

# Immobilien: Ein aktuelles Finanzinvestment

## - Die Investmentperspektive -



TECHNISCHE  
UNIVERSITÄT  
DARMSTADT

### **Prof. Dr. Andreas Pfnür**

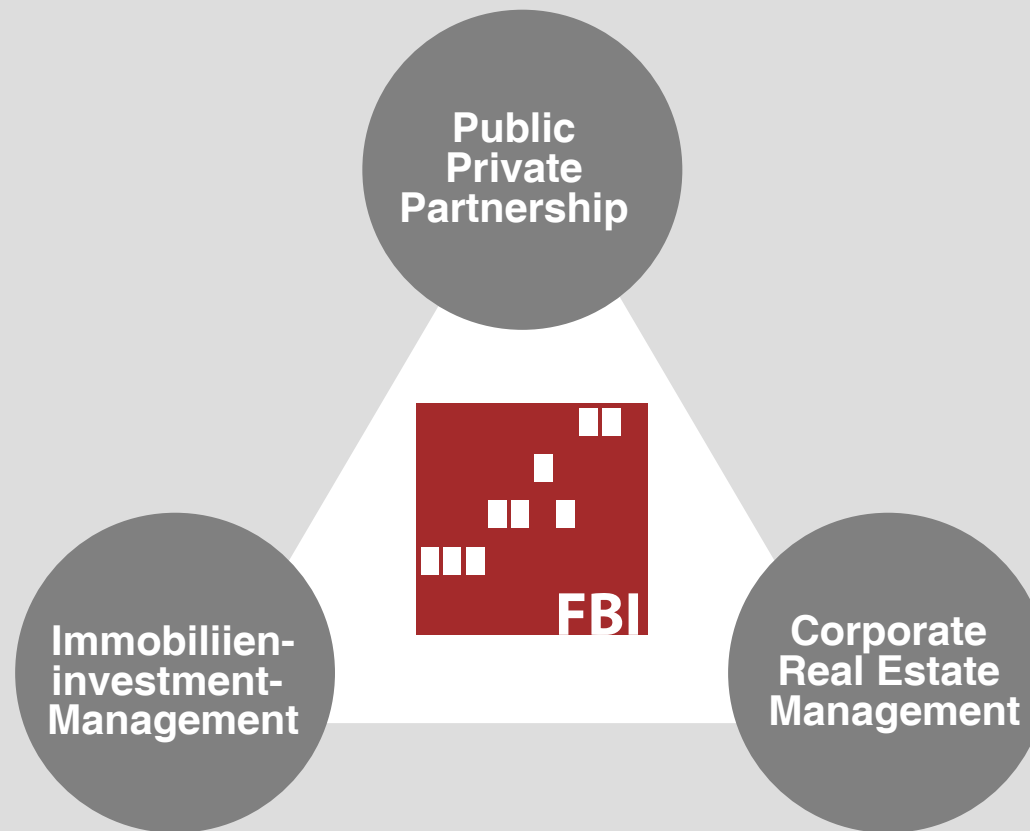
Institut für Betriebswirtschaftslehre  
Fachgebiet Immobilienwirtschaft und Bau-BWL  
Hochschulstraße 1, 64289 Darmstadt  
Tel. ++ 49 (0) 61 51 / 16 - 37 17  
Fax.++ 49 (0) 61 51 / 16 - 44 17  
E-mail: [pfnuer@bwl.tu-darmstadt.de](mailto:pfnuer@bwl.tu-darmstadt.de)  
Web: [www.immobilien-forschung.de](http://www.immobilien-forschung.de)



## Empirische Forschungsprojekte des Researchcenters für betriebliche Immobilienwirtschaft (FBI) - Auswahl

Projekt <a href="http://www.immobiliens-forschung.de">www.immobiliens-forschung.de</a>	Jahr	Partner
Real Estate Private Equity (REPE) im Spannungsfeld von Entwickler, Kreditinstitut und Private Equity-Gesellschaft	2005-06	TU Darmstadt Eversmann & Partner
German REITs. An Analysis of the Supply-Side Market Potential	2005-06	TU Darmstadt Univ. of Western Sydney (Prof. Newell)
Analyse der Anfangsrenditen in Frankfurt, Paris, London & New York	2005	TU Darmstadt TishmanSpeyer Properties Deutschland
Strategisches Management offener Immobilienfonds	2003-05	TIU Darmstadt, McKinsey & Comp.
Zukunftsperspektiven geschlossener Immobilienfonds	2003-06	Uni Hamburg / TU Darmstadt Uni Bayreuth (Prof. Loritz) Verband Geschlossene Fonds (VGF)
Desinvestment von Unternehmensimmobilien unter besonderer Berücksichtigung der Vermarktungschancen	2003-05	Uni Hamburg / TU Darmstadt Property Partners, CoreNet Global
Performance-Controlling von Immobilieninvestitionen	2002-06	TU Darmstadt Div. Inst. Immobilieninvestoren
Risiken der Immobilienkapitalanlage in Deutschland	2001	Uni Hamburg, Eversmann & Partner

## Aktuelle Forschungsschwerpunkte des Researchcenters Betriebliche Immobilienökonomie (FBI)



# Ausgewählte Referenzprojekte des FBI mit der Praxis

## Immobilienentwicklung

- Kuhnwaldfläche Darmstadt (AURELIS)
- Wirtschaftlichkeitsanalyse Verwaltungsbau Berliner Platz (Stadt Gießen)
- Alternative Formen der Finanzierung von Projektentwicklungen (Hochtief Projektentwicklung)

## Immobilieigentum

- Performance-Controlling von Immobilienportfolien (NILEG, AXA Investment Managers)
- Balanced Scorecard (DB Real Estate)
- Zukunftsperspektiven Geschlossener Immobilienfonds (VGF)
- Entwicklung von DV-Tools zur Performance-Steuerung (Eversmann & Partner, Agens Consulting, Boreales)

## Immobilienutzung (CREM)

- Machbarkeitsstudie CREM bei Schott (Schott AG)
- Prozessoptimierung in der Immobilienwirtschaft (Bearing Point)
- Strategisches Kennzahlensystem im CREM (Boehringer Ingelheim)
- Building Performance Measurement (Vivico Real Estate)
- Desinvestment von Unternehmensimmobilien (Colliers International)

## Immobilienbetrieb (FM)

- Lebenszyklusorientierte Gebäudeplanung - E-Life (THS, HWK Münster)
- Betriebskostenoptimierung und Reorganisation des FM (TU Darmstadt)

## **Agenda**

- a) Anmerkungen zu „Immobilieninvestments“ in der Vergangenheit**
- b) Immobilien AGs / REITs übernehmen wichtige Funktionen**
- c) Erfolgsfaktoren von Immobilieninvestments**
- d) Kernkompetenzen als Erfolgsvoraussetzung im Immobilieninvestment**

---

**a) Anmerkungen zu „Immobilieninvestments“ in der Vergangenheit**

---

## In der Vergangenheit wurden **Rendite-Risiko-Liquiditätsüberlegungen** bei Immobilieninvestments **sträflich vernachlässigt**

- **Investments in Immobilien waren regelmäßig durch stetiges Wertwachstum gekennzeichnet**
  - **Kein Handlungsdruck für Initiatoren von Seiten der Anleger**
  - **Unterschätzung der Risiken von Immobilieninvestments**

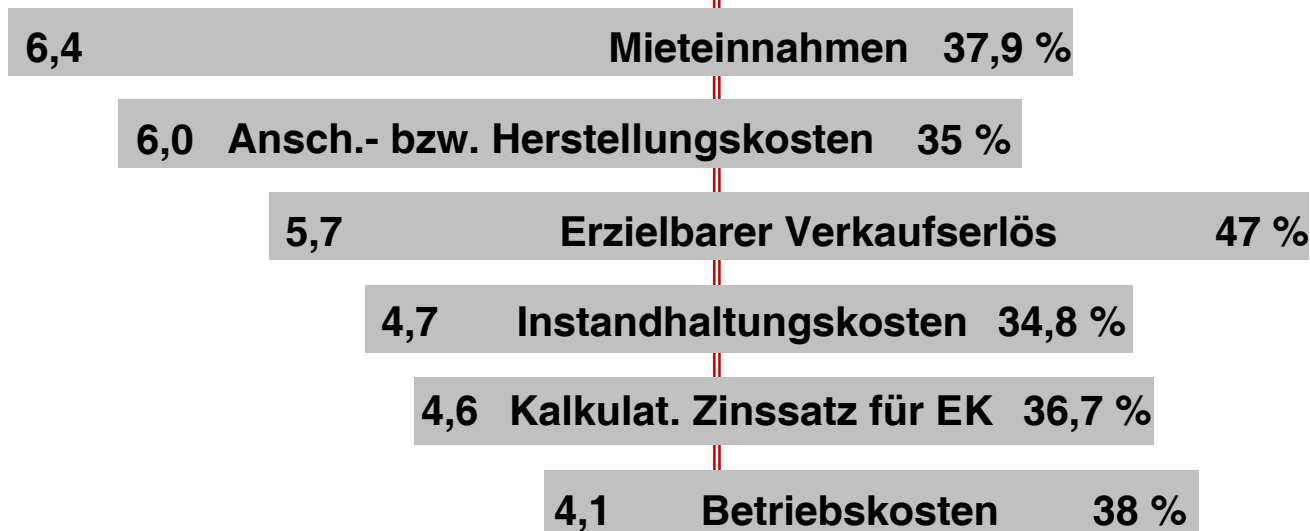
# Die Risiken von Direktinvestments in Immobilien werden in der Öffentlichkeit unterschätzt

## Bedeutung zahlungswirksamer Renditefaktoren

(Bedeutung für den Investor: 1 – 7, 7 = max.)

## Vorhersagegenauigkeit finanzwirtschaftlicher Einflüsse

(prozentuale Abweichung der Prognose in der Finanzplanung vom realisierten Wert)

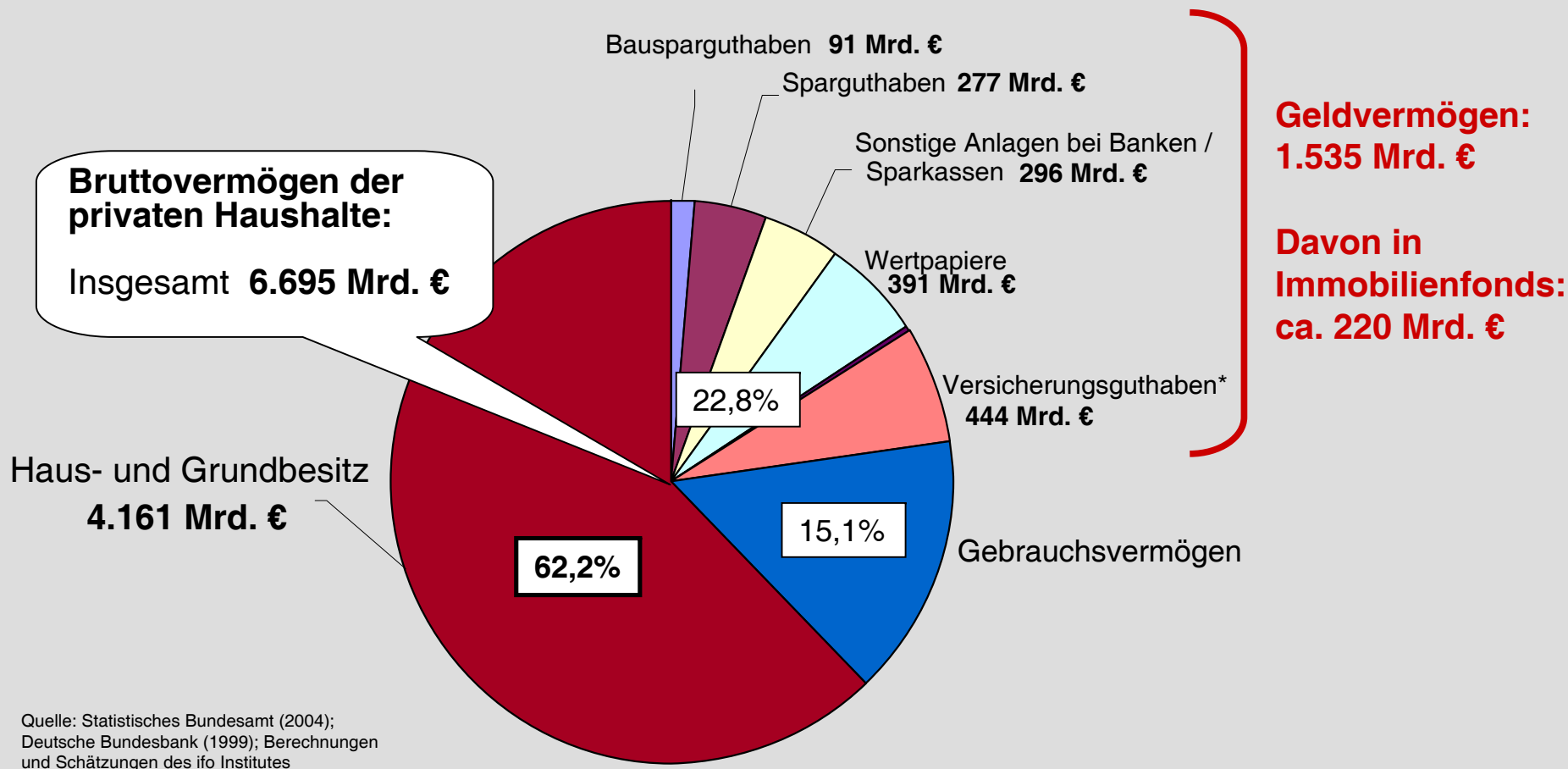


Quelle: Pfnür/Armonat (2001)

## In der Vergangenheit wurden **Rendite-Risiko-Liquiditätsüberlegungen** bei Immobilieninvestments **sträflich vernachlässigt**

- Investments in Immobilien waren regelmäßig durch stetiges Wertwachstum gekennzeichnet
  - Kein Handlungsdruck für Initiatoren von Seiten der Anleger
  - Unterschätzung der Risiken von Immobilieninvestments
- **Private Haushalte vermischen bei Immobilieninvestments traditionell zwei konkurrierende Ziele**
  - **Private Altersvorsorge (Bausparkassen-System, staatliche Förderung)**
  - **Wohnen in den eigenen vier Wänden**

# Viele private Haushalte setzen bei ihrer privaten Altersvorsorge alles auf „eine Karte“: Direkt investiertes Immobilienvermögen



## Deutschland hat keine Immobilienaktien-Tradition

Rank	Country	Real Estate % listed	Real Estate % of Stk Mkt
1	Australia	30.24 %	10.67 %
2	Hong Kong/China	27.46 %	5.84 %
3	Singapore	25.98 %	9.29 %
4	Luxembourg	12.48 %	5.94 %
5	Sweden	9.90 %	3.54 %
6	Canada	7.49 %	2.62 %
7	United States	7.18 %	2.32 %
8	Netherlands	6.49 %	3.36 %
9	New Zealand	5.61 %	5.21 %
10	Austria	5.14 %	4.62 %
11	United Kingdom	4.59 %	1.66 %
12	Japan	4.23 %	2.24 %

Rank	Country	Real Estate % listed	Real Estate % of Stk Mkt
13	France	3.47 %	1.56 %
14	Switzerland	3.07 %	0.63 %
15	Spain	2.94 %	1.71 %
16	Belgium	2.90 %	1.51 %
17	Finland	1.61 %	0.61 %
18	Norway	1.58 %	0.88 %
19	Poland	1.47 %	1.34 %
20	Denmark	1.09 %	0.63 %
21	Greece	0.96 %	0.58 %
22	Italy	0.90 %	0.79 %
<b>23</b>	<b>Germany</b>	<b>0.49 %</b>	<b>0.45 %</b>
24	South Korea	0.39 %	0.18 %

Quelle: Pramerica (2005)

## In der Vergangenheit wurden **Rendite-Risiko-Liquiditätsüberlegungen** bei Immobilieninvestments **sträflich vernachlässigt**

- Investments in Immobilien waren regelmäßig durch stetiges Wertwachstum gekennzeichnet
  - Kein Handlungsdruck für Initiatoren von Seiten der Anleger
  - Unterschätzung der Risiken von Immobilieninvestments
- Private Haushalte vermischen bei Immobilieninvestments traditionell zwei konkurrierende Ziele
  - Private Altersvorsorge (Bausparkassen-System, staatliche Förderung)
  - Wohnen in den eigenen vier Wänden
- **Traditionell starke Fokussierung der in Deutschland aufgelegten Immobilienfonds auf die Kapitalbeschaffungsseite**
  - **Steuroptimierung als Hauptmotiv der Kapitalanlage**
  - **Vertriebs- und Prospektfähigkeit der Investmentobjekte**
  - **Immobilienmanagement steckt noch in den Kinderschuhen**

---

## **b) Immobilien AGs / REITS übernehmen wichtige Funktionen**

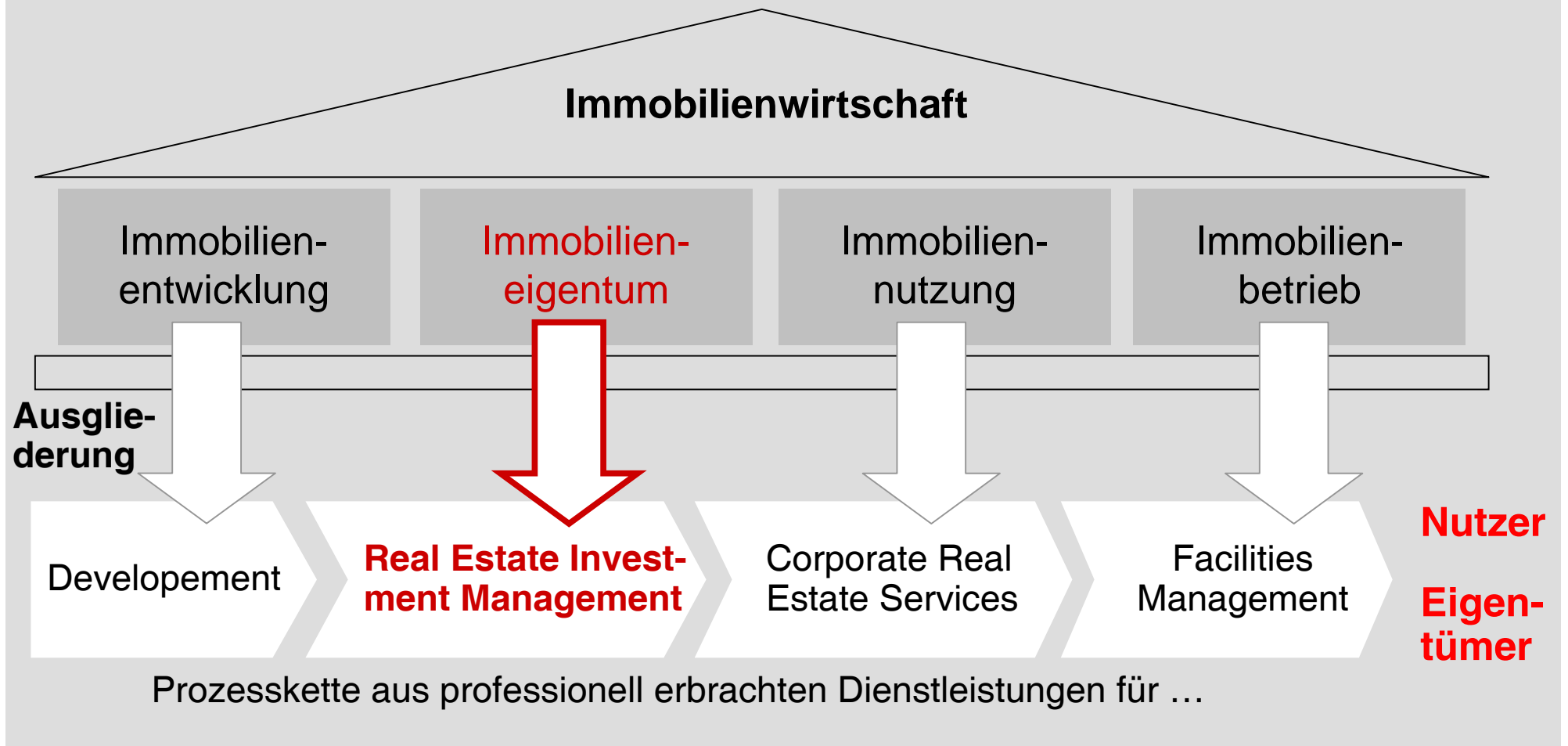
# REITs befreien die Unternehmen von ihrem Immobilien Exposure

Name	Free float market cap. (€m)	Book value real estate (€m)	% of free float
ADIDAS-SALOMON	6,495	291	4%
ALLIANZ	33,901	12,881	38%
ALTANA	2,832	532	19%
BASF	29,755	2,432	8%
BAY.HYPO-VEREINSBK.	13,215	2,106	16%
BMW	12,925	3,387	26%
BAYER	20,216	3,284	16%
COMMERZBANK	9,005	762	8%
CONTINENTAL	8,699	725	8%
DAIMLERCHRYSLER	28,175	9,77	35%
DEUTSCHE BANK	33,669	4,756	14%
DEUTSCHE BOERSE	7,021	125	2%
DEUTSCHE POST	11,883	5,268	44%
DT.TELEKOM	40,366	9,602	24%
E.ON	51,519	6,713	13%
FRESEN.MED.CARE	2,426	493	20%

Name	Free float market cap. (€m)	Book value real estate (€m)	% of free float
HENKEL	4,335	796	18%
INFINEON	4,731	553	12%
LINDE	4,509	976	22%
LUFTHANSA	4,294	768	18%
MAN	4,828	2,154	45%
METRO	5,952	8,818	148%
MUENCH.RUECKVERS.	16,29	9,046	56%
RWE	25,229	7,733	31%
SAP	31,086	666	2%
SCHERING	8,821	552	6%
SIEMENS	50,94	4,646	9%
THYSSENKRUPP	5,964	3,531	59%
TUI	3,319	480	14%
VOLKSWAGEN	8,482	7,078	83%
Total	490,885	112,024	23%

Quelle: UBS (2005)

# REITs tragen weltweit zur Professionalisierung der Immobilienwirtschaft bei



# Liquiditätsmanagement ist aktuell DAS Strategie-Thema Offener Immobilienfonds

Chancen für offene Fonds		n=	
• <b>Günstige Einstiegspreise in D</b>	<b>3</b>		22 %
• <b>Stärkeres Auslandsengagement</b>	<b>2</b>		
• <b>Wirkungsvolle Mittelzuflusssteuerung</b>	<b>2</b>		
• Sonstige Chancen	3		
Herausforderungen für offene Fonds		n=	
• <b>Umbau Immobilienportfolio</b>	<b>7</b>		78 %
• <b>Aufbau Mittelzuflusssteuerung</b>	<b>6</b>		
• <b>Schwacher Immobilienmarkt/Leerstand</b>	<b>5</b>		
• <b>Liquidität, Anlagedruck, kaum gute Objekte</b>	<b>5</b>		
• Verschärfter Wettbewerb	4		
• Abwertungsgefahr	2		
• Sonstige Herausforderungen	6		

Loos (2005)

## Repräsentieren REITs den Immobilien- oder den Aktienmarkt?

### 1. Die Fristigkeit der Kapitalanlage entscheidet. Ergebnisse der Kapitalmarktforschung legen nahe

- Kurzfristig: Aktienmarkt
- Langfristig: Immobilienmarkt

### 2. Achtung: zeitliche Verschiebungseffekte! Ergebnisse der Kapitalmarktforschung legen nahe

- Die Renditeentwicklung der REITs läuft der des Immobilienmarkts um 2 bis 3 Jahre voraus
- Bei Glättung des Time- Lags siehe Ergebnisse zu (1.)

### 3. Die Frage ist falsch gestellt

- O. A. Ergebnisse sind untersucht worden für REIT **Indices** und Immobilien**indices**
- Kapitalanleger bilden selten den Index nach, sondern investieren in konkrete Objekte
- Immobilienmärkte sind hochgradig unvollkommen. Ausgeprägte Kernkompetenzen des Investors führen zu Überrenditen

---

## **c) Erfolgsfaktoren von Immobilieninvestments**

## Erfolgsfaktoren von Immobilieninvestments sind lokal begründet

Faktoren	Einflussgrößen	Bedeutung Skala von 1 bis 7, 7=max.
Standort	Standortqualität zum Erwerbs- oder Erstellungstermin	6,34
Immobilienbereitstellung	Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten, Gebäudesubstanz	5,83
Verkaufserlös	erzielbarer Verkaufserlös	5,67
Vermarktungsqualität der Immobilie (Erlöse)	objektspezifische Mieterbonität, anfänglicher Mietermix, Erscheinungsbild, Mieteinnahmen, Qualität des Immobilienmanagement	5,65
Wirtschaftlichkeit der Immobilie (Kosten)	Verwaltungskosten, Instandhaltungskosten, nicht umlagefähige Betriebskosten, Gebäudeeffizienz, Nutzungsflexibilität, objektspezifische Vertragsgestaltung	4,92
Kapitalmarktrendite	Rendite alternativer Kapitalanlagen	4,84
Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	regionales Wirtschaftswachstum, Inflation, volkswirtschaftliches Wachstum, regionale Sozio-Demografika, regionale Immobilienmarktverhältnisse, Infrastruktur	4,81
Eigenkapitalkosten	kalkulatorischer Zinssatz für Eigenkapital	4,59
Finanzierung	Zinssatz für Fremdkapital, Finanzierungsstruktur, Höhe der Steuern, steuerliche Rahmenbedingungen, Kapitalmarktzinsen	3,78

Quelle: Pfnür/Armonat (2001)

## Makroökonomische Faktoren sind für den Erfolg sekundär

<b>Faktoren</b>	<b>Einflussgrößen</b>	<b>Bedeutung</b> Skala von 1 bis 7, 7=max.
Standort	Standortqualität zum Erwerbs- oder Erstellungstermin	6,34
Immobilienbereitstellung	Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten, Gebäudesubstanz	5,83
Verkaufserlös	erzielbarer Verkaufserlös	5,67
Vermarktungsqualität der Immobilie (Erlöse)	objektspezifische Mieterbonität, anfänglicher Mietermix, Erscheinungsbild, Mieteinnahmen, Qualität des Immobilienmanagement	5,65
Wirtschaftlichkeit der Immobilie (Kosten)	Verwaltungskosten, Instandhaltungskosten, nicht umlagefähige Betriebskosten, Gebäudeeffizienz, Nutzungsflexibilität, objektspezifische Vertragsgestaltung	4,92
<b>Kapitalmarktrendite</b>	<b>Rendite alternativer Kapitalanlagen</b>	<b>4,84</b>
<b>Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen</b>	<b>regionales Wirtschaftswachstum, Inflation, volkswirtschaftliches Wachstum, regionale Sozio-Demografika, regionale Immobilienmarktverhältnisse, Infrastruktur</b>	<b>4,81</b>
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>kalkulatorischer Zinssatz für Eigenkapital</b>	<b>4,59</b>
<b>Finanzierung</b>	<b>Zinssatz für Fremdkapital, Finanzierungsstruktur, Höhe der Steuern, steuerliche Rahmenbedingungen, Kapitalmarktzinsen</b>	<b>3,78</b>

Quelle: Pfnür/Armonat (2001)

---






**d) Kernkompetenzen als Erfolgsvoraussetzung im Immobilieninvestment**

---

## REITs und Immobilien-AGs haben ideale Voraussetzung für ein „besseres“ Investment-Management weil...

- ... sie unternehmensstrategisch wesentlich **stärker fokussiert** sind (dies ist beispielsweise anhand von REITs in den USA, Australien, Japan oder Frankreich nachweisbar. Ein Projekt zum Vergleich der REIT Regime gemeinsam mit Graeme Newell, University of Western Sydney läuft derzeit)

## REITs verfolgen in der Regel hoch spezialisierte Investmentstrategien

Land	Spezialisierungsgrad	Erläuterungen
USA		<ul style="list-style-type: none"> <li>• „Diversified“: 7,9 % of total market capitaization</li> <li>• De facto hohe regionale Spezialisierung</li> </ul>
Canada		<ul style="list-style-type: none"> <li>• „Diversified“: 2 der größten 9 REITs</li> <li>• De jure 80 % Regionalquote, de facto hohe regionale Spezialisierung</li> </ul>
Australien		<ul style="list-style-type: none"> <li>• „Diversified“: 34 % of total market capitaization</li> <li>• De facto diversifizierte Standorte (USA, Neuseeland, Europa)</li> </ul>
Japan		<ul style="list-style-type: none"> <li>• „Diversified“: 2 der größten 9 REITs</li> <li>• De jure keine Regionalquote, de facto derzeit weitgehend regional tätig</li> </ul>
Singapore		<ul style="list-style-type: none"> <li>• „Diversified“: 1 der größten 6 REITs</li> <li>• De facto derzeit weitgehend regional tätig</li> </ul>

## REITs und Immobilien-AGs haben ideale Voraussetzung für ein „besseres“ Investment-Management weil...

- ■ ■ sie unternehmensstrategisch wesentlich **stärker fokussiert** sind (dies ist beispielsweise anhand von REITs in den USA, Australien, Japan oder Frankreich nachweisbar. Ein Projekt zum Vergleich der REIT Regime gemeinsam mit Graeme Newell, University of Western Sydney läuft derzeit)
- ■ ■ sie sich unternehmensstrategisch stärker auf den Aufbau der nötigen **Kernkompetenzen im Investment-Geschäft vor Ort** konzentrieren können (, da sie auf der Finanzierungsseite vergleichsweise Ruhe haben.)

# Wichtigste Kernkompetenzquellen institutioneller Immobilieninvestoren

## ***Know-how***

- Private Information ist auf intransparenten Immobilienmärkten erfolgsentscheidend
- Gelingt es einem Investor, in diesen Bereichen hervorragendes institutionalisiertes Wissen aufzubauen, zu pflegen und zu transferieren, wird er entsprechende Überrenditen daraus erzielen können.

## ***Netzwerke***

- Leistungsfähige Vertriebsnetzwerke erschließen lukrative Marktbereiche und halten Wettbewerber von diesen Segmenten fern
- wichtiges Mittel zum Aufbau von Know-how
- besondere Herausforderung besteht in der Institutionalisierung der Beziehungsnetzwerke einzelner Mitarbeiter. Sonst keine Kernkompetenz

## ***Prozesse***

- Insbesondere Investitionsprozesse sowie Prozesse zur Mittelzu- und -abflusssteuerung

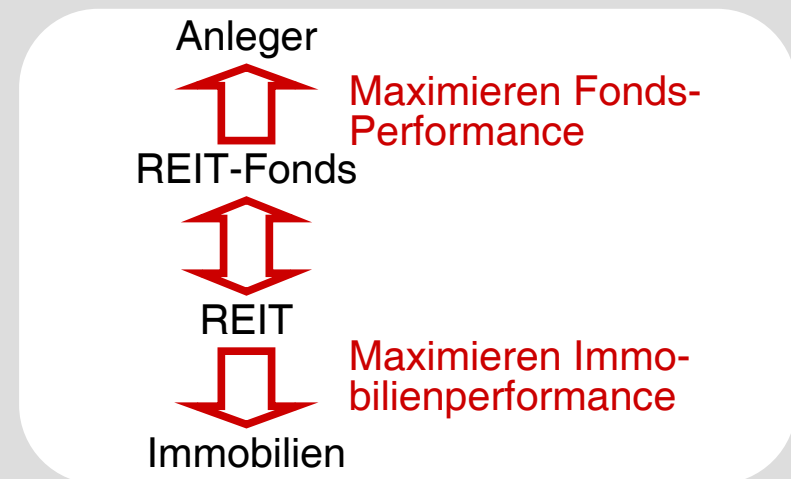
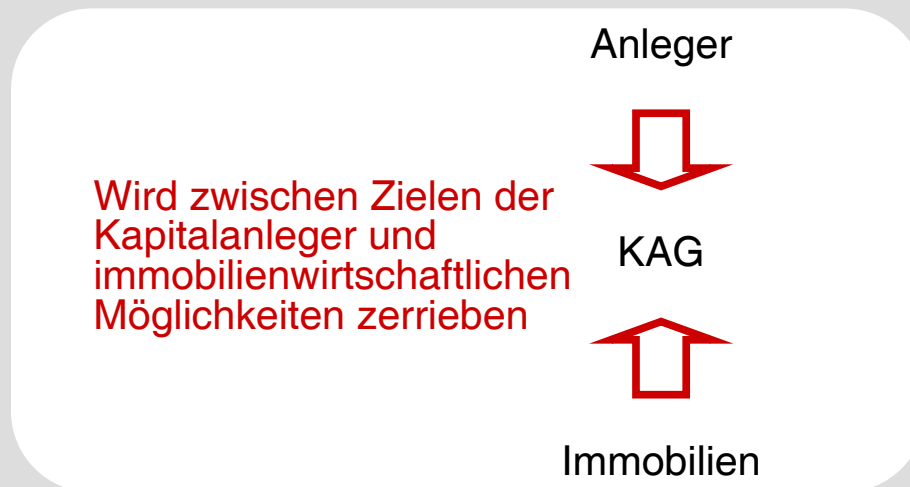
Loos (2005)

## REITs und Immobilien-AGs haben ideale Voraussetzung für ein „besseres“ Investment-Management weil...

- ■ ■ sie unternehmensstrategisch wesentlich **stärker fokussiert** sind (dies ist beispielsweise anhand von REITs in den USA, Australien, Japan oder Frankreich nachweisbar. Ein Projekt zum Vergleich der REIT Regime gemeinsam mit Graeme Newell, University of Western Sydney läuft derzeit)
- ■ ■ sie sich unternehmensstrategisch stärker auf den Aufbau der nötigen **Kernkompetenzen im Investment-Geschäft vor Ort** konzentrieren können (, da sie auf der Finanzierungsseite vergleichsweise Ruhe haben.)
- ■ ■ sie nicht zwingend die breite Streuung von Investments sondern vielmehr die Schärfung eines **präzisen Rendite-Risikoprofils** als Ziel vor Augen haben.

# Die Einführung von REIT-basierten Fonds bietet die besten Voraussetzungen für die erfolgreiche Immobilienkapitalanlage

- Fondsmanagement kann sich ganz auf die Portfoliostrategie konzentrieren, ...
- ...dabei auf einem (hoffentlich) liquiden Markt an Immobilienaktien agiert,
- ...wobei sich bei REITs und Immobilien AGs Spezialisten um das Investmentgeschäft in Immobilien kümmern.



*Summa summarum sollte die institutionelle Trennung des immobilien-spezifischen Investmentgeschäfts und des kapitalmarktorientierten Portfoliomanagements zu einer deutlichen Steigerung der Effektivität bei gleichzeitiger Abschwächung der im Moment beobachtbaren Zielkonflikte führen.*

# Danke für Ihre Aufmerksamkeit!



TECHNISCHE  
UNIVERSITÄT  
DARMSTADT

## **Prof. Dr. Andreas Pfnür**

Institut für Betriebswirtschaftslehre  
Fachgebiet Immobilienwirtschaft und Bau-BWL  
Hochschulstraße 1, 64289 Darmstadt  
Tel. ++ 49 (0) 61 51 / 16 - 37 17  
Fax.++ 49 (0) 61 51 / 16 - 44 17  
E-mail: [pfnuer@bwl.tu-darmstadt.de](mailto:pfnuer@bwl.tu-darmstadt.de)  
Web: [www.immobilien-forschung.de](http://www.immobilien-forschung.de)

