

Schmitz, Matthias; Voigtlänger, Michael

Article

Grenzüberschreitende Immobilien-Transaktionen: Umfang, Trends und Determinanten

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Schmitz, Matthias; Voigtlänger, Michael (2012) : Grenzüberschreitende Immobilien-Transaktionen: Umfang, Trends und Determinanten, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 39, Iss. 4, pp. 75-87,
<https://doi.org/10.2373/1864-810X.12-04-05>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/157066>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Grenzüberschreitende Immobilien-Transaktionen – Umfang, Trends und Determinanten

Matthias Schmitz / Michael Voigtländer, Dezember 2012

Der Immobilienmarkt wurde in den letzten Jahren internationaler. Zunehmend versuchen institutionelle Investoren und wohlhabende Privatpersonen über ausländische Immobilienanlagen Rendite- und Diversifikationsvorteile zu realisieren. Einen besonderen Anstieg der Investitionen in Deutschland gab es in den Jahren 2005 und 2006. Seitdem bleibt der Grundbesitz in ausländischem Eigentum nahezu konstant. Deutsche Investoren haben ihren ausländischen Grundbesitz hingegen kontinuierlich auf einen Wert von nunmehr 147 Milliarden Euro vergrößert. Wesentliche Determinanten für diese Entwicklung sind die Wertsteigerungen im Ausland und die geringe Korrelation der Auslandsmärkte mit dem hiesigen Markt. Aufgrund der besonderen Marktsituation Deutschlands ist daher mit einem neuerlichen Anstieg der Transaktionen in Deutschland zu rechnen.

Stichwörter: Immobilienmarkt, Auslandsinvestitionen, Investitionsmotive

JEL-Klassifikation: F21, G11, R30

Bedeutung grenzüberschreitender Immobilieninvestitionen

Der Immobilienmarkt ist ein Beispiel für einen lokalen Markt. Dieser wird weitestgehend durch Privatpersonen bestimmt, die an ihrem jeweiligen Lebensmittelpunkt eine Wohnung zum Kauf suchen. Selbst wenn Wohnungen zur Vermietung gekauft werden sollen, wird in der Regel zunächst lokal gesichtet, da die Betreuung und Bewirtschaftung ortsnaher Objekte deutlich günstiger sind. Überdies ist die Kenntnis über den lokalen Markt am größten, was die Gefahr von Fehlentscheidungen bei der Objektauswahl reduziert.

Trotz dieser grundlegenden lokalen Tendenz wurde der Immobilienmarkt in den letzten Jahren zunehmend internationaler. Ursächlich hierfür sind vor allem institutionelle Investoren wie Versicherungen und Investmentfonds, die durch die Erweiterung ihres Anlagepektrums höhere Renditen erzielen und Risiken reduzieren möchten. Zahlreiche Untersuchungen belegen, dass Anleger mit international diversifizierten Portfolios insgesamt erfolgreicher sind (Schindler, 2009; Eichholtz/Gugler/Kok, 2011). Darüber hinaus sind die Eintrittsbarrieren für Auslandstransaktionen gesunken, weil die Marktteilnehmer nunmehr

einen leichteren Zugang zu Marktdaten erhalten und sich so die Transparenz der Märkte erhöht hat (Jones Lang LaSalle, 2012). Ein Beispiel für die fortschreitende Globalisierung der Immobilienmärkte bieten die deutschen offenen Immobilienfonds. Der Anteil des ausländischen Grundbesitzes am Immobilienvermögen der Fonds lag im Jahr 2011 bei 58 Prozent. Knapp 10 Prozent des gesamten Immobilienbesitzes befindet sich im außereuropäischen Ausland. Noch vor einigen Jahren lag der Anteil des ausländischen Immobilienvermögens an den offenen Immobilienfonds bei deutlich unter 50 Prozent.

Ebenso wie Direktinvestitionen insgesamt spiegeln Immobilieninvestitionen die Attraktivität des Standorts wider (Klodt/Maurer, 1996). Investiert wird vor allem dort, wo die Anleger eine gute wirtschaftliche Perspektive erkennen. Die Kapitalzuflüsse für eine Volkswirtschaft können dann für zusätzliche Investitionen genutzt werden, was zu einem höheren Wirtschaftswachstum beiträgt. Ausländische Immobilieninvestitionen werden allerdings nicht durchgängig positiv gesehen. Grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen und Desinvestitionen können bestehende Aufschwünge und Abschwünge verstärken, sodass die Immobilienmärkte insgesamt volatiler werden (Scharmanski, 2009). Der Londoner Gewerbeimmobilienmarkt gilt nicht zuletzt deswegen als besonders volatil, weil hier ausländische Anleger einen Anteil von 40 Prozent des gesamten Marktes halten (Baum/Hartzell, 2011). Die Risiken erhöhen sich allerdings nur dann, wenn die ausländischen Anleger einen kürzeren Investitionshorizont haben als die inländischen Investoren.

Sowohl zur Beurteilung der Attraktivität des Immobilienmarktes als auch aus Gründen der Risikobewertung ist es daher hilfreich, grenzüberschreitende Transaktionen genauer zu betrachten. Deshalb wird im Folgenden ein detaillierter Blick auf die ausländischen Investitionen in Deutschland und auf die deutschen Investitionen im Ausland geworfen. Außerdem werden die Determinanten für Auslandsinvestitionen analysiert, wobei aufgrund der Datenlage die deutschen Investitionen im Ausland im Vordergrund stehen.

Datenbasis

Die im Folgenden verwendeten Daten zu grenzüberschreitenden Immobilientransaktionen basieren auf einer Sonderauswertung der Deutschen Bundesbank. Sie umfassen alle grenzüberschreitenden Käufe und Verkäufe von Immobilien und Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds im Zeitraum 2002 bis 2011. Nach dem Außenwirtschaftsgesetz sind grenzüberschreitende Immobilientransaktionen ab einem Schwellenwert von 12.500 Euro meldepflichtig, weshalb die Bundesbank die Daten teilweise um Schätzungen ergänzt hat. Gleichwohl bieten die Daten einen umfassenden Einblick in die grenzüberschreitenden Immobilienmarktverflechtungen. Nicht erfasst werden jedoch Käufe von Anteilen an

Immobilienaktien und an offenen Immobilienfonds. Immobilienaktien sind in Deutschland allerdings wenig verbreitet und Anteile an offenen Immobilienfonds dürfen bislang nicht grenzüberschreitend vertrieben werden. Darüber hinaus fehlen auch Immobilienkäufe von Immobilienunternehmen, die zwar im Inland ansässig sind, deren Eigner jedoch im Ausland sind. Bei solchen Transaktionen handelt es sich per Definition nicht um eine grenzüberschreitende Transaktion, da der eigentliche Kauf über ein inländisches Unternehmen stattfindet. In verschiedenen Berichten von Maklerhäusern und anderen Immobilienanalysten, zum Beispiel von BNP Paribas (2012), finden sich Schätzungen zu Käufen ausländischer Investoren einschließlich der durch Tochter-Unternehmen getätigten Transaktionen. Diese Zahlen überschreiten die im Folgenden präsentierten Werte. Um die Bedeutung dieser über Immobilienunternehmen erfolgten Transaktionen einordnen zu können, wird daher auch der Wert der von Ausländern gehaltenen Immobilienunternehmen angegeben.

Ausländische Investitionen in Deutschland

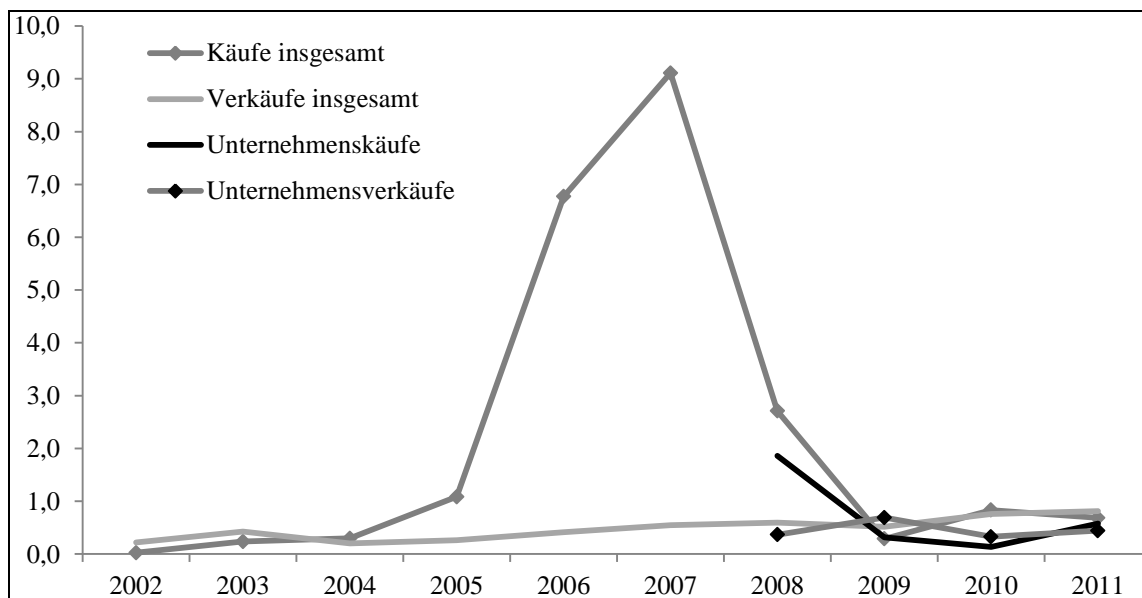
Noch Anfang der 2000er Jahre lag das Transaktionsvolumen ausländischer Investoren in Deutschland auf einem sehr niedrigen Niveau. Im Jahr 2002 wurden gerade einmal Immobilien im Wert von 26 Millionen Euro in Deutschland gekauft. Mitte der 2000er Jahre gab es einen überaus deutlichen Anstieg der Käufe: Im Zeitraum 2005 bis 2008 wurden insgesamt Immobilien im Wert von 19,6 Milliarden Euro gekauft, davon allein im Jahr 2007 Immobilien im Wert von 9,1 Milliarden Euro (Abbildung 1). Ursächlich hierfür waren besonders die international niedrigen Zinsen und die Erwartung, dass auch in Deutschland die Immobilienpreise wie in vielen anderen Staaten anziehen werden. Vor allem Beteiligungsgesellschaften investierten in diesem Zeitraum am deutschen Immobilienmarkt und kauften bevorzugt Immobilienbestände der öffentlichen Hand, da hier Wirtschaftlichkeitspotenziale vermutet wurden (Voigtländer, 2007). Mit der Finanzmarktkrise ist das Interesse ausländischer Anleger wieder rapide zurückgegangen. Im Jahr 2009 wurden nur noch Immobilien im Wert von 287 Millionen Euro gekauft. In den Jahren 2010 und 2011 gingen die Käufe dann wieder etwas nach oben, erreichten jedoch längst nicht das Niveau von 2005 bis 2008. Wesentlich stetiger als die Käufe entwickelten sich die Verkäufe ausländischer Investoren. Diese schwankten zwischen 201 Millionen Euro im Jahr 2004 und 816 Millionen Euro im Jahr 2011. Zwar sind die Verkäufe seit Ausbruch der Finanzmarktkrise etwas angestiegen, doch bleiben sie deutlich unter dem Niveau der Käufe Mitte der 2000er Jahre. Die Vermutung, die Finanzinvestoren würden sich schnell aus dem deutschen Immobilienmarkt wieder zurückziehen (Rips, 2005), ist somit nicht eingetreten. Gleichzeitig lässt sich angesichts des Übergewichts der Verkäufe gegenüber den Käufen am aktuellen Rand auch feststellen, dass Deutschlands Immobilienmarkt von dem Status als sicherer und krisenfester Markt kaum profitieren konnte (Henger/Pomogajko/Voigtländer, 2012). Wie

sich für den Zeitraum 2008 bis 2011 zeigt, liegt das Niveau der Immobilienkäufe und -verkäufe ungefähr auf dem Niveau der direkten Immobilienanlagen. Daten für frühere Zeiträume sind aufgrund der Umstellung der Wirtschaftszweigklassifikationen im Jahr 2008 nicht verfügbar. Insgesamt beträgt der Wert des ausländischen Immobilieneigentums in Deutschland knapp 24 Milliarden Euro und der Wert der im ausländischen Besitz befindlichen Immobilienunternehmen beläuft sich auf 13 Milliarden Euro.

Abbildung 1

Immobilientransaktionen ausländischer Investoren in Deutschland

Käufe und Verkäufe in Milliarden Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Um die Entwicklung und Höhe der grenzüberschreitenden Transaktionen einordnen zu können, ist es erforderlich, die Transaktionen am Gesamtmarkt, also einschließlich der nationalen Käufer, zu betrachten. Nach Daten des Arbeitskreises der Gutachterausschüsse und Oberen Gutachterausschüsse (2012) wurden im Jahr 2007 in Deutschland Immobilien im Wert von 174 Milliarden Euro gehandelt. Folglich lag der Anteil der grenzüberschreitenden Transaktionen bei 5,2 Prozent (Tabelle 1). Danach ist der Anteil deutlich gesunken. Demnach dürften die ausländischen Käufer nur einen geringen Effekt auf die Preisbildung haben. Wird allerdings davon ausgegangen, dass sich die ausländischen Käufer auf die Großstädte konzentrieren, könnte der Anteil deutlich höher liegen. Genauere Angaben über die regionale Verteilung der Käufe und Verkäufe fehlen allerdings in den amtlichen Daten. Aus Maklerberichten lässt sich die Schlussfolgerung ziehen, dass Ballungsräume im Fokus der internationalen Investoren stehen. Bei einer ausschließlichen Anlage in den sieben

größten Städten würde der Anteilswert im Jahr 2007 bei knapp 20 Prozent liegen. Dies ist jedoch unwahrscheinlich, zumal gerade für das Jahr 2007 bekannt ist, dass größere Bestände im Ruhrgebiet gekauft wurden.

Tabelle 1

Geldumsätze am deutschen Immobilienmarkt

Angaben in Milliarden Euro und in Prozent

	Geldumsatz am deutschen Immobilienmarkt	Anteil grenzüberschreitender Geldumsätze in Prozent	Geldumsätze in den sieben größten deutschen Städten
2007	174	5,2	33,9
2008	131	2,1	10,9
2009	130	0,2	7,8
2010	148	0,6	15,5

Quellen: BulwienGesa, Arbeitskreis der Gutachterausschüsse, 2012; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Während es keine Daten der Bundesbank zu den regionalen Schwerpunkten oder zu den Anlagenschwerpunkten (z. B. Wohnen, Büro oder Einzelhandel) gibt, stehen detaillierte Daten über die Herkunftsländer der ausländischen Investoren zur Verfügung (Tabelle 2). Besonders aktiv am deutschen Immobilienmarkt sind vor allem die Nachbarstaaten Niederlande, Luxemburg und Österreich. Allein im Jahr 2011 entfielen auf diese Länder 63 Prozent der Käufe. Bei Luxemburg ist zu beachten, dass dort viele Fonds ansässig sind, die auch im Auftrag deutscher institutioneller Investoren Immobilienanlagen tätigen. So gesehen haben in diesem Fall die grenzüberschreitenden Käufe einen inländischen Ursprung. Neben diesen drei Ländern erreichen lediglich noch die Käufe aus dem Vereinigten Königreich eine bedeutende Größe. Auffällig ist zudem, dass Käufe aus Russland und China an Bedeutung gewonnen haben, jedoch von einem niedrigen Niveau ausgehend. Bemerkenswert ist auch, dass vor allem jene Länder in Deutschland desinvestieren, in denen die Immobilienpreise rückläufig waren. Im Jahr 2011 verkauften vor allem Investoren aus den Niederlanden, den USA und dem Vereinigten Königreich Immobilien in Deutschland, vermutlich, um Verluste am Heimatmarkt zu kompensieren. Dies ist auch ein möglicher Grund dafür, dass die Investoren – trotz der vergleichsweise starken Immobilienentwicklung – nur wenige Immobilien in Deutschland gekauft haben.

Tabelle 2

Herkunftsländer ausländischer Investoren am deutschen Immobilienmarkt

Angaben in Millionen Euro

	2011		Mittelwert 2002 bis 2010	
	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe
Luxemburg	242	114	756	54
Niederlande	126	208	971	72
Österreich	63	49	47	42
Russische Föderation	50	2	3	0
Italien	34	17	10	4
Schweiz	28	36	28	49
Frankreich	18	21	9	21
Vereinigtes Königreich	17	103	250	36
China, Volksrepublik	14	0	1	0
Dänemark	7	66	65	10
Spanien	7	26	24	8
Zypern	7	0	0	0
Israel	5	5	0	3
Arabische Golfstaaten	4	0	1	1
Vereinigte Staaten	3	83	18	76
Belgien	3	5	2	4
Griechenland	2	0	0	1
Irland	1	40	15	23

Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



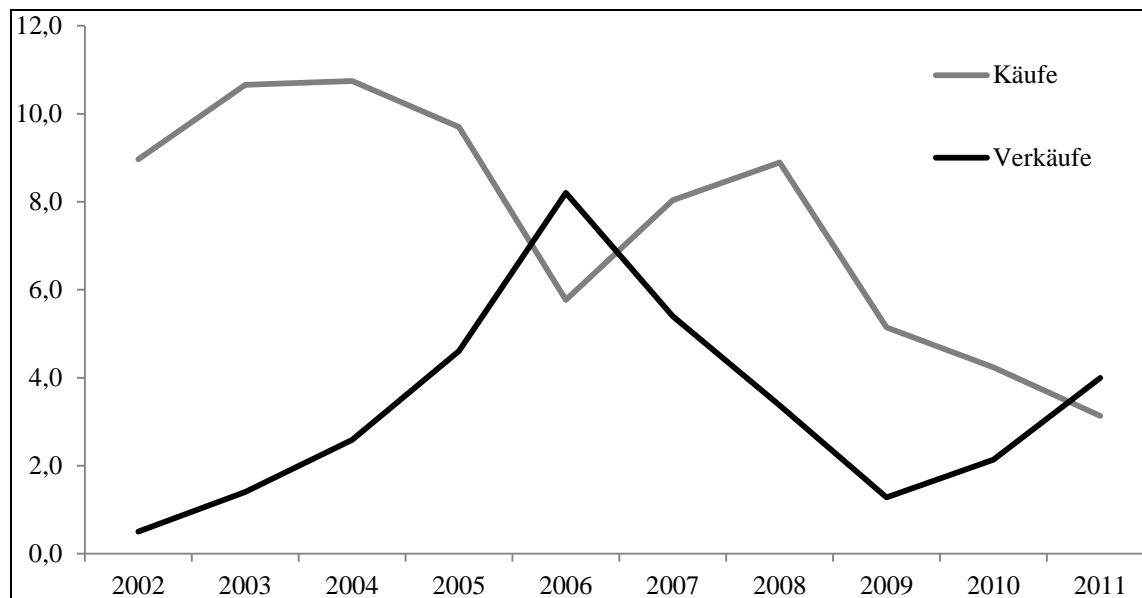
Deutsche Investitionen im Ausland

Während das Investitionsniveau ausländischer Anleger in Deutschland relativ gering ist, investieren deutsche Anleger im Ausland deutlich größere Summen. Im Durchschnitt der Jahre 2002 bis 2011 wurden jährlich Immobilien im Wert von 7,5 Milliarden Euro gekauft. Auffällig ist, dass die Anzahl der Käufe seit 2002 tendenziell rückläufig ist und die Verkäufe gerade im Jahr 2006 ein Hoch erreichten (Abbildung 2). Angesichts des Ausbruchs der Finanzmarktkrise im Jahr 2007 und der teilweise massiven Einbrüche an den Immobilienmärkten spricht dies dafür, dass die deutschen Investoren im Durchschnitt zur richtigen Zeit im Ausland investierten und rechtzeitig Wertsteigerungen über Verkäufe realisieren konnten.

Abbildung 2

Immobilientransaktionen deutscher Investoren im Ausland

Angaben in Milliarden Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Bevorzugte Zielländer für Auslandskäufe sind neben dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten vor allem die Nachbarländer Niederlande, Frankreich, Luxemburg und Österreich. Letzteres deutet an, dass für eine große Anzahl der Investoren die örtliche Nähe zum Markt immer noch ein entscheidendes Kaufmotiv ist (Tabelle 3).

Für die Länder mit hohen Transaktionswerten wurde auch die Korrelation der Immobilienkäufe zu den Direktinvestitionen angegeben. Dies ist nur sinnvoll für die Länder, in denen stetig investiert wird, da ansonsten einzelne Transaktionen die Darstellung zu sehr verzerren können. Obwohl Immobilientransaktionen eine Teilmenge der Direktinvestitionen darstellen, sind Direktinvestitionen und Immobilientransaktionen kaum oder sogar negativ korreliert. Dies spricht dafür, dass vor allem immobilienmarktbezogene Gründe die Anreize für grenzüberschreitende Transaktionen setzen und weniger die gesamtwirtschaftliche Lage oder die generellen Investitionsbedingungen, wie dies bei Direktinvestitionen der Fall ist (Blonigen, 2005). Dies wird im Folgenden näher untersucht.

Determinanten grenzüberschreitender Transaktionen

Um genauer zu verstehen, was die Treiber grenzüberschreitender Transaktionen sind, wird im Folgenden der Zusammenhang zwischen verschiedenen makroökonomischen und

Tabelle 3

Zielländer deutscher Immobilieninvestoren

in Millionen Euro

	2011		Mittelwerte 2010 – 2002		Korrelation zu Direktinvestitionen
	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	
Vereinigtes Königreich	744	691	1.730	811	-0,48
Niederlande	446	281	956	590	-0,67
Vereinigte Staaten	279	1.401	757	482	-0,03
Frankreich	252	1.063	1.891	650	-0,75
Luxemburg	247	96	176	181	k. A.
Österreich	203	33	296	47	0,27
Schweiz	166	14	138	30	0,32
Italien	109	172	293	47	-0,51
Spanien	104	68	435	120	-0,39
Polen	103	64	172	12	
Türkei	68	5	48	2	
Belgien	35	58	148	41	
Kanada	34	2	146	12	
Schweden	30	17	114	20	
Finnland	22	0	69	6	
Südafrika	20	1	19	1	
Kroatien	16	0	12	1	
Australien	16	1	94	69	
Argentinien	13	1	2	0	
Thailand	13	0	10	0	
Brasilien	11	1	8	0	
Portugal	10	1	48	16	
Russische Föderation	7	5	26	2	
Serbien (einschl. Kosovo)	7	0	6	0	
Ungarn	6	1	16	1	
Arabische Golfstaaten	6	1	16	31	
China, Volksrepublik	6	1	6	1	

Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

immobilienspezifischen Daten sowie den grenzüberschreitenden Transaktionen untersucht. Hierzu wird ein Regressionsmodell auf Basis eines Panel-Datensatzes geschätzt. Die unabhängige Variable ist im ersten Schritt der Wert der Immobilienkäufe deutscher Investoren in den jeweiligen Zielländern entsprechend der vorgestellten Bundesbank-Statistik. Ziel der Analyse ist es, die wesentlichen Bestimmungsgründe für Auslandskäufe zu ermitteln. Bereits aus der deskriptiven Analyse folgt, dass die geografische Nähe eine Rolle spielt. Darüber hinaus lässt die Literatur darauf schließen, dass vor allem Portfolio-Erwägungen eine Rolle spielen. Als erklärende Variablen werden berücksichtigt:

- *Hauspreiswachstum des Vorjahres*: Diese Variable gibt die durchschnittliche Wertsteigerung von Wohnimmobilien im jeweiligen Land an. Sie liefert einen Hinweis auf die im Zielland zu erreichenden Renditen bei Immobilienanlagen. Das Vorjahr wird dabei verwendet, weil mit einer Zeitverzögerung bei der Wahrnehmung der Preisentwicklung und bei der Investitionsauswahl zu rechnen ist. Die Hauspreisdaten stammen von der OECD (Catte et al., 2004). Diese Variable dient in Ermangelung international aussagekräftiger Gewerbeimmobilienindizes auch als Proxy für die Entwicklung im Gewerbeimmobilienmarkt.
- *Korrelation*: Diese Variable beschreibt den rollierenden 5-Jahres-Korrelationskoeffizienten zwischen dem deutschen Hauspreisindex und dem jeweiligen Auslandsmarkt. Sofern Diversifikationsmotive vorherrschen, sollte diese Variable signifikant sein.
- *BIP-Verhältnis*: Es wird davon ausgegangen, dass die Summe der Käufe mit der Größe des Marktes korreliert. Daher wird als erklärende Variable das BIP des Ziellandes in Relation zum deutschen BIP berücksichtigt.
- *Spread*: Diese Variable misst den Unterschied der kurzfristigen Zinsen (in Ermangelung einheitlicher Langfristzinsen) zwischen dem Zielland und Deutschland. Höhere Zinsen im Ausland deuten auf höhere Risiken hin, bedeuten aber für deutsche Investoren mitunter Vorteile beim Immobilienkauf gegenüber den jeweiligen ausländischen Investoren, da die ausländische Investition in Deutschland günstiger finanziert werden kann.
- *Transparenz*: Die Verfügbarkeit von Daten oder die Rechtssicherheit unterscheiden sich in den Märkten teilweise gravierend. Jones Lang LaSalle (2012) ermittelt seit Jahren die Transparenz der Märkte anhand einer Skala von 1,0 (sehr transparent) bis 5,0 (intransparent). Diese Daten werden hier als erklärende Variable berücksichtigt. Allgemein wird damit gerechnet, dass transparente Märkte für die Anleger attraktiver sind (Scharmanski, 2009).

- *Distanz*: Um zu berücksichtigen, dass Investoren möglicherweise Anlagen in geografisch näher liegenden Ländern bevorzugen, wurde als weitere erklärende Variable auch die Distanz zwischen den Hauptstädten in Kilometern berücksichtigt.

Gemäß dem Fisher-Test liegt bei den verwendeten Zeitreihen Stationarität vor, sodass mit Niveau-Werten geschätzt werden kann (Choi, 2001). Der Hausman-Test zeigt darüber hinaus an, dass ein Random-Effects-Modell Anwendung finden kann. Dies bietet gegenüber einem Fixed-Effects-Modell den Vorteil, dass auch zeitinvariante Variablen wie die Distanz berücksichtigt werden können. Ein Grundproblem für die empirische Analyse ist die hohe Volatilität der Daten. Insbesondere Investitionen in weiter entfernte Länder wie Kanada oder Japan weisen eine sehr hohe Volatilität auf. Die Standardabweichung über alle Länder liegt bei 36 Prozent, bezogen auf Kanada aber bei 106 Prozent und bei Japan sogar bei 200 Prozent. Dies resultiert teilweise aus sehr geringen Investitionsvolumina, sodass bereits einzelne Transaktionen zu deutlichen Abweichungen führen können. Darüber hinaus wurden einige Staaten, zum Beispiel Südkorea oder Australien, erst im Laufe des letzten Jahrzehnts als Immobilienanlagestandorte entdeckt. Dies liegt zum einen an regulatorischen Öffnungen und Verbesserungen bei den Doppelbesteuerungsabkommen. Zum anderen folgt dies aus der intensiveren Suche nach attraktiven Anlagen. Aus diesen Gründen sind außereuropäische Anlagen tendenziell schlechter mit Fundamentalwerten zu erklären als die näher liegenden europäischen Immobilienanlagen, in die im betrachteten Zeitraum stetiger investiert wurde. Daher umfasst die empirische Analyse sowohl ein Modell mit allen verfügbaren Ländern als auch ein Modell, bei dem nur die europäischen Länder berücksichtigt werden.

In Tabelle 4 finden sich die Ergebnisse der Schätzung: Die Immobilienkäufe sind innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums deutlich besser zu erklären als die weltweiten Immobilienkäufe. Während bei Berücksichtigung ausschließlich europäischer Käufe 70 Prozent der Unterschiede zwischen den Ländern mit den Modelldeterminanten erklärbar sind, können bei weltweiter Betrachtung der Anlagen nur etwas mehr als 20 Prozent erklärt werden. Bei beiden Modellen sind die gleichen Variablen signifikant.

Insgesamt zeigt sich, dass Portfolio-Erwägungen die wesentlichen Treiber für Auslandskäufe sind. Steigen die Hauspreise im Vorjahr um 1 Prozent an, steigt die Summe der Käufe um rund 50 Millionen Euro an, wenn nur die europäischen Länder betrachtet werden. Einen deutlichen Einfluss hat darüber hinaus der Korrelationskoeffizient: Je geringer die Korrelation ist, desto mehr wird in das Zielland investiert. Dies deutet darauf hin, dass die Diversifikation ein wesentliches Ziel der Investoren ist. Auch die Bedeutung des Spreads

der kurzfristigen Zinsen legt nahe, dass vor allem Risiko- und Rendite-Überlegungen die Auslandskäufe treiben. Überraschend ist, dass die Transparenz der Märkte keinen signifikanten Einfluss hat. Dies könnte für ein Übergewicht institutioneller und hoch professioneller Investoren wie offene und geschlossene Fonds sprechen, die sich auf ihre eigenen Untersuchungen und Marktkenntnisse verlassen. Ein weiterer Grund könnte sein, dass in transparenten Märkten die Wettbewerbsintensität höher ist, sodass es für ausländische Anleger schwieriger wird, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Es könnte jedoch auch sein, dass in der Mehrzahl der Länder bereits ein Transparenzniveau erreicht ist, bei dem Verbesserungen keinen direkt spürbaren Effekt auf die Investitionshöhe haben. Es ist auch zu berücksichtigen, dass beim Transparenzindex von Jones Lang LaSalle beispielsweise auch die Funktionsfähigkeit des Immobilienaktienmarktes berücksichtigt wird, der für die hier fokussierten direkten Anlagen keine Rolle spielt. Wie erwartet, nimmt das Investitionsvolumen mit der Entfernung zum Zielland ab und steigt mit der Größe des Zielmarktes. Getestet wurden darüber hinaus auch andere makroökonomische Einflussgrößen wie der Wechselkurs, die Inflation und das Wachstum, die einerseits nicht signifikant waren. Andererseits haben sie die signifikanten Koeffizienten kaum verändert, was für die Robustheit der erklärenden Variablen spricht.

Tabelle 4

Determinanten deutscher Immobilienkäufe im Ausland

Regressionskoeffizienten¹⁾ für den Zeitraum 2002 bis 2011

	Europäische Länder	Alle Länder
Konstante	43,34	112,66
Hauspreiswachstum des Vorjahres	49,77**	13,85***
Korrelation	-217,82**	-153,07***
BIP relativ	1.856,17***	226,76***
Spread	156,33*	36,38
Transparenz	13,72	53,63
Distanz	-0,35*	-0,34*
Bestimmtheitsmaß	0,70	0,21
Länder	9	20
Beobachtungen	128	195

1) Ergebnisse der Paneldatenregression mithilfe des Random-Effects-Schätzers. ***/**/* bedeutet signifikant auf einem Niveau von 1 Prozent/5 Prozent/10 Prozent. Die Koeffizienten sind als Durchschnitt über die entsprechenden Länder zu interpretieren.

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Es wurde auch versucht, die Verkäufe mithilfe eines empirischen Modells zu erklären. Hier konnten jedoch keine konsistenten Ergebnisse erzielt werden. Es gibt keinen signifikanten Zusammenhang zwischen den Rendite-Risiko-Determinanten und dem Wert der Verkäufe. Dies spricht dafür, dass die Investoren eher einen langfristigen Investitionshorizont haben und auf kurzfristige Portfolio-Umschichtungen verzichten. Tatsächlich sind die mit Auslandskäufen verbundenen Transaktionskosten – zum Beispiel aufgrund von Steuern, Forschung und Rechtsberatung – insgesamt zu hoch, sodass sich schnelle Portfolio-Änderungen nicht lohnen. Der deutliche Ausschlag der Verkäufe im Jahr 2006 weist jedoch darauf hin, dass bei gravierenden Änderungen der Rendite-Erwartungen die Investoren auch zur systematischen Desinvestition bereit sind.

Außerdem wurde auch versucht, die Treiber von grenzüberschreitenden Käufen in Deutschland empirisch zu identifizieren. Dies erwies sich jedoch aus mehreren Gründen als nicht möglich: Erstens fehlen für die Analyse Vergleichsländer, um den Einfluss einzelner Variablen, zum Beispiel der Transparenz, einordnen zu können. Es fehlt letztlich die Möglichkeit zu beurteilen, warum Deutschland mehr oder weniger Immobilientransaktionen im Vergleich zu anderen Ländern angezogen hat. Zweitens sind die Investitionssummen aus einzelnen Ländern teilweise sehr klein und sprunghaft, weil einzelne große Transaktionen die Gesamtsummen maßgeblich beeinflussen. Daher lässt sich ein signifikanter Zusammenhang mit den fundamentalen Einflussgrößen, die sich wesentlich stetiger entwickeln, kaum herstellen. Drittens verzerren die deutlich höheren Transaktionswerte Mitte der 2000er Jahre das Bild. Die damals durchgeführten Käufe basierten mehrheitlich nicht auf den tatsächlich realisierten Wertsteigerungen, sondern vor allem auf der Erwartung steigender Preise. Diese Erwartungen, vor allem der Beteiligungsgesellschaften, lassen sich quantitativ nicht abbilden.

Ausblick

Auch wenn sich die Determinanten ausländischer Immobilienkäufe in Deutschland nicht quantitativ ableiten lassen, können aus der Analyse wichtige Schlussfolgerungen für den deutschen Markt gezogen werden. Schließlich ist es grundsätzlich plausibel zu unterstellen, dass die ausländischen Investoren ähnlich agieren wie die deutschen Auslandsinvestoren. Die Analyse kann erklären, warum in Deutschland – mit Ausnahme Mitte der 2000er Jahre – wenig investiert wird. Schließlich zeigt sich, dass Wertsteigerungen eine wesentliche Determinante von Auslandskäufen sind. In den 2000er Jahren stagnierte der Immobilienmarkt jedoch weitestgehend, was Käufe in Deutschland unattraktiv machte. Erst als ein großer Teil der Investoren steigende Preise erwartete, kam es zu einer deutlichen Ausweitung des Engagements. Aktuell steigen die Preise in den deutschen Großstädten kräftig an

(Henger/Pomogajko/Voigtländer, 2012), was für eine Ausweitung des Engagements ausländischer Investoren spricht. Ein weiterer Treiber ist die geringe Korrelation Deutschlands mit anderen Märkten, was Deutschland ebenfalls attraktiver macht (Pomogajko/Voigtländer, 2012). Allerdings gibt es auch dämpfende Faktoren: Hierzu zählt unter anderem der Zins-Spread gegenüber Deutschland, der für ausländische Anleger einen Finanzierungsnachteil begründen kann. Noch wichtiger sind aber die gestiegenen Grunderwerbsteuersätze, die die Nebenkosten deutlich erhöhen. Große institutionelle Investoren werden daher vor allem Immobilienunternehmen kaufen, um die Grunderwerbsteuer zu umgehen. Kleineren Investoren steht dieser Weg in der Regel nicht offen.

Alles in allem ist mit einem Anstieg der Käufe in Deutschland zu rechnen. Nach jüngsten Daten der Deutschen Bundesbank stieg der Wert des ausländischen Immobilienvermögens zwischen dem ersten Quartal 2011 und dem zweiten Quartal 2012 bereits um 365 Millionen Euro. Dies wird die Volatilität des Marktes kaum erhöhen. Die Ergebnisse zeigen, dass für die Verkäufe Portfolio-Aspekte offensichtlich keine Rolle spielen. Dies spricht für eher langfristige Investitionen. Auch die Erfahrungen Mitte der 2000er Jahre belegen, dass ein Anstieg der Käufe keine entsprechende Verkaufswelle auslösen muss. Dementsprechend überwiegen derzeit die Vorteile für den Immobilienstandort Deutschland.

Literatur

Arbeitskreis der Gutachterausschüsse und Oberen Gutachterausschüsse, 2012, Immobilienmarktbericht Deutschland 2011, Oldenburg

Baum, Andrew / Hartzell, David, 2011, Global property investment – Strategies, structures, decisions, Chichester

Blonigen, Bruce, 2005, A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants, in: Atlantic Economic Journal, Vol. 33, S. 383–403

BNP Paribas Real Estate, 2012, Investmentmarkt Deutschland 2012, Düsseldorf

Catte, Pietro / Girouard, Nathalie / Price, Robert / André, Christophe, 2004, Housing Markets, Wealth and the Business Cycle, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 394, Paris

Choi, In, 2001, Unit root tests for panel data, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 20, S. 249–272

Eichholtz, Piet / Gugler, Nils / Kok, Nils, 2011, Transparency, Integration, and the Cost of International Real Estate Investments, in: The Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 43, S. 152–173

Henger, Ralph / Pomogajko, Kirill / Voigtländer, Michael, 2012, Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?, in: IW-Trends, 39. Jg., Heft 3, S. 3–16

Jones Lang LaSalle, 2012, Real Estate Transparency – Back on Track, Chicago

Klodt, Henning / Maurer, Rainer, 1996, Internationale Direktinvestitionen: Determinanten und Konsequenzen für den Standort Deutschland, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 284, Kiel

Pomogajko, Kirill / Voigtländer, Michael, 2012, Co-movement of house price cycles – a factor analysis, in: International Journal of Housing Markets and Analysis, Vol. 5, S. 414–426

Rips, Franz, 2005, Das Monopoly auf den deutschen Wohnungsmärkten, in: Wohnungswirtschaft & Mietrecht, 58. Jg, S. 430–436

Scharmanski, André, 2009, Globalisierung der Immobilienwirtschaft. Grenzüberschreitende Investitionen und lokale Markttransparenzen, Köln

Schindler, Felix, 2009, Correlation Structure of Real Estate Markets over Time, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 27, S. 579–592

Voigtländer, Michael, 2007, Der öffentliche Wohnungsmarkt in Deutschland – Eine Untersuchung aus ordnungspolitischer Sicht, IW-Positionen, Nr. 27, Köln

Cross-Border Real Estate Transactions – Volume, Trends and Determining Factors

In recent years the real estate market has become more international. Increasingly, institutional investors and wealthy individuals have been trying to improve the spread and yield of their portfolios by investing in foreign real estate. An especially salient increase in investments in Germany occurred in the years 2005 and 2006. Since then the amount of property in foreign ownership has remained virtually constant. German investors, on the other hand, have continuously expanded their foreign real estate holdings to a current value of 147 billion euro. The main driver behind this development has been the appreciation of real estate values abroad and the low degree of correlation between foreign markets and the domestic marketplace. Given the special market situation in Germany, a renewed increase in transactions in Germany is therefore to be expected.