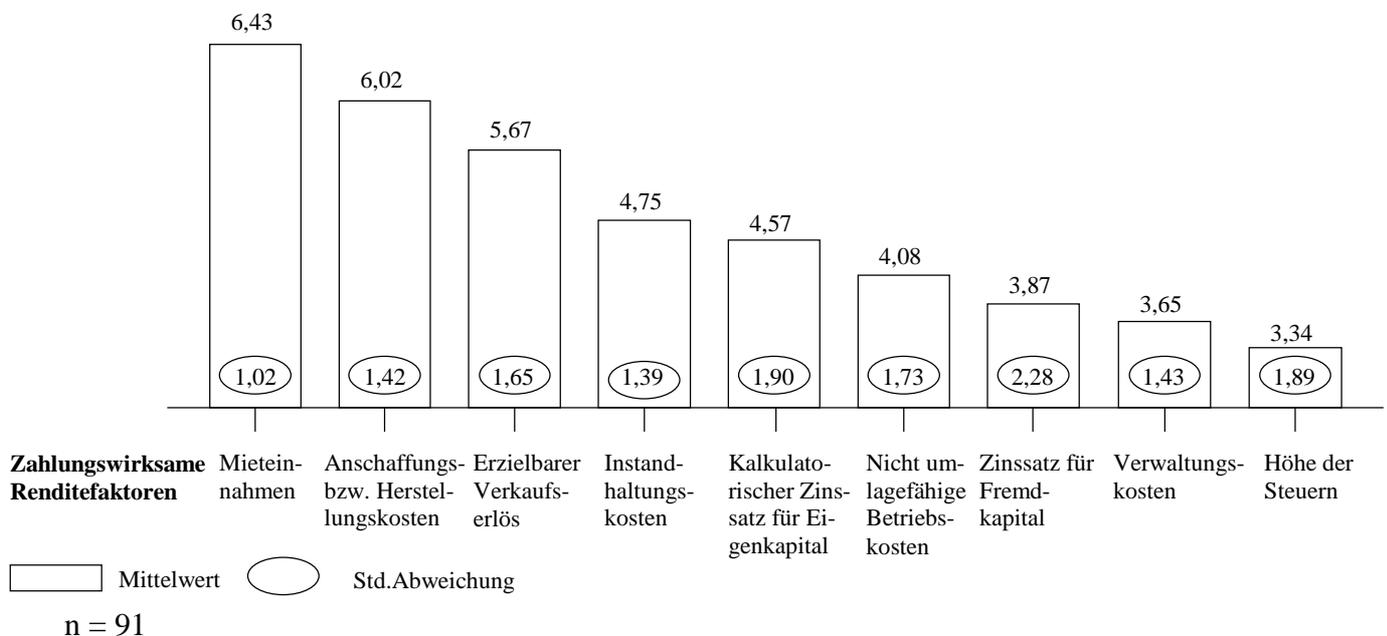
Nachdem im vorausgehenden Teil über die spontan geäußerten Erfolgsfaktoren für Immobilieninvestitionen berichtet worden ist, sollen die Erfolgsfaktoren in den folgenden Abschnitten strukturiert werden. Die Renditefaktoren wurden dazu konzeptionell in die drei Blöcke „zahlungswirksame Renditefaktoren“, „Rahmenbedingungen“ und „Strukturmerkmale“ der Investition zerlegt. Die Befragten wurden zunächst gebeten, die Bedeutung der einzelnen Renditefaktoren anzugeben.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Siehe zu einer näheren Beschreibung der Struktur dieses Teils die Ausführungen in Abschnitt 2.3.5.

[8.] Ich lese Ihnen nun einige Dinge vor, die Einfluss auf den Erfolg eines Immobilieninvestitionsprojekts haben könnten. Bitte sagen sie mir jeweils, welche Bedeutung diese Einflussgröße Ihrer Meinung nach hat. Sagen Sie es mir bitte auf einer Skala von 1 bis 7. Die 1 ist der niedrigste Wert und bedeutet „hat keine Bedeutung“, die 7 ist der höchste Wert und bedeutet „hat eine sehr hohe Bedeutung“. Mit den Werten dazwischen können Sie Ihr Urteil abstufen. Welche Bedeutung für den Erfolg eines Immobilieninvestitionsprojekts haben...

**Abbildung 6: Bedeutung zahlungswirksamer Renditefaktoren**



(Sehr) hohe Bedeutung (6+7)	86 %	74 %	66 %	36 %	31 %	25 %	22 %	12 %	11 %
(Fast) keine Bedeutung (1+2)	1 %	4 %	8 %	4 %	19 %	27 %	31 %	21 %	35 %

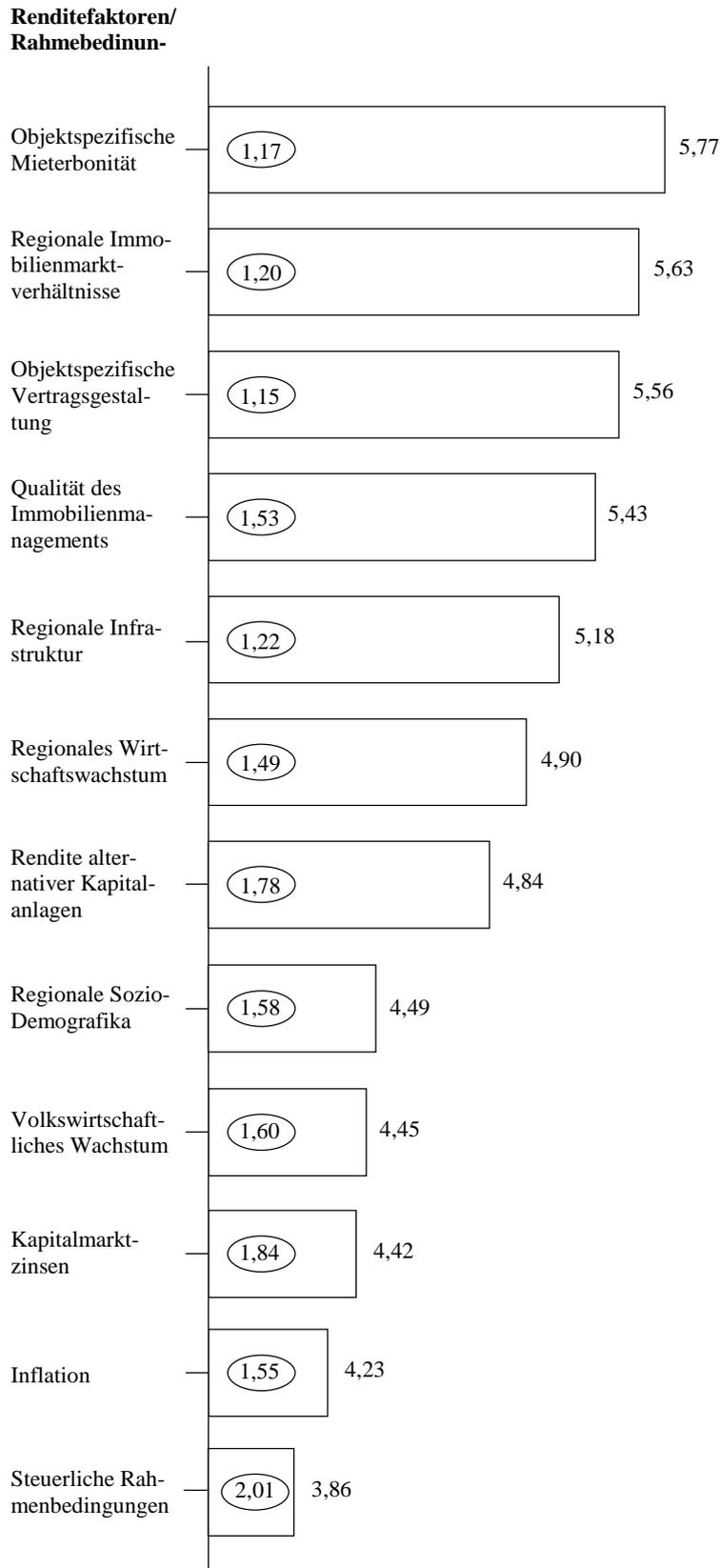
Quelle: Eigene Darstellung

Die Abbildung 6 zeigt die Mittelwerte der Bedeutungseinschätzung zahlungswirksamer Renditefaktoren über alle Befragten, deren Standardabweichung sowie die prozentuale Anzahl der 91 Befragten, die dem Faktor eine (sehr) hohe (Antwort lautet 6 oder 7) und (fast) keine Bedeutung (Antwort lautet 1 oder 2) beigemessen haben. Die Antworten zeigen deutlich, dass die originären immobilienwirtschaftlichen Zahlungsströme die finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen dominieren. Allerdings zeigt die zunehmend höhere Standardabweichung, dass hinsichtlich der Bedeutung der finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen wie kalkulatorischer Zinssatz, Zinssatz für Fremdkapital und der Höhe der Steuern in der Gruppe der Befragten Uneinigkeit besteht.

Die finanzwirtschaftlichen Renditefaktoren sind kaum direkt, sondern in der Regel nur mittelbar anhand von speziellen Indikatoren in ihrer zukünftigen Entwicklung prognostizierbar. Die Indikatoren für den finanzwirtschaftlichen Investitionserfolg werden in die Rahmenbedingungen der Investition und die Strukturmerkmale der Investition unterteilt. Die Bedeutung der verschiedenen Rahmenbedingungen wurde wie folgt beurteilt:

*[9.] Und welche Bedeutung haben die folgenden Rahmenbedingungen für den Erfolg der von Ihnen zu treffenden Investitionsentscheidung? Sagen Sie es mir bitte wieder auf der Skala von 1 bis 7. Die 1 ist der niedrigste Wert und bedeutet „hat keine Bedeutung“, die 7 ist der höchste Wert und bedeutet „hat eine sehr hohe Bedeutung“. Mit den Werten dazwischen können Sie Ihr Urteil abstufen. Welche Bedeutung hat die Entwicklung...*

**Abbildung 7: Einfluss der Rahmenbedingungen auf den Investitionserfolg**



n=91

Quelle: Eigene Darstellung

Die Bedeutung des wirtschaftlichen Erfolgs der Immobiliennutzer für den Erfolg der Immobilie wird durch die starke Gewichtung der Mieterbonität eindrucksvoll unterstrichen. Berücksichtigt man zusätzlich die hohe Bedeutung der Kenntnis der regionalen Marktstruktur und der objektspezifischen Vertragsgestaltung, **so ist die Qualität des marktorientierten Vermietungsmanagement der Schlüsselfaktor für ein erfolgreiches Immobilienmanagement in der Betriebsphase der Immobilieninvestition.** Im Mittelfeld liegen Kriterien der regionalen Verhältnisse wie die Entwicklung der regionalen Infrastruktur, des regionalen Wirtschaftswachstums und der regionalen Sozio-Demografika. Die Schwache Gewichtung der Entwicklung von steuerlichen Rahmenbedingungen, Inflation, Kapitalmarktzinsen und volkswirtschaftlichem Wachstum macht deutlich, dass der Erfolg der Immobilie eher nicht in Abhängigkeit von Entwicklungstendenzen der Wirtschaftspolitik des Bundes gesehen wird.

Insgesamt beurteilen die Befragten die Rahmenbedingungen für eine erfolgreiche Immobilieninvestition anhand folgender Reihenfolge:

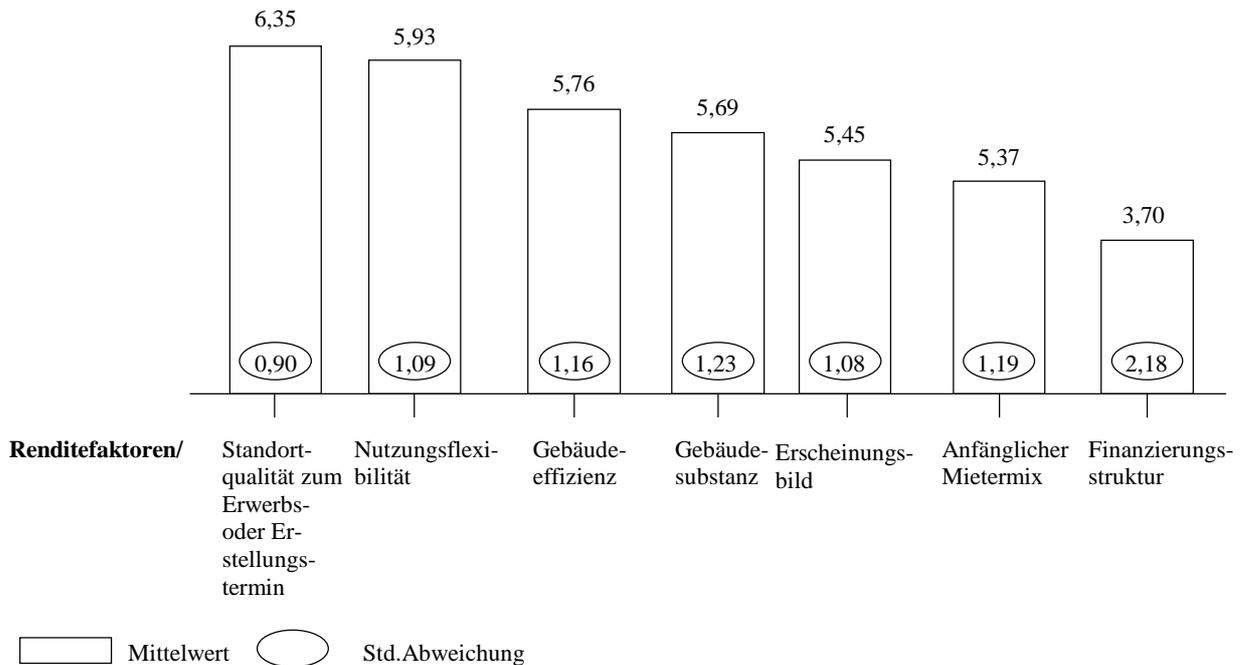
- 1. Zukünftige Marktchancen des Objekts,**
- 2. Ökonomische Entwicklungstendenzen des Makrostandorts,**
- 3. Wirtschaftspolitische Entwicklung in Deutschland.**

Wenn das Risiko als Abweichung der zukünftigen Entwicklung von den ursprünglichen Erwartungen aufgefasst wird, so bestimmt die Entwicklung der Rahmenbedingungen das Risiko, welches in einer Immobilieninvestition begründet liegt. Die Befragten sehen folglich das Risiko der Kapitalanlage in Immobilien in objektspezifischen, regionalen Faktoren begründet. Legt man diese Einschätzung zugrunde, so laufen Bemühungen, das Risiko durch volkswirtschaftliche Indikatoren und überregionale Indizes zu messen, in die Irre.

Gemeinsam mit den Rahmenbedingungen determinieren die Strukturmerkmale den finanzwirtschaftlichen Investitionserfolg. Im Gegensatz zu den Rahmenbedingungen stehen die Strukturmerkmale einer Investition zum Zeitpunkt der Investition weitgehend fest und unterliegen regelmäßig keinen unerwarteten Änderungen. Unter den Strukturmerkmalen werden die prägenden Einflussgrößen einer Investition subsummiert. Sie verdeutlichen die Leistung des Immobilienmanagements in der Vorbereitungs- und Entscheidungsphase. Im Einzelnen wurde den Strukturmerkmalen folgender Einfluss auf den Investitionserfolg zugesprochen:

[10.] Und welche Bedeutung haben die folgenden Strukturmerkmale für den Erfolg der von Ihnen zu treffenden Investitionsentscheidungen? Sagen Sie es mir bitte wieder auf der Skala von 1 bis 7. Die 1 ist der niedrigste Wert und bedeutet „hat keine Bedeutung“, die 7 ist der höchste Wert und bedeutet „hat eine sehr hohe Bedeutung“. Mit den Werten dazwischen können Sie ihr Urteil abstufen. Welche Bedeutung hat ...

**Tabelle 6: Einfluss der Strukturmerkmale auf den Investitionserfolg**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

Wie nicht anders zu erwarten, ist bei der Auswahl des Investitionsobjekts der Standort das wichtigste Kriterium. Anders als es die weit verbreitete Einschätzung, die wichtigsten Kriterien einer Investition seien „Lage, Lage, Lage“ vermuten ließe, relativiert sich die Bedeutung des Standorts bei der Betrachtung der weiteren Ergebnisse. So wird die Bedeutung der Nutzungsflexibilität und der Gebäudeeffizienz als nicht wesentlich geringer angesehen. Die Finanzierungsstruktur spielt im Investitionskalkül offensichtlich nur eine untergeordnete Rolle. Auch der anfängliche Mietermix wird als vergleichsweise unbedeutend angesehen. Dies ist auf den ersten Blick überraschend, da der Vermietungssituation unter dem Item „Bonität der Mieter“ unter den Rahmenbedingungen die stärkste Bedeutung zugebilligt wird.

Insgesamt Beurteilen die Befragten Immobilieninvestitionen anhand folgender Reihenfolge ihrer Strukturmerkmale:

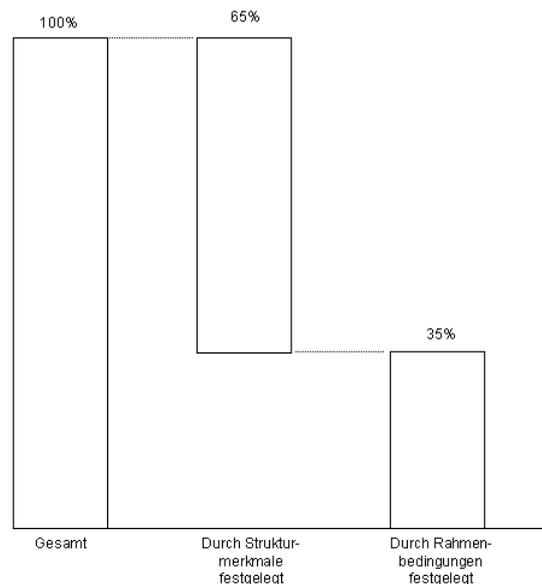
1. Standort,
2. Nutzungskonzept,
3. Gebäudesubstanz.

Nachdem die Befragten die Bedeutung einzelner Rahmenbedingungen und Strukturmerkmale für den Investitionserfolg vorgenommen haben, ist es von großem Interesse zu erfahren, welcher Teil des Erfolgs einer Immobilieninvestition bereits mit der Investitionsentscheidung festgelegt wird und zu welchem Teil sich der Erfolg erst durch die weitere Entwicklung der Rahmenbedingungen insgesamt bestimmt.

*[11.] Sie haben gerade umfangreiche Angaben zum Erfolg einer Immobilieninvestition gemacht. Angenommen, der Erfolg setzt sich zusammen aus der Investitionsentscheidung für ein konkretes Investitionsprojekt einerseits und der späteren Entwicklung der Rahmenbedingungen des Investitionsprojekts andererseits. Wie sehen Sie das Verhältnis dieser beiden Faktoren? Welchen prozentualen Anteil am Erfolg haben ...*

- die anfänglich festgelegten Strukturmerkmale
- die Entwicklung der Rahmenbedingungen

**Abbildung 8: Verhältnis der Bedeutung von Strukturmerkmalen und Rahmenbedingungen bei Immobilieninvestitionen**



Quelle: Eigene Darstellung

Die Befragten beurteilen den Erfolg der Immobilieninvestitionen über alle Investorenklassen recht einhellig. Die Strukturmerkmale bestimmen zwei Drittel des Erfolgs, die Rahmenbedingungen hingegen nur ein Drittel. Berücksichtigt man, dass das Risiko in Immobilieninvestitionen von der Entwicklung der Rahmenbedingungen ausgeht, so wird dem Risiko vergleichsweise wenig Beachtung geschenkt.

Die befragten Entscheidungsträger sehen mit ihrer Beurteilung den Spielraum der Optimierung von Immobilieninvestitionen weitgehend auf die Investitionsphase begrenzt. Die Erfolgsaussichten von Korrekturen in der Betriebsphase werden als vergleichsweise gering eingeschätzt.

Vergleicht man die Ergebnisse mit denjenigen der intuitiven Beurteilung der Erfolgsfaktoren durch die Befragten aus dem vorausgegangenen Abschnitt, so zeigt sich eine breite Übereinstimmung. Die zugewiesenen Bedeutungsgewichte entsprechen naturgemäß eher der Reihenfolge der Top – Five Gründe für den Erfolg als der Top – Five Gründe für den Misserfolg einer Investition.

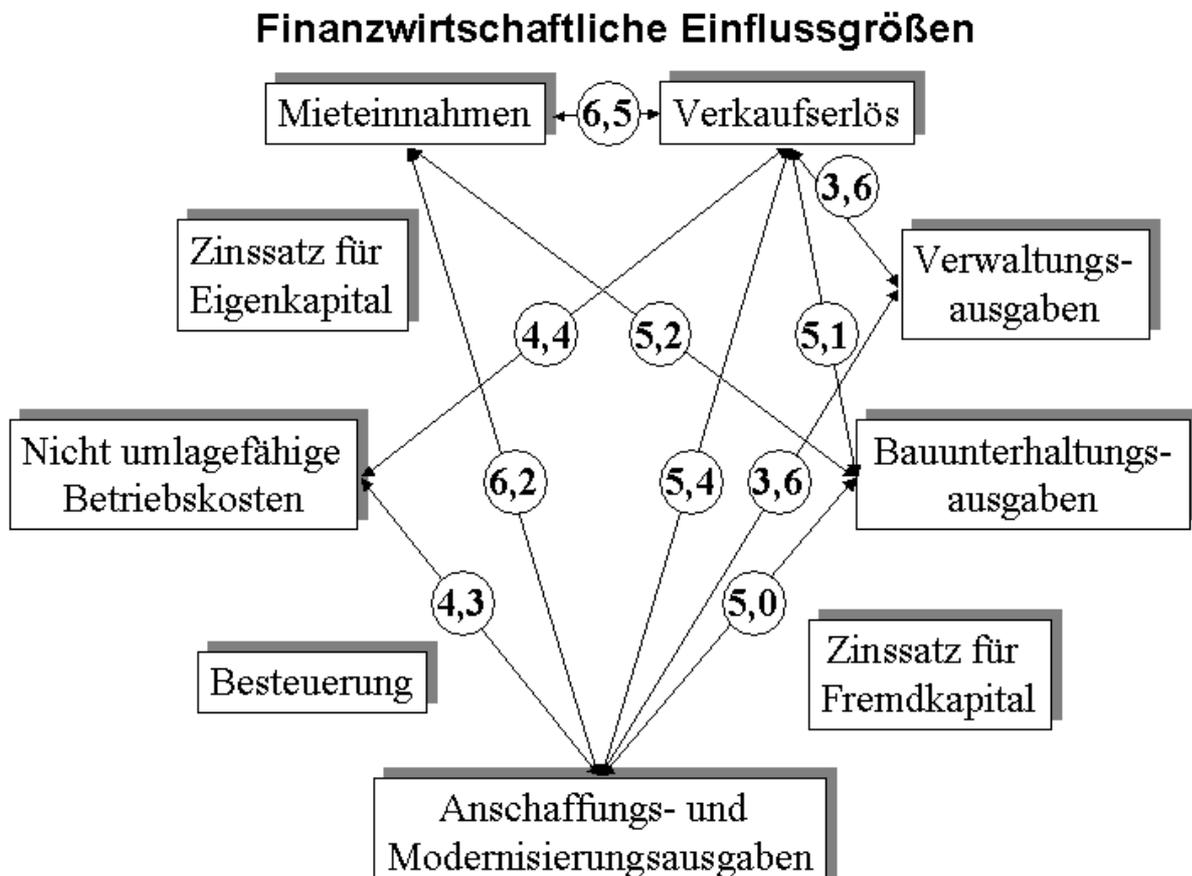
### **3.2.3 Wechselwirkungen der Renditefaktoren**

In der Prognose von Renditen führen Interdependenzeffekte häufig zu gravierenden Fehleinschätzungen. Aus Ermüdungsgründen wurden die Teilnehmer erst am Ende der Befragung gebeten, Einschätzungen zu deren Wechselwirkungen mit den bereits bekannten Rahmenbedingungen und Strukturmerkmalen der Investition abzugeben. Da diese Informationen inhaltlich im engen Zusammenhang mit der Bedeutung der Renditefaktoren stehen, wird an dieser Stelle auf die Ergebnisse eingegangen.

*[31.] Wie stark ist Ihrer Meinung nach die Abhängigkeit der folgenden finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen einer Immobilieninvestition voneinander? Sagen sie es mir bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = vollkommen unabhängig bis 7 = sehr stark abhängig.*

Naturgemäß beeinflussen sich nicht alle Faktoren gegenseitig. Die inhaltslogisch verbleibenden Beziehungen sind in der Abbildung 9 dargestellt.

Abbildung 9: Interdependenzen zwischen finanzwirtschaftlichen Faktoren



Quelle: Eigene Darstellung Zahlen: Mittelwerte der Bedeutungseinschätzung.

Die Darstellung zeigt die komplexen Verflechtungen, die zwischen einzelnen Faktoren bestehen. Die stärkste Beeinflussung besteht zwischen der Mieteinnahme und dem Verkaufserlös (Mittelwert: 6,5). Die zweitstärkste Wirkung geht von den Anschaffungsausgaben auf die Mieteinnahmen aus (6,2). Mit deutlichem Abstand folgen insbesondere Interdependenzen zu Mieteinnahmen, Verkaufserlös und Anschaffungs- und Modernisierungsausgaben.

Um die Interdependenzen vertieft analysieren zu können, sind Informationen über deren Ursachen abzuleiten. Deshalb wurden die Befragten gebeten, die Einflüsse der Rahmenbedingungen und Strukturmerkmale auf die oben genannten wichtigsten finanzwirtschaftlichen Determinanten der Investition zu bewerten.

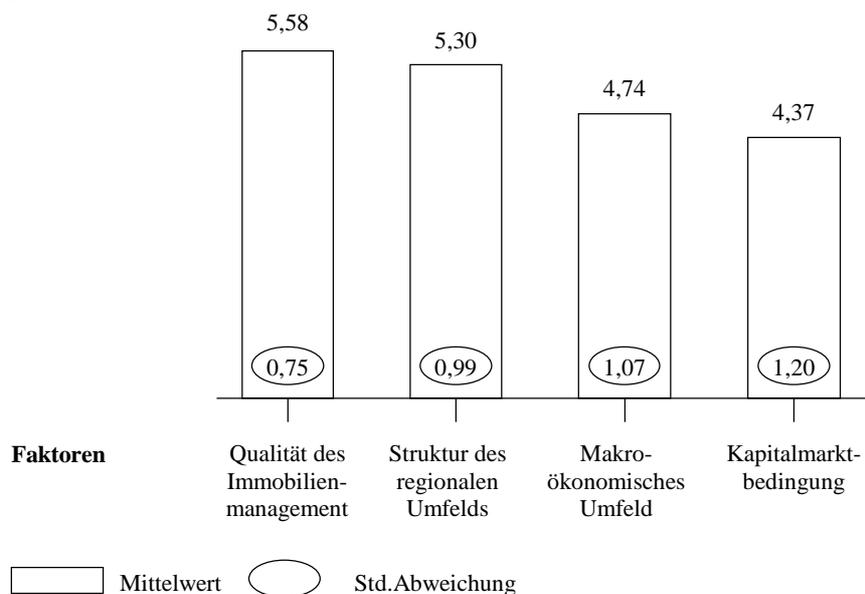
[32.] Die Entwicklung der Mieteinnahmen ist für den Erfolg von Immobilieninvestitionen von zentraler Bedeutung. Welchen Einfluss haben Ihrer Meinung nach die folgenden Faktoren auf die Entwicklung der Mieteinnahmen im Zeitablauf? Sagen sie mir es bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = keinen Einfluss bis 7 = sehr hohen Einfluss.

Um Interdependenzeffekte zu eliminieren und die große Anzahl an Einflussgrößen auf ein überschaubares Maß zu verdichten, sind die Antworten einer Faktorenanalyse unterzogen worden.

<b>Technische Spezifikationen der Faktorenanalyse</b>	
-	Datenbasis: 91 Befragte
-	Variablen: 18 skaliert abgefragte Einflussgrößen (Frage 32)
-	Datenaufbereitung: Missing-value-Analyse für 12 Befragte;
-	Ersatz fehlender Werte für 10 Befragte mit max. einem fehlenden Wert mittels Regressionsanalyse
-	(max. 10 Prediktoren) und anschl. Anpassung an die Skala
-	Methode: Faktorenextraktion nach der Hauptkomponentenmethode mit VARIMAX-Rotation
-	Testwerte: KMO=0.725; Signifikanz nach Bartlett=0.00
-	Abbruchkriterium: Eigenwerte>1
-	Anteil der erklärten Gesamtvarianz: 62,3% (4 Faktoren)

Das Ergebnis der Faktorenanalyse verdeutlichen Abbildung 9 und Tabelle 7. Die einzelnen Einflussgrößen werden in vier Faktoren gegliedert, die von den Verfassern zur besseren Übersichtlichkeit mit der in Spalte 1 dargestellten Bezeichnung versehen worden sind. In Spalte 2 finden sich die zugehörigen Einflussgrößen in der Reihenfolge ihrer Faktorladung. Die Spalte 3 zeigt den Mittelwert des von den Befragten zugewiesenen Bedeutungsgewichts und in Spalte 4 wird die Standardabweichung dargestellt.

**Abbildung 10: Einfluß der Faktoren auf die Mieteinnahmen**



Quelle: Eigene Darstellung

**Tabelle 7: Einfluss auf die Mieteinnahmen, Faktorenanalyse**

<b>Faktoren</b>	<b>Hoch ladende Einflussgröße</b>	<b>Mittelwert</b>	<b>Standardabweichung</b>
Faktor 1 Qualität des Immobilienobjekt	- Erscheinungsbild - Gebäudesubstanz - anfängliche Mieterstruktur - Gebäudeeffizienz - objektspezifische Mieterbonität - Qualität des Immobilienmanagements - Nutzungsflexibilität der Immobilie	5,58	0,75
Faktor 2 Struktur des regionalen Umfelds	- regionales Wirtschaftswachstum - regionale Immobilienmarktverhältnisse - regionale Sozio - Demografika - Standort zum Erwerbs-/Erstellungstem. - regionale Infrastruktur	5,30	0,99
Faktor 4 Makroökonomisches Umfeld	- Inflation - objektspezifische Vertragsgestaltung - volkswirtschaftliches Wachstum	4,74	1,07
Faktor 3 Kapitalmarktbedingung	- Rendite alternativer Kapitalanlagen - Kapitalmarktzinsen - steuerliche Rahmenbedingungen	4,37	1,20

Quelle: Eigene Darstellung

Die Ergebnisse zeigen, dass die Mieteinnahmen maßgeblich durch die Standortqualität und die Qualität des Immobilienobjekts und die Struktur des regionalen Umfelds geprägt werden. Die Faktoren makroökonomisches Umfeld und Kapitalmarktbedingungen fallen dementsprechend in ihrem Gewicht deutlich ab.

32. Neben der Mieteinnahme ist die Wertentwicklung der Immobilie von zentraler Bedeutung für den Erfolg der Immobilieninvestition. Welchen Einfluss haben Ihrer Meinung nach die folgenden Faktoren auf die Wertentwicklung? (Sagen sie mir es bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = keinen Einfluss bis 7 = sehr hohen Einfluss)

Wie bereits zur Analyse der vorausgegangenen Frage wurde auch hier zur Analyse der Antworten eine Faktorenanalyse durchgeführt.

### Technische Spezifikationen

- Datenbasis: 91 Befragte
- Variablen: 19 skaliert abgefragte Einflussgrößen (Fragen 33)
- Datenaufbereitung: Missing-value-Analyse für 9 Befragte;
- Ersatz fehlender Werte für 5 Befragte mit max. einem fehlenden Wert mittels Regressionsanalyse (max. 10 Prediktoren) und anschl. Anpassung an die Skala
- Methode: Faktorenextraktion nach der Hauptkomponentenmethode mit VARIMAX-Rotation
- Testwerte: KMO = 0.831; Signifikanz nach Bartlett = 0.00
- Abbruchkriterium: Eigenwerte > 1
- Anteil der erklärten Gesamtvarianz: 68,0% (4 Faktoren)

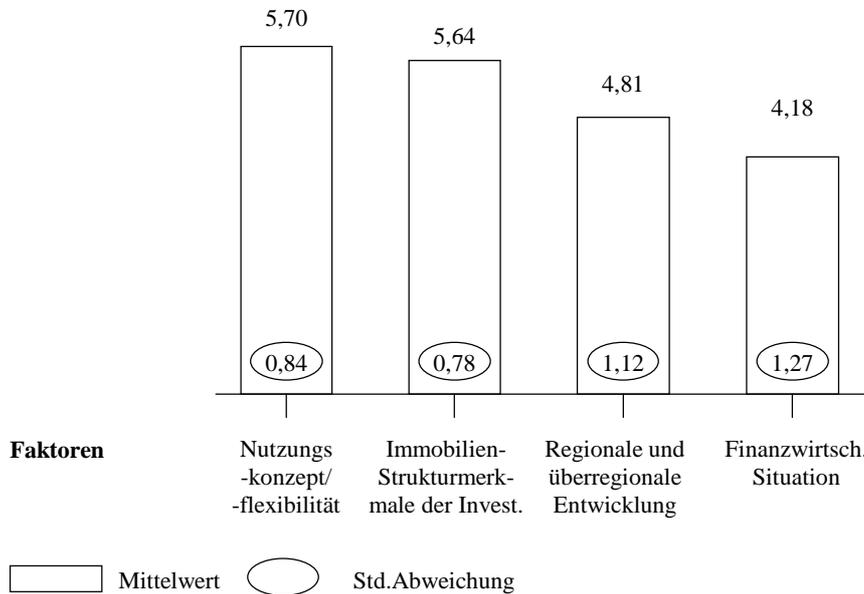
Die Ergebnisse lassen sich in den in folgenden vier Faktoren darstellen:

**Tabelle 8: Einfluss auf die Wertentwicklung, Faktorenanalyse**

Faktoren	Hoch ladende Variablen	Mittelwert	Standardabweichung
Faktor 4 Nutzungskonzept/ -flexibilität	<ul style="list-style-type: none"> <li>- objektspezifische Vertragsgestaltung</li> <li>- Nutzungsflexibilität der Immobilie</li> <li>- Gebäudeeffizienz</li> </ul>	5,70	0,84
Faktor 2 Immobilienbezogene Strukturmerkmale der Investition	<ul style="list-style-type: none"> <li>• anfängliche Mieterstruktur</li> <li>• objektspezifische Mieterbonität</li> <li>• Gebäudesubstanz</li> <li>• Standort zum Erwerbs- oder Erstellungstermin</li> <li>• Qualität des Immobilienmanagements</li> <li>• Erscheinungsbild</li> </ul>	5,64	0,78
Faktor 1 Regionale und über- regionale Entwick- lung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• regionale Sozio-Demografika</li> <li>• regionales Wirtschaftswachstum</li> <li>• regionale Infrastruktur</li> <li>• regionale Immobilienmarktverhältnisse</li> <li>• volkswirtschaftliches Wachstum</li> <li>• Inflation</li> </ul>	4,81	1,12
Faktor 3 Finanzwirtschaftliche Situation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kapitalmarktzinsen</li> <li>• Rendite alternativer Kapitalanlagen</li> <li>• steuerliche Rahmenbedingungen</li> <li>• Finanzierungsstruktur</li> </ul>	4,18	1,27

Quelle: Eigene Darstellung

**Abbildung 11: Einfluß der Faktoren auf die Wertentwicklung**



Quelle: Eigene Darstellung

Es zeigt sich, dass die eher langfristig beurteilte Wertentwicklung von deutlich anderen Faktoren abhängig ist als die eher kurzfristig betrachteten Mieteinnahmen. Nutzungskonzept und –flexibilität, sowie die auf das Immobilienobjekt bezogenen Strukturmerkmale der Investition dominieren die Wertentwicklung gegenüber der regionalen und überregionalen Entwicklung und der finanzwirtschaftlichen Situation.

33. *Ein Teil der Unsicherheit von Immobilieninvestitionen geht von der Notwendigkeit zur Modernisierung der Objekte aus. Welchen Einfluss auf Häufigkeit und Umfang von Modernisierungsmaßnahmen haben die folgenden Faktoren? (Sagen sie mir es bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = keinen Einfluss bis 7 = sehr hohen Einfluss)*

Die letzte in ihren Wechselwirkungen als bedeutsam eingestufte finanzwirtschaftliche Einflussgröße umfasst die Modernisierungskosten. Wie bereits bei der Frage 32 erläutert, wurde auch hier eine Faktorenanalyse durchgeführt.

### Technische Spezifikationen

- Datenbasis: 91 Befragte
- Variablen: 18 skaliert abgefragte Einflussgrößen (Frage 34)
- Datenaufbereitung: Missing-value-Analyse für 9 Befragte;
- Ersatz fehlender Werte für 6 Befragte mit max. einem fehlenden Wert mittels Regressionsanalyse (max. 10 Prediktoren) und anschl. Anpassung an die Skala
- Methode: Faktorenextraktion nach der Hauptkomponentenmethode mit VARIMAX-Rotation
- Testwerte: KMO=0.792; Signifikanz nach Bartlett=0.00
- Abbruchkriterium: Eigenwerte>1
- Anteil der erklärten Gesamtvarianz: 62,4% (3 Faktoren)

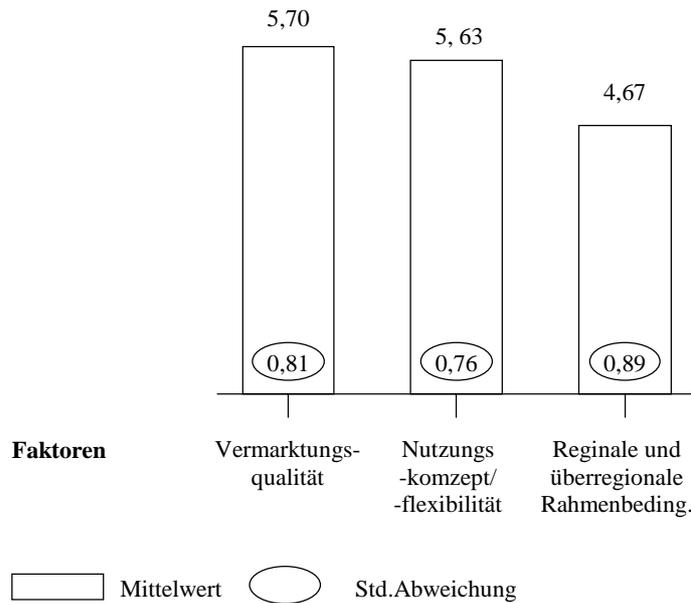
Die Faktorenanalyse der Antworten zeigt in diesem Fall folgende drei Faktoren:

**Tabelle 9: Einfluss auf die Modernisierungskosten, Faktorenanalyse**

Faktoren	Hoch ladende Variablen	Mittelwert	Standardabweichung
Faktor 3 Vermarktungs- qualität	<ul style="list-style-type: none"> <li>• anfängliche Mieterstruktur</li> <li>• objektspezifische Mieterbonität</li> <li>• Qualität des Immobilienmanagements</li> <li>• Standort zum Erwerbs- oder Erstellungstermin</li> </ul>	5,70	0,81
Faktor 2 Nutzungs- konzept / -flexibilität	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nutzungsflexibilität der Immobilie</li> <li>- Gebäudeeffizienz</li> <li>- Gebäudesubstanz</li> <li>- objektspezifische Vertragsgestaltung</li> <li>- Erscheinungsbild</li> </ul>	5,63	0,76
Faktor 1 Regionale und überregionale Rahmen- bedingungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• regionales Wirtschaftswachstum</li> <li>• regionale Infrastruktur</li> <li>• regionale Sozio-Demografika</li> <li>• Rendite alternativer Kapitalanlagen</li> <li>• volkswirtschaftliches Wachstum</li> <li>• steuerliche Rahmenbedingungen</li> <li>• Inflation</li> <li>• regionale Immobilienmarktverhältnisse</li> <li>• Kapitalmarktzinsen</li> </ul>	4,67	0,89

Quelle: Eigene Darstellung

**Abbildung 12: Einfluß der Faktoren auf die Modernisierungsinvestitionen**



Quelle: Eigene Darstellung

Die Modernisierungskosten stehen in starker Abhängigkeit von der Vermarktungsqualität des Immobilienmanagements sowie dem Nutzungskonzept und der Nutzungsflexibilität der Immobilie. Der Einfluss regionaler und überregionaler Rahmenbedingungen wird als deutlich geringer angesehen.

Insgesamt zeigt sich in dem hohen Niveau der Antworten zu den Wechselwirkungen, dass die Interdependenzen als sehr bedeutsam angesehen werden. Dabei weisen die Wirkungen der einzelnen Renditefaktoren auf die finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen nach Art und Gewicht erhebliche Unterschiede auf. Das sehr komplexe Geflecht an Wechselwirkungen erschwert die Analyse der Renditewirkungen bei unerwarteten Datenkonstellationen, die auch als Risikoanalyse bezeichnet wird. Der Risikoanalyse bei Immobilieninvestitionen wird in Zukunft die vertiefte Aufmerksamkeit im Rahmen der weiteren Auswertung der Studie gelten.

### 3.2.4 Zwischenergebnis

Die Aussagen der Befragten zu den renditebeeinflussenden Faktoren lassen sich wie folgt zusammenfassen:

65 % des Immobilienerfolgs wird nach Ansicht der Befragten mit der Festlegung der Strukturmerkmale im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung determiniert. Der Spielraum der Nachregulierung des Investitionserfolgs in der Nutzungsphase wird mit 35 % als deutlich geringer eingeschätzt. Diese Einschätzung dokumentiert das Empfinden einer gewissen Ohnmacht gegenüber einer unerwarteten Entwicklung der Rahmenbedingungen. Intuitiv sehen die Entscheidungsträger die Gründe für den **Erfolg** einer Immobilieninvestition in der Investitionsphase. Verantwortlich für den **Misserfolg** hingegen ist die Marktentwicklung im Zeitablauf.

In einer näheren Analyse der Erfolgsfaktoren wird deutlich, dass die originären immobilienwirtschaftlichen Einflussgrößen insbesondere in Form von Mieteinnahmen und Anschaffungs- bzw. Herstellkosten die finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinssätze und Steuern eindeutig dominieren. In der Betriebsphase der Investition wird die Qualität des marktorientierten Vermietungsmanagements als Schlüsselfaktor für ein erfolgreiches managen von Ertrag und Risiko der Immobilienkapitalanlagen gesehen. Die Entwicklung der regionalen Verhältnisse und erst recht der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung wird dagegen als eindeutig weniger gravierend für den Erfolg des Immobilienmanagements gesehen. **Versuchen, insbesondere das Risikomanagement von Immobilieninvestitionen auf Basis volkswirtschaftlicher Indikatoren, überregionaler Indizes oder kapitalmarkttheoretischer Überlegungen anzugehen, wird damit eine eindeutige Absage erteilt.**

Bei den Strukturmerkmalen tritt gegenüber bisherigen Untersuchungsergebnisse neben dem Standort immer stärker das Nutzungskonzept insbesondere in Form der Nutzungsflexibilität und der Gebäudeeffizienz in den Blickpunkt der Entscheidungsträger. Finanzwirtschaftlichen Überlegungen wie der Ausgestaltung der Finanzierungsstruktur wird nur ein geringer Einfluss auf den Erfolg der Investition zugebilligt.

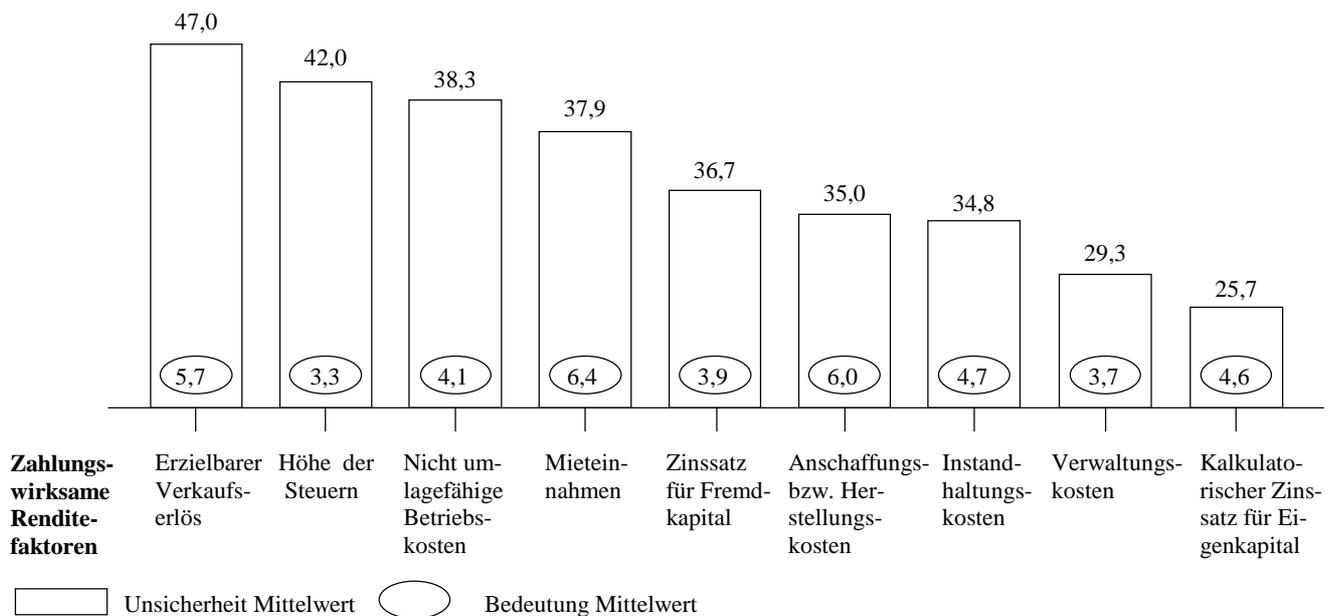
Die Abschätzung der Risiken von Immobilieninvestitionen wird durch ein sehr komplexes Geflecht an Wechselwirkungen zwischen den einzelnen renditebeeinflussenden Faktoren erschwert, sodass „what-if“-Analysen und Szenario-Analysen nicht ohne weiteres aussagekräftig sind.

### 3.3 Vorhersagegenauigkeit der renditebeeinflussenden Faktoren

In der Entscheidungsphase und im laufenden Controlling einer Immobilieninvestition sind eine ganze Anzahl an renditebeeinflussenden Faktoren zu prognostizieren. Von der Prognosegenauigkeit hängt das Risiko einer Immobilieninvestition ab. Je besser die Prognose, um so größer ist das in der Investition begründete Risiko. Ein Risiko wiegt dann besonders schwer, wenn die Unsicherheit die als besonders bedeutsam eingestuften Faktoren wie die Mietpreisentwicklung betrifft.

*[12.] Ich lese Ihnen nun einige finanzwirtschaftliche Einflussgrößen eines Immobilienobjekts vor. Bitte sagen Sie mir jeweils, wie genau Sie in Ihrem Unternehmen diese Einflussgröße für einen Zeitraum von 10 Jahren vorhersagen können. Bitte geben Sie die mögliche prozentuale Abweichung ihrer Vorhersage an; 0 Prozent bedeutet also eine exakte Vorhersage, 100 Prozent Abweichung bedeutet gar keine Vorhersagemöglichkeit. Wie genau ist Ihre Vorhersage der...*

**Tabelle 10: Vorhersagegenauigkeit und Bedeutung finanzwirtschaftlicher Einflussgrößen einer Immobilieninvestition**



Quelle: Eigene Darstellung

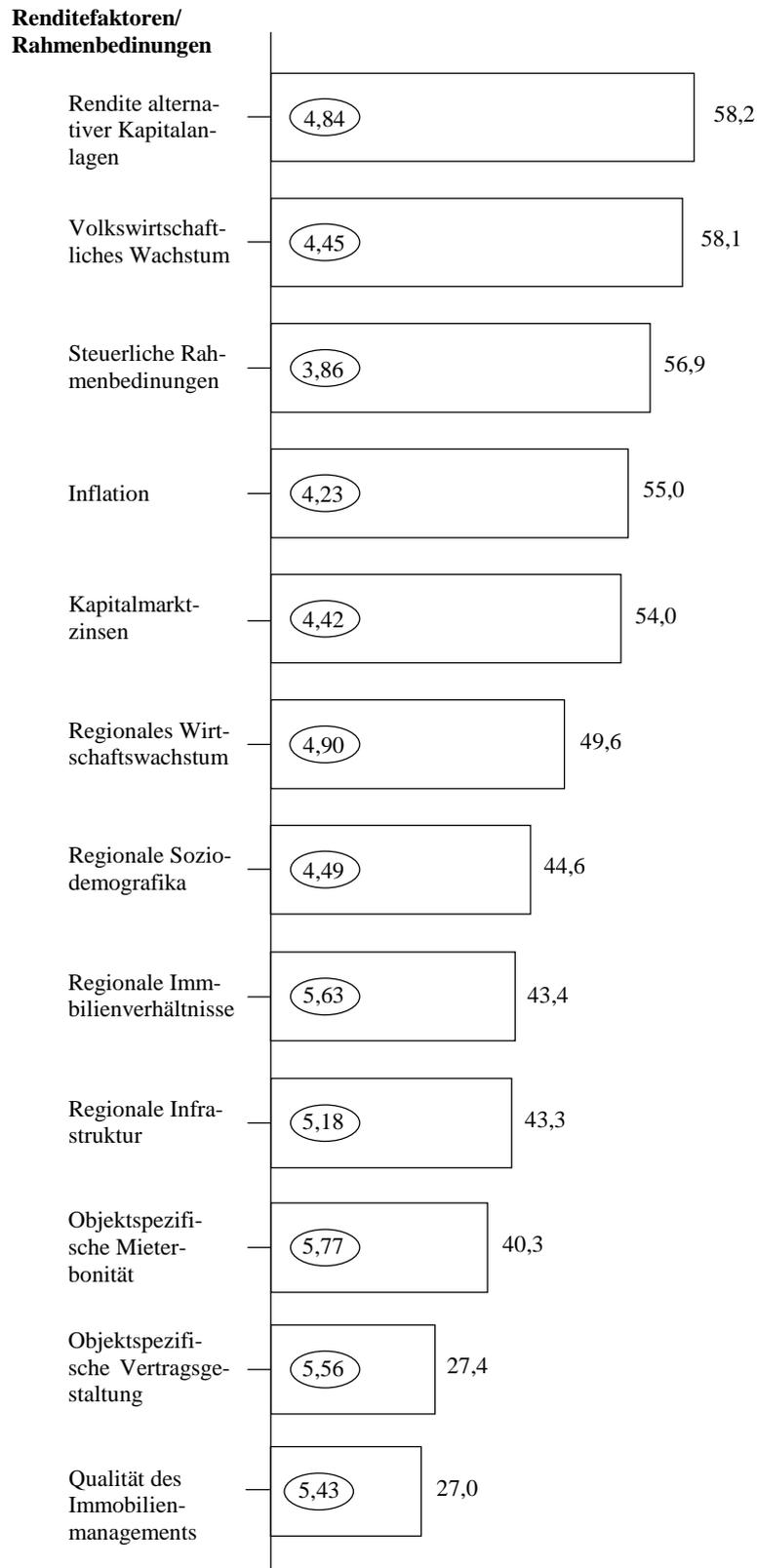
Insgesamt ist auf der Ebene der zahlungswirksamen Renditefaktoren die Unsicherheit erheblich. Naturgemäß ist die Abweichung der Prognose vom tatsächlichen Wert bei allen Faktoren, die einer langfristig wirksamen Marktentwicklung unterliegen am größten. Erstaunlich ist die hohe Unsicherheit bei der Prognose der Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten, die vergleichsweise zeitnah mit dem Entscheidungszeitpunkt anfallen. Angesichts der Tatsache, dass wichtige Faktoren wie der erzielbare Verkaufserlös, die Mieteinnahmen und die eben genannten Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten nur mit Abweichungen von 35 – 47 % vorhergesagt werden können, erscheint die Anwendung dynamischer Verfahren der Investitionsrechnung ohne risikoanalytische Komponenten als nicht mehr angebracht. Die eigentliche Stärke der Verfahren besteht in ihrer Genauigkeit, welche allerdings durch die hohe Unsicherheit hinsichtlich des verarbeiteten Dateninputs nicht mehr zu erreichen ist. Die Ergebnisse wecken folglich den Anschein einer Kalkulierbarkeit von Immobilieninvestitionen, welche offensichtlich nicht zu erreichen ist. Was ist die Angabe einer Rendite wert, wenn die wichtigsten Eingangsparameter ihrer Berechnung für sich genommen bereits um mehr als ein Drittel variieren können? Von kumulativen Effekten ganz zu schweigen.

Erschreckend ist ferner die hohe Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Steuersituation. Auch wenn die Bedeutung der Steuern gegenwärtig als vergleichsweise sehr gering angesehen wird, so scheint über die zukünftige Entwicklung bei den Entscheidungsträgern alles andere als Klarheit zu herrschen. Vermutlich trägt der Gesetzgeber durch die gegenwärtig undurchsichtige Steuerdebatte eher zu einer Zurückhaltung bei Immobilieninvestitionen denn zu deren Förderung bei.

Weitere Hinweise über die Unsicherheit bei Immobilieninvestitionen und damit über deren Risiko bringt die Frage nach den Vorhersagemöglichkeiten der Rahmenbedingungen.

*[13.] Und wie genau, d.h. mit welcher prozentualen Abweichung, können Sie in Ihrem Unternehmen die folgenden Rahmenbedingungen für einen Zeitraum von 10 Jahren vorhersagen? (Bitte geben Sie die mögliche prozentuale Abweichung ihrer Vorhersage an; 0 Prozent bedeutet also eine exakte Vorhersage, 100 Prozent Abweichung bedeutet gar keine Vorhersagemöglichkeit.)*

**Abbildung 13: Einfluss der Rahmenbedingungen auf den Investitionserfolg**



Quelle: Eigene Darstellung

Die Vorhersagegenauigkeit der Rahmenbedingungen wird von den Befragten als ähnlich unpräzise bewertet wie die Vorhersagegenauigkeit der finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen. Am meisten Probleme bereitet die Prognose überregionaler Kennzahlen. Insbesondere bei auf Bundesebene bestimmten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen weist die empfundene Genauigkeit der Vorhersagen deutliche Schwächen auf. Dementgegen sind die Entscheidungsträger eher in der Lage, die objektspezifischen und regionalen Einflussgrößen vorherzusagen.

Anders als bei den finanzwirtschaftlichen Größen korrespondiert die Vorhersagegenauigkeit der Rahmenbedingungen recht gut mit der Bedeutung. Die als bedeutsam eingestuften Faktoren lassen sich generell besser vorhersagen und vice versa. Fraglich ist allerdings die Richtung dieser Beziehung. Unklar ist, ob Faktoren besser beobachtet werden, weil sie als wichtiger empfunden werden oder werden Faktoren als wichtig eingeschätzt, weil sie als besser prognostizierbar empfunden werden.

Die Vorhersagegenauigkeit aller bedeutenden finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen wird von den Entscheidungsträgern als mangelhaft empfunden. Insofern verwundert es auch nicht, wenn die Ergebnisse von investitionsrechnerischen Verfahren nur mit größter Vorsicht behandelt werden. Angesichts von Differenzen bei allen wichtigen Parametern von 30 – 50 % von den ursprünglichen Vorhersagen, ist der Aussagewert investitionsrechnerischer Verfahren allein betrachtet als äußerst gering zu werten. Streng genommen sind Verfahren zur Berechnung der Rendite angesichts der ungenügenden Datensituation nicht anwendbar.

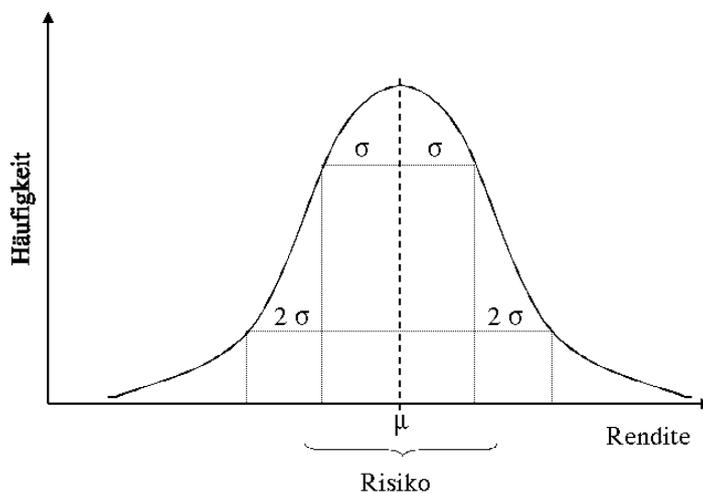
Abhilfe schafft hier nur die Berücksichtigung der neben der Rendite zweiten Dimension, des Risikos. Die weiteren Auswertungen der Befragungsergebnisse über diesen Bericht hinaus wird folglich die Abbildung der mit Immobilieninvestitionen eingegangenen Risiken zum Gegenstand haben.

Die These, dass zumindest diejenigen Faktoren, welche unmittelbar das Immobiliengeschäft an der Basis betreffen, über einen üblichen Zeitraum von zehn Jahren prognostizierbar sind, wird nur sehr bedingt unterstützt. Z. B. können die Entscheidungsträger die Entwicklung der regionalen Immobilienmarktverhältnisse durchschnittlich nur mit einer Abweichung von 43,3 % oder die objektspezifische Mieterbonität mit einer Abweichung von 40,3 % vorhersagen. Insgesamt bestätigt sich folglich die schwache Genauigkeit in der Vorhersagbarkeit der Renditefaktoren von Immobilieninvestitionen auch dann, wenn die finanzwirtschaftlichen Größen der Investitionsrechnung durch immobilispezifischere Indikatoren ersetzt werden. In einer vergleichenden Betrachtung nimmt allerdings die Vorhersagegenauigkeit durch die Bank weg zu, sobald es um regionale und objektspezifische Rahmenbedingungen geht. Dies bestätigt das bereits oben herausgestellte Ergebnis, dass es sich bei **Immobilieninvestitionen um ein sehr stark regional betrachtetes Geschäft handelt.**

### 3.4 Risikopräferenzen der Entscheidungsträger

Bereits zu Anfang dieser Ausführungen wurde auf die Rolle des Risikos in der Anlageplanung eingegangen. Risiko wird allgemein als diffuser Begriff verstanden, jedes Individuum hat eigene Vorstellungen von diesem Begriff. Die Subjektivität bezieht sich nicht nur auf die Größenordnungen der Risikowahrnehmung oder -sensibilität, sondern auch auf die eigentliche Art der Beschreibung des Risikos. Unterschieden werden zum Beispiel die Wahrscheinlichkeit, einen Totalverlust zu erleiden, oder das sogenannte *shortfall risk*. Dies ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Wert einer Vermögensposition unter eine vorher bestimmte Grenze fällt. Das Risiko, wie es in ökonomischem Sinne im Idealfall einer Normalverteilung der Renditen betrachtet wird, ist in Abbildung 14 dargestellt.

**Abbildung 14: Risiko als Abweichung von der erwarteten Rendite**



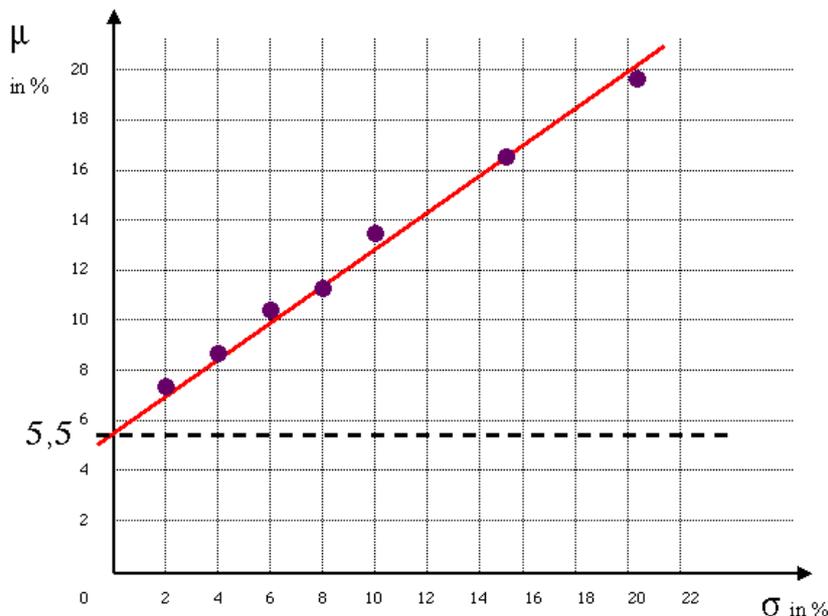
Quelle: Eigene Darstellung

Aufgrund ihrer individuellen Erwartungen über zukünftige Umweltzustände bestimmen Investoren ihre erwartete Rendite  $\mu$ . Diese Rendite tritt mit der höchsten Wahrscheinlichkeit ein, das bedeutet die Umweltzustände, die diese Rendite in der Zukunft bedingen, sind am häufigsten ausgeprägt. Da Investoren allerdings über die Art der Umweltzustände, die eintre-

ten werden, unsicher sind, gibt es Wahrscheinlichkeiten für die Abweichung von dieser erwarteten Rendite. Abweichungen ( $\sigma$ ) können sowohl negativ als auch positiv ausfallen. Diese Abweichung vom erwarteten Wert wird in einer ökonomischen Betrachtung als Risiko bezeichnet.

Da unterschiedliche Anleger anders ausgeprägte Einstellungen gegenüber dem von ihnen wahrgenommenen Risiko haben, ist diese Prädisposition für die Anlageentscheidung ein wesentlicher Bestandteil. In den meisten Fällen verhalten sich Investoren risikoavers. Das bedeutet, dass sie für zusätzliches Risiko in der Investition eine überproportional höhere Rendite erwarten. Risikofreude belegt eine abnehmende Sensibilität gegenüber dem Risiko. Beispielfürhaft hierfür sind *junk bonds* oder Glücksspiele. Für eine näherungsweise Bestimmung der Risikopräferenzfunktion sollten sich die Befragten zu ihrer Mindest-Rendite-Erwartung in bestimmten Risikoumfeldern äußern: [14.] *Investoren haben ja häufig ganz unterschiedliche Risikoeinstellungen. Bitte sagen Sie mir, welche Rendite Sie bei einem gegebenen Risiko mindestens erzielen müssen, damit Sie die Investitionsentscheidung treffen. Welche Rendite müssten Sie bei einem 2 (4, 6, 8, 10, 15, 20, 30, 50, 70)-prozentigem Risiko erzielen?*

**Abbildung 15: Risikopräferenzfunktion der Immobilieninvestoren**



Quelle: Eigene Darstellung

Wie in Abbildung 15 sichtbar, verhalten sich die befragten Immobilieninvestoren in ihrem Anlageverhalten risikoneutral. Das bedeutet, dass sie proportional zum Risiko einen höheren Erwartungswert für die Rendite fordern. Die lineare Verknüpfung von Risiko und Rendite spricht aber nicht für eine wesentliche Beachtung der Risikoposition in der Investitionsentscheidung. Aus der Auswertung wird deutlich, dass ab einer bestimmten Risikogröße (ca. 20 %) die Fähigkeit zur Antwort drastisch abnahm. Es scheint einen Grenzwert zu geben, ab dem das Risiko als „zu groß“ empfunden wird, um die Anlage zu tätigen. Bis zu diesem Zeitpunkt aber wird die Renditeerwartung an das grob empfundene Risiko angepaßt. Um jedoch dem Risiko einen konkreten Beitrag für die Ausgestaltung der Investitionsplanung beizumessen, scheint es nicht ausreichend bestimmt zu sein. Deswegen orientiert sich die Entscheidung zentral an der Rendite, dem Risiko steht man neutral gegenüber.

Interessant ist der Schnittpunkt der Risikopräferenzfunktion mit der Achse, an der die erwartete Rendite angetragen ist. Hier hat das Risiko per Definition den Wert 0 %, es handelt sich also um eine risikolose Anlage in Immobilien. Geschätzt liegt der Schnittpunkt ca. bei 5,3 – 5,5 %. Dem theoretischen Konzept der risikolosen Anlage kommen in der Praxis am ehesten langlaufende Staats-Schulverschreibungen nahe. Die synthetische EuroBund-Anleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren rentiert momentan bei ca. 4,7 % p.a. . In Europa existieren keine länger laufenden Anleihen. In den USA können 30-jährige Staatsanleihen erworben werden. Diese rentieren momentan bei ca. 5,3 % p.a., jedoch muß das momentan etwas höhere Zinsniveau in den USA berücksichtigt werden. Hier liegen die 10-jährigen Staatsanleihen bei einer Rendite von ca. 4,9 %. Vergleicht man diese Werte mit dem Wert für die risikolose Anlage in Immobilien, wird zum einen deutlich, wie aussagekräftig die hier erstellte Risikopräferenzfunktion ist. Zum anderen wird deutlich, dass sich die Rendite eher an der von 30-jährigen festverzinslichen Wertpapieren orientiert, als an der von 10-jährigen. Obwohl heute eine Verkürzung der Anlagezyklen und eine häufigere Umschichtung in den Beständen bei Immobilieninvestitionen als Entwicklung des Marktes betont wird, bleiben die Immobilien demnach eine Anlageklasse mit einem sehr langen Anlagehorizont.

Immobilieninvestoren orientieren sich in ihrer Anlageentscheidung vor allem an der erwarteten Rendite. Der Abweichung der einzelnen Einflußfaktoren auf die errechnete Rendite in Form einer Risikoevaluierung erscheint aufgrund der für institutionelle Anleger ungewöhnlichen Risikoneutralität kein großer Wert beigemessen zu werden. Die Wahrnehmung des Risikos ist zu diffus, als dass man es zu einer Entscheidungsgröße macht. Aus diesem Grund verhalten sich die Anleger neutral gegenüber dem Risiko.

Die Risikopräferenzfunktion impliziert eine Rendite für die risikolose Anlage von ca. 5,5 %. Über einen Vergleich mit anderen Anlageformen läßt sich die Immobilienanlage immer noch als Investition mit einem langen Horizont klassifizieren.

### 3.5 Verfahren zum Controlling des Investitionsertrags

Wurden in den vorhergehenden Kapiteln die Einstellung der Entscheider zu den renditebeeinflussenden Faktoren und ihre Risikoeinstellung untersucht, zielen die folgenden Fragen auf eine Bestimmung der verwendeten Methoden und Techniken bei der Bestimmung der erwarteten und erzielten Renditen ab. Da zur Steuerung des Portfolios die ex-post Bestimmung der erzielten Rendite und die Prognose der erwarteten Rendite auf Einzelobjekt- und Portfolioebene neben dem damit verbundenen Risiko einen hohen Einfluss hat, werden die unterschiedlichen Methoden abgefragt, aus denen Fehlentwicklungen abgelesen werden können. Reaktionen auf Renditeveränderungen schlagen sich in der Planung für zukünftige Perioden nieder.

#### 3.5.1 Renditemessung auf Einzelobjektebene

Grundlegend sind die Bestimmung der Einzelobjektrendite und eine Planung des Objektes mit den entsprechenden Zahlungsströmen. Inwieweit diese verfolgt werden, wurde in dieser Frage formuliert: *[15.+16.] Ich nenne Ihnen nun einige Berechnungen aus Investitionsrechnungs-Modellen für Einzelobjekte. Sagen Sie mir bitte jeweils, ob diese Berechnung aus Investitionsrechnungs-Modellen bei Ihnen für Einzelobjekte 5-jährig, 2-jährig, jährlich, oder unterjährig angestellt wird?*

**Tabelle 11: Verwendung von investitionsrechnerischen Verfahren auf Einzelobjektebene**

n=91; kumulierte Häufigkeiten	EK-Rendite o. Wertsteigerung	EK-Rendite mit Wertsteigerung	Interner Zinssatz	Kapitalwert	CashFlow-Planung
Unterjährig	15 %	12 %	20 %	13 %	18 %
jährlich	47 %	39 %	53 %	49 %	56 %
2-jährig	50 %	43 %	57 %	53 %	59 %
5-jährig	75 %	68 %	80 %	71 %	90 %
gar nicht	98 %	95 %	94 %	92 %	95 %
kenne nicht /k.A.	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Quelle: Eigene Darstellung

Die Hilfe von investitionsrechnerischen Verfahren kann auf zwei Arten eingesetzt werden. Zunächst können sie Anlageentscheidungen unterstützen, wenn man die erwartete Rendite über einen Kapitalwert oder einen *discounted cash flow* als Ergebnis einer *cash flow*-Planung standardisiert und vergleichbar macht. Andererseits erfolgt über die ex-post Messung der Rendite ein Investitionscontrolling, mit dem Abweichungen von Planrenditen bestimmt werden können. Es wird davon ausgegangen, dass die Bestimmung von Eigenkapitalrenditen vor allem Verfahren zur nachträglichen Feststellung des Investitionserfolgs sind. Wie in Tabelle 11 ersichtlich, beschäftigen sich die Investoren vor allem mit einer ex-ante Planung der Zahlungsströme am Objekt. Mindestens 56% der Befragten führen jährlich eine *cash flow*-Planung für die Einzelobjekte durch, 49 % bestimmen den Kapitalwert ihrer Investition. Auffällig ist, welches geringe Gewicht die Bestimmung der erzielten Eigenkapitalrendite bei den Investoren besitzt. Nicht einmal die Hälfte der Befragten erstellt jährlich eine Berechnung über den erzielten Überschuß im Verhältnis zum eingesetzten Kapital. Noch weniger (39 %) beziehen in diese Rechnung die in den Objekten erreichte Wertsteigerung mit ein.

Ebenfalls deutlich wird in dieser Darstellung, dass der Investitionshorizont bei Immobilieninvestitionen langfristig ausgelegt ist. Wenigstens in einem 5-jährigen Turnus wird die Liquiditätsentwicklung und die damit verbundenen Folgen in 90 % der befragten Unternehmen erfasst. Schwächen zeigen sich immer noch bei der Erfassung der Renditesituation. 27 % bestimmen die Rendite inklusive Wertsteigerung auf das Eigenkapital gar nicht. Selbst ohne Berücksichtigung dieser Wertsteigerung geben immer noch 23 % an, Eigenkapitalrenditen nicht zu berechnen.

Es scheint, als ob sich die Immobilieninvestoren zwar mit einer Prognose der Zahlungsströme am Einzelobjekt auseinandersetzen, Transparenz über den Erfolg der Investition jedoch nicht hergestellt wird. Die Betrachtungszeitpunkte unterliegen langen Zyklen. Die Forderung nach täglichen Preisfeststellungen zur Verbesserung der Markteffizienz wird damit ad absurdum geführt. Es bleibt festzuhalten, dass der Investitionserfolg in einem Immobilienobjekt nicht ausreichend und nachhaltig verfolgt wird.

### **3.5.2 Renditemessung auf Portfolioebene**

Auf das Gesamtportfolio bezogen, können sich bestimmte Renditeeffekte aus Einzelobjekten verstärken oder gegenseitig auslöschen. Ob die Anleger diesem Umstand in ihrer Investitionsplanung Rechnung tragen, wurde mit folgender Frage bestimmt:

[17.+18.] Und wie ist das mit Berechnung für das Portfolio aus Investitionsrechnungs-Modellen? Stellen Sie die folgenden Berechnungen für das Portfolio 5-jährig, 2-jährig, jährlich oder unterjährig an?

**Tabelle 12: Verwendung von investitionsrechnerischen Verfahren auf Portfolioebene**

	<b>EK-Rendite o. Wertsteigerung</b>	<b>EK-Rendite mit Wertsteigerung</b>	<b>Interner Zins- satz</b>	<b>Kapitalwert</b>	<b>CashFlow- Planung</b>
unterjährig	12 %	12 %	12 %	12 %	18 %
jährlich	56 %	47 %	52 %	47 %	51 %
2-jährig	57 %	50 %	59 %	48 %	56 %
5-jährig	78 %	70 %	79 %	67 %	89 %
gar nicht	98 %	97 %	97 %	93 %	97 %
kenne nicht /k.A.	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Quelle: Eigene Darstellung

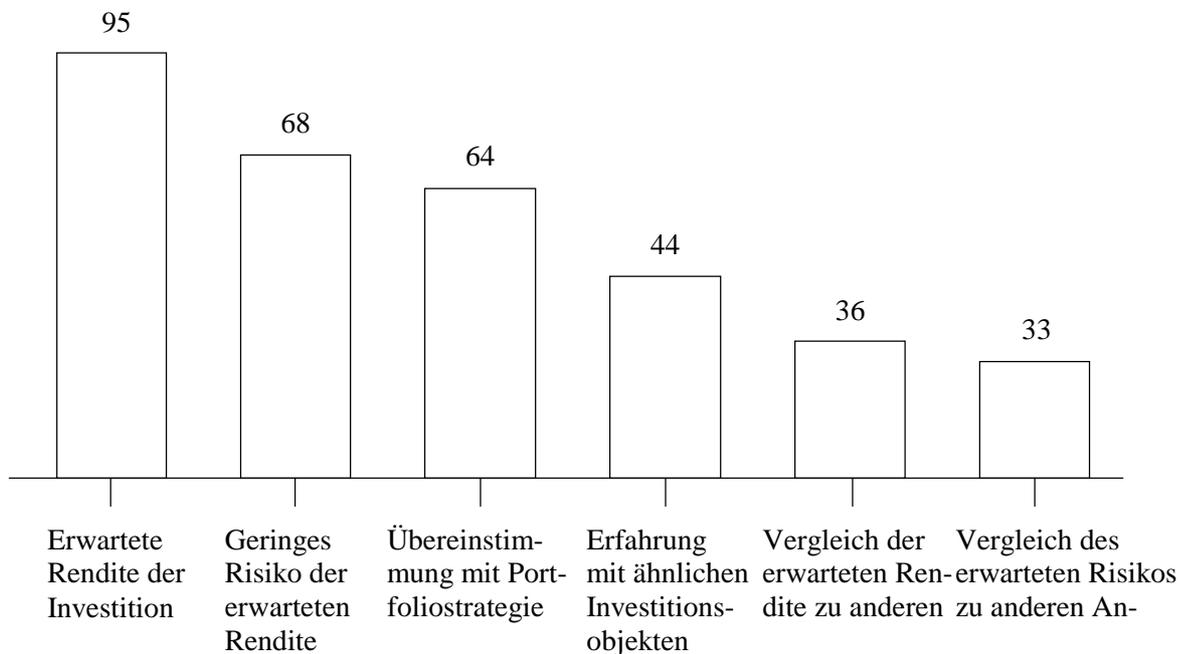
Im Vergleich zu den Einzelobjekten lassen sich auf Portfolioebene keine signifikanten Unterschiede zu der Einzelinvestition ableiten. Zahlungsstromorientierte Verfahren werden in ähnlichem Ausmaß auf den gesamten Anlagebestand übertragen. Die Bestimmung der Renditen hat auf Portfolioebene ein höheres Gewicht. Der gleiche Anteil (27 % und 20 %) führt jedoch auch hier keine Maßnahmen zur Bestimmung von Eigenkapitalrentabilitäten mit oder ohne Wertsteigerung durch.

### **3.5.3 Gewichtung von Einflussfaktoren bei der Investitionsentscheidung**

Wie beschrieben existiert zwischen Renditemaximierung und Risikominimierung eine trade-off-Beziehung in der Anlageentscheidung. Inwieweit andere Faktoren neben der Rendite in die bisherige Anlageplanung mit einfließen, sollen Aussagen zu dieser Frage zeigen:

[19.] Ich nenne Ihnen nun einige Faktoren bei Investitionsentscheidungen. Sagen Sie mir bitte, wie wichtig der jeweilige Faktor bei einer Investitionsentscheidung ist.

**Abbildung 16: Einflußfaktoren auf die Investitionsentscheidung**



<b>n= 91</b>	Erwartete Rendite der Investition	Geringes Risiko der erwarteten Rendite	Übereinstimmung mit Portfoliostrategie	Erfahrung mit ähnlichen Investitionsobjekten	Vergleich der erwarteten Rendite zu anderen Anlagen	Vergleich des erwarteten Risikos zu anderen Anlagen
<b>Gesamt</b>	95 %	68 %	64 %	44 %	36 %	33 %

Bei der Beantwortung der Frage aus Abbildung 16 wird klar, dass das Risiko mit einer Einschätzung von 68 % als wichtiger Entscheidungsfaktor (Antwort 6+7) in einer Investitionsentscheidung klar gegen die erwartete Rendite mit 95 % abfällt. Aus vorherigen Aussagen kann man erkennen, dass das Risiko eher als undefinierbarer Anteil empfunden wird. Insofern werden zwar Investitionsmöglichkeiten, deren Risiko als hoch oder niedrig eingeschätzt wird, mit einer bestimmten Präferenz angegangen, jedoch findet keine ausreichende Bewertung der Kosten des Risikos statt. Ausnahmen bilden hier die Gruppen der offenen Fonds mit 91 % und der Versicherungsunternehmen mit 80 %. Bei diesen Organisationen ist aufgrund der Herkunft und der zentralen Rolle, die sie im Spektrum der Immobilieninvestoren darstellen, bereits ein hoher Grad an Professionalität verankert. Auch die insgesamt überraschend hohe Bedeutung der Portfoliostrategie für die Anlageentscheidung ist bei diesen beiden Gruppen

besonders stark ausgeprägt. Als Strategie muss hier aber wohl z.B. die Konzentration auf eine Objektklasse und nicht Erarbeitung einer Top-Down-Konzeption zur Anlagesteuerung verstanden werden. Erfahrungen, die bereits mit bestimmten Objekten erzielt wurden, werden als eher durchschnittlich bedeutend für die Anlageentscheidung angesehen.

Die befragten Investoren konzentrieren sich auf die *asset class* der Immobilien zur Gestaltung ihrer Anlage. So findet kein Benchmarking gegenüber anderen Anlageformen, weder im Renditebereich noch bei der Bestimmung des Risikos, statt. Das bedeutet aber auch, dass hier keine Flexibilität bei der Optimierung der gesamten Anlageplanung vorhanden ist. Andere Rendite-Risiko-Relationen in unterschiedlichen *assets* führen nur in geringem Ausmaß zu einem Abfluss von Kapital aus dem Segment der Immobilieninvestition. Nur bei den Versicherungen spricht der Vergleich der Rendite-Risiko Relation mit anderen Anlageformen, den etwa zwei Drittel als sehr wichtig ansehen, für ein anderes Anlageverhalten. Dies ist letztlich auch auf die Rolle dieser Intermediäre am Kapitalmarkt zurückzuführen. Ihre Aufgabe sehen sie in der Investition in Immobilien. Ob dies grundsätzlich eine erfolgreiche Strategie aufgrund der Rendite-Risiko-Relation im Verhältnis zu anderen *assets* ist, wird auf einer übergeordneten Ebene über die Zuteilung der Mittel an diese Investoren gesteuert.

Es ist zu erkennen, dass die Immobilieninvestitionsentscheidung vor allem anhand der erwarteten Rendite in bestimmten vordefinierten Anlagensegmenten getätigt wird. Risikoaspekte haben keinen gleichberechtigten Stellenwert.

#### **3.5.4 Zeithorizont bei der Erwartungsbildung für Renditen**

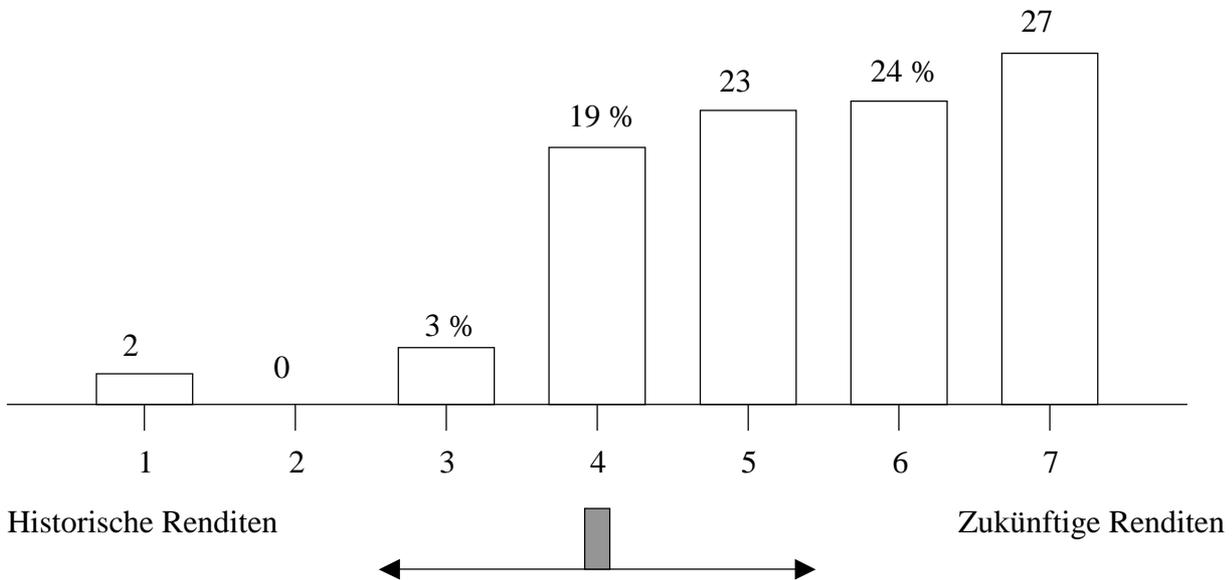
Bei der Planung der Investition werden die zukünftigen Renditen entweder aus historischen Zeitreihenanalysen bestimmt oder aus dem Einfluss von Renditefaktoren in ihrer Auswirkung. Dazu wurden die Investoren in ihrem Vorgehen befragt:

*[20.] Verlassen Sie sich bei der Investitionsentscheidung für ein Objekt eher auf die historisch erzielten Renditen oder eher auf die aus der Bewertung der Renditefaktoren erwarteten zukünftigen Rendite?*

## Abbildung 17: Zeitbezug der Renditebetrachtung

### Trade-off des Einflusses von historischen und erwarteten Renditen auf die Investitionsentscheidung

Entscheider nutzen ...



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 17 zeigt deutlich, dass sich Investoren bei Immobilieninvestitionen nicht für Vergangenheit der Objekte interessieren. Ihre Entscheidungsbildung beruht auf der Bewertung der erwarteten Rendite. So vertrauen 51 % der Befragten sehr stark (Antwort 6+7) auf den Einfluss von zukünftigen Einflussfaktoren auf die erwartete Rendite. 42 % gehen einen Mittelweg unter Einbeziehung historischer Renditen. Letztlich weist die Schiefe der Verteilung eindeutig auf eine starke Gewichtung zukünftiger Einflussgrößen auf die Renditebetrachtung hin.

Die Investitionsentscheidung in Immobilien orientiert sich vor allem an der erwarteten Rendite. Diese wird dabei nicht als komplexe Erwartungsgröße mit einer Varianz als Risiko betrachtet, sondern als Resultat von verschiedenen betrachteten Einflußgrößen. Interessant dabei ist, dass die Entscheider mehr Wert auf die Planung der Zahlungsströme zu Beginn der Investition legen, als dass eine erwartete Rendite wirklich ex-post nachverfolgt wird. Reaktionen auf Fehlallokationen werden so aus den Handlungsspielräumen eliminiert. Die These, dass Immobilieninvestitionsentscheidungen in ihrem Erfolg zum Zeitpunkt der Investition als determiniert empfunden werden, wird damit weiter gestützt.

### 3.6 Verfahren zum Controlling der Immobilienrisiken

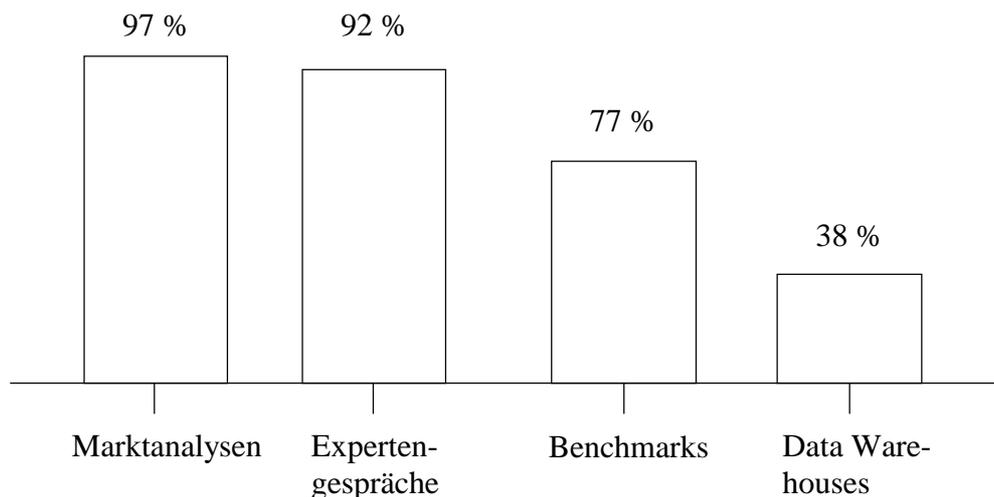
Im bisherigen Verlauf der Auswertung konnte festgestellt werden, dass Risikoaspekte nicht in gleicher Weise wie Renditeüberlegungen mit in die Anlageentscheidung einfließen. Unter Umständen ist dies in der geringen Verfügbarkeit von Informationen, die Aufschluß über den Risikogehalt der Renditeschätzung geben, begründet. Daher sind die Nutzung von Quellen, über die Risikoeinschätzungen gewonnen werden können, und die Übertragung der erhaltenen Erkenntnisse aus Kennziffern in Bewertungen der Risikoparameter wichtige Hinweise auf die Integration des Risikos in die Anlageplanung.

#### 3.6.1 Nutzung von Informationsquellen zur Risikoeinschätzung

Zunächst sollten sich die Befragten dazu äußern, inwieweit sie ihre individuelle Risikoeinschätzung aus externen Quellen beziehen:

*[21.+22.] Ich nenne Ihnen nun einige Quellen, die man zur Bestimmung der Risikoeinschätzung nutzen könnte. Bitte sagen Sie mir jeweils, ob Sie diese Quelle nutzen, und: Nutzen Sie noch weitere Kennzahlen zur Bestimmung der Risikoeinschätzung?*

**Abbildung 18: Quellen der Risikoeinschätzung**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

Die Quellen der Risikoeinschätzung bestimmen sich vor allem aus Marktexpertisen, die aus eigenen Recherchen oder aus den Gesprächen mit Marktkennern entstehen. Benchmarks fließen noch zu einem hohen Anteil in die Adjustierung des Risikos einer Investitionsentscheidung mit ein. Aus der offenen Frage ergibt sich, dass sich die Entscheider für in der Lage erachten, das Risiko aus ihrem eigenen Erfahrungsschatz zu bestimmen. Systemgestützte Alternativen, wie sie zum Beispiel SAP mit Data Warehouses in ihrem Real Estate Tools genutzt werden, finden bei der Standardisierung der Informationsquellen wenig Beachtung. So nannte in den offenen Fragen auch nur ein Investor das Internet als benutzte Informationsquelle.

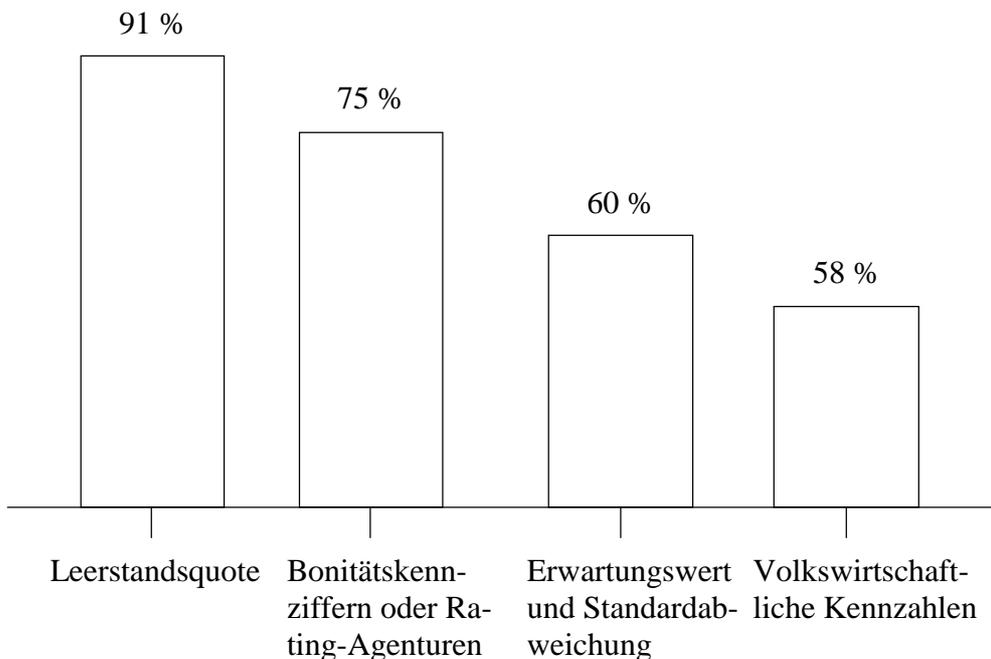
Die Informationsquellen werden nicht einheitlich genutzt. Die Informationen werden am ehesten als Unterstützung für das subjektive Entscheidungsverhalten verwendet.

### 3.6.2 Kennziffern zur Risikobestimmung

Zur Weiterverarbeitung der gewonnen Erkenntnisse müssen diese in einer bestimmten Form standardisiert sein. Ein Mittel dafür ist die Überführung in Kennzahlen. Um darüber weiteren Aufschluß zu erhalten, wurden die Entscheider gefragt:

*[23.+24.] Und welche Kennzahlen nutzen Sie zur Bestimmung Ihrer Risikoeinschätzung?*

**Abbildung 19: Kennzahlen zur Risikobestimmung**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

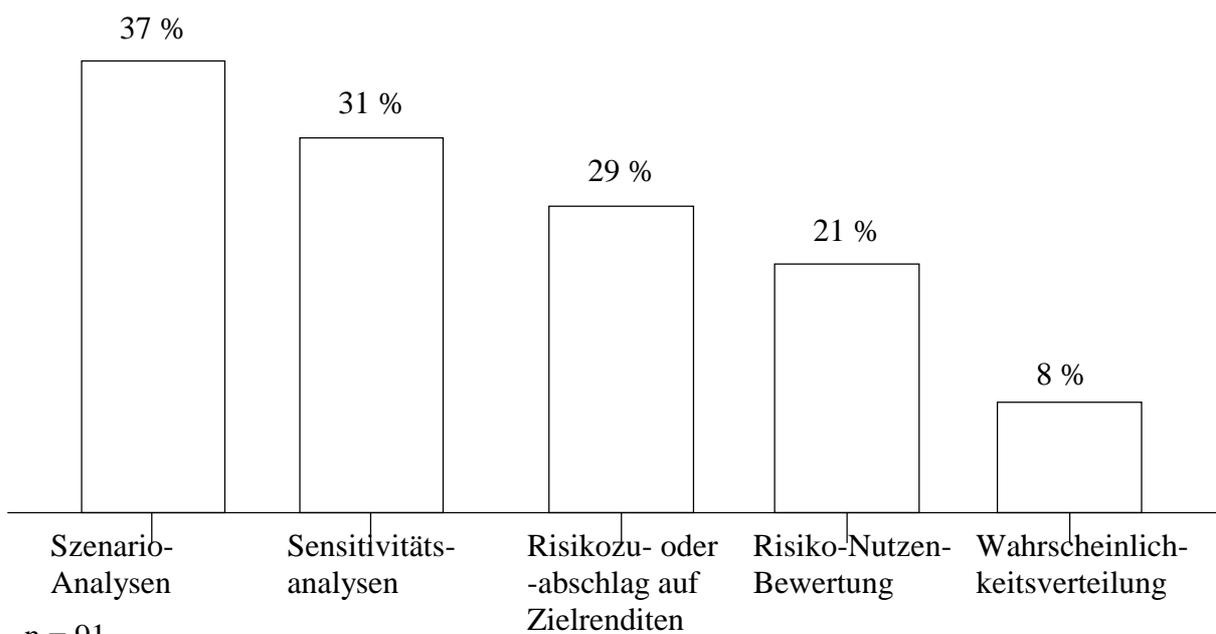
Insofern läßt sich auch gut erklären, dass die objekt-nahen Kennzahlen eher von den Entschei-  
 dern zu Hilfe genommen werden als Erwartungswerte und Standardabweichungen für abstra-  
 hierte Einflußgrößen oder volkswirtschaftliche Kennzahlen. Leerstandsquoten werden von  
 fast allen Befragten (91 %) genutzt. Bonitätskennziffern, die Scoring-Modelle für schwer  
 quantifizierbare Sachverhalte darstellen, werden noch von drei Vierteln der Stichprobe als  
 Möglichkeit zur Verbesserung der Entscheidungssituation angesehen.

Die geringe Berücksichtigung der volkswirtschaftlichen Entwicklung in Form von Kennzah-  
 len ist kohärent mit den betrachteten Einflussgrößen für den Erfolg einer Immobilieninvestiti-  
 on, wie sie bereits vorher beschrieben wurden. Erwartungswerte von Einflußgrößen sind keine  
 konkret anwendbaren Entscheidungshilfen, wenn sie nicht in entsprechenden Modellüberle-  
 gungen angewendet werden. Wahrscheinlich ist ihre Akzeptanz deswegen so gering.

### 3.6.3 Modelle zur Risikobewertung

Schließlich können die Risikokennzahlen in Modelle eingebunden werden, um damit das Ri-  
 siko als Einflußgröße auf die Anlageentscheidung bewertbar zu machen. Die einzelnen Mo-  
 delle führen zu Aussagen mit unterschiedlicher Genauigkeit: [25.] *Für wie geeignet halten Sie  
 die folgenden Modelle bei der Bewertung des Risikos der erwarteten Renditen?*

**Abbildung 20: Modelle zur Risikobewertung**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

Man sieht, dass die Erwartungswerte von Faktoren und ihr Risiko deswegen keine höhere Beachtung finden, weil das Konzept der Integration in eine komplette Beschreibung der Investitionsentscheidung über eine Wahrscheinlichkeitsverteilung und die Interdependenzen (Korrelationen) der Faktoren nur von 8 % der Befragten als Mittel zur Bewertung des Risikos eingesetzt wird. Auch wenn den Modellen in der Regel eine gewisse Aussagekraft zugebilligt wird, so sind doch selbst bei den Szenario-Analysen nur 37 % der Stichprobe der Meinung, dass es sich dabei um ein sehr geeignetes Mittel zur Evaluierung des Risikos der Investition handelt. Aufgrund der durchschnittlichen Akzeptanz ist davon auszugehen, dass bei den meisten Investoren zwar Szenario- und Sensitivitätsanalysen durchgeführt werden, ihre Aussagen zur Risikobestimmung allerdings als beschränkt angesehen werden. In den Mittelpunkt der Entscheidung rückt die Rendite des erwarteten Falles. Abweichungen von dieser Erwartung als Risiko werden kaum, zumindest nicht preisbildend mit in das Investitionsmodell mit eingebaut. Das Risiko-Nutzen-Modell, bei dem der Ertrag in ein Verhältnis zu dem damit eingegangenen Risiko gesetzt wird, findet noch weniger Akzeptanz (21 %) als mit methodisch stark anzuzweifelnden Zu- oder Abschlagsverfahren von den Zielrenditen (28 %).

Die Risikoerfassung stellt sich als sehr subjektiv dar. Entscheider vertrauen dabei sehr stark auf ihre persönliche Fähigkeit, Marktentwicklungen abschätzen zu können. Die Risikoeinschätzung bezieht sich stark auf das Einzelinvestitionsobjekt. Instrumente, mit denen das Risiko der Rendite modelliert und bewertet wird, werden in den wenigsten Fällen bearbeitet und fließen damit auch nicht in die Anlageentscheidung ein. Das Risiko wird von Investoren nicht als gleichberechtigter Bestandteil zur Rendite einer Investitionsentscheidung in Immobilien empfunden.

### **3.7 Verfahren zur Steuerung des Immobilienportfolios**

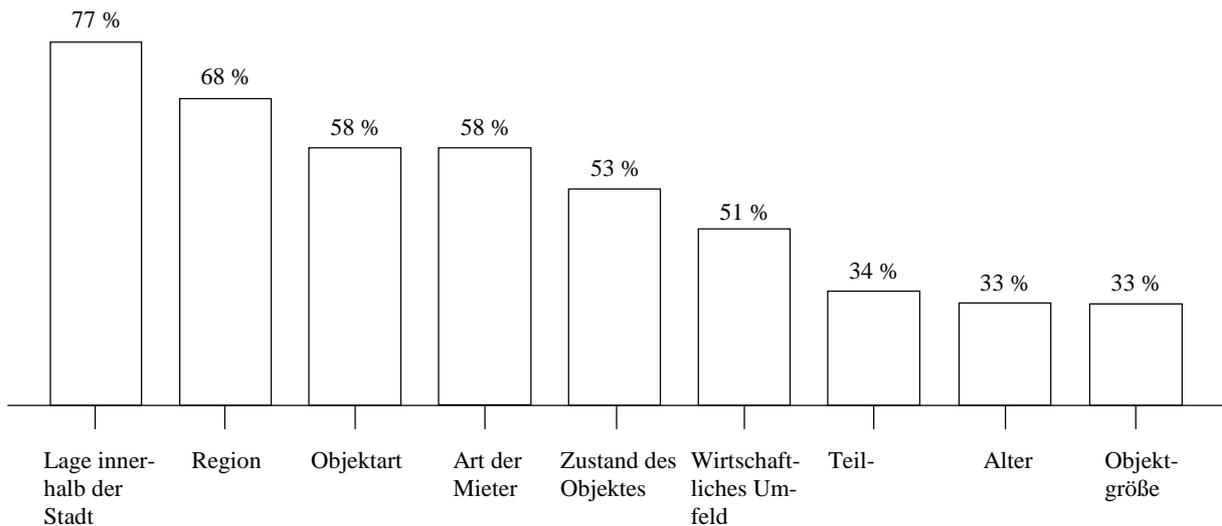
Entsprechend der Argumentation zu Beginn der Darstellung sind bestimmte Risiken für ein einzelnes Investitionsobjekt über die Streuung der Anlage auf verschiedene Einzelanlagen diversifizierbar. Das bedeutet, bestimmte Marktbewegungen wirken sich auf die Objekte genau gegenteilig aus und haben damit im Portfoliokontext keine Auswirkung. Da diese Diversifikation in Immobilien aber nicht wie z.B. im Aktienbereich üblich über das Einzelrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko in nur einem einzelnen Faktor ( $\beta$ -Faktor) abgebildet werden kann, muß beschrieben werden, welche Kriterien den effizientesten Beitrag zu einer Streuung des Investitionsrisikos leisten und an welchen Marktgegebenheiten dies scheitern kann. Wie gut man sich mit dieser Portfoliostruktur positioniert hat, kann man entweder an der Gesamt-

marktentwicklung oder im Vergleich mit Wettbewerbern ermes- sen.

### 3.7.1 Diversifikationskriterien in einem Immobilienportfolio

Immobilien als Investitionsobjekte lassen sich nach verschiedenen Merkmalen kategorisieren. So kann man sie entweder über den räumlichen Zusammenhang oder aber über ökonomische Faktoren, die direkt über die Nachfrage auf den Zahlungsstrom wirken, einordnen. Dazu gehören z.B. die Objektart oder die Art der Mieter als nachhaltige Sicherungskriterien für die Mieteinnahmen. Im Interesse der Studie war dabei herauszufinden, welche Wege die Investoren bei der Strukturierung ihrer Anlage beschreiten: [26.+27.] *Ich nenne Ihnen nun einige Kriterien, anhand derer man eine Risikodiversifikation in einem Immobilienportfolio vornehmen könnte. Bitte sagen Sie mir, für wie tauglich Sie dieses Kriterium für die Risikodiversifikation halten.*

**Abbildung 21: Diversifikationskriterien in einem Immobilienportfolio**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

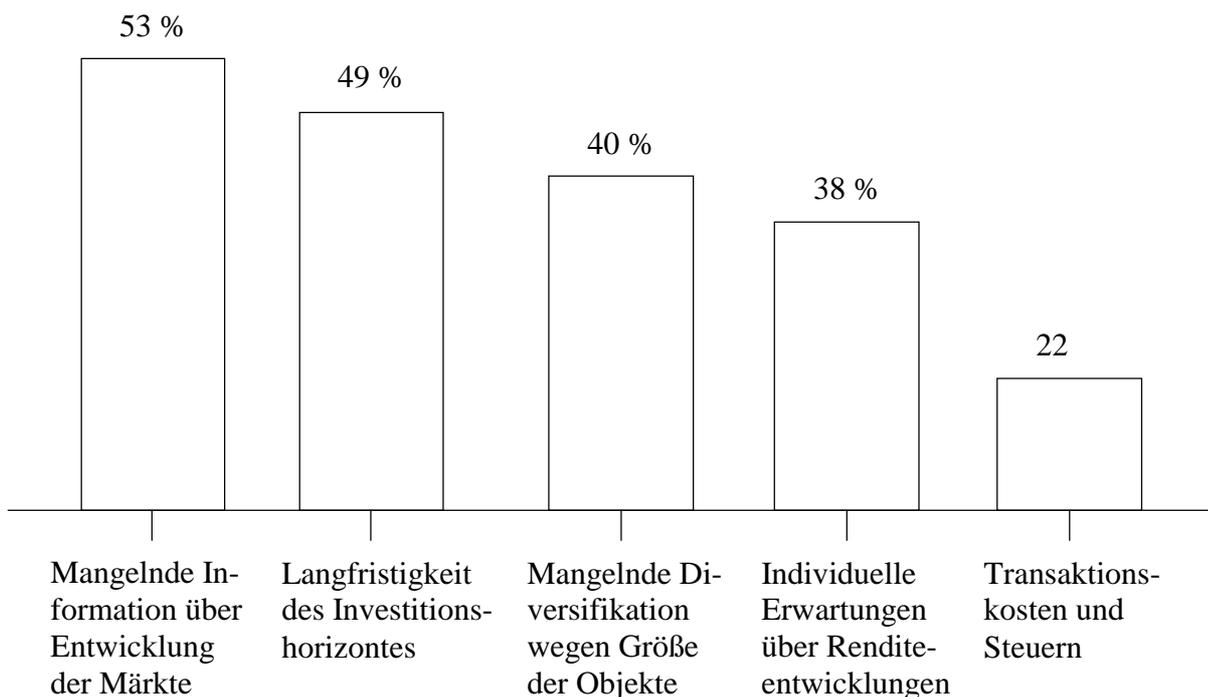
In Abbildung 21 sind die Häufigkeiten der Antworten dargestellt, mit denen einzelne Kriterien als sehr geeignet für eine Diversifikation angesehen werden. Zentral sind hier wieder die Kriterien, die mit der Lage eines Objektes in Zusammenhang stehen. Erst an dritter Stelle ist die Objektart genannt, aber schon mit deutlichem Abstand zu den beiden Kriterien „Lage innerhalb der Stadt“ und „Region“. Allgemein werden die rein räumlichen Streuungskriterien gegenüber den ökonomischen als nachrangig angesehen. Insofern ist beachtlich, dass die Mie-

ter und das wirtschaftliche Umfeld nur von rund der Hälfte der Befragten als geeignete Kriterien eingeschätzt werden. Die Einzelobjektspezifika „Alter“ und „Objektgröße“ werden kaum zur Risikostreuung im Portfolio verwendet. Bedeutender ist hier noch der Zustand des Objektes, der über die Instandhaltungskosten als *cash flow* Größe wirksam wird.

### 3.7.2 Marktliche Beeinträchtigungen bei der Bildung von effizienten Portfolios

Marktunvollkommenheiten im Bereich der Immobilieninvestition werden als Hauptkritikpunkte für eine Übertragung von Kapitalmarktmodellen in diesen Bereich angesehen. Eine Portfoliostrukturierung im Verhältnis zum Marktrisiko ist im Immobiliensektor nicht möglich. Wodurch sehen die Immobilienentscheider die Bildung eines effizienten Portfolios beeinträchtigt: [28.] Was glauben Sie, in welchem Ausmaß folgende Faktoren die optimale Bildung eines Portfolios beeinträchtigen?

**Abbildung 22: Marktineffizienzen bei der Portfoliokonstruktion**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

Es besteht keine Einigkeit über die Kriterien, die eine optimale Bildung eines Immobilienportfolios verhindern. Selbst bei dem am stärksten ausgeprägten Kriterium sehen nur die Hälfte der Befragten eine Beeinträchtigung der Anlageentscheidung durch spezifische Marktverhält-

nisse für Immobilieninvestitionen in Deutschland gegeben. Dies ist ein Indiz dafür, dass auf Seiten der Anleger wenig Bestrebungen bestehen, effiziente Portfolios im Sinne einer Streuung des Marktrisikos zu konstruieren.

Probleme, die aber noch von vielen betont werden, sind fehlende Informationseffizienz in Immobilienmärkten und die Langfristigkeit des Investitionshorizontes. Im Vergleich zu Großbritannien oder den USA herrscht an den Märkten große Intransparenz. Transaktionsdaten aus Immobilienerwerben und –verkäufen werden nur in Einzelfällen öffentlich gemacht. Die Sammlung von Marktinformationen über Makler oder in Form einer Erfassung sämtlicher Transaktionen findet nicht statt. Informationen werden als Wettbewerbsvorteil streng gehütet und nicht öffentlich gemacht. Dies ist ein sicheres Anzeichen für einen unvollkommenen Markt. In einem solchen Marktumfeld ist es nicht möglich, eine Diversifikation im Verhältnis zum Marktrisiko zu betreiben.

Zusätzlich wird wieder deutlich, wie eingeschränkt die Investoren ihre Handlungsmöglichkeiten in Bezug auf eine aktive und revolvierende Strukturierung des Portfolios ansehen. Wenn das Einzelobjekt dem Portfolio aus Immobilien hinzugefügt wurde, ist dies langfristig geschehen. Veränderten Umweltbedingungen kann kaum über eine einfache Umstrukturierung des Portfolios begegnet werden. Die Bindungsfrist im Einzelobjekt ist zu lang, um eine flexible Planung des Portfolios zu ermöglichen.

Im Hinblick auf die Anwendung kapitalmarkttheoretischer Modelle zur Portfolioplanung muß der Bedeutung der Einzelobjekte Beachtung geschenkt werden. Immerhin 40 % der Befragten sehen den Einfluß des Einzelobjektes als so bedeutend an, dass sie dieses Kriterium als sehr hinderlich bei der Konstruktion eines effizienten Portfolios ansehen. Auch die individuellen Markteinschätzungen der einzelnen Investoren widerspricht der These homogener Erwartungen in Immobilieninvestitionen, die für eine Anwendung der theoretischen Konstruktionen notwendig sind.

Transaktionskosten und Steuern werden von den Anlegern jedoch einfach hingenommen. Hier werden mit Abstand die geringsten Behinderungen für eine optimale Portfoliokonstruktion gesehen. Da aber gerade die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen vor allem in der Vergangenheit zu starken Verzerrungen in Immobilieninvestitionen geführt haben, muß man wohl davon ausgehen, dass die Investoren die im Vergleich zu anderen Anlageklassen außerordentlich hohen Transaktionskosten und die Steuerkonstruktionen als Merkmale des Marktes

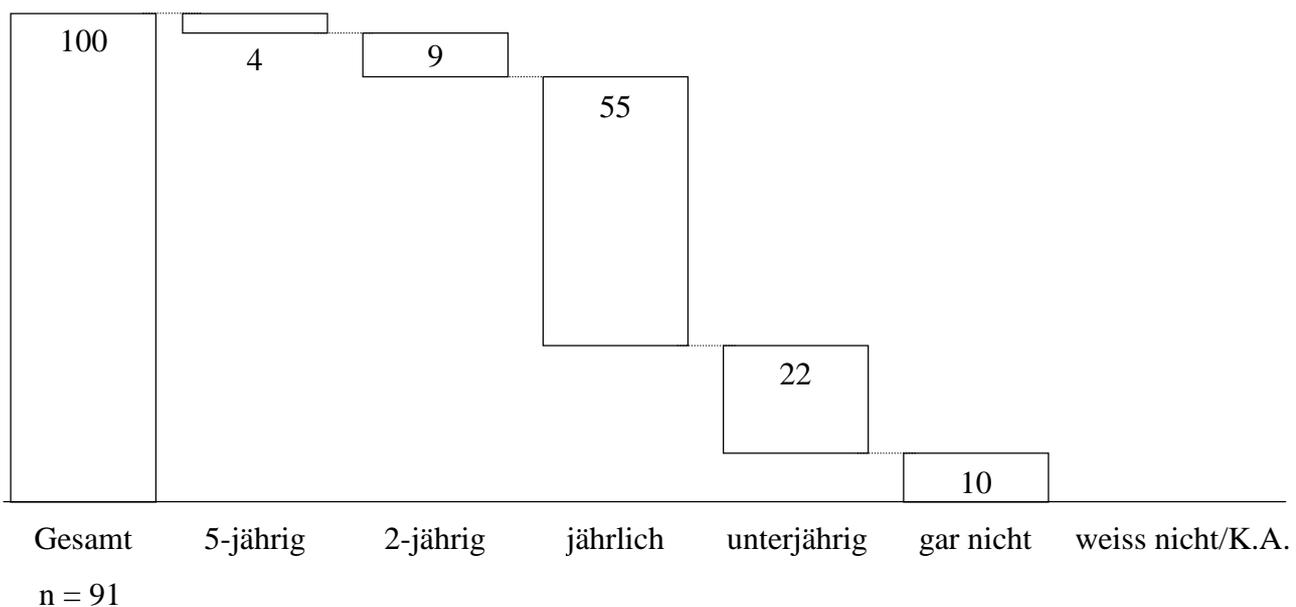
anerkannt haben und ihnen als Unvollkommenheiten keinerlei Beachtung mehr schenken.

Man kann also feststellen, dass die Marktunvollkommenheiten in ihrer Bedeutung von den Investoren durchaus wahrgenommen werden, in ihrer Relevanz aufgrund des angepaßten Anlageverhaltens aber nicht sehr stark beachtet werden.

### 3.7.3 Benchmarking über Immobilienindizes

Von hoher Aussagekraft für die langfristige Wertentwicklung eines Immobilien-Portfolios ist der Vergleich der erzielten Renditen mit denen eines Immobilienindex. In Deutschland existiert bisher der Deutsche Immobilien Index, zu dessen Erstellung viele institutionelle Immobilieninvestoren mit ihren Daten beitragen. Aufgrund der geringen Abdeckung ist es bisher nur möglich beschränkte Aussagen für den Gesamtmarkt über diesen Index abzuleiten. Spezielles Anlageverhalten wie z.B. das von Projektentwicklern kann nicht konkret über einen Subindex dargestellt werden. Dennoch ist interessant, wie wichtig den Anlegern die Messung ihres eigenen Erfolgs im Vergleich zum Gesamtmarkt ist: [29.] *Wie häufig vergleichen Sie Ihre im Portfolio erzielten Renditen mit den momentanen Marktrenditen, repräsentiert z.B. durch einen Immobilienindex? Vergleichen Sie Ihre Renditen 5-jährig, 2-jährig, jährlich oder unterjährig?*

**Abbildung 23: Benchmarking über Immobilienindizes**



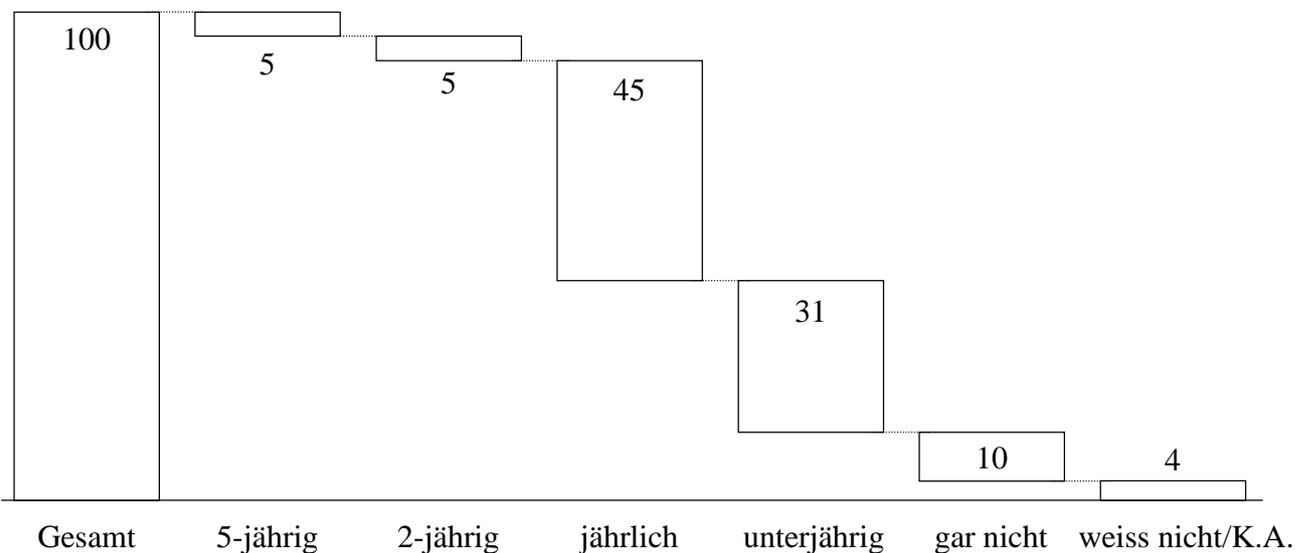
Quelle: Eigene Darstellung

Insgesamt ist zu sehen, dass die Immobilieninvestoren trotz ihres stark einzelobjektbezogenen Anlageverhaltens den Gesamtmarkt als Referenzgröße nicht außer Acht lassen. So führen immerhin 78 % der Befragten mindestens einmal jährlich einen Vergleich ihres eigenen Bestandes mit dem Gesamtmarkt durch. Inwiefern die bestehenden Immobilienindizes geeignet sind, hier eine geeignete Referenz abzugeben ist fraglich. Aus den bisherigen Auswertungen wurde deutlich, dass die Immobilien-Teilmärkte sehr heterogen sind und Unterschiede schon auf geringe Entfernung deutlich werden können. Ein Index kann nur einen Anhaltspunkt für das gesamte Marktgeschehen geben, das, wie die Befragten deutlich betonen, kaum in ihre Entscheidungsfindung mit einfließt.

### 3.7.4 Benchmarking an Wettbewerbern

Eine einfachere Methode, um den eigenen Anlageerfolg mit anderen zu vergleichen, ist der direkte Vergleich mit Wettbewerbern. Die Aussagen stehen unter Umständen in einem engeren Bezug zu dem eigenen Anlageverhalten: [30.] *Und wie häufig vergleichen Sie Ihre Renditen mit denen von Wettbewerbern?*

**Abbildung 24: Benchmarking an Wettbewerbern**



n = 91

Quelle: Eigene Darstellung

Die Vergleiche mit Wettbewerbern bezüglich der erzielten Rendite erscheint insofern vielversprechender, als das Risikoprofil und die Rahmenbedingungen der Anlage eher miteinander zu vergleichen sind. Hier zeigt sich auch, dass im Vergleich zu dem Benchmarking über Indizes eine verstärkte Neigung vorhanden ist, dies auch unterjährig zu tun. So mißt ungefähr der gleiche Anteil von 76 % seine Performance im Vergleich zum Wettbewerb, doch ist der Anteil von 31 % der Antworter, der dies unterjährig tut, vergleichsweise höher als bei einem Abgleich mit Marktindizes.

Dies deutet ebenfalls darauf hin, dass der Markt in seiner Entwicklung zwar beobachtet wird, relevante Entscheidungsgrößen aber in einem spezifischeren Umfeld zu der eigenen Anlage gesucht werden.

Die Portfoliosteuerung in Immobilienbeständen ist sehr schwierig darzustellen. Die meisten Investoren vertrauen auf eine Streuung nach den für sie zentralen Renditefaktoren, nämlich Lage und dem der Objektart, die mit dem vorher identifizierten Einfluß als Nutzungskonzept verbunden sein dürfte. Der Nachweis der Existenz bestimmter Marktunvollkommenheiten widerlegt die Übertragbarkeit von kapitalmarkttheoretischen Überlegungen auf die Anlageklasse der Immobilien. Allerdings scheinen die Spezifika des Marktes für die Investoren auch ein wenig zur Gewohnheit geworden zu sein. Sie haben sich in der Bewertung des Marktgeschehens und in der Folge ihres Anlageverhaltens an die Defizite der Marktstruktur angepaßt.

Eine analytische Portfolioplanung scheint nach Auswertung der Antworten in Immobilienbeständen nicht möglich. So sind die Risikoeinflüsse auf die Diversifikationskriterien zu wenig offensichtlich, Faustregeln bestimmen hier das Handeln.

Auch wenn Gesamtmarktentwicklungen eine hohe Relevanz zur eigenen Positionsbestimmung zugebilligt werden, scheinen die direkten Vergleiche mit Wettbewerbern mehr Aufschluss für die eigenen Anlagestrategie zu geben.

Eine integrierte, marktbezogene Risikodiversifikation und Portfolioplanung erscheint unter Berücksichtigung der Marktgegebenheiten nicht möglich. Das Portfolio Management orientiert sich an bestimmten strategischen Ausrichtungen und nicht an finanzwirtschaftlichen Kennzahlen.

#### 4 Handlungsbedarf bei institutionellen Immobilieninvestoren

Auf eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse wird an dieser Stelle verzichtet, da zu Beginn dieses Arbeitspapiers im „Management Summary“ ein Überblick über Resultate gegeben worden ist. Dort ist allerdings noch nicht auf den weiteren, sich aus den Ergebnissen unmittelbar ergebenden Handlungsbedarf eingegangen worden. Konkret sehen die Verfasser bei den institutionellen Immobilieninvestoren folgenden Handlungsbedarf:

- **Systematische Darstellung** aller die Rendite beeinflussenden **Faktoren** auf der Ebene des einzelnen Investitionsobjekts zum Zwecke der Transparenz und Nachverfolgung von Investitionsentscheidungen.
- Einrichtung und Pflege eines **Prognosesystems** als Datengrundlage für immobilienbezogene Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen. Das Prognosesystem bildet idealtypischer Weise einen integralen Bestandteil des Immobilieninformationssystems des Investors. Dadurch wird die Datenintegrität gewährleistet und Doppelte Erfassungen vermieden.
- Entwicklung eines **zweidimensionalen Entscheidungsunterstützungssystems** für Immobilieninvestitionen, welches neben der Rendite immer auch das Risiko als zweite Zielgröße enthält. Dieses System muss weitergehende Anwendungen der Risikoanalyse unterstützen und wird im Sinne eines Investitionscontrollingsystems auch nach erfolgter Investition zur Nachverfolgung von Rendite- und Risikoentwicklungen eingesetzt.
- Aggregation der Einzelobjektinformationen auf der Ebene von Teilbeständen und des Gesamtbestands des Investors als **Führungsinformationssystem** auf der Ebene des Top-Managements.
- Schaffung eines **Portfoliomanagementsystems** zum Zwecke der Risikodiversifikation.

Für die Errichtung des oben grob skizzierten Systems bietet die Befragung wertvolle Hinweise, die gegenwärtig von den Autoren ausgewertet und in ein geschlossenes Konzept überführt werden.

Abschließend danken wir allen Teilnehmern an der Befragung für Ihre Unterstützung und rufen zu einem aktiven Dialog über die hier vorgestellten Ergebnisse und deren Konsequenzen auf. Sollten Sie Kommentare, Anregungen oder Erklärungsbedarf haben, zögern Sie bitte nicht, mit uns in Kontakt zu treten.

### **Zu den Verfassern:**

**Dr. Andreas Pfnür** ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg und beendet gerade seine Habilitation zum Thema „Betriebliche Immobilienökonomie“. Seine immobilienbezogenen Forschungsergebnisse wurden in zahlreichen Artikeln in anerkannten Fachzeitschriften veröffentlicht.

Kontakt: 040 – 428 38 55 85 oder [pfnuer@econ.uni-hamburg.de](mailto:pfnuer@econ.uni-hamburg.de).

**Dipl.-Kfm. Stefan Armonat** arbeitet an einer Promotion zum Thema Immobilien-Portfolio-Management Herr Armonat ist bei der Hamburger Beratungsgesellschaft Eversmann & Partner, Corporate Real Estate, verantwortlich für den Bereich Risk Management und Anlagesteuerung. Eversmann & Partner sind als Top-Management-Beratung auf Fragen des Corporate Real Estate spezialisiert. Im Mittelpunkt steht die Immobilie in der betrieblichen Nutzung und als Anlageobjekt für institutionelle Anleger.

Kontakt: 040 – 41 40 22 0 oder [s.armonat@eversmann-und-partner.de](mailto:s.armonat@eversmann-und-partner.de)

## 5 Literaturverzeichnis

Boyd, P. E./Schwartz, A. L. (1991), Corporate Real Estate Performance in Australia, Working Paper, Brisbane, Australia: Queensland University of Technology, 1991.

Brzeski, W. J./Jaffe, A. J./Lundström, S. (1993), Institutional Real Estate Investment Practices: Swedish and United States Experiences, In: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 8, No. 3, S. 293 – 323.

De Wit, D. P. M. (1993), Portfolio Management of Common Stock and Real Estate Assets, Amsterdam, 1993.

De Wit, D. P. M. (1996), Real Estate Portfolio Management Practices of Pension Funds and Insurance Companies in the Netherlands: A Survey, In: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 11, No. 2, S. 131 – 148.

Farragher, E. J. (1982), Investment Decision-Making Practices of Equity Investors in Real Estate, In: *The Real Estate Appraiser and Analyst*, Summer 1982, S. 36 – 41.

Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2000), Jahrbuch 2000, Die deutsche Versicherungswirtschaft, Köln, 2000.

Glascock, J. L./Davidson, W. N./Sirmans, C. F. (1989), An Analysis of the Acquisition and Disposition of Real Estate Assets, In: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 4, No. 3, S. 131 - 140.

Louargand, M. A. (1992), A Survey of Pension Fund Real Estate Portfolio Risk Management Practices, In: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 7, No. 4, S. 361 - 373.

Nieschlag, R./Dichtl, E./Hörschgen, H. (1997), Marketing, 18. Aufl., Berlin, 1997.

o. V. (1999), Wer investiert wieviel in deutsche Immobilien?, In: Immobilien-Zeitung vom 16.11.2000, S. 4.

Page, D. E. (1983), Criteria for Investment Decision Making: An Empirical Study, In: *The Appraisal Journal*, Vol. 51, October 1983, S. 498 – 508.

Pfnür, A. (2000), Institutionalisierung des betrieblichen Immobilienmanagements, In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 52, September 2000, S. 571 – 591.

Redman, A. L./Tanner, J. R. (1989), The Acquisition and Disposition of Real Estate by Corporate Executives: A Survey, In: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 4, No. 3, S. 67 - 80.

Rydin, Y./Rodney, W./Orr, C. (1990), Why do Institutions Invest in Property?, In: *Journal of Property Finance*, Vol. 1, No. 2, S. 250 – 258.

Webb, J. R. (1984), Real Estate Investment Acquisition Rules for Life Insurance Companies and Pension Funds, In: *AREUEA Journal*, Vol. 12, No.4, S. 495 – 520.

Webb, J. R. (1984), Real Estate Investment Acquisition Rules for Life Insurance Companies and Pension Funds, In: *AREUEA Journal*, Vol. 12, No.4, S. 495 – 520.

Webb, J. R./McIntosh, W. (1986), Real Estate Investment Acquisition Rules for REITS: A Survey, In: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 1, No. 1, S. 77 – 98.

Wiley, R. J. (1976), Real Estate Investment Analysis: An Empirical Study, In: *The Appraisal Journal*, October 1976, S. 586 – 592.

## 6 Fragebogen

# **„Immobilienkapitalanlage institutioneller Investoren – Risikomanagement und Portfolioplanung“**

**1.1.2001**

Universität Hamburg  
Institut für Öffentliche Wirtschaft und Personalwirtschaft  
Herr Dr. Andreas Pfnür  
Von-Melle-Park 5  
20146 Hamburg

Eversmann & Partner  
Herr Stefan Armonat  
Frauenthal 15  
20149 Hamburg

Bei den folgenden Fragen geht es um die Strukturierung von Immobilien-Anlage-Entscheidungen. Wir möchten keine theoretischen Modelle zur Entscheidungsfindung abfragen, sondern bitten Sie, die Fragen aus Ihrer persönlichen Perspektive zu beantworten. Ziehen Sie zur Beantwortung bitte sowohl Ihre individuelle Entscheidungssituation als auch Ihre Kenntnisse über die Einflussgrößen bei der Entscheidung als Grundlage heran.

## I. Klassifizierung des Portfolios/ Allgemeine Angaben zum Portfolio

1. Aus welcher Perspektive treffen Sie ihre Immobilieninvestitionsentscheidungen? Aus der Perspektive...

- einer Immobilien AG
- eines Geschlossenen Immobilienfonds
- eines offenen Immobilienfonds
- eines Versicherungsunternehmens
- einer Pensionskasse
- einer Privaten Vermögensverwaltung
- eines Corporate Real Estate Managers
- eines Projektentwicklers
- oder aus einer anderen Perspektive  \_\_\_\_\_

2. Bei Immobilieninvestitionen unterscheiden wir zwischen Bestandsinvestitionen, Bestandsentwicklung und Projektentwicklung. Wenn Sie Immobilieninvestitionen tätigen, wie viel Prozent Ihrer Investitionen entfallen davon auf ...

Bestandsinvestitionen	_____ %
Bestandsentwicklung	_____ %
Projektentwicklung	_____ %

3. Beim Flächenbestand unterscheiden wir zwischen Wohnimmobilien, Büroimmobilien, Einzelhandelsimmobilien, Produktionsstandorten und sonstigen Immobilien. Wenn Sie Ihren Flä-

*chenbestand betrachten, wie viel Prozent davon schätzen Sie sind...*

Wohnimmobilien \_\_\_\_\_%

Büroimmobilien \_\_\_\_\_%

Einzelhandelsimmobilien \_\_\_\_\_%

Produktionsstandorte \_\_\_\_\_%

Sonstige \_\_\_\_\_%

4. *Wie hoch ist der ungefähre Verkehrswert des Immobilienportfolios, das Sie betreuen?  
(Angaben in Mio. DM )*

bis 100     von 101-500     von 501-1.000     über 1.000

5. *Wie groß ist das durchschnittliche jährliche Brutto-Transaktionsvolumen, d.h. An- und  
Verkäufe bzw. Investitionen, gemessen an den Verkehrswerten ? ( Angaben in Mio. DM )*

bis 5     von 5,1-20     von 20,1-100     über 100

## **II. Bewertung der Renditefaktoren**

6. *Immobilieninvestitionen sind gekennzeichnet von einem sehr komplexen Geflecht an renditebeeinflussenden Faktoren. Im Folgenden möchten wir Sie um eine Einschätzung der Bedeutung einer ganzen Reihe von Einflussgrößen bitten. Denken Sie bitte an Ihr erfolgreichstes Projekt bei einer Immobilieninvestition. Welche Faktoren waren Ihrer Meinung nach für den Erfolg verantwortlich?*

\_\_\_\_\_

Und fallen Ihnen noch weitere Faktoren ein?

\_\_\_\_\_

7. Und nun denken Sie bitte an Ihr am wenigsten erfolgreiches Projekt bei einer Immobilieninvestition. Welche Faktoren waren für den Misserfolg verantwortlich?

\_\_\_\_\_

Und fallen Ihnen noch weitere Faktoren ein?

\_\_\_\_\_

8. Ich lese Ihnen nun einige Dinge vor, die Einfluss auf den Erfolg eines Immobilieninvestitionsprojekts haben könnten. Bitte sagen sie mir jeweils, welche Bedeutung diese Einflussgröße Ihrer Meinung nach hat. Sagen Sie es mir bitte auf einer Skala von 1 bis 7. Die 1 ist der niedrigste Wert und bedeutet „hat keine Bedeutung“, die 7 ist der höchste Wert und bedeutet „hat eine sehr hohe Bedeutung“. Mit den Werten dazwischen können Sie Ihr Urteil abstufen. Welche Bedeutung für den Erfolg eines Immobilieninvestitionsprojekts haben...

	1	2	3	4	5	6	7
• Mieteinnahmen	<input type="checkbox"/>						
• Erzielbarer Verkaufserlös	<input type="checkbox"/>						
• Nicht umlagefähige Betriebskosten	<input type="checkbox"/>						
• Verwaltungsausgaben	<input type="checkbox"/>						
• Instandhaltungskosten	<input type="checkbox"/>						
• Kalkulatorischer Zinssatz für Eigenkapital	<input type="checkbox"/>						
• Zinssatz für Fremdkapital	<input type="checkbox"/>						
• Höhe der Steuern	<input type="checkbox"/>						
• Anschaffungs-/Herstellungs-/Modernisierungsausgaben	<input type="checkbox"/>						

9. Und welche Bedeutung haben die folgenden Rahmenbedingungen für den Erfolg der von Ihnen zu treffenden Investitionsentscheidung? Sagen Sie es mir bitte wieder auf der Skala von 1 bis 7. Die 1 ist der niedrigste Wert und bedeutet „hat keine Bedeutung“, die 7 ist der höchste Wert und bedeutet „hat eine sehr hohe Bedeutung“. Mit den Werten dazwischen können Sie Ihr Urteil abstufen.

Welche Bedeutung hat die Entwicklung...

	1	2	3	4	5	6	7
• Entwicklung des regionalen Wirtschaftswachstums	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der regionalen Sozio-Demografika	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der regionalen Infrastruktur	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der reg. Immobilienmarktverhältnisse	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Inflation	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Kapitalmarktzinsen	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung des volkswirtschaftlichen Wachstums	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Rendite alternativer Kapitalanlagen	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der objektspezifischen Mieterbonität	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der objektspezifischen Vertragsgestaltung	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Qualität des Immobilienmanagements	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der steuerlichen Rahmenbedingungen	<input type="checkbox"/>						

10. Und welche Bedeutung haben die folgenden Strukturmerkmale für den Erfolg der von Ihnen zu treffenden Investitionsentscheidungen? ( Sagen Sie es mir bitte wieder auf der Skala von 1 bis 7. Die 1 ist der niedrigste Wert und bedeutet „hat keine Bedeutung“, die 7 ist der höchste Wert und bedeutet „hat eine sehr hohe Bedeutung“. Mit den Werten dazwischen können Sie ihr Urteil abstufen.)

	1	2	3	4	5	6	7
• die Gebäudesubstanz	<input type="checkbox"/>						
• das Erscheinungsbild	<input type="checkbox"/>						
• die Nutzungsflexibilität der Immobilie	<input type="checkbox"/>						
• die Gebäudeeffizienz	<input type="checkbox"/>						
• die Finanzierungsstruktur	<input type="checkbox"/>						
• die Standortqualität zum Erwerbs-, Erstellungstermin	<input type="checkbox"/>						
• die Anfänglicher Mietermix	<input type="checkbox"/>						

11. Sie haben gerade umfangreiche Angaben zum Erfolg einer Immobilieninvestition gemacht. Angenommen, der Erfolg setzt sich zusammen aus der Investitionsentscheidung für ein konkretes Investitionsprojekt einerseits und der späteren Entwicklung der Rahmenbedingungen des Investitionsprojekts andererseits. Wie sehen Sie das Verhältnis dieser beiden Faktoren? Welchen prozentualen Anteil am Erfolg haben ...

- die anfänglich festgelegten Strukturmerkmale \_\_\_\_\_ %
- die Entwicklung der Rahmenbedingungen \_\_\_\_\_ %

### III. Vorhersagegenauigkeit der Renditefaktoren

12. Ich lese Ihnen nun einige finanzwirtschaftliche Einflussgrößen eines Immobilienobjekts vor. Bitte sagen Sie mir jeweils, wie genau Sie in Ihrem Unternehmen diese Einflussgröße für einen Zeitraum von 10 Jahren vorhersagen können. Bitte geben Sie die mögliche prozentuale Abweichung ihrer Vorhersage an; 0 Prozent bedeutet also eine exakte Vorhersage, 100 Prozent Abweichung bedeutet gar keine Vorhersagemöglichkeit.

Wie genau ist Ihre Vorhersage der...

- Entwicklung der Mieteinnahmen \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung des erzielbaren Verkaufserlöses \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der nicht umlagefähigen Betriebskosten \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Verwaltungskosten \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Instandhaltungskosten \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Eigenkapitalkosten \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Fremdkapitalkosten \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Steuerzahlungen \_\_\_\_\_ %
- Anschaffungs- und Modernisierungsausgaben \_\_\_\_\_ %

13. Und wie genau, d.h. mit welcher prozentualen Abweichung, können Sie in Ihrem Unternehmen die folgenden Rahmenbedingungen für einen Zeitraum von 10 Jahren vorhersagen? (Bitte geben Sie die mögliche prozentuale Abweichung ihrer Vorhersage an; 0 Prozent bedeutet also eine exakte Vorhersage, 100 Prozent Abweichung bedeutet gar keine Vorhersagemöglichkeit.)

- Entwicklung der Kapitalmarktzinsen \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung des volkswirtschaftlichen Wachstums \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Inflation \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Rendite alternativer Kapitalanlagen \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der steuerlichen Rahmenbedingungen \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der regionalen Infrastruktur \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der regionalen Sozio-Demografika \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der reg. Immobilienmarktverhältnisse \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung des regionalen Wirtschaftswachstums \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der objektspezifischen Vertragsgestaltung \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der objektspezifischen Mieterbonität \_\_\_\_\_ %
- Entwicklung der Qualität des Immobilienmanagements \_\_\_\_\_ %

#### IV. Risikopräferenzen

14. Investoren haben ja häufig ganz unterschiedliche Risikoeinstellungen. Bitte sagen Sie mir, welche Rendite Sie bei einem gegebenen Risiko mindestens erzielen müssen, damit Sie die Investitionsentscheidung treffen. Welche Rendite müssten Sie bei einem...

- 2-prozentigen Risiko mindestens erzielen? \_\_\_\_\_ %
- und bei einem 4-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_ %
- und bei einem 6-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_ %
- und bei einem 8-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_ %
- und bei einem 10-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_ %
- und bei einem 15-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_ %

- und bei einem 20-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_%
- und bei einem 30-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_%
- und bei einem 50-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_%
- und bei einem 70-prozentigem Risiko? \_\_\_\_\_%

**V. Überwachung der Immobilienrendite**

15. Ich nenne Ihnen nun einige Berechnungen aus Investitionsrechnungs-Modellen für Einzelobjekte. Sagen Sie mir bitte jeweils, ob diese Berechnung aus Investitionsrechnungs-Modellen bei Ihnen für Einzelobjekte 5-jährig, 2-jährig, jährlich, oder unterjährig angestellt wird. ( 1 = 5-jährig; 2 = 2-jährig; 3 = jährlich; 4 = unterjährig; 5 = wird gar nicht angestellt; 6 = kenne dieses Rechenmodell nicht; 7 = weiß nicht; 8 = k.A. )

- |   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        | 8                        |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Eigenkapitalrentabilität ohne Wertsteigerung    | <input type="checkbox"/> |
| • Eigenkapitalrentabilität mit Wertsteigerung     | <input type="checkbox"/> |
| • Interner Zinssatz                               | <input type="checkbox"/> |
| • Kapitalwertberechnung                           | <input type="checkbox"/> |
| • Langfristige Finanzplanung (Cash-Flow-Prognose) | <input type="checkbox"/> |
| • Andere (bitte kurz beschreiben)                 |                          |                          |                          |                          |                          |                          |                          |                          |

---



---

16. Stellen Sie noch weitere Berechnungen für Einzelobjekte aus Investitionsrechnungs-Modellen an?

- ja
- nein
- weiß nicht
- k.A.

17. Und wie ist das mit Berechnung für das Portfolio aus Investitionsrechnungs-Modellen? Stellen Sie die folgenden Berechnungen für das Portfolio 5-jährig, 2-jährig, jährlich oder unterjährig an? ( 1=5-jährig; 2=2-jährig; 3=jährlich; 4=unterjährig; 5 = wird gar nicht angestellt; 6 = kenne dieses Rechnungsmodell nicht; 7 = weiß nicht; 8 = k.A. )

- |   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        | 8                        |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Eigenkapitalrentabilität ohne Wertsteigerung    | <input type="checkbox"/> |
| • Eigenkapitalrentabilität mit Wertsteigerung     | <input type="checkbox"/> |
| • Interner Zinssatz                               | <input type="checkbox"/> |
| • Kapitalwertberechnung                           | <input type="checkbox"/> |
| • Langfristige Finanzplanung (Cash-Flow-Prognose) | <input type="checkbox"/> |
| • Andere (bitte kurz beschreiben)                 |                          |                          |                          |                          |                          |                          |                          |                          |
- 
- 

18. Stellen Sie noch weitere Berechnungen für das Portfolio aus Investitionsrechnungs-Modellen an?

- ja
- nein
- weiß nicht
- k.A.

19. Ich nenne Ihnen nun einige Faktoren bei Investitionsentscheidungen. Sagen Sie mir bitte auf einer Skala von 1=unwichtig bis 7=sehr wichtig, wie wichtig der jeweilige Faktor bei einer Investitionsentscheidung ist.

- |   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Erwartete Rendite der Investition                   | <input type="checkbox"/> |
| • Geringes Risiko der erwarteten Rendite              | <input type="checkbox"/> |
| • Vergleich der erwarteten Rendite zu anderen Anlagen | <input type="checkbox"/> |
| • Vergleich des erwarteten Risikos zu anderen Anlagen | <input type="checkbox"/> |
| • Übereinstimmung mit Portfolio-Strategie             | <input type="checkbox"/> |
| • Erfahrung mit ähnlichen Investitionsobjekten        | <input type="checkbox"/> |

20. Verlassen Sie sich bei der Investitionsentscheidung für ein Objekt eher auf die historisch erzielten Renditen oder eher auf die aus der Bewertung der Renditefaktoren erwarteten zukünftigen Rendite? Sagen Sie es mir bitte wieder auf einer Skala von 1 bis 7, wobei 1 „nur historische Rendite“ und 7 „nur erwartete Rendite“ bedeutet.

1	2	3	4	5	6	7
<input type="checkbox"/>						

## VI. Überwachung der Immobilienrisiken

21. Ich nenne Ihnen nun einige Quellen, die man zur Bestimmung der Risikoeinschätzung nutzen könnte. Bitte sagen Sie mir jeweils, ob Sie diese Quelle nutzen.

( 1 = nutze ich; 2 = nutze ich nicht; 3 = kenne ich nicht; 4 = weiß nicht; 5 = k.A. )

- |                                   |  | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        |
|-----------------------------------|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Marktanalysen                   |  | <input type="checkbox"/> |
| • Expertengespräche               |  | <input type="checkbox"/> |
| • Volkswirtschaftliche Kennzahlen |  | <input type="checkbox"/> |
| • Data Warehouses                 |  | <input type="checkbox"/> |

22. Nutzen Sie noch weitere Quellen zur Bestimmung Ihrer Risikoeinschätzung?

- |              |                          |
|--------------|--------------------------|
| • ja         | <input type="checkbox"/> |
| • nein       | <input type="checkbox"/> |
| • weiß nicht | <input type="checkbox"/> |
| • k.A.       | <input type="checkbox"/> |

23. Und welche Kennzahlen nutzen Sie zur Bestimmung Ihrer Risikoeinschätzung?( 1 = nutze ich; 2 = nutze ich nicht; 3 = kenne ich nicht; 4 = weiß nicht; 5 = k.A. )

- |   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Leerstandsquote                           | <input type="checkbox"/> |
| • Bonitätskennziffern oder Rating-Agenturen | <input type="checkbox"/> |
| • Erwartungswert und Standardabweichung     | <input type="checkbox"/> |
| • Volkswirtschaftliche Kennzahlen           | <input type="checkbox"/> |

24. Nutzen Sie noch weitere Kennzahlen zur Bestimmung der Risikoeinschätzung?

- ja
- nein
- weiß nicht
- k.A.

25. Für wie geeignet halten Sie die folgenden Modelle bei der Bewertung des Risikos der erwarteten Renditen? Sagen Sie es mir bitte wieder anhand der 7-er Skala von 1= ungeeignet bis 7= sehr geeignet.

- |                                       | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        |
|---------------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Risikozu/-abschlag auf Zielrenditen | <input type="checkbox"/> |
| • Szenario-Analysen                   | <input type="checkbox"/> |
| • Sensitivitätsanalysen               | <input type="checkbox"/> |
| • Wahrscheinlichkeitsverteilung       | <input type="checkbox"/> |
| • Risiko-Nutzen-Bewertung             | <input type="checkbox"/> |

## VII. Steuerung des Immobilienportfolios

26. Ich nenne Ihnen nun einige Kriterien, anhand derer man eine Risikodiversifikation in einem Immobilienportfolio vornehmen könnte. Bitte sagen Sie mir jeweils auf einer Skala von 1= gar nicht tauglich bis 7= sehr tauglich, für wie tauglich Sie dieses Kriterium für die Risikodiversifikation halten.

- |                                   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        |
|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Objektart                       | <input type="checkbox"/> |
| • Objektgröße                     | <input type="checkbox"/> |
| • Zustand des Objektes            | <input type="checkbox"/> |
| • Alter                           | <input type="checkbox"/> |
| • Region                          | <input type="checkbox"/> |
| • Lage innerhalb der Stadt        | <input type="checkbox"/> |
| • Wirtschaftliches Umfeld         | <input type="checkbox"/> |
| • Teilmärkte                      | <input type="checkbox"/> |
| • Art der Mieter                  | <input type="checkbox"/> |
| • Andere (bitte kurz beschreiben) |                          |                          |                          |                          |                          |                          |                          |

---



---

27. Nutzen Sie noch weitere Kriterien zur Riskodiversifikation?

- ja
- nein
- weiß nicht
- k.A.

28. Was glauben Sie, in welchem Ausmaß folgende Faktoren die optimale Bildung eines Portfolios beeinträchtigen? Sagen Sie es mir bitte wieder anhand der 7-er Skala von 1=beeinträchtigt gar nicht bis 7=beeinträchtigt sehr stark.

- |  | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Mangelnde Information über Entwicklung der Märkte  | <input type="checkbox"/> |
| • Mangelnde Diversifikation wegen Größe der Objekte  | <input type="checkbox"/> |
| • Transaktionskosten und Steuern                     | <input type="checkbox"/> |
| • Individuelle Erwartungen über Renditeentwicklungen | <input type="checkbox"/> |
| • Langfristigkeit des Investitionshorizont           | <input type="checkbox"/> |

29. *Wie häufig vergleichen Sie Ihre im Portfolio erzielten Renditen mit den momentanen Marktrenditen, repräsentiert z.B. durch einen Immobilienindex? Vergleichen Sie Ihre Renditen 5-jährig, 2-jährig, jährlich oder unterjährig?*

- 5-jährig
- 2-jährig
- jährlich
- unterjährig
- gar nicht
- weiß nicht
- k.A.

30. *Und wie häufig vergleichen Sie Ihre Renditen mit denen von Wettbewerbern?*

- 5-jährig
- 2-jährig
- jährlich
- unterjährig
- gar nicht
- weiß nicht
- k.A.

### VIII. Wechselwirkung der Renditefaktoren

31. Wie stark ist Ihrer Meinung nach die Abhängigkeit der folgenden finanzwirtschaftlichen Einflussgrößen einer Immobilieninvestition voneinander? Sagen sie es mir bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = vollkommen unabhängig bis 7 = sehr stark abhängig.

- |   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Mieteinnahmen und Verkaufserlös                           | <input type="checkbox"/> |
| • Nicht umlagefähige Betriebskosten und Verkaufserlös       | <input type="checkbox"/> |
| • Verwaltungskosten und Verkaufserlös                       | <input type="checkbox"/> |
| • Instandhaltungsausgaben und Verkaufserlös                 | <input type="checkbox"/> |
| • Investitionsausgaben und Verkaufserlös                    | <input type="checkbox"/> |
| • Instandhaltungsausgaben und Mieteinnahmen                 | <input type="checkbox"/> |
| • Investitionsausgaben und Mieteinnahmen                    | <input type="checkbox"/> |
| • Investitionsausgaben u. nicht umlagefähige Betriebskosten | <input type="checkbox"/> |
| • Investitionsausgaben und Verwaltungsausgaben              | <input type="checkbox"/> |
| • Investitionsausgaben und Instandhaltungsausgaben          | <input type="checkbox"/> |

32. Die Entwicklung der Mieteinnahmen ist für den Erfolg von Immobilieninvestitionen von zentraler Bedeutung. Welchen Einfluss haben Ihrer Meinung nach die folgenden Faktoren auf die Entwicklung der Mieteinnahmen im Zeitablauf? Sagen sie mir es bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = keinen Einfluss bis 7 = sehr hohen Einfluss.

- |   | 1                        | 2                        | 3                        | 4                        | 5                        | 6                        | 7                        |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Entwicklung der Kapitalmarktzinsen                    | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung des volkswirtschaftlichen Wachstums       | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der Inflation                             | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der Rendite alternativer Kapitalanlagen   | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der steuerlichen Rahmenbedingungen        | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der regionalen Infrastruktur              | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der regionalen Sozio-Demografika          | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der reg. Immobilienmarktverhältnisse      | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung des regionalen Wirtschaftswachstums       | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der objektspezifischen Vertragsgestaltung | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der objektspezifischen Mieterbonität      | <input type="checkbox"/> |
| • Entwicklung der Qualität des Immobilienmanagement     | <input type="checkbox"/> |
| • Gebäudesubstanz                                       | <input type="checkbox"/> |
| • Erscheinungsbild                                      | <input type="checkbox"/> |
| • Nutzungsflexibilität der Immobilie                    | <input type="checkbox"/> |
| • Gebäudeeffizienz                                      | <input type="checkbox"/> |
| • Standort zum Erwerbs-, Erstellungstermin              | <input type="checkbox"/> |
| • Anfängliche Mieterstruktur                            | <input type="checkbox"/> |

33. Neben der Mieteinnahme ist die Wertentwicklung der Immobilie von zentraler Bedeutung für den Erfolg der Immobilieninvestition. Welchen Einfluss haben Ihrer Meinung nach die folgenden Faktoren auf die Wertentwicklung? (Sagen sie mir es bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = keinen Einfluss bis 7 = sehr hohen Einfluss)

	1	2	3	4	5	6	7
• Entwicklung der Kapitalmarktzinsen	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung des volkswirtschaftlichen Wachstums	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Inflation	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Rendite alternativer Kapitalanlagen	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der steuerlichen Rahmenbedingungen	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der regionalen Infrastruktur	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der regionalen Sozio-Demografika	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der reg. Immobilienmarktverhältnisse	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung des regionalen Wirtschaftswachstums	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der objektspezifischen Vertragsgestaltung	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der objektspezifischen Mieterbonität	<input type="checkbox"/>						
• Entwicklung der Qualität des Immobilienmanagement	<input type="checkbox"/>						
• Gebäudesubstanz	<input type="checkbox"/>						
• Erscheinungsbild	<input type="checkbox"/>						
• Nutzungsflexibilität der Immobilie	<input type="checkbox"/>						
• Gebäudeeffizienz	<input type="checkbox"/>						
• Finanzierungsstruktur, d.h. Eigenkapital und Fremdkapital	<input type="checkbox"/>						
• Standort zum Erwerbs- oder Erstellungstermin	<input type="checkbox"/>						
• Anfängliche Mieterstruktur	<input type="checkbox"/>						

34. Ein Teil der Unsicherheit von Immobilieninvestitionen geht von der Notwendigkeit zur Modernisierung der Objekte aus. Welchen Einfluss auf Häufigkeit und Umfang von Modernisierungsmaßnahmen haben die folgenden Faktoren? (Sagen sie mir es bitte anhand einer 7-er Skala von 1 = keinen Einfluss bis 7 = sehr hohen Einfluss)

	1	2	3	4	5	6	7
▪ Entwicklung des volkswirtschaftlichen Wachstums	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der Inflation	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der Rendite alternativer Kapitalanlagen	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der steuerlichen Rahmenbedingungen	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der regionalen Infrastruktur	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der regionalen Sozio-Demografika	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der reg. Immobilienmarktverhältnisse	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung des regionalen Wirtschaftswachstums	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der objektspezifischen Vertragsgestaltung	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der objektspezifischen Mieterbonität	<input type="checkbox"/>						
▪ Entwicklung der Qualität des Immobilienmanagement	<input type="checkbox"/>						
▪ Gebäudesubstanz	<input type="checkbox"/>						
▪ Erscheinungsbild	<input type="checkbox"/>						
▪ Nutzungsflexibilität der Immobilie	<input type="checkbox"/>						
▪ Gebäudeeffizienz	<input type="checkbox"/>						
▪ Standort zum Erwerbs-, Erstellungstermin	<input type="checkbox"/>						
▪ Anfängliche Mieterstruktur	<input type="checkbox"/>						

Vielen Dank für dieses Interview. Als Dank für Ihre Mithilfe werden wir Ihnen die Auswertung der Befragungsergebnisse vorab exklusiv zusenden.