



Februar 2023

## **Schriftenreihe**

# **Institut für Immobilienökonomie**

Bd. 1

Die Geschichte der Immobilienwirtschaft in Deutschland

von

Günter Vornholz

---

# Die Geschichte der Immobilienwirtschaft in Deutschland

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>Bedeutung und Entwicklung der Immobilienwirtschaft und -märkte</b>	<b>3</b>
<b>2.1</b>	<b>Immobilienwirtschaft</b>	<b>3</b>
2.1.1	Anlagevermögen	4
2.1.2	Bauinvestitionen	5
2.1.3	Umsatzentwicklung	6
2.1.4	Wertschöpfung	7
2.1.5	Unternehmen und Beschäftigte	8
<b>2.2</b>	<b>Immobilienmärkte</b>	<b>9</b>
2.2.1	Vermietungsmarkt	9
2.2.2	Investmentmarkt	9
2.2.3	Immobilienfinanzierung	11
<b>3</b>	<b>Entwicklung im Zeitablauf</b>	<b>12</b>
<b>3.1</b>	<b>Westdeutschland bis Ende der 1980er Jahre</b>	<b>12</b>
3.1.1	Immobilienwirtschaft	12
3.1.2	Immobilienmärkte	13
<b>3.2</b>	<b>Wiedervereinigung bis Mitte der 1990er Jahre</b>	<b>15</b>
3.2.1	Immobilienwirtschaft	15
3.2.2	Immobilienmärkte	15
<b>3.3</b>	<b>Mitte der 1990er Jahre bis Mitte der 2000er Jahre: Dotcom</b>	<b>16</b>
3.3.1	Immobilienwirtschaft	16
3.3.2	Immobilienmärkte	16
<b>3.4</b>	<b>Mitte der 2000er Jahre bis 2009: Finanzkrise und Immobilienboom</b>	<b>17</b>
3.4.1	Immobilienwirtschaft	17
3.4.2	Immobilienmärkte	18
<b>3.5</b>	<b>2009 bis 2019: Party</b>	<b>20</b>
3.5.1	Immobilienwirtschaft	20
3.5.2	Immobilienmärkte	20
<b>3.6</b>	<b>Die 2020er Jahre: Krisen und dann</b>	<b>21</b>
3.6.1	Immobilienwirtschaft	21
3.6.2	Immobilienmärkte	22
<b>4</b>	<b>Ausblick</b>	<b>23</b>
	<b>Literatur</b>	<b>23</b>
	<b>Autoren</b>	<b>24</b>
	<b>Impressum</b>	<b>24</b>

## 1 Einleitung

Immobilienwirtschaft und Immobilienmärkte unterlagen in Deutschland einer sehr wechselhaften Entwicklung. Bis zur Wiedervereinigung gab es nur wenige Informationen über diese Märkte, da

die Branche wenig ausgeprägt war. Die Entwicklung danach war volatil und zyklisch. Exogene Schocks aus verschiedenen Bereichen waren dafür verantwortlich, dass es eine derart unregelmäßige Entwicklung gab.

In diesem Artikel sollen die verschiedenen Zeitabschnitte sowie ihre Besonderheiten und Ursachen aufgezeigt werden. Zunächst soll im zweiten Kapitel dazu die Entwicklung, aber auch die Bedeutung von Immobilienwirtschaft und Immobilienmärkten anhand verschiedener Indikatoren aufgezeigt werden. Das dritte Kapitel ist historisch aufgebaut und nach wesentlichen, bestimmenden Ereignissen unterteilt.

## 2 Bedeutung und Entwicklung der Immobilienwirtschaft und -märkte

In diesem Kapitel soll nach einer Definition anhand verschiedener Indikatoren die Bedeutung von Immobilienwirtschaft und -märkten dargestellt werden. Dabei wird auch kurz in einem Gesamtüberblick auf die jeweilige Entwicklung eingegangen, eine detaillierte Analyse erfolgt dann im kommenden Kapitel.

### 2.1 Immobilienwirtschaft

Die Bedeutung der Immobilienwirtschaft in der deutschen Volkswirtschaft lässt sich sowohl qualitativ als auch quantitativ erfassen. Qualitativ ist vor allem eine hohe Nützlichkeit der Immobilien für die Menschen gegeben. So ist Wohnen ein Grundbedürfnis und auch Immobilien als Arbeits- und Produktionsorte und Einkaufsmöglichkeiten sind wichtig für die Menschen. Aber auch quantitativ ist die Immobilienwirtschaft ein beachtlicher Wirtschaftszweig. Es gibt starke und komplexe Verflechtungen mit anderen Branchen und innerhalb der gesamten Volkswirtschaft.

Heterogene Aussagen über die gesamtwirtschaftliche Bedeutung ergeben sich jedoch aufgrund der Vielschichtigkeit der Immobilienwirtschaft. Um die volkswirtschaftliche Bedeutung zu erfassen, werden verschiedene Marktabgrenzungen vorgenommen und Indikatoren aus unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Bereichen und Statistiken herangezogen, die daher ein komplexes und teilweise ein differenziertes Bild liefern.

Es wird grundsätzlich zwischen der Grundstücks- und Wohnungswirtschaft (Immobilienwirtschaft im engeren Sinn; i. e. S.) nach der amtlichen Statistik und der Immobilienwirtschaft im weiteren Sinn (i. w. S.) nach einer nicht-offiziellen Abgrenzung unterschieden. Diese Abgrenzungen führen zu stark differenzierten Aussagen bezüglich der Bedeutung der Branche.

- Die Immobilienwirtschaft i. e. S. umfasst nach der Definition der Wirtschaftszweige-Systematik des Statistischen Bundesamtes die Unternehmen der Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ (WZ-Nr. 68). Diese kaufen, verkaufen und vermieten Grundstücke, Gebäude und Wohnungen sowie erbringen Dienstleistungen im Zusammenhang mit Immobilien (auch Gewerbeimmobilien). Dazu gehört ebenso die Tätigkeit von Hausverwaltungen.
- Die Immobilienwirtschaft i. w. S. wird in den Studien „Wirtschaftsfaktor Immobilien“ und auch vom Zentralen Immobilien Ausschusses (ZIA), dem Spitzenverband der Immobilienwirtschaft, definiert. Die Abgrenzung basiert auf einer individuellen

Einschätzung. Es ist der Wirtschaftszweig, der sich mit allen Formen der Entwicklung, Produktion, Bewirtschaftung und Vermarktung von Immobilien beschäftigt. Demnach umfasst diese Branche sowohl die Immobilienwirtschaft i. e. S. als auch weitere Sektoren, die Tätigkeiten rund um die Branche ausführen wie z. B. die Bauwirtschaft oder die Immobilienfinanzierung.

### 2.1.1 Anlagevermögen

Immobilien sind ein Teil des volkswirtschaftlichen Vermögens, die u. a. als Kapitalgüter im Produktionsprozess eingesetzt werden können oder Investmentobjekte sind. Die Bauten und damit die Immobilien haben beim Anlagevermögen einen dominierenden Anteil.

In der Vermögensrechnung als Teilsystem der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) wird auch der Immobilienbestand abgebildet. Bauten sind ein Teil des Anlagevermögens, dazu gehören neben Sachanlagen wie Ausrüstungen auch das geistige Eigentum (z. B. Software). Die Bauten werden in die Bereiche Wohnbauten und Nichtwohnbauten unterteilt und die Nichtwohnbauten weiter in Hoch- und Tiefbau.

Der heutige Anlagebestand ergibt sich aus den kumulierten Bruttoanlageinvestitionen der Vergangenheit. Es wird weiterhin zwischen dem Brutto- und Nettoanlagevermögen unterschieden. Beim Bruttoanlagevermögen werden die Anlagen zu ihrem Neuwert – ohne Berücksichtigung von Wertminderungen – dargestellt, während beim Nettoanlagevermögen die aufgelaufenen Abschreibungen seit dem Investitionszeitpunkt abgezogen werden (Nettoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen).

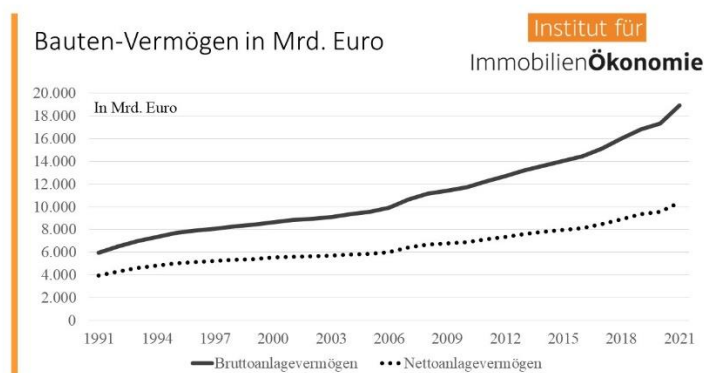


Abb. 1: Anlagevermögen in Bauten; Quelle: Statistisches Bundesamt, verfügbar unter: <https://www-genesis.destatis.de> Tabelle 81000-0118, abgerufen am 27.12.2022, eigene Darstellung.

Das gesamte Anlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen betrug im Jahr 2021 in Deutschland 21,8 Bio. Euro, rund 85 Prozent entfielen auf Immobilien (Bauten). Somit belief sich das Bruttoanlagevermögen der Bauten auf 18,9 Bio. Euro, während das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands zum Vergleich nur rund 3,3 Bio. Euro betrug. Von dem Anlagevermögen entfielen auf Wohngebäude 11,2 Bio. Euro (knapp 60 Prozent) und 7,7 Bio. Euro auf Nichtwohnbauten (u. a. Gewerbe- oder Wirtschaftsimmobilien). Das Nettoanlagevermögen – also unter Berücksichtigung der Abschreibungen – ergab zum gleichen Zeitpunkt 10,4 Bio. Euro. Zusammen mit den

Grundstückswerten (4,6 Bio. Euro) summiert sich das gesamte deutsche Immobilienvermögen auf gut 15,2 Bio. Euro.

Seit der Wiedervereinigung hat sich Bruttoanlagevermögen bei Bauten mehr als verdreifacht und seit der Jahrtausendwende mehr als verdoppelt. Dabei stieg der Wert der Wohnbauten deutlich stärker als der der Wirtschaftsimmobilien. Entsprechend ist der Anteil sowohl der Bauten als auch der Wohnbauten am gesamten Anlagevermögen stetig angestiegen.

### 2.1.2 Bauinvestitionen

Der gesamtwirtschaftliche Wert der Bauinvestitionen ist gleich der Summe aller Zugänge an neuen Bauten (inclusive der werterhöhenden Leistungen am Bestand). Die Bauinvestitionen umfassen die gesamten Bauleistungen an Wohnbauten und Nichtwohnbauten und leisten einen merklichen Beitrag zur Wirtschaftsleistung.

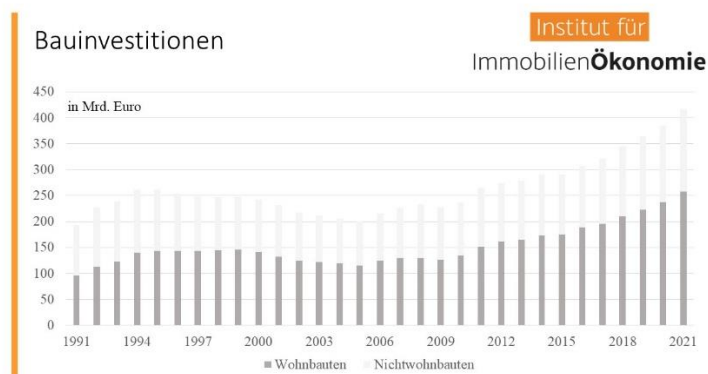


Abb. 2: Bauinvestitionen in Deutschland; Quelle: Statistisches Bundesamt, verfügbar unter: <https://www-genesis.destatis.de> Tabelle 81000-0023, abgerufen am 27.12.2022, eigene Darstellung.

Die Bauinvestitionen entwickelten sich in Deutschland sehr volatil. Durch den Bauboom nach der Wiedervereinigung stiegen die Bauinvestitionen zunächst kräftig an, was aber rasch zu Überkapazitäten führte. Es folgte ein Jahrzehnt rückläufiger Bauinvestitionen. Zunehmende Knappheiten an Gebäuden sorgten seit 2005 wieder für einen Anstieg der Investitionen. Gegenüber 1991 haben sich die Bauinvestitionen mehr als verdoppelt und betragen im Jahr 2021 gut 416 Mrd. Euro.

Der Anstieg war deutlich stärker als bei den Ausrüstungsinvestitionen. Entsprechend entwickelte sich der Anteil der Bauinvestitionen an den gesamten Anlageinvestitionen und am Bruttoinlandsprodukt. Die Investitionen für den Bau von Immobilien haben einen wesentlichen Beitrag an den Anlageinvestitionen. Auch hier zeigt sich der gleiche Verlauf: nach einem zunächst raschen Anstieg gab es einen starken Rückgang bis 2008. Danach ist wieder ein kontinuierlicher Anstieg gegeben und die Quote lag 2021 bei über 53 Prozent der gesamten Investitionen.

Der Anteil der Bauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt verlief ähnlich; auf den Wiedervereinigungsboom folgte ein stetiger Rückgang bis 2005. Danach erholte sich der Anteil wieder auf gut zehn Prozent, da die Bauinvestitionen stärker als das Bruttoinlandsprodukt stiegen. In der Corona-Krise hat die Bauwirtschaft die Gesamtwirtschaft gestützt, da ansonsten das

Bruttoinlandsprodukt 2021 noch stärker zurückgegangen wäre, der Anteil wuchs auf fast zwölf Prozent.

Differenziert nach Investitionen in Wohnbauten und Nichtwohnbauten zeigt sich folgender Trend. Der Anteil der Wohnbauten stieg nach der Wiedervereinigung zunächst drastisch an, stagnierte dann bis zum Jahr 2010, um danach wieder kräftiger zu wachsen. Im Jahr 2020 betrug der Anteil der Wohnbauinvestitionen über 60 Prozent.

### 2.1.3 Umsatzentwicklung

Die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung liefert das statistische Abbild der Wirtschaft, in der auch die Immobilienwirtschaft dargestellt wird. Ein wichtiger Indikator für die volkswirtschaftliche Bedeutung einer Branche ist die Größe des Marktes, die vielfach mit Hilfe des Umsatzes erfasst wird

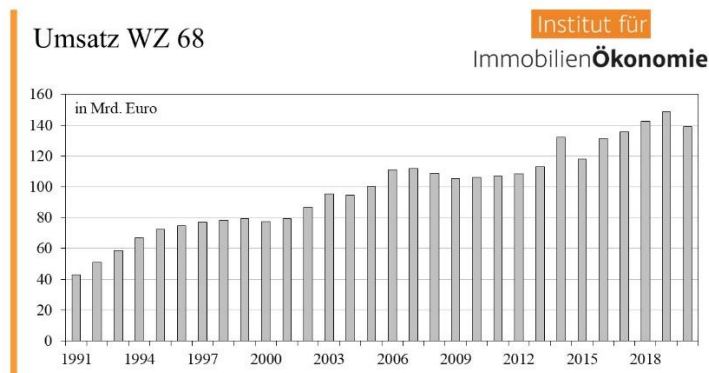


Abb. 3: Immobilienumsätze Grundstücks- und Wohnungswesen (Immobilienwirtschaft i. e. S.); Quelle: Statistisches Bundesamt, verfügbar unter: <https://www-genesis.destatis.de> Tabelle 47415-0009, abgerufen am 27.11.2022, eigene Darstellung.

Für den Immobilienmarkt i. e. S. ist dies die Entwicklung des Umsatzes der Branche Grundstücks- und Wohnungswesen nach der amtlichen Statistik. Das Grundstücks- und Wohnungswesen belegt im Ranking der umsatzstärksten Branchen einen mittleren Rang.

Der Umsatz ist zwar stetig angestiegen, wurde jedoch immer wieder von kurzfristigen Einflüssen unterbrochen. Nach der Wiedervereinigung kam es zunächst zu einem starken Aufschwung. Die Dotcom-Blase und auch die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 führten jeweils zu einem Rückgang. Im Jahr 2019 lag die Wachstumsrate bei gut 4 Prozent gegenüber dem Vorjahr, wobei der Umsatz insgesamt bei rund 148 Mrd. Euro lag. Die Corona-Pandemie führte zu einem drastischen Umsatzeinbruch.

Der Anteil der Branche am gesamten Umsatz der Volkswirtschaft (lt. Umsatzsteuerstatistik) war im vergangenen Jahrzehnt rückläufig. Betrug diese Quote im Jahr 2010 noch knapp drei Prozent sind es im Jahr 2019 nur noch rund 2,5 Prozent.

Weiterhin kann der Umsatz für die Immobilienwirtschaft i. w. S. ausgewiesen werden. Der Umsatz ist zwar gestiegen, der Anteil an dem gesamtwirtschaftlichen Umsatz aber schwankt erheblich. Die ZIA weist für diese Branche einen Umsatz für 2020 in Höhe von mindestens 600 Mrd. Euro aus

(Anteil: 8,4 Prozent). Nach den Studien Wirtschaftsfaktor Immobilien gab es im Jahr 2011 einen Umsatz von 453 Mrd. Euro nach 384 Mrd. Euro im Jahr 2006. Mit einem Anteil von ungefähr 8,0 Prozent an allen Umsätzen in Deutschland ist das die drittgrößte Branche. Es ist aber zu beachten, dass der höchste Umsatzanteil aus der Bauwirtschaft stammt.

#### 2.1.4 Wertschöpfung

Für die Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung und als Maß für die wirtschaftliche Leistung einer Branche ist die jährliche Wertschöpfung eine weitere Größe. Die Bruttowertschöpfung einer Branche ergibt sich durch den Wert aller hergestellten Waren und Dienstleistungen abzüglich der verbrauchten Vorleistungen. Die Immobilienwirtschaft gehört danach zu den größten Branchen nach der Wertschöpfung.

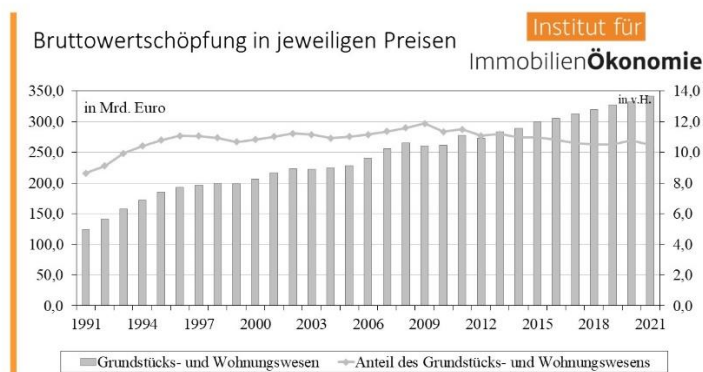


Abb. 4: Bruttowertschöpfung; Quelle: Statistisches Bundesamt, verfügbar unter: <https://www-genesis.destatis.de> Tabelle 81000-0103, abgerufen am 20.12.2022, eigene Darstellung.

Für die Immobilienwirtschaft i. e. S. nahm die Bruttowertschöpfung seit der Wiedervereinigung trotz kurzfristiger Schwankungen kontinuierlich zu, seit der Jahrtausendwende nominal um jährlich ca. 2,5 Prozent. Von 125 Mrd. Euro nach der Wiedervereinigung stieg die nominale Wertschöpfung auf gut 342 Mrd. Euro (2021). Dies ist damit die zweitgrößte Branche.

Der Anteil des Grundstücks- und Wohnungswesens an der gesamten Bruttowertschöpfung der deutschen Wirtschaft betrug nach der Wiedervereinigung gut 8,5 Prozent und erreichte 2009 ihren höchsten Anteil mit rund 12,0 Prozent. Seit diesem Zeitpunkt nimmt aber die Bedeutung stetig ab. Aufgrund der Coronapandemie kam es zunächst zu einem leichten Anstieg der Quote, der aber 2021 auslief.

Für die Immobilienwirtschaft i. w. S. ist keine vollständige Datenhistorie vorhanden. Die langfristige Entwicklung basiert auf den Daten der Studie Wirtschaftsfaktor Immobilien 2017 und zeigt einen Anstieg der Bruttowertschöpfung mit einem gleichzeitig langfristig abnehmenden Anteil an der Wertschöpfung der gesamten Volkswirtschaft. Die Bruttowertschöpfung der Immobilienwirtschaft war in der Vergangenheit dabei deutlichen Schwankungen unterworfen. Hierfür war vor allem die Entwicklung der Bauwirtschaft verantwortlich. Diese war langfristig deutlich rückläufig, in den letzten Jahren aber konnte sie wieder zulegen.

Nach Angaben der ZIA betrug die Bruttowertschöpfung für das Jahr 2021 rund 645 Mrd. Euro und ist damit für rund 20 Prozent der gesamten Bruttowertschöpfung verantwortlich. Demnach ist die Immobilienwirtschaft die größte wertschöpfende Branche in Deutschland. Den größten Beitrag leisten dabei die Vermieter von Wohn- und Gewerbeimmobilien. Bei der Vermittlung von Wohnraum oder dem Immobilienhandel brach der Umsatz aber aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise vorübergehend ein.

### 2.1.5 Unternehmen und Beschäftigte

Die volkswirtschaftliche Bedeutung kann zudem anhand weiterer ökonomischer Indikatoren wie der Anzahl der Unternehmen oder der Beschäftigung dargestellt werden. Auch hier wiederum erfolgt die Darstellung getrennt für die Immobilienwirtschaft i. e. S. sowie für die Immobilienwirtschaft i. w. S.

In der Immobilienwirtschaft i. e. S. waren im Jahr 2020 gut 200.000 Unternehmen tätig, demnach gut 5 Prozent der Unternehmen in der Volkswirtschaft. In den letzten drei Jahren ist sowohl die Anzahl als auch der Anteil gestiegen, ein langfristiger Vergleich ist aufgrund einer statistischen Umstellung nicht aussagekräftig. Die Branche ist durch überwiegend kleine und mittlere Unternehmen geprägt.

Die kleinteilige Struktur zeigt sich auch bei der Beschäftigung. Von allen Unternehmen hatten mehr als 97 Prozent nicht mehr als neun Beschäftigte und nur weniger als 0,3 Prozent mehr als 50 Beschäftigte (sozialversicherungspflichtige). Diese ist eine der kleinsten Branchen, wobei deren Bedeutung bis 2006 zunächst zunahm und seitdem kontinuierlich leicht abnimmt.

Die Immobilienwirtschaft i. w. S. ist nach der Unternehmensanzahl die größte Branche in Deutschland und zeigt zudem eine wachsende Entwicklung. Die Zahl der Unternehmen stieg von 710.000 Unternehmen (2006) auf 794.000 Unternehmen im Jahr 2021. Der Anteil an allen Unternehmen wuchs auf 26,0 Prozent an. Die hohe Bedeutung ist aber vor allem auf die hohe Anzahl an Unternehmen aus der Bauindustrie zurückzuführen, die knapp die Hälfte ausmachen.

Unternehmen etc.

Institut für  
Immobilienökonomie

	Anzahl der Unternehmen	Umsätze in Mrd. Euro	Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte
Immobilienwirtschaft i. e. S.	290.667	167,2	292.683
Bauindustrie	356.453	367,6	1.975.842
Immobilienfinanzierer	1.519	n.v.	144.479
Hausmeisterdienste und Gebäudereiniger	57.577	28,0	677.952
Immobilienwirtschaft i. w. S.	793.781	600,7	3.495.550
Anteil der Immobilienwirtschaft i. w. S in Prozent	26,2	8,4	10,3

Abb. 5: Immobilienwirtschaft i. w. S.; Quelle: ZIA, 2022, S. 2, eigene Darstellung.

Auch bei der Beschäftigung ist die Immobilienwirtschaft eine der größten Branchen. Demnach gab es in der weiten Abgrenzung im Jahr 2020 rund 3,5 Mio. sozialversicherungspflichtig Beschäftigte. Das waren gut 17 Prozent mehr als noch 2011 oder 7 Prozent mehr als 2006. Jedoch kommt auch



hier der größte Anteil aus der Bauwirtschaft: rund 60 Prozent der gesamten Beschäftigten sind dort tätig.

## 2.2 Immobilienmärkte

In diesem Kapitel soll ein Überblick zu den wichtigsten Indikatoren und den Entwicklungen auf einzelnen Märkten dargestellt werden. Die Analyse der Entwicklung im zeitlichen Ablauf wird im folgenden Unterkapitel analysiert.

### 2.2.1 Vermietungsmarkt

Auf den Vermietungsmärkten beziehungsweise Nutzermärkten trifft sich das Angebot an Flächen für verschiedene Objekte mit der Nachfrage der Nutzer. Hierdurch ergibt sich das Marktergebnis in Form von Mieten und Leerständen.

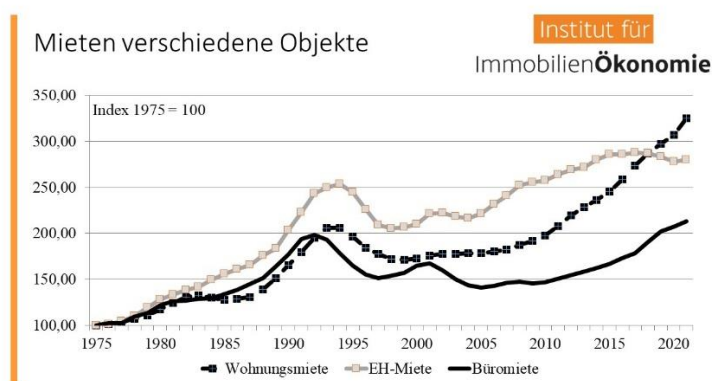


Abb. 6: Mieten auf verschiedenen Objektmärkten; Quelle: RIWIS-Datenbank der bulwiengesa AG, Abruf am 01.12.2022, eigene Darstellung.

Es zeigt sich, dass die einzelnen exogenen Schocks sich unterschiedlich stark auf die Mietentwicklung ausgewirkt haben. Dies ist auf die zusätzlichen branchen-eigenen Einflussfaktoren zurückzuführen.

### 2.2.2 Investmentmarkt

Die Beschreibung dieses Teilmarktes kann mithilfe der Darstellung von Umsätzen (Transaktionen) in ihrer zeitlichen Entwicklung erfolgen. Die Entwicklung der Immobilienumsätze spiegelt das Wachstum der Immobilienbranche wider. Steigende Umsätze implizieren eine Zunahme des Immobilienhandels. Die Marktentwicklung weist große jährliche Schwankungen auf, wobei die Höhe des Transaktionsvolumens durch konjunkturelle Entwicklungen, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen sowie vor allem externe Faktoren wie der Geldpolitik beeinflusst wird.

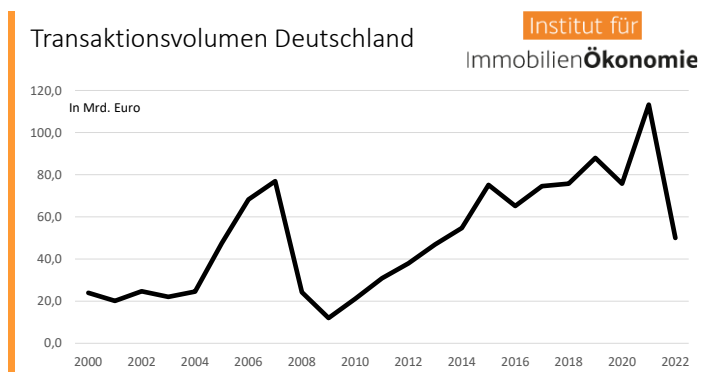


Abb. 7: Entwicklung des gewerblichen Transaktionsvolumens; Quelle: bulwiengesa AG und RCA, Abruf am 01.12.2022, eigene Darstellung.

Das institutionelle beziehungsweise gewerbliche Marktsegment ist deutlich volatil und wird vor allen Dingen von exogenen Faktoren beeinflusst. Die Impulse für die letzten beiden Aufschwünge (nach der Dotcom-Krise sowie der Wirtschaft- und Finanzkrise) kamen insbesondere von der sehr expansiven Geldpolitik der Notenbanken. Aktuell belasten die Krisen und vor allem die stark gestiegenen Zinsen, die zu deutlichen Rückgängen bei den Transaktionen führten.

Die in der folgenden Abbildung 8 aufgezeigten Immobilienumsätze, abgeleitet aus dem Aufkommen der Grunderwerbsteuer, sind weniger volatil. Deutliche Unterschiede gibt es zwischen den mengenmäßigen Transaktionen und den Geldumsätzen. Die Transaktionen sind mengenmäßig weitgehend konstant geblieben, gleichzeitig sind aber aufgrund der stark gestiegenen Preise die Geldumsätze sehr kräftig angewachsen.

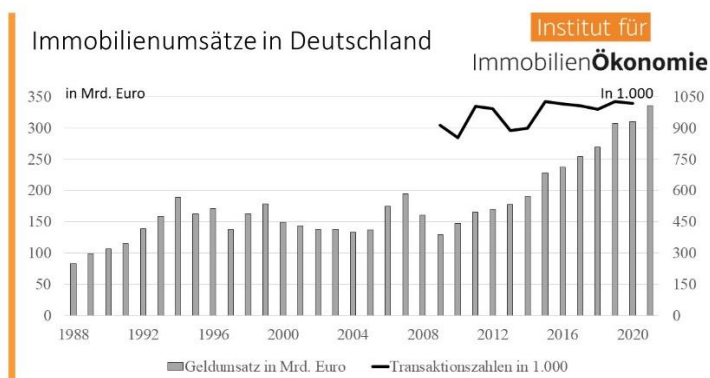


Abb. 8: Immobilienumsätze; Quelle: Gutachterausschüsse, eigene Darstellung.

Seit Jahren werden in Deutschland jährlich rund 1 Mio. Transaktionen über Immobilien durch die Gutachterausschüsse registriert. Im Jahr 2020 lag die Anzahl der Transaktionen bei rund 1,0 Mio. Deals. Damit ist auch in dem Jahr, welches durch die Corona-Pandemie geprägt war, keine wesentliche Änderung gegenüber den Vorjahren festzustellen. Im Jahr 2020 wurden in Deutschland rd. 310 Mrd. Euro bei Verkäufen von Immobilien umgesetzt. Darin sind nicht die Verkäufe im Zusammenhang mit „Share-Deals“ enthalten. Der Geldumsatz im Jahr 2020 stellt einen neuen

Höchstwert dar. Der gesamte Geldumsatz hat sich innerhalb der letzten 10 Jahre in etwa verdoppelt. In vier der letzten elf Jahre gab es einen zweistelligen jährlichen Anstieg des Geldumsatzes.

### 2.2.3 Immobilienfinanzierung

Die finanzwirtschaftliche Bedeutung des Immobiliensektors für die Volkswirtschaft in Deutschland soll im Folgenden anhand der durch die Banken an den Immobiliensektor vergebenen Kredite beurteilt werden. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat Anfang 2000 das Projekt „Financial Soundness Indicators (FSI)“ in Reaktion auf die vorangegangenen Finanzmarktkrisen initiiert. Die deutschen Daten für die einzelnen Indikatoren werden von der Deutschen Bundesbank erhoben und auch veröffentlicht.

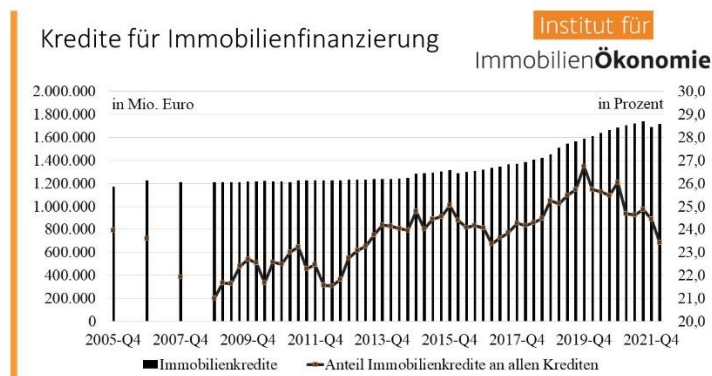


Abb. 9: Immobilienkredite; Quelle: Deutsche Bundesbank, verfügbar unter:

[https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www\\_s101\\_fsi\\_immobilien](https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_s101_fsi_immobilien), abgerufen am 01.11.2022, eigene Darstellung.

Die gesamten Immobilienkredite – sowohl Kredite für gewerbliche Immobilien als auch Wohnungsbaukredite – haben ab dem Jahr 2008 kontinuierlich zugenommen. Dies gilt auch für den Anteil der Immobilienkredite an den gesamten Krediten bis zum Jahresende 2019. Seitdem schrumpft der Anteil, in den letzten beiden Quartalen sind deutliche Rückgänge zu verzeichnen, die aber von der Deutschen Bundesbank nicht erklärt werden.

Dabei umfassen die „Kredite für gewerbliche Immobilien“ auch die Kredite an das Baugewerbe (Unternehmenskredite) und für Projektentwickler gewerblicher Immobilien. Der Bestand an gewerblichen Immobilienkrediten von 300 Mrd. Euro im Jahr 2008 war zunächst weitgehend konstant, erst ab 2017 ist ein Anstieg zu verzeichnen. Der bisherige Höchststand war gegen Ende 2021 erreicht. Die letzten Daten weisen auf eine neue Zählweise hin. Der Anteil an dem Gesamtkreditvolumen schwankt zwischen 5,0 und 6,0 Prozent der gesamten Kredite in Deutschland und weist eine ähnliche Entwicklung auf. Im Jahr 2021 ist aufgrund der Pandemie ein Rückgang festzustellen.

Bei den Wohnungsbaukrediten wird das Geschäft der Auslandsfilialen sowie der Töchter deutscher Institute ausgeblendet, während das Geschäft in Deutschland niedergelassener Filialen ausländischer Institute berücksichtigt wird. Seit 2008 ist das Kreditvolumen relativ stetig angestiegen (von 900 Mrd. Euro 2008 auf 1,4 Bio. Euro im vergangenen Jahr). Seit Ende 2014 liegt der Anteil an den Gesamtkrediten bei 18 bis 20 Prozent. Der Anstieg seit der Finanzkrise mit einer

Ausweitung der Kredite um knapp 150 Mrd. Euro ist ein wichtiger Indikator, um die Frage zu klären, ob sich an den deutschen Wohnungsmärkten eine Preisblase bildet.

### 3 Entwicklung im Zeitablauf

In den folgenden Kapiteln werden die Entwicklungen der Immobilienwirtschaft und -märkte in Deutschland analysiert. Zunächst wird die langfristige Entwicklung bis Mitte der 1980er Jahre aufgezeigt. In diesen Jahren waren die deutschen Immobilienmärkte nur in Grundzügen vorhanden. Vermietungs- und Investmentmärkte heutiger Prägung, wie sie vor allem in den sieben A-Standorten gegeben sind, waren nicht erkennbar. In Deutschland können in der jüngeren Immobiliengeschichte seit 1990 verschiedene Immobilienzyklen unterschieden werden, die von exogenen Schocks ausgelöst waren.

Die beiden realwirtschaftlich verursachten Aufschwünge und Booms:

- I. 1989 – 1996: Vereinigungsboom sorgte für einen starken Anstieg der Nachfrage, der mit einem Time-lag sich auch beim Angebot zeigte und dann für ein hohes Überangebot sorgte
- II. 1997 – 2003: Dotcom-Boom und -abschwung

Die beiden finanzwirtschaftlich verursachten Aufschwünge und Booms:

- III. 2004 – 2009: Immobilienboom und anschließender Crash bis Mitte 2009
- IV. 2010 – 2019: Aufschwung, der ab Mitte 2013 an Dynamik stark zulegte

Exogene Schocks:

- V. Seit 2020: Pandemie, Ukraine-Krieg, Inflation und Folgen

#### 3.1 Westdeutschland bis Ende der 1980er Jahre

##### 3.1.1 Immobilienwirtschaft

Die Immobilienwirtschaft befand sich während dieser Phase in einem frühen Entwicklungsstadium und kann nicht mit den heutigen Strukturen und Größen des Immobilienmarktes verglichen werden. Auch im Vergleich zu anderen – wenigen – europäischen Nationen konnte sicherlich noch nicht von einem „klassischen Immobilienmarkt“ gesprochen werden.

Die Immobilienwirtschaft hatte nur eine relativ geringe Bedeutung, wenngleich die Nachfrage nach Immobilien nachhaltig positiv ausfiel. Durch das hohe Wirtschaftswachstum gab es in allen Segmenten einen hohen Bedarf an Immobilien. In dieser Periode existierten nur Schwankungen um einen langfristig positiven Trend und nur vereinzelt Schwächephasen. Diese waren zum einen auf den Abschwung in den 1960er Jahren (1967: Rezession mit erstmals negativem Wachstum) und die Erdölkrisen in den folgenden Jahrzehnten zurückzuführen.

Der deutsche Immobilienmarkt unterschied sich neben dem geringen Entwicklungsstand in einigen Bereichen grundlegend von angelsächsischen Märkten. Ursächlich hierfür waren im Grunde die positiven volkswirtschaftlichen Entwicklungen. Westdeutschland wurde in der Nachkriegszeit zu einer der führenden Industrienationen der Welt. Hingegen verlor England industriell immer mehr an Bedeutung, während London zu einer weltweit führenden Dienstleistungsmetropole aufstieg. Für

die Entwicklung der deutschen Immobilienmärkte wirkte sich die föderale Struktur negativ aus. Während sich in Großbritannien und Frankreich die Immobilienakteure auf die jeweilige Hauptstadt konzentrierten, waren es in Deutschland aufgrund der polyzentrischen Struktur je nach Betrachtungsweise bis zu sieben vergleichbare Immobilienstandorte. Die Globalisierung, die heute die Immobilienwirtschaft zumindest mitprägt, war in dieser Phase noch nicht gegeben.

### 3.1.2 Immobilienmärkte

Empirisch können die Entwicklungen auf den Immobilienmärkten vielfach nicht belegt werden, da offizielle statistische Daten nicht verfügbar sind. Der deutsche Immobilienmarkt wurde erst ab etwa 1990 in Deutschland professionell beobachtet. Hartmut Bulwien hat mit seinem persönlichen Engagement (auch als Gründungsmitglied der gif) viel dazu beigetragen. So haben die bulwiengesa AG bzw. die Vorläufergesellschaften erstmals 1986 systematisch Datenreihen zum deutschen Immobilienmarkt publiziert (Mieten und Preise für Wohn- und Gewerbeimmobilien, heute: bulwiengesa Immobilienindex). Diese Zeitreihen wurden frühzeitig von der Deutschen Bundesbank für ihre Analysen übernommen.

Daten über Preise und Mieten liegen für Westdeutschland erst seit 1975 vor, diese wurden ausschließlich von der bulwiengesa AG für nur wenige Indikatoren veröffentlicht. In den Jahren 1983 bis 1986 wurden alle verfügbaren Informationen zum Immobilienmarkt zusammengetragen, um die Zeitreihe ab 1975 abzubilden. Die unternehmens-internen Unterlagen wurden ausgewertet sowie verfügbare Quellen und Informationen wurden eingearbeitet. Mittels entsprechender Verfahren wurde die Qualität auch über Jahre hinweg immer wieder verbessert.

In dieser Phase wies der Immobilien-Investmentmarkt nur eine geringe Tradition auf; ein Kapitalanlagemarkt für gewerbliche Immobilien hat sich in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern erst relativ spät gebildet. Das Marktgeschehen auf den Investmentmärkten wurde von den Leasingfonds und den geschlossenen Immobilienfonds dominiert. Diese investierten in Immobilien oder Projektentwicklungen mit hoher Vorvermietungsquote. Darüber hinaus hatten auch die Versicherungen eine wesentliche Marktbedeutung. Die ausländischen Investoren waren hingegen mit einem Anteil von durchschnittlich 15 Prozent eher gering engagiert. Die wenigen institutionellen Investoren verfolgten überwiegend eine „buy-and-hold“-Strategie als Bestandshalter.

Die Entscheidungen der Kapitalanleger waren vor allem vom Vermietungsmarkt beeinflusst. Ihre Bereitschaft einen bestimmten Preis für eine Immobilien zu zahlen, hing im Wesentlichen von der Entwicklung der jeweiligen Vermietungsmärkte ab. In diesen Jahren stand der Nutzungsgedanke im Vordergrund bei den Investoren und prägte der Preisentwicklung. Als Konsequenz waren die Renditen bzw. Faktoren ungefähr stabil bzw. sie schwankten nur wenig um einen Mittelwert. Vor diesem Hintergrund entstand auch die alte (veraltete) Immobilienweisheit, dass eine Immobilie, die keine Mieteinnahmen hat, auch keinen Preis bzw. einen Wert von Null aufweist.

Begünstigt wurde der Investmentmarkt vom Staat, wenn auch auf niedrigem Niveau. Speziell die zahlreichen steuerlichen Maßnahmen beeinflussten das deutsche Kapitalanlagegeschehen in Immobilien. Der deutsche Finanzierungsmarkt war geprägt durch die hohe Bedeutung des Bankensektors. Es bestand weitgehend eine 80/20-Relation von Bankkrediten zu

Unternehmenseigenkapital. In diesen Jahren waren Stille Reserven und die Verfügbarkeit von zu bebauenden oder zu tauschenden Vorratsgrundstücken Motoren für weitere Immobilieninvestitionen. Alternative Finanzierungsfazilitäten nachrangiger Kredite oder Mezzanine-Kapitals waren Nischenprodukte ohne Marktrelevanz.

In diesen Jahren gab es – wie beschrieben – Büromärkte im heutigen Sinne nicht. Als Büromärkte mit internationaler Definition konnten in Deutschland zunächst lediglich Hamburg mit seiner historisch bedingten internationalen Ausrichtung durch den Außenhandel (Hafen) und Frankfurt als prosperierende Banken- und Finanzmetropole mit beginnender Internationalisierung bezeichnet werden.

Die Vermietungsmärkte für Büroimmobilien waren eher gering ausgeprägt, da die deutschen Gewerbeimmobilien eigentümergeprägt waren. Die leerstehenden Flächen waren üblicherweise nur Vorratsflächen bei Neubauten oder Flächen, bei denen die Unternehmen insolvent gegangen waren. Nach der eher ruhigen Entwicklung der ersten Jahrzehnhälfte setzte etwa ab 1987 eine dynamische Entwicklung der Büroimmobilienmärkte ein, wie die Entwicklung bei den Mieten zeigt. Volkswirtschaftlich führte ein fortschreitender Tertiärisierungsprozess in der zweiten Hälfte der Dekade zu einer erhöhten Nachfrage nach Büroflächen.

In den Bilanzen der Unternehmen waren Stille Reserven aus Immobilieneigentum auch an peripheren Standorten bis in die 1980er Jahre ein wichtiges Bonitätsmerkmal. Darüber hinaus blieben spekulative Projektentwicklungen zur späteren Vermietung bis weit in die 1970er Jahre hinein ein Nischengeschäft meist regionaler Projektentwickler mit hoher Bankenabhängigkeit. Der Vermietungsmarkt rechtfertigte lediglich in besonderen standortbedingten Ausnahmefällen spekulative Neubauten. Als eine solche Büroentwicklung im heutigen Sinne entstand das bis dato einzige zur Vermietung gebaute Hochhaus: das Frankfurter Bürocenter (FBC).

Der Einzelhandel profitierte vom Wirtschaftswunder und dem hohen Wachstum der Einkommen, das auch zu einem starken Konsumanstieg führte. Im Einzelhandel dominierten die kleinen inhabergeführten Fachgeschäfte, aber auch die Kaufhäuser wiesen einen relativ hohen Marktanteil auf. Im Jahr 1964 wurde mit dem Main-Taunus-Zentrum das erste Shopping-Center nach dem Vorbild amerikanischer, in sich geschlossener Einkaufszentren fertiggestellt. Die Mieten, für die historische Daten vorliegen, sind seit 1975 stetig angestiegen, was sowohl für die 1A-Lage als auch für die Nebenlagen galt.

Auf dem Wohnungsmarkt waren aufgrund der Kriegsschäden in den Jahren nach dem II. Weltkrieg hohe Fertigstellungen notwendig, um die Schäden des Krieges zu beheben und die Flüchtlinge mit Wohnraum zu versorgen. Auch in den Folgejahren gab es immer wieder hohe Zuwanderungen (u. a. DDR, Osteuropa und Gastarbeiter) nach Deutschland, die kurzfristig Wohnungen benötigten. Hinzu kam es aufgrund des gestiegenen Einkommensniveaus zu einer wachsenden Nachfrage nach Wohnraum. Von 1950 bis zum Jahr 1985 wurden jährlich mindestens 500.000 Wohnungen fertiggestellt. In den folgenden Jahren bis zur Wiedervereinigung wurden dann nur noch gut 330.000 Wohnungen jährlich gebaut. Sowohl die Mieten als auch die Preise für Eigentumswohnungen stiegen in den Jahren 1975 bis Anfang der 1980er Jahre deutlich an. In den

1980er Jahren selbst ist bei einem inzwischen ausgeglichenen Markt insgesamt eine Stagnation festzustellen.

## 3.2 Wiedervereinigung bis Mitte der 1990er Jahre

### 3.2.1 Immobilienwirtschaft

Der erste Zyklus nach der Wiedervereinigung war realwirtschaftlich verursacht. Der Vereinigungsboom sorgte für einen starken Anstieg der Nachfrage nach Immobilien. Mit einem Time-lag reagierte dann das Angebot. Die 1990er Jahre starteten realwirtschaftlich und dann auch immobilienwirtschaftlich mit einem Feuerwerk. 1990 und 1991 verzeichnete Deutschland ein reales Wachstum von über fünf Prozent und lieferten so starke Impulse für den Immobilienmarkt. Die erste Hälfte der Dekade war durch die Euphorie der Wiedervereinigung mit steuerlich geförderten Investitionen in den neuen Bundesländern gekennzeichnet. Erst später wurden die Verwerfungen dieser Sonder-AfA-Phase offensichtlich. Die deutsche Wirtschaft hatte nach dem ökonomischen Höhepunkt der Jahre 1990/91 an breiter Front an Wettbewerbsfähigkeit und ökonomischer Dynamik eingebüßt. Die Wiedervereinigung mündete 1993 in eine Rezession.

Die Professionalisierung der Immobilienbranche nahm in dieser Zeit ihren Anfang. Im Jahr 1990 fand in Cannes die erste Immobilienmesse Mipim statt. Und im selben Jahr gründete Professor Schulte die ebs Immobilienakademie als erste wissenschaftlich fundierte Bildungsinstitution für die Branche. Nur drei Jahre später veranlassten 27 Experten die Bildung der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif). Mit ihren Standards für Daten und Bewertungen trug sie maßgeblich zur Erhöhung der Markttransparenz bei.

### 3.2.2 Immobilienmärkte

Nach der Vereinigung nahm der Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland einen ersten wesentlichen Aufschwung. Die erste Hälfte der 1990er Jahre war durch die Euphorie der Wiedervereinigung mit steuerlich geförderten Investitionen in den neuen Bundesländern gekennzeichnet. Das Investmentvolumen wurde u. a. durch eine den Immobilienerwerb fördernde Sonderabschreibung nach dem Fördergebietsgesetz wesentlich erhöht. Auch der Beginn der Boomphase der steuerinduzierten geschlossenen Immobilienfonds fiel in diese Phase, wobei deren Dominanz auf dem Investmentmarkt bis Ende des Jahrzehnts anhielt. Gleichzeitig nahm zu Beginn der 1990er Jahren die Bedeutung der Versicherungen bei den Investoren kontinuierlich ab.

Aufgrund des hohen Nachfragedrucks stiegen die Preise bei Gewerbeimmobilien erst einmal deutlich an, um dann Anfang der 1990er Jahre stark zu sinken. Da aber die Mieten einen ähnlichen Verlauf nahmen, waren die Schwankungen bei den Renditen bzw. Faktoren nur relativ gering. Die Spitzenrenditen für 1A-Bürogebäude lagen seit den 1980er Jahren bis zur Mitte der letzten Dekade um die fünf Prozent bzw. der 18- bis knapp 20-fachen Nettajahresmiete. Der deutsche Immobilien-Investmentmarkt blieb insgesamt ein vergleichsweise abgeschlossener Markt, da die ausländischen Investoren fast nicht vertreten waren.

Auf den Büroimmobilienmärkten war ein klassischer Zyklus zu verzeichnen. Bedingt durch den starken Nachfrageanstieg gab es zunächst einen scharfen Preis- und Mietanstieg gefolgt von einem deutlichen Rückgang aufgrund der vielen Fertigstellungen.

In Westdeutschland waren nach dem Mauerfall aufgrund der starken Expansion im Einzelhandel eine deutliche Diversifikation des Warenangebots und erste Entwicklungen neuer Betriebstypen zu beobachten. Ostdeutschland hingegen verzeichnete nach der Wiedervereinigung einen überdurchschnittlichen Nachholbedarf an Konsumgütern mit der Folge eines anfänglich expansiven und zum Teil unkoordinierten Wachstums im Einzelhandel. Vor allem großflächige Einzelhandelsimmobilien in Stadtteilen, peripheren Stadtlagen und auf der „Grünen Wiese“ entstanden.

Im Wohnungsbereich war nach den Jahren einer ruhigen demografischen Entwicklung zunächst eine Stagnation erkennbar. Doch die ökonomische Prosperität und Einkommensentwicklung der Wiedervereinigung führten zu einer quantitativ und qualitativ erhöhten Nachfrage. Auch sorgte die Wiedervereinigung für einen Boom bei den Fertigstellungen, der aber die explodierende Nachfrage zunächst nicht ausgleichen konnte. Die dadurch stark gestiegenen Preise und Mieten erreichten zur Mitte des Zyklus ihren Höhepunkt.

### **3.3 Mitte der 1990er Jahre bis Mitte der 2000er Jahre: Dotcom**

Der zweite Zyklus war ebenfalls realwirtschaftlich verursacht. Die Informations- und Kommunikationsbranche erlebte einen wahren Boom, der sich auch auf andere naheliegende Bereiche übertrug. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in der Zeit lag aber deutlich unter den vorangegangenen Zyklen. Mit dem Dotcom-Boom bzw. Internetboom im letzten Drittel der 1990er Jahre erreichte der zweite Zyklus einen neuen Höhepunkt.

#### **3.3.1 Immobilienwirtschaft**

In den 1990er Jahren wurden wichtige Weichen für die professionelle Immobilienwirtschaft in Deutschland gestellt. Die Immobilienwirtschaft öffnete sich verstärkt der Öffentlichkeit und gleichzeitig veränderte sich die Medienlandschaft grundlegend. Durch die Professionalisierung und den Ausbau neuer Bildungswege wandelte sich das Image.

So fand 1998 mit der Expo Real die erste Immobilienmesse in Deutschland statt. Des Weiteren wurde im Jahr 2006 der Zentrale Immobilien Ausschuss (ZIA) gegründet. Besondere Rahmenbedingungen für die Finanzierung von Immobilien wurden 2004 durch den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht neue Eigenkapitalvorschriften für die Vergabe von Immobilienkrediten (Basel II) verabschiedet. Diese müssen seit Jahresbeginn 2007 für alle Kreditinstitute der EU angewendet werden. Ein weiterentwickeltes Regelwerk wurde 2010 mit Basel III vorgelegt und gilt seit 2013 als internationaler Standard.

#### **3.3.2 Immobilienmärkte**

Der Immobilien-Investmentmarkt war in diesem Zyklus relativ stabil mit einem Investmentvolumen von 20 bis 25 Mrd. Euro. Der Dotcom-Boom wirkte sich aber nur schwach auf die Anlageaktivitäten der Investoren aus. Das im vorangegangenen Zyklus starke Engagement der geschlossenen Fonds erreichte seinen Höhepunkt. Nach der Jahrtausendwende nahm deren Anteil wieder deutlich ab. Die Leasingfonds waren eine anhaltend aktive Gruppe. Offene Immobilienfonds agierten fortlaufend, während Spezialfonds erstmals zu Ende der 1990er Jahre aktiv wurden und ihren Anteil stetig erhöhten. Die ausländischen Anleger waren fast nicht vorhanden. Erst ab 2004



stiegen sie merkbar in den deutschen Markt ein und verfünffachten ihren Anteil innerhalb kürzester Zeit.

Der Dotcom-Boom führte zu einem Wirtschaftsaufschwung, der eine höhere Nachfrage auf den Vermietungsmärkten für Büros auslöste. Im Zuge der Euphorie wurden in erheblichem Umfang Büroflächen-Kapazitäten aufgebaut. Mit einem Time-lag kam es zu einem drastischen Anstieg der Fertigstellungen von Büroflächen. Jedoch stellte sich die Entwicklung teilweise als „Luftnummer“ heraus, sodass es zu einem Einbruch bei der Nachfrage kam. Insbesondere in den Jahren 2002/03 war das neue Angebot sehr viel höher als die da schon einbrechende Nachfrage. Dadurch kam es in den meisten deutschen Metropolen zu hohen zweistelligen Leerständen. Diese Leerstände waren so hoch, dass sie nicht mehr in einem Zyklus abgebaut werden konnten. Es entwickelte sich ein langanhaltender Sockelleerstand.

Die Innenstädte verloren während dieser Zeit wegen der nur bedingten Ansiedlungsmöglichkeiten großflächiger innerstädtischer Einkaufszentren nach und nach an Attraktivität und Bedeutung. Die Verbraucher präferierten die durch den Individualverkehr (Pkw) erreichbaren Einkaufsorte. Die Flächenexpansion des Einzelhandels erfolgte primär entsprechend in peripheren Lagen.

Die Wiedervereinigung wirkte sich auf den Wohnungsmarkt aus, wenn auch mit einer Zeitverzögerung. Aufgrund der starken Binnenmigration, insbesondere in die westdeutschen Städte, stieg die Nachfrage überproportional zum Angebot an. Mieten und Preise wuchsen entsprechend, wobei der Faktor insgesamt während dieses Zyklus stabil blieb. Erst mit einem Time-Lag verdoppelten sich die Fertigstellungszahlen in den Folgejahren, so dass dadurch hohe Überkapazitäten aufgebaut wurden. Dies führte in den nächsten Jahren zu einer Stagnation auf den Wohnungsmärkten, die erst Mitte bis Ende des nächsten Jahrzehnts endete.

### **3.4 Mitte der 2000er Jahre bis 2009: Finanzkrise und Immobilienboom**

#### **3.4.1 Immobilienwirtschaft**

Deutschland befand sich nach Ende des Dotcom-Booms in einer ökonomischen Rezession. Der folgende dritte Zyklus war erstmalig finanzwirtschaftlich verursacht und von einem Immobilienboom auf den Investmentmärkten geprägt. Ursache ist hierfür vor allem die weltweit expansive Geldpolitik der Zentralbanken als Reaktion auf die Rezession. Dadurch entstand eine hohe Liquidität, die den Investoren zur Verfügung stand, und zudem angesichts der niedrigen Zinsen zu außerordentlich positiven Spreads zugunsten der Immobilienrenditen führte. Auf den Vermietungsmärkten machte sich dieser Boom dagegen nur in begrenztem Umfang bemerkbar.

Der anschließende Crash wurde durch die Subprime-Krise in den USA ausgelöst. Der Zentralbank-Chef Alan Greenspan alimentierte die US-Wirtschaft mit Niedrigzinsen, die weltweite Anpassungen zur Folge hatten. Das löste in Verbindung mit politischer Unterstützung einen Immobilienboom in den USA aus, der durch innovative Finanzinstrumente auf Verbriefungsbasis neuen Schub erhielt. Bei steigenden Family- House-Preisen in den USA geriet die traditionell strenge persönliche Bonitätsprüfung in den Hintergrund. Nachfinanzierungen bei steigenden Preisen stützten den Konsum. Mit kurzfristiger Zinsbindung auf Basis von Niedrigzinsen waren

Hausfinanzierungen möglich, die bei geringer Cashflow-Belastung und steigenden Immobilienwerten eine Preisspirale in Bewegung setzten.

Aufgrund des Zinsanstiegs in den USA kam es zum Platzen der Hauspreisblase. Dieses System brach im Zuge steigender Zinsen und der Subprime-Krise zusammen. Durch die internationalen Verflechtungen der Finanzmärkte weitete sich die lokale Krise zu einer weltweiten Vertrauenskrise bei Finanzprodukten wie Asset Backed Securities (Verbriefungen) aus, die zur Finanzierung oder Refinanzierung von Immobilien(-portfolien) genutzt worden waren. Diese hatten erst für den Boom gesorgt und lösten dann die Krise mit aus. Es folgte eine Finanzkrise (aufgrund des Kurseinbruchs bei toxischen Papieren), die dann zu einer Wirtschaftskrise und Staatsschuldenkrise führte. Die Regierungen reagierten weltweit mit Kreditaufnahme, Rettungspaketen für systemrelevante Unternehmen, Versicherungen und Banken sowie der Förderung beschäftigungsintensiver Wirtschaftszweige.

### 3.4.2 Immobilienmärkte

In diesem dritten Zyklus ab Anfang des letzten Jahrzehnts stand der Investmentmarkt unter den Zeichen der Internationalisierung. Zwar wuchs auch das Anlagevermögen der deutschen Anleger in diesem Zyklus, aber für den starken Anstieg bis zum Höhepunkt im Jahr 2007 waren vor allem die ausländischen Investoren verantwortlich. Während das Transaktionsvolumen deutscher Anleger in inländischen Immobilien nur bedingt anstieg, verfünffachten die ausländischen Investoren ihr jährliches Volumen innerhalb von nur drei Jahren.

Vor allem der Markteinstieg ausländischer Investoren führte 2006 und 2007 zu einem internationalen Investitionsboom in Deutschland, der alle historischen Vergleichswerte um ein Mehrfaches übertraf. Auch wenn es bereits ab Jahresmitte 2007 – dem Zenit des Investmentzyklus – zu einem Rückgang der Aktivitäten kam, wurde 2007 laut den Statistiken der bulwiengesa AG das bislang höchste jemals in Deutschland getätigten Immobilien-Transaktionsvolumen erreicht.

Deutschland war ökonomisch, zyklisch und preislich am Tiefpunkt des Zyklus angelangt. Das machte Deutschland ab 2003 für internationale, antizyklisch agierende Investoren interessant, die zunächst sondierten und ab 2004 investierten. Dies führte 2006 und 2007 zu einem internationalen Investitionsboom in Deutschland, der alle historischen Vergleichswerte um ein Mehrfaches übertraf. Professionelle deutsche Kapitalsammelstellen wie Offene Immobilienfonds nutzten die erstmalig seit langem auskömmliche Preissituation und hohe Nachfrage, um ihre Portfolios strategisch zu bereinigen. Die oft unter Zins-/Renditedifferenzaspekten oder aus zyklischen Aspekten investierenden internationalen Anleger, die zudem nicht selten unter Investitionsdruck standen, erwiesen sich als preislich schmerzfrei, solange eine positive Zinsdifferenz bestand. Über „Non Recourse“- Finanzierung war das Risiko auf das eingesetzte Eigenkapital begrenzt. Bei Kreditausläufen von oft über 90 Prozent, zu denen deutsche und internationale Banken regelmäßig die Investmentbanken finanzierten, bestand die Chance, über zwischenzeitliche Ausschüttungen das Eigenkapital schnell risikofrei zu stellen. Dennoch erlitten viele Fonds der internationalen Investmentbanken mit deutschen Immobilien Verluste.

Die Preise für Wohnimmobilien stagnierten vielfach seit Mitte der 1990er Jahre und schafften nicht einmal den Inflationsausgleich. Das machte Deutschland ab 2003 für internationale, antizyklisch

agierende Investoren interessant. Die Anzahl ausländischer Investoren nahm stark zu, wozu vor allem die internationalen Beteiligungsgesellschaften (Private-Equity-Fonds) und deren Portfoliotransaktionen zählten. Es engagierten sich weiterhin zunehmend opportunistische Investoren, die immer risikofreudiger wurden und die günstigen Kapitalmarktbedingungen ausnutzten, um große Transaktionen durchzuführen. Die oft unter Zins-/Renditedifferenzaspekten oder aus zyklischen Aspekten investierenden internationalen Anleger erwiesen sich als preislich „schmerzfrei“ so lange eine positive Zinsdifferenz bestand.

Der Beginn der Deals mit Immobilienportfolios wird üblicherweise terminiert auf das Jahr 2000, in dem der Bund gut 110.000 Eisenbahnerwohnungen verkauft hat, u. a. an die Deutsche Annington (heute: Vonovia). Weitere herausragende Transaktionen waren der Verkauf der Wohnungsgesellschaft Gagfah durch die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte ebenso wie der Verkauf der städtischen Wohnungsgesellschaft der Stadt Dresden jeweils an den amerikanischen Investor Fortress.

Einige Marktteilnehmer agierten in diesen Boomjahren primär wie Finanzinvestoren und waren zur Steigerung ihrer Eigenkapitalrenditen sehr hoch fremdfinanziert. Diese Investoren verfolgten vorwiegend statt des traditionellen Bestandhaltens eher die „buy-and-sell“-Strategie. Sie hatten aber aufgrund zahlreicher institutioneller Hindernisse (z. B. deutsches Mietrecht) vielfach nicht den erhofften finanziellen Erfolg.

Die Banken wurden im Zyklus zunehmend risikobereiter, was sich insbesondere bei Faktoren wie Loan to value (LTV) oder andere Auflagen zeigt. Bei „Non Recourse“-Finanzierungen war für die Investoren das Risiko auf das eingesetzte Eigenkapital begrenzt. Ebenfalls nahm – da auch der Wettbewerb im Finanzsektor anstieg – im Zyklusverlauf die Risikobereitschaft von Investoren und Projektentwicklern immer mehr zu. Zusammenfassend engagierten sich ausländische Investoren im Zyklusverlauf immer stärker.

Auf dem Büromarkt waren bei den Vermietungsaktivitäten die Auswirkungen des Immobilienbooms nicht so stark festzustellen. Die Mieten stiegen deutschlandweit nur gering an. Ein wesentlich stärkerer Anstieg war hingegen bei den Preisen festzustellen, so dass die Faktoren ihre bisher stärkste Aufwärtsbewegung nahmen.

Seit Ende der 1990er Jahre richtet sich im Einzelhandel der Fokus, politisch flankiert, auf die Belebung der Innenstädte und die gezielte städtebauliche Integration des Einzelhandels. So siedelten sich mittelgroße Einzelhandelsformate zunehmend auch in Shopping-Centern an, die nach und nach die Innenstädte sowie zunehmend den Einzelhandelsmarkt der Mittel- bis Kleinstädte erschlossen.

Aufgrund der Überkapazitäten auf dem Wohnungsmarkt war bei den Marktindikatoren Mieten und Preise eine nominale Stagnation festzustellen. Die Fertigstellungszahlen verringerten sich dementsprechend weiter, da es an Impulsen mangelte. Auch die Abschaffung der Eigenheimzulage auf Bundesebene im Jahre 2006 veränderte die Rahmenbedingungen. Die soziale Wohnraumförderung ging in die ausschließliche Gesetzgebungskompetenz der Länder über, was de facto bedeutete, dass langfristig die Förderung kräftig zurückging.

## 3.5 2009 bis 2019: Party

### 3.5.1 Immobilienwirtschaft

Die deutsche Wirtschaft erholte sich sehr schnell von dem Einbruch des Bruttoinlandsprodukts von real rund minus fünf Prozent. Die Finanz- und Wirtschaftskrise führte weiterhin zu einer Veränderung der deutschen Immobilienmärkte. Inflationsangst im Zuge der auf die Finanzkrise folgenden Schuldenkrise brachte den Sachwertgedanken („Betongold“) wieder in die Bevölkerung. Im Gewerbeinvestitionsbereich entstand zunächst eine breite Risikoaversion, die bei Büroinvestments eine Core-Fixierung auslöste.

Durch die extrem expansive Geldpolitik der Notenbanken wurde weltweit ein Aufschwung ausgelöst. Das führte zu einem Boom auf den Immobilienmärkten, der sich aber insbesondere auf den Immobilien-Investmentmärkten zeigte.

### 3.5.2 Immobilienmärkte

Der Crash 2008/09 wurde durch die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 eingeleitet, durch die sich auch die Rahmenbedingungen des Immobilien-Investmentmarktes sowie Finanzierungskosten und -bedingungen fundamental verändert haben. In der Finanzkrise brach die Finanzierung von Immobilien zusammen, da die immobilienfinanzierenden Banken fast keine Möglichkeit der Refinanzierung hatten. Aufgrund des Finanzierungsvolumens hatten Immobilieninvestoren Schwierigkeiten, Kredite zu erhalten.

Als Reaktion auf die Wirtschafts- und Finanzkrise reagierten die Notenbanken weltweit mit einer ultra-expansiven Geldpolitik. Die Notenbanken erhöhten zum einen die Liquidität für die Wirtschaft durch massive Anleihekaufprogramme. Gleichzeitig wurden zum anderen die Leitzinsen massiv gesenkt, was zu der Null- oder Niedrigzinsphase führte.

Ausgestattet mit viel Kapital und auf der Suche nach renditeträchtigen Investments gerieten die globalen und in der Folge auch die deutschen Immobilienmärkte in den Fokus. Die Umsätze aufgrund von Verkäufen von Immobilien stiegen kontinuierlich an, die Kaufpreise stiegen teilweise mit einer zweistelligen Rate an.

Auch in diesem Zyklus war die Dynamik auf den Investmentmärkten wesentlich ausgeprägter als auf den Bürovermietungsmärkten. Die Fertigstellungen waren auch bedingt durch die Zurückhaltung der Banken unterdurchschnittlich. Aufgrund der vielfach hohen Leerstände war der Mietanstieg zunächst nur sehr beschränkt. Die Preise stiegen in all den Jahren jedoch deutlich stärker an.

Der Einzelhandel wies eine differenzierte Entwicklung auf. Nicht alle Standorte konnten von dem Einkommensanstieg profitieren. In den Nebenlagen gab es nicht viel mehr als eine Stagnation, während die Mieten in den 1A-Lagen schon aufgrund ihrer natürlichen Begrenztheit deutlicher anstiegen. Eindrucksvoll war der Anstieg der Preise in den A-Städten, der noch stärker als in Deutschland insgesamt ausfiel. Somit ist es nicht verwunderlich, dass die Renditen deutlich zurückgingen. In den Toplagen der 7 A-Städte sanken die Spitzenrenditen deutlich.

Wohnimmobilien erreichten nach dem ersten Schock in Folge der Inflations- und Währungsangst der Bevölkerung eine starke preisliche Dynamik. Verstärkt wurde die Entwicklung durch den Zuzug in die Ballungsräume, der guten Einkommensentwicklung sowie geringer Neubautätigkeit. Jedoch ist der deutsche Wohnungsmarkt gespalten, denn in vielen Regionen war eine eher negative Entwicklung festzustellen. Aufgrund der Fortzüge kam es hier zu einem Überangebot, das zu einem Druck auf die Preise und Mieten führte.

### 3.6 Die 2020er Jahre: Krisen und dann

Deutschland als die größte Volkswirtschaft Europas hatte schon vor dem russischen Angriff auf die Ukraine ökonomische Probleme. Anders als in anderen Industrieländern folgte auf die Coronakrise keine durchschlagende Erholung, sondern nur eine schleichende. Schon Ende 2021 stagnierte das Bruttoinlandsprodukt, erst im Spätsommer 2022 und damit später als in fast allen anderen vergleichbaren Volkswirtschaften hat Deutschland das Vorkrisenniveau wieder erreicht. Der Hauptgrund dafür ist, dass Deutschland eine große Exportnation ist, die viel mehr exportiert als importiert. Weil aber viele Produkte während der Pandemie im Stau auf den Weltmeeren feststecken und nicht in den Unternehmen ankamen, konnten Industrieunternehmen ihre Aufträge nicht erfüllen. Zwar war die Nachfrage nach Produkten vorhanden, aber es konnte nicht so viel geliefert werden.

Ein Angebotschock der zu steigenden Preisen führte. Die Lieferkettenprobleme waren nicht zu Ende, sie wurden nun aber von dem russischen Angriff verstärkt. Die Unternehmen müssen zum Teil extrem hohe Energierechnungen bezahlen und auch die Kreditkonditionen der Banken sind erhöht worden, was insgesamt die Investitionen der Unternehmen bremst. Auch die Privathaushalte sind betroffen: sie müssen mehr für die Energie bezahlen und verringern damit ihre Nachfrage. Es wird erwartet, dass die Wirtschaftsleistung 2023 leicht abnehmen wird.

#### 3.6.1 Immobilienwirtschaft

Zu Beginn des neuen Jahrzehnts war die Immobilienwirtschaft und ihre Akteure geprägt von der boomenden Entwicklung des vergangenen Jahrzehnts. Auch wenn es schon einige kritische Stimmen gab, die auf den zyklischen Charakter der Immobilienwirtschaft hinwiesen, wurde überwiegend von einem ewigen Boom ausgegangen.

Von daher wurde die COVID-19-Pandemie zunächst nur am Rande registriert und nur geringe Folgen für die Immobilienwirtschaft gesehen. Nach dem Ausbruch einer neuen Lungenentzündung mit noch unbekannter Ursache in China im Dezember 2019 erklärte im März 2020 die Weltgesundheitsorganisation (WHO) die bisherige Epidemie offiziell zu einer weltweiten Pandemie. Die Folgen für die Immobilienwirtschaft wurden aber von ihr selbst als gering eingestuft.

Die nächste Krise stellte der Ukraine-Krieg dar. Der Konflikt begann bereits im Februar 2014 mit der russischen Besetzung der unter ukrainischer Hoheit stehenden Krim. Ab dem 24. Februar 2022 folgte ein groß angelegter Angriff durch die russische Armee aus mehreren Richtungen mit der Besetzung von Teilen der Ukraine. Die Folgen für die Immobilienmärkte waren auch hier zunächst nur begrenzt.

Das Ende des Booms in der Immobilienwirtschaft setzte mit dem starken Zinsanstieg zum Jahresbeginn 2022 ein. Auch hier wurde die Entwicklung teilweise zunächst nicht kritisch gesehen, jedoch wandelte sich das im Laufe des Jahres.

Zugleich hat sich der kurz- bis mittelfristige Ausblick vor allem wegen der schwachen Konjunktur verschlechtert und es zeichnet sich eine zyklische Krise aufgrund der hohen Unsicherheit ab.

### 3.6.2 Immobilienmärkte

Auf den Immobilien-Investmentmärkte haben sich die Investoren angesichts der Krisen zunächst zurückgehalten. Der Vonovia-Deal 2021 verfälscht die Ergebnisse für 2021, auch wenn sie sehr positiv ausfielen. Insbesondere der starke Zinsanstieg im Jahr 2022, der die Investition verteuerte, hat seit dem zweiten Quartal deutliche negative Folgen. Die Ungewissheit über die weitere Preisentwicklung hat sowohl die Anbieter als auch die Nachfrage stark verunsichert und zu entsprechender Zurückhaltung geführt. Die Anzahl der Transaktionen ist seit dem Beginn des Jahrzehnts rückläufig, auch wenn das Transaktionsvolumen aufgrund höherer Deals noch teilweise höher ausfällt. Der Markt wird sich bei anderen Preisen und Renditen neu finden müssen.

Auf den Büroimmobilienmärkten gibt es erhebliche Bremsspuren. Die Nettoabsorption ist in den vergangenen Quartalen stieg nur noch leicht an. Die Unternehmen reagieren auf die Herausforderung des Homeoffice erst mit einer Verzögerung, da zum einen die Entwicklung des mobilen Arbeitens unsicher ist und zum anderen Flächen nicht so schnell freigezogen werden können. Die Leerstände sind stark gewachsen, jedoch steigen die Spitzenmieten weiter an. Die Leerstände steigen, da bei einer schwach positiven Nachfrage / Nettoabsorption sehr viele Flächen fertiggestellt wurden. Die Mieten reagieren auch auf die höheren Bau- und Zinskosten für die Projektentwickler.

Die Einzelhandelsimmobilien vor allem in den Shoppingcentern und den 1A-Lagen sind von den Investoren nicht mehr so gefragt. Insbesondere die durch Corona ausgelösten deutlich höheren Umsätze im E-Commerce haben die Mieten in diesen Bereichen nicht mehr steigen lassen. Auch sind die Leerstände jetzt auch in den 1A-Lagen gestiegen und das verunsichert die Investoren. Sie halten sich mit Investments zurück. Die Miet- und Preisentwicklung hat sich nun ins Negative gekehrt. Die Preise sinken seit einigen Quartalen.

Auf den Wohnungsmärkten waren zunächst keine negativen Veränderungen zu Beginn des Jahrzehnts festzustellen. Mieten sind weiterhin leicht angestiegen und die Preise deutlich stärker. Durch den sehr starken Anstieg der Bauzinsen hat sich eine vollkommen neue Situation eingestellt. War auf den Wohnimmobilieninvestmentmärkten in den letzten Jahren nur die Frage, wie stark die Preise ansteigen, ist heute die Lage eine deutlich andere. Es ist nur noch die Frage, wie stark die Preise sinken werden. Auf den Vermietungsmärkten, insbesondere in den Großstädten, ist weiterhin teilweise eine Knappheit gegeben. Somit ist auch mit Mietsteigerungen zu rechnen.

## 4 Ausblick

Die nur aufwärts gerichtete Entwicklung des letzten Jahrzehnts hat die Marktteilnehmer darüber hinweggetäuscht, dass es sich bei der Immobilienwirtschaft und den Immobilienmärkten um eine sehr zyklische Branche handelt. Nicht umsonst ist der Begriff „Immobilienzyklus“ in der Volkswirtschaftslehre sehr verbreitet. Es waren immer wieder exogene Schocks, die zu einem Aufschwung oder zu einem Abschwung geführt haben. Von daher sind es Ereignisse wie die Wiedervereinigung, der Dotcom-Boom oder die Finanzkrise die einschneidende Folgen für die Immobilienmärkte haben. In diesem Jahrtausend kamen die Impulse für den jeweiligen Aufschwung von der Geldpolitik der Zentralbanken. Durch deren ultra-expansives Agieren bei der Liquidität und den Leitzinsen sanken sowohl die Zinsen für die Finanzierung von Immobilien als auch wurden Immobilien als Assets sehr attraktiv.

Die Krisen (Corona, Ukraine-Krieg etc.) in diesem Jahrzehnt haben zunächst nur geringe Auswirkungen für die Immobilienwirtschaft und die -märkte gehabt. Eine Zensur hat aber die Geldpolitik gebracht: hier waren es vor allem die Zinsanhebungen, die vor allem aufgrund der Schnelligkeit des Anstiegs, zu einer Neuorientierung führen. Es handelt sich jedoch dabei nicht um eine nachhaltige Transformation, also eine völlig neue Situation, sondern vielmehr um eine zyklische Bewegung. Die nicht unbegründete Erwartung ist, dass es zumindest mittelfristig wieder aufwärts gehen wird.

Datenstand: 31.12.2022

## Literatur

Deutsche Bundesbank, Kredite für Immobilien, verfügbar unter:

[https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www\\_s101\\_fsi\\_immobilien](https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_s101_fsi_immobilien), abgerufen am 02.09.2021

Gondring, Hanspeter, Immobilienwirtschaft, Handbuch für Studium und Praxis, 3. Aufl., München 2013.

NORD/LB, Immobilienmärkte – Einflussfaktoren und Perspektiven, Hannover 2005.

Rat der Immobilienweisen, Jahrgutachten für die Immobilienwirtschaft, verschiedene Jahrgänge.

Rohmert, Werner, Vierzig Jahre Gewerbeimmobilienmarkt Deutschland, hrsg. von Jones Lang LaSalle, Frankfurt 2013.

Statistisches Bundesamt, diverse Statistiken, verfügbar unter: [www.destatis.de](http://www.destatis.de)

Vornholz, Günter, VWL für die Immobilienwirtschaft, 2. Aufl., Berlin 2014.

Vornholz, Günter, Internationale Immobilienökonomie – Globalisierung der Immobilienwirtschaft, München 2015.

Vornholz, Günter, Entwicklungen und Megatrends der Immobilienwirtschaft, München 2017.

„Wirtschaftsfaktor Immobilien 2009“: Autoren: Voigtländer, Michael und Markus Demary etc.,

„Wirtschaftsfaktor Immobilien – Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive“, Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. (DV) und Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (gif), Berlin 2009

„Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013“: Autoren: Voigtländer, Michael und Tobias Just etc.,  
Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013 – Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft,  
Hrsg. Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumforschung e.V. (DV) und  
Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung, Berlin 2013.

„Wirtschaftsfaktor Immobilien 2017“, Autoren: Voigtländer, Michael und Tobias Just etc.,  
Wirtschaftsfaktor Immobilien 2017, Gutachten für den Deutschen Verband für Wohnungswesen,  
Städtebau und Raumordnung e.V. und die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung  
e.V., Berlin 2017.

Zentrale Immobilien Ausschuss (ZIA), Die Bedeutung der Immobilienwirtschaft in Zahlen, 2022,  
verfügbar unter: <https://zia-deutschland.de/project/bedeutung-der-immobilienbranche/>, abgerufen  
am 28.10.2022.

## Autoren

Günter Vornholz war 25 Jahre bei der Norddeutschen Landesbank (Abt. Volkswirtschaft) und deren  
Tochter Deutsche Hypo (Leiter Immobilien Research) sowie tätig als Professor für  
Immobilienökonomie in Bochum. Er hat mehrere Lehrbücher über Immobilienökonomie  
geschrieben. Prof. Vornholz ist heute Leiter des „Instituts für ImmobilienÖkonomie“.

Unter Mitwirkung von Werner Rohmert ist der Herausgeber und Gründer von „Der  
ImmobilienBrief“, seit 25 Jahren Immobilienspezialist von „Der Platow Brief“. Er erarbeitete  
mehrere volkswirtschaftliche Bücher für „Der Platow Brief“ und ist seit 30 Jahren aktiv in der  
Immobilienwirtschaft tätig.

## Impressum

Institut für Immobilienökonomie GmbH, Telgengarten 32, 59348 Lüdinghausen,  
Tel.: +49 (0)151 – 5982 4662, [www.institut-fuer-immobilienoekonomie.de](http://www.institut-fuer-immobilienoekonomie.de)  
Chefredaktion und wissenschaftliche Leitung: Prof. Dr. Günter Vornholz (V.i.S.d.P.)  
Sitz der Gesellschaft: Lüdinghausen | Handelsregister: Amtsgericht Coesfeld HRB 20748 |  
Steuernummer: 333 / 5969 / 1623 | Umsatz Steuer ID: DE355400031  
Erscheinungsdatum: Februar 2023

Namensbeiträge geben die Meinung des Autors und nicht unbedingt der Redaktion wieder. Das  
Copyright der Fachbeiträge liegt bei den Verfassern oder den genannten Institutionen und  
Unternehmen.