

Was bedeutet die Integration von Finanz- und Immobilienmärkten für Finanzmetropolen? Erfahrungen aus dem anglophonen Raum

In den letzten 20 Jahren haben sich auf dem deutschen Immobilienmarkt weitreichende Änderungen durchgesetzt, die zu einer Angleichung an britische und US-amerikanische Märkte beigetragen haben. Hintergründe sind eine Deregulierung des nationalen Finanzsystems, eine verstärkte Nachfrage nach Büroimmobilien sowie der gestiegene Einsatz von IuK-Technologien, die zusammen genommen zu einer Veränderung der räumlichen und wirtschaftlichen Orientierung in der Immobilienwirtschaft beigetragen und sich auf die Funktionsweise von Teilmärkten und Standorten ausgewirkt haben. Diese Prozesse, die in den USA bereits seit den 1970er Jahren und in Großbritannien seit den 1980er Jahren wirksam sind, sollen dort zu einer verstärkten Volatilität der Immobilienmärkte beigetragen haben (vgl. LIZIERI et al. 2000, BEITEL 2000).

Dies soll Anlass sein, die Funktionsweise der US-amerikanischen und britischen Immobilienmärkte genauer zu untersuchen und Fragen möglicher Auswirkungen einer verstärkten Integration von Finanz- und Immobilienmärkten für den deutschen Immobilienmarkt aufzuwerfen. Die Herausforderungen, die im Zusammenhang mit dem britischen und US-amerikanischen Immobilienmarkt thematisiert werden, sind:

- Die Integration von Finanz- und Immobilienmärkten soll zu einer Verschiebung im Risikoverhalten wichtiger Akteure geführt haben. Durch finanzmarktbasierter Formen der Immobilienfinanzierung und des -besitzes auf der Basis von Aktien, Anteilen sowie einer Verbriefung von Immobilienschulden wurde die Attraktivität von Immobilien als Kapitalanlage erhöht. Mit den besonderen Finanzierungsmöglichkeiten soll aber eine Entwicklung befördert worden sein, das wirtschaftliche Risiko vom Projektentwickler, Betreiber und Bauherren auf die Käufer der Wertpapiere zu verlagern. Projektentwickler und Investoren hätten in der Folge eine höhere Risikobereitschaft gezeigt, die jedoch zu einer tendenziellen Entkopplung von Angebot und Nachfrage nach Immobilien beigetragen habe (Moricz/Murphy 1997). Als ein Ergebnis sei der metropolitane Immobilienmarkt durch eine erhöhte Volatilität, d.h. starken Schwankungen in Angebot und Nachfrage nach Büroimmobilien geprägt.

- In den Innenstädten der Finanzmetropolen New York und London befinden sich die Immobilien überwiegend im Besitz von Finanzdienstleistern. Diese Büroimmobilien stellen einen Teil ihres Portfolios dar, das sie zugleich auch nutzen. Aus der Verbindung von Immobilien als Teil des Portfolios und als Gebrauchswert kann sich allerdings die Gefahr einer selbstverstärkenden Wirkung mit potenziell negativen Folgen für die Stadtkönomien ergeben: Krisen der Finanzdienstleistungen¹ können zu einem Abbau von Arbeitsplätzen führen, der sich negativ auf die Nachfrage nach Büroimmobilien auswirkt. Dies kann wiederum eine ungünstige Bewertung der Immobilien nach sich ziehen und verschärft damit eine Krise der Finanzdienstleistungen.

In beiden Thesen wird eine stärkere Volatilität des Büroimmobilienmarktes thematisiert. Die damit angesprochenen Entwicklungen werden in diesem Beitrag im Folgenden als sich gegenseitig verstärkende Effekte in Bezug auf Global Cities diskutiert. Es ist plausibel, davon auszugehen, dass es beim Zusammentreffen beider Prozesse auf dem hochspezifischen Immobilienmarkt von Global Cities zu selbstverstärkenden Effekten kommen kann.

In diesem Sinne soll im Weiteren nicht allgemein nach den Auswirkungen auf Büroimmobilienmärkten gefragt werden, sondern nach den besonderen Auswirkungen auf Büroimmobilienmärkte in Finanzzentren. Zum einen gilt, dass metropolitane Märkte – was Global Cities mithin sind – verstärkt Immobilieninvestitionen anziehen, da es sich in aller Regel um die dynamischsten und aussichtsreichsten Büroimmobilienmärkte handelt. Zum anderen stellen Global Cities die Wachstumsmotoren für unternehmensorientierte und Finanzdienstleistungen dar – also die Branchen, die eine starke Nachfrage nach Büroimmobilien entfalten und zugleich die wichtigsten Investoren in diesen Märkte darstellen. Bislang gibt es die meisten Informationen zu den Immobilienmärkten London und New York. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sie zusammen mit Tokyo die wichtigsten Finanzzentren der Welt sind, aber – im Unterschied zu Tokyo – auch einen Ruf von hoher Markttransparenz genießen. D.h. es ist möglich, Informationen zu den aufgeworfenen Fragen zu erhalten. Diese Transparenz ist in Deutschland nicht so weit ausgeprägt. Nichtsdestotrotz sollen nach einer Diskussion von London und New York Vergleiche zu Frankfurt am Main als der deutschen Finanzmetropole gezogen werden.

Im Folgenden werden zuerst grundlegende Veränderungen in der politisch-institutionellen Einbettung des Immobilienmarktes angesprochen, um den Blick auf die Besonderheiten des Immobilienmarktes zu lenken sowie die Qualität der Veränderungen deutlich zu machen. Danach soll zunächst die Liberalisierung des Finanz- und Immobilienmarktes fokussiert werden, um im Anschluss die Auswirkungen auf Finanzmetropolen zu untersuchen. Abschließend werden die Bedeutung und die Herausforderungen für den Standort Frankfurt am Main herausgestellt.

¹ Krisen können sich aus vielfältigen Ursachen ergeben: Beispielsweise als ein Ergebnis von instabilen Renditen infolge einer erhöhten Volatilität im Büroimmobilienbereich oder als Ergebnis allgemein ungünstiger weltwirtschaftlicher Konstellationen. Sie können konjunkturellen oder strukturellen Entwicklungen geschuldet sein. Unabhängig davon gehen sie meist mit einem Arbeitsplatzabbau einher.

1 Politisch-institutionelle Einbettung der Immobilienwirtschaft

Veränderungen in der Immobilienwirtschaft sind ein relativ junges Phänomen. Westeuropa war bis zur Deklaration des freien Grundverkehrs durch die Europäische Union in intransparente lokale Märkte aufgeteilt. Grenzüberschreitende und überregionale Immobiliengeschäfte wurden kaum getätigt. Dazu trugen Regulierungen auf der nationalen Ebene wie die Kontrolle ausländischer Immobilieninvestitionen oder die Besteuerung von Immobilienbesitz und -transaktionen und Regulierungen auf der lokalen Ebene wie Flächenwidmungen, Bauordnungen und Auflagen des Denkmalschutzes bei. Immobilienentwicklung war dies- und jenseits des Atlantiks aufgrund spezifischer Regelungen von lokalem Wissen und der Nähe zu politischen und wirtschaftlichen Entscheidungsträgern abhängig. Eine hohe Unsicherheit und Wissensintensität von Immobilieninvestitionen erforderte insofern den Aufbau von lokalen Vertrauensbeziehungen zwischen Projektentwicklern/Bauträgern, Banken als Kapitalgebern und der öffentlichen Hand als rahmensetzendem Akteur. Die Immobilienwirtschaft zeichnete sich durch eine Beschränkung ihres wirtschaftlichen Aktionsradius auf jeweilige Regionen aus. So weist TERENCE LAPIER (1998: 4) darauf hin, dass die Immobilienwirtschaft anders als andere Branchen bis in die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts hinein einen engen räumlichen Aktionsradius aufwies: „Unlike capital and security markets, real estate lacked a centralized market mechanism; each market, large or small, was discrete and fiercely independent.“ Die Immobilienwirtschaft war weitgehend in voneinander getrennten Inseln organisiert. Zu einem einschneidenden Wandel in diesen Verhältnissen hat die Tertiärisierung städtischer Ökonomien beigetragen, da damit eine große Nachfrage nach Büroimmobilien entstand. In der Folge wurden die Immobilienmärkte großer Städte zu attraktiven Tätigkeitsfeldern externer Immobilienakteure.

Tab. 1: Entwicklung der Bürobeschäftigung in der City of London in %, 1961-1991

Sektor	1961	1971	1981	1991
Insurance, banking, finance				
Banking	N/A	19,1	22,7	28,5
Insurance	N/A	13,3	13,1	13,3
Other Financial services	N/A	7,1	6,1	9,2
Total	31,1	43,1	41,9	51,0
Business Services	8,2	9,9	12,3	23,4
Printing/Publishing	11,1	10,4	9,2	1,5
Other	49,7	36,6	36,5	24,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: LIZIERI et al. 2000: 1112

Hintergrund hierfür sind grundlegende Prozesse auf unternehmerischer und stadtpolitischer Ebene. Von zentraler Bedeutung ist die Restrukturierung von Unternehmen, die mit einer

Auslagerung und verstärkt extern befriedigten Nachfrage nach Dienstleistungen einher geht. Zusammen mit einem Rückzug von Industrieunternehmen aus zentralen städtischen Lagen trug dies zu einer Ausdehnung der Büro- bzw. Dienstleistungsbeschäftigung sowie ihrer Standorte in Städten bei. Insbesondere die 1980er Jahre stellten ein Jahrzehnt dar, in dem die Bürobeschäftigung und damit der Bürobau stark expandierte (VON LÜPKE 2000: 89ff.; PRYKE 1991; FAIRSTEIN 2001). Besonders ausgeprägt war dies im Falle jener Städte, die sich zu Koordinations- und Kontrollzentren der globalen Wirtschaft wandelten. Diese Städte waren durch eine Expansion hochrangiger Dienstleistungen vor allem aus dem Finanz- und unternehmensorientierten Bereich geprägt (vgl. SASSEN 2001). Diese Dienstleistungen entwickelten eine spezifische Standortstruktur: die Nachfrage konzentrierte sich vor allem auf den innerstädtischen Büroraum. Tabelle 1 gibt Aufschluss über die Entwicklung der Bürobeschäftigung in der City of London.

Auch Frankfurt am Main ist durch eine räumliche Konzentration der Bürobeschäftigung gekennzeichnet. Darauf lässt Abbildung 1 schließen, die eine starke Ballung des Bürobestandes – und damit der Bürobeschäftigung – auf bestimmte Bereiche zeigt: auf die Innenstadt und zwei von der Innenstadt ausgehenden Achsen. Darüber hinaus gibt es noch Konzentrationen auf Eschborn, die Bürostadt Niederrad und das in den 1990er Jahren entwickelte Mertonviertel.

Abb. 1: Bürobestand in Frankfurt, 2001



Quelle: BAASNER, MÖLLER & LANGWALD/BULWIEN AG 2003: 25

Auf der stadtpolitischen Ebene wurde die Dynamisierung des Immobilienmarktes durch eine Flexibilisierung von Regulierungen begünstigt. Vorbild für städtebauliche Flexibilisierungen waren (und sind) Großstädte mit dynamischer Wirtschaftsentwicklung, deren Um-

gang mit Bauinvestitionen und Großprojekten imitiert wurde³. ANNE HAILA (1997) bezeichnet dies als „the politics of the global cities“: Um international attraktiv zu werden, und problematische sozioökonomische Entwicklungen zu überwinden, wurde versucht, Immobilieninvestitionen anzulocken und internationale Architektur zu realisieren⁴.

Insgesamt erhöhten die starke Büroraumnachfrage und lokale Flexibilisierungen Liquidität und Transparenz von Immobilienmärkten und damit den Übergang zu stärker integrierten Immobilienmärkten. Ebenfalls von Bedeutung für die Dynamisierung der Immobilienwirtschaft sind Veränderungen auf dem Finanzmarkt. MORICZ/MURPHY (1997) bemerken, dass sich nur aus einer Kombination der angesprochenen Entwicklungen weitgehende Transformationen großstädtischer Immobilienmärkte der 1980er und 1990er Jahre ergeben haben: „The conjunction of new user demand with new financing agents, plus funding instruments, provided the appropriate environment for a property boom to take hold.“ Im nächsten Abschnitt soll die zunehmende Integration der Immobilienmärkte einhergehend mit einer Deregulierung der nationalen Finanzmärkte beleuchtet werden.

³ Beispiele hierfür sind Battery Park City in Manhattan (NYC) und Canary Wharf in London (ZUKIN 1992; FAINSTEIN 2001).

⁴ Ich nenne dies „property-led development“. Denn nicht nur Großstädte kopieren erfolgreiche Bau- und Architekturstrategien anderer Städte: inzwischen ist der Versuch, mit der baulichen Entwicklung Voraussetzungen für eine ökonomische Entwicklung zu schaffen, ein weit verbreiteter Ansatz auch kleinerer und mittlerer Städte (vgl. MARKERT/ZACHARIAS 2006). Der Ansatz mausert sich zu einer Planungsphilosophie (HEEG 2008).

2 Liberalisierung des Finanz- und Immobilienmarktes

Finanzmarktänderungen stehen mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems der festen Wechselkurse Anfang der 1970er Jahre im Zusammenhang. Seitdem hat sich das Finanzwesen zu einem zentralen Träger wirtschaftlicher Veränderungen entwickelt. Inzwischen ist wirtschaftlicher Austausch nicht nur durch variable Wechselkurse geprägt, sondern auch durch die Möglichkeit, global nach Anlagemöglichkeiten und Finanzierungen suchen zu können⁵. Der Bedeutungsgewinn des Finanzmarktes⁶ steht vor allem mit der Ermöglichung von Finanzierungen jenseits der Bankenfinanzierung im Zusammenhang, und hat zu einer Veränderung des Investitionsverhaltens bzw. der wirtschaftlichen Orientierung beigetragen. Zur Finanzierung von produktiven als auch Immobilieninvestitionen haben sich im Rahmen von nationalen Deregulierungen der Kapitalmärkte neben der Bankenfinanzierung weitere Formen der Finanzierung durchgesetzt: Investitionen können wertpapiermäßig unterlegt werden, indem von entsprechenden Unternehmen Anleihen ausgegeben werden oder Unternehmen an die Börse gebracht werden. Eine andere Möglichkeit der Finanzierung sind nicht-börsennotierte indirekte Anlageformen wie z.B. Fonds. Fonds haben die Funktion, anlagensuchendes Kapital zu sammeln und einer renditeträchtigen Investition zuzuführen. Dazu werden von Kapitalanlagegesellschaften wie Banken oder Versicherungen Fonds aufgelegt, an denen Privatpersonen und institutionelle Anleger Anteile erwerben können. Es erfolgt damit ein Übergang von der Investitionsfinanzierung durch Banken zum Finanzinvestment institutioneller Investoren⁷ (HUFFSCHMID 1999).

Nicht nur Immobilienfonds, sondern auch andere institutionelle Investoren wie weitere Investment- und Pensionsfonds, Versicherungen, Vermögensverwaltungen etc. neigen dazu, gewisse Anteile des Vermögens in Immobilien zu investieren. Immer häufiger geschieht dies über den Erwerb von Anteilen an Immobilienfonds. Immobilienfonds sind eine Anlageform, mit der sich ein indirekter Zugang zum Immobilienmarkt öffnet. Auf das Know-how von Experten gestützt, kann das eigene Portfolio diversifiziert und gegen Inflation ab-

⁵ Das Ausmaß, in dem das Finanzsystem Veränderungen bewirkte, variiert jedoch von Land zu Land einhergehend mit unterschiedlichen politischen Konstellationen und Kontextbedingungen. In Deutschland liegt der Beginn in den späten 1980er bzw. Anfang der 1990er Jahre (LÜTZ 2002).

⁶ Der Begriff „Finanzmarkt“ ist der Oberbegriff für die Teilbereiche Kapitalmarkt und Geldmarkt. Während sich der erste auf die langfristige Finanzierung privater und öffentlicher Investitionen bezieht, so bezieht sich der zweite auf die kurzfristige Liquiditätssicherung vor allem zwischen den Banken. Da kurzfristige Finanzierungen langfristiger Investitionen zunehmen, der Geldmarkt mittlerweile auch Nichtbanken zur Verfügung steht und Banken und andere Finanzunternehmen eine Vielzahl von neuen Finanzinstrumenten und Finanzinnovationen geschaffen haben, die weder den klassischen Geldmärkten noch den Kapitalmärkten zugeordnet werden können, wird im Folgenden der Begriff „Finanzmarkt“ verwendet (vgl. HUFFSCHMID 1999: 17).

⁷ Im Immobilienbereich umfasst der Begriff „institutionelle Investoren“ zum einen „Non-Property-Unternehmen“, die in Immobilien zur Portfoliodiversifikation investieren (z.B. Versicherungen, Unternehmen, Pensionsfonds etc.). Zum anderen umfasst der Begriff Investoren, deren Geschäftsfeld in der Erstellung, dem Handel und dem Betreiben von Immobilien liegt (sog. „Property-Unternehmen“ wie Offene, Spezial-, Geschlossene Fonds, Immobilien-AG's/Holdings und Mischformen wie Projektentwickler und Bauunternehmer). Beide Typen von Investoren einigt die Perspektive auf Immobilien als Anlageprodukt.

gesichert werden. Es hat sich eine Tendenz herausgebildet, dass in Immobilien immer verstärkt (indirekt, aber auch direkt) investiert wird, wenn das allgemeine Zinsniveau und die Erträge auf dem Aktienmarkt rückläufig sind. Die Möglichkeit des Rückgaberechts von Anteilen bei Fondsinvestitionen erhöhte die Anlageneigung, da bei Markt- und Zinsänderungen Kapital nicht langfristig gebunden ist, sondern in andere Anlagebereiche umgelenkt werden kann. Inzwischen gibt es eine Vielzahl von finanzmarktbasierenden Anlagemöglichkeiten in Immobilien – u.a. Real Estate Investment Trusts (REITs), Real Estate Private Equity Fonds (REPE), offene und geschlossene Immobilienfonds –, die aufgrund unterschiedlicher Risiko-, Gewinn- und Rückgabemöglichkeiten ein breites Feld von Anlagebedürfnissen und -wünschen bedienen. Dies erhöht die Attraktivität von Immobilien als Anlageprodukt sowie das verfügbare Investitionskapital. Ein gewisser Sockelanteil des Portfolios institutioneller Investoren besteht aufgrund der mit Immobilien verbundenen Vorteilen unabhängig von konjunkturellen Entwicklungen aus Immobilien (-anteilen). Jenseits dessen erfolgt aber eine Verschiebung von Kapital je nach Rendite einer (Real-Estate- und Non-Real-Estate-)Anlagemöglichkeit.

Inzwischen läuft die Finanzierung von Immobilienprojekten stärker denn je über den Finanzmarkt. Auch Banken wenden neben klassischen, über Pfandbriefe refinanzierten Festzinskredite eine Vielzahl von Finanzierungsinstrumenten an: Syndizierungen, Verbriefungen oder Mezzanine-Lösungen. Dadurch können sehr komplexe, ambitionierte und auch langfristige Bauprojekte umgesetzt werden, die insbesondere in großen Städten an der Tagesordnung sind (Immobilien-Zeitung 08.02.2007).

Dabei lenkt immer weniger das nationale Zinsniveau – bezogen auf die Herkunft des Investitionskapitals – und die Rendite aus produktiven Investments Kapitalflüsse, sondern die Rendite, die vergleichsweise bei einer Anlage im globalen Finanzmarkt erzielt werden kann. Dies begünstigte eine *Internationalisierung der Immobilienwirtschaft*, aber vor allem des Immobilieninvestments. Seit den 1980er Jahren wird in diesem Zusammenhang von einer „Delokalisierung von Immobilieneigentum“ insbesondere in US-amerikanischen Großstädten wie Los Angeles, New York City, Boston, Chicago etc., aber auch in London gesprochen⁸.

Dies beinhaltet eine Veränderung von Besitzstrukturen und Akteurskonstellationen. Zwischen 1982 und 1988 wuchsen ausländische Direktinvestitionen in US-Immobilien um jährlich 25%. Während 1973 600 Mio. \$ ausländisches Kapital in US-Immobilien floss, waren dies 1987, auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms, 24,5 Mrd. \$. Ziele der Investitionen waren Manhattan, Los Angeles, Houston und Minneapolis⁹.

⁸ „Real estate markets in the US, UK, Germany and Japan experienced a dramatic restructuring between 1960 and the present, shifting from a predominantly local focus to a national and international orientation. The globalization of the real estate industry, which first emerged in the early 1960s and catapulted to international prominence in the 1980s, was driven by the rise in cross-border direct investment in real estate.“ (LAPIER 1989: 5)

⁹ Aber nicht nur Immobilieninvestoren wie z.B. Tishman Speyer Properties wurden zunehmend international tätig, auch andere Akteure wurden „internationaler“ in ihrer Geschäftstätigkeit. Beispiele hierfür sind:

- Projektentwickler wie Olympia & York,
- Architekten wie I.M. Pei, Sir Norman Foster,
- Makler wie Jones LangLaSalle (früher Jones Lang & Wootton), DTZ Immobilien etc.,
- Bauunternehmen wie Kugami Gumi.

Damit einhergehend veränderte sich die Bewertung und Beurteilung von Immobilien: von Gebrauchswerten hin zu financial assets. Durch Aktien, Anleihen, Anteilen, vermittelt über die Verbriefung von Immobilienkrediten und weiteren Finanzierungsinstrumenten sind Immobilien, Immobilieninvestitionen sowie -finanzierungen zu kurzfristig handelbaren und teilbaren Vermögenswerten geworden. In Finanzmetropolen wie Frankfurt sind die Investoren – im Unterschied zu vor 30 Jahren – überwiegend keine Selbstnutzer mehr, sondern sie sind an der Immobilie als Renditeobjekt interessiert¹⁰. Damit haben sich Immobilien anderen Investitionsobjekten angenähert: sie haben den Makel abgeworfen, langfristig große Summen von Kapital zu binden. Die Finanzflüsse in Immobilien sind infolgedessen weniger durch die Erwartung gelenkt, eine Immobilie zu erwerben, die den eigenen betrieblichen Anforderungen entspricht, sondern von der Erwartung auf zukünftige Erträge aus einzelnen Immobilien und Immobilienpaketen. Der Gebrauchswert rückt in den Hintergrund und zukünftige Zahlungsverprechen gewinnen an Bedeutung (WINDOLF 2005). Insgesamt machen es diese Finanzinnovationen möglich, die Ersparnisse von Haushalten und anlage-suchendem Kapital zu bündeln, um sie für Immobilieninvestitionen einzusetzen.

Diese Integration von Finanz- und Immobilienmärkten führte jedoch zu einer Verschiebung im Risikoverhalten wichtiger Akteure. Seit den 1980er Jahren begünstigt der starke Kapitalzufluss in Boomphasen, dass die Nachfrage aus den Augen verloren wurde und die Schwankungen auf dem Immobilienmarkt zugenommen haben.

Viele Autoren wie MORICZ/MURPHY (1997), BEITEL (2000), LEITNER (1994) oder FAINSTEIN (2001) weisen auf eine Änderung der Geschäftstätigkeit von Projektentwicklern und Immobilieninvestoren mit der Liberalisierung von Finanzmärkten hin. Es wird argumentiert, dass das Auftauchen von trader developers¹¹ und Immobilien AG's – mit einem Zugang zu umfangreichen Finanzierungsmöglichkeiten auf dem Aktienmarkt bzw. allgemein auf dem Finanzmarkt eine Abkopplung ihrer Tätigkeiten von der Nachfrage nach Büroimmobilien bewirkte¹². Dies gilt insbesondere bei einem anziehenden Immobilienzyklus. Bei steigenden Kursen wird der Eindruck einer sicheren und guten Geldanlage geschaffen, d.h. Kapital kann akquiriert werden; zugleich bedeutete die Zugänglichkeit und Verfügbarkeit von Kapital die Errichtung von Gebäuden nicht völlig unabhängig, aber abgekoppelt von der Nachfrage.

Neue finanzmarktgebundene Finanzierungsmöglichkeiten tragen damit dazu bei, verstärkt Kapital im Immobilienbereich zu konzentrieren. Fonds oder Immobilien-AG's erwecken den Eindruck, dass Anteilsscheine schnell veräußerlich seien, d.h. das Risiko einer Anlage gering ist. Die Annahme einer größeren Sicherheit einer Immobilieninvestition basiert zugleich auf der Möglichkeit der globalen und funktionalen Streuung von Investitionen und Tätigkeiten.¹³

¹⁰ Nach DIERCK HAUSMANN (1996) sind in Frankfurt bei der Realisierung von gewerblichen Projekten im Unterschied zur Bürostadt Niederrad, die in den 1970er Jahren realisiert wurde, bei den aktuellen Projekten kaum noch Selbstnutzer zu finden.

¹¹ Projektentwickler, welche die von ihnen errichtete Immobilie nicht im Bestand halten, sondern verkaufen, werden als „trader developer“ bezeichnet. Die Rendite wird also im Verkauf und nicht durch Vermietung realisiert.

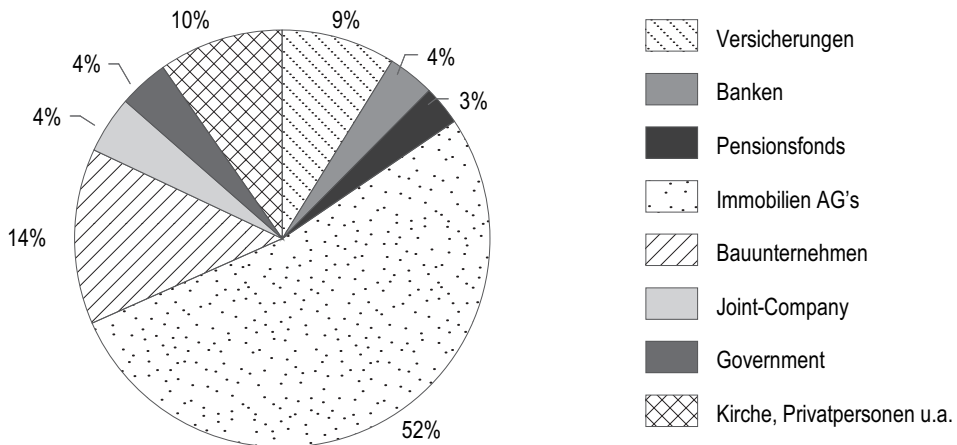
¹² Siehe auch den Artikel von LING/NARANJO (1999) hinsichtlich einer Integration von Büroimmobilien- und Aktienmärkten.

¹³ CHARNEY (2001) hebt drei Möglichkeiten des Investmentswitching hervor, die mit neuen Finanzierungsmöglichkeiten einhergehen: Verschieben in neue Nutzungen, Suche nach neuen bzw. alternativen Standorten, Verschiebung des Tätigkeitsfeldes von Development zu Akquisition oder Immobilienhandel.

Insbesondere für Projektentwickler (in der Form von trader-developer) boten positive Aktienmarktentwicklungen die Gelegenheit, sich beträchtliche Finanzierungsmöglichkeiten zu schaffen. Anstatt auf die Rendite aus der Projektentwicklung zu setzen, versuchten diese Akteure Markterwartungen für sich zu nutzen. Daraus ergab sich aber auch im Weiteren die Notwendigkeit, dem zu entsprechen.

Der Blick auf die Projektentwicklungen in Auckland von 1975-1990 zeigt, dass Immobilien AG's die wichtigsten Akteure in diesem Feld waren (vgl. Abb. 2).

Abb. 2: Zusammensetzung der Immobilienakteure im CBD von Auckland, 1975-1994



Quelle: MORICZ/MURPHY 1997: 172

Diese Situation ist das Ergebnis einer Veränderung der Finanzierungsstruktur. Versicherungen und Banken wurden als wichtigste Immobilieninvestoren durch Immobilien-AG's sowie Joint Ventures aus Banken und Immobilien-AG's Anfang der 1980er Jahre abgelöst.

Ähnliches wird auch aus den USA berichtet. Jeder der letzten drei Immobilienzyklen war begleitet von Finanzinnovationen, die Ersparnisse und anlagesuchendes Kapital in Immobilienprojekte kanalisieren. Auch wenn der Startpunkt jeweils eine hohe, nicht befriedigte Nachfrage nach Büroimmobilien war, so „emanzipierte“ sich die Immobilienentwicklung von der Nachfrage mit einer umfangreichen Verfügbarkeit von Kapital. Märkte zweiter Ordnung, wie Aktienmärkte, trugen dazu bei, den Kapitalfluss in Immobilien-AG's von zugrundeliegenden Bedingungen der Nachfrageentwicklung zu entkoppeln. Zwei Mechanismen liegen dem zugrunde:

Die Immobilien- und Finanzmarktzyklen werden von verschiedenen Marktbedingungen und Zeithorizonten regiert. Der Immobilienzyklus wird vor allem von Nachfrage und Leerstand beeinflusst. Weiterhin amortisieren sich Immobilieninvestitionen in der Regel über lange Zeiträume, z.T. 30 Jahre und mehr. Demgegenüber wird der Finanzmarkt u.a. von Liquiditätsbedingungen beeinflusst und Finanzinvestoren als die Akteure auf dem Finanzmarkt haben in der Regel kürzere Zeithorizonte. Sie orientieren sich an aktuellen Renditemöglichkeiten. Immobilieninvestments werden in deren Kalkulationen häufig als eine Risikoabsicherung genutzt, die aber eine Exit-Option aufweisen und eine gewisse Rendite erbringen müssen.

Damit fallen die beiden Zeithorizonte tendenziell auseinander. Die Umwandlung von Immobilien in Wertpapiere mit der Kalkulation von Mieteinnahmen (und steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten) als Rendite, die auf Märkten zweiter Ordnung zirkulieren, kann so eine zeitliche Desartikulation der kürzeren Investmenthorizonte von den längeren Zeitfristen des Immobilienzyklus zur Folge haben. Die Aktienkurse bzw. der Wert der Anteile lenken das Anlageverhalten und nicht der Blick auf Nachfragebedingungen. Dies unterwirft den Immobilienmarkt potenziell den Schwankungen in der Kapitalverfügbarkeit; führt also zu Unruhe bzw. Störung im Investmentprozess. Phasen der Kapitalverfügbarkeit wechseln sich ab mit Phasen des Kapitalmangels, die durch Finanzmarktkalkulationen gesteuert werden. Während einer positiven Konjunkturentwicklung, aber vor allem während eines Immobilienbooms kann es zu einer Entkopplung der Nachfrage von der Kapitalverfügbarkeit kommen. Wenn auf der Basis vergangener und gegenwärtiger Renditeentwicklungen Immobilien als eine aussichtsreiche Investition gelten, fließt Kapital, obwohl eine Extrapolation der Entwicklungen in die Zukunft eine unsichere Grundlage für Entscheidungen ist; möglicherweise besteht der Marktrahmen nicht mehr. Insgesamt begünstigt dies eine Verstärkung der Ausschläge des Immobilienbooms und der -krise.

Eine weitere wichtige Bedingung für die Gefahr der Entkopplung von Nachfrage und Angebot besteht aber auch in den langen Zeiträumen, die eine Immobilie zur Realisierung braucht. Wenn Kapital/Kredite in Hochphasen für Immobilienprojekte zur Verfügung gestellt werden, wird das Projekt in der Regel in der Abschwungphase fertig. Das Problem besteht darin, dass der Beginn der Abschwungphase schwer zu bestimmen ist. Dies gilt trotz der Prognosen von großen internationalen Immobilienmaklern wie JonesLangLaSalle, Richard Ellis oder DTZ, die in allen wichtigen Immobilienmärkten vertreten sind (LAPIER 1998; LEYSHON et al. 1990). Vielmehr ist es plausibel anzunehmen, dass Marktberichte dieser großen Dienstleister über günstige Aussichten auf bestimmten Büroimmobilienmärkten dazu beitragen, Überinvestitionen bzw. Kapitalflüsse zu befördern. Tatsächlich weichen die Prognosen der großen Immobilienmakler – aber auch der Research-Abteilungen innerhalb von Fonds und Immobilien AG's – meist nicht allzu weit voneinander ab; dies begünstigt eine „Nordung“ bzw. „Kanalisation“ des Verhaltens von Immobilienakteuren¹⁴.

Unabhängig davon, ist die allgemeine Regel, wonach Grenzkosten gleich dem Grenzertrag sein sollen, in der Projektentwicklung schwer aufrecht zu erhalten. In keiner anderen Industrie ist die Kalkulation des Grenzertrages so unsicher, da sie auf der Basis von Vorhersagen getroffen wird. Jedoch ist der Preis bzw. Gewinn, der mit einer Immobilie bspw. in zehn Jahren erzielt werden kann, davon abhängig, wie viel andere Akteure bauen, welche wirtschaftliche Dynamik besteht und welche Wertschätzungen von bestimmten Arealen dann bestehen können, d.h. welche Miete erzielt werden kann. Diese Entwicklungen können jedoch kaum vorhergesagt werden. Erwartungen bspw. hinsichtlich der zukünftigen Attraktivität einer Lage/eines Gebäudes sind – trotz Bemühungen zur Modellierung von Vor-

¹⁴ In diesem Sinne wirken Marktberichte ähnlich wie die Arbeit von Analysten. WINDOLF (2005:42) verweist darauf, dass die Interaktion und wechselseitige Beobachtung der Analysten die Varianz ihrer Schätzungen reduziert; nach einigen Monaten nähern sie sich einer gemeinsamen Erwartungs-Erwartung an. Dabei ist zu beachten, dass eine Prognose, die stark von den Bewertungen der anderen Analysten abweicht und sich als zu ungenau erweist, einen Abstieg in der Hierarchie bewirkt. Ein Gleichklang bzw. eine milde Abweichung bewirkt demgegenüber ein Verbleib bzw. ein Aufstieg im System der Analysten. Zusammengenommen begünstigt dies eine ähnliche Ausrichtung der Analysen und damit des Anlageverhaltens.

hersagen – stark subjektiv. Trotzdem muss auf der Basis dieser Vorhersagen abgewogen werden, ob ein Projekt gebaut wird bzw. ob dafür Kredite, Kapital zur Verfügung gestellt werden. Diese Abhängigkeit von Stimmungen und Atmosphären führt dazu, dass „euphorische“ Phasen in einem Überangebot enden. SUSAN FAINSTEIN (2002: 200) beschreibt diesen Prozess für die 1980er Jahre: „During the 1980s financial institutions were willing to lend money to developers using optimistic estimates of the future value of the building rather than a simple ratio of the immediate anticipated rent roll to capital inputs. Consequently, far more space was built than could be justified, based on the immediate returns.“ Die Produktion von Überangebot wird durch die Integration von Finanz- und Immobilienmärkten verstärkt, aber sie liegt auch in der Struktur der Immobilienindustrie begründet.

Eine andere Unsicherheit hinsichtlich der Abstimmung von Angebot und Nachfrage ergibt sich aus der Verwendung von Immobilien als Absicherungsvehikel, d.h. als „hedging“-Instrument. Wenn diese Präferenz vorhanden ist, ähnlich wie steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten, die wenig mit den Nachfragebedingungen auf dem Immobilienmarkt zu tun haben, dann kann auch hier eine Entkopplung der Kapitalverfügbarkeit von den realen Marktbedingungen erfolgen. Abschreibungs- und Hedging-Möglichkeiten können zur Vernachlässigung des dämpfenden Effekts von steigenden Leerständen führen, so dass sich das Preisgefüge unabhängig von den Marktbedingungen entwickeln kann.

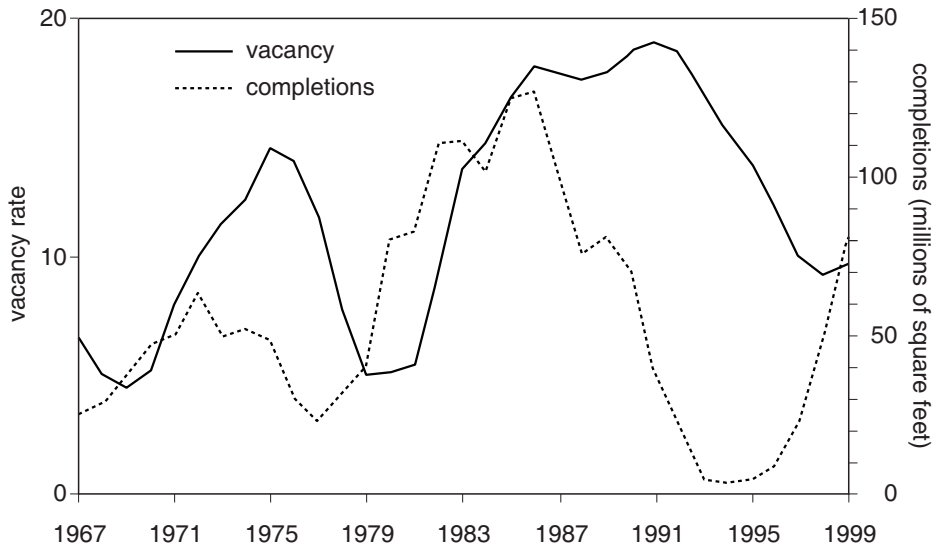
Die zentrale Bedingung, die zu einer Verstärkung des spekulativen Immobilienbooms und der Immobilienkrise beiträgt, ist die Verschiebung des Risikos von denjenigen, die Kapital für Projekte aufnehmen auf diejenigen, die das Kapital zur Verfügung stellen. Also von den Projektentwicklern und Immobilien AG's auf diejenigen, die Ersparnisse und Kapital in Fonds und Immobilien AG's anlegen. Probleme können sich bei negativen Entwicklungen auf dem Aktienmarkt bzw. der Wertentwicklung von Anteilen ergeben. Zum Teil steht diese Entwicklung mit abnehmenden Mietsteigerungsmöglichkeiten und einem Anstieg des Leerstands in Verbindung; z.T. entfalten Finanzmarktbedingungen eine eigene Logik.

Insgesamt kann dies die Volatilität auf den Büroimmobilienmärkten verstärken. BEITEL (2000) berichtet für 10 US-Städte von einem Anstieg des Leerstands im Abschwung des Immobilienzyklus. Betrug die Leerstandsquote 1966 noch 11,5%, so stieg sie 1974 auf 18,8% und 1986 auf 17%.

Auch neuere Daten weisen auf eine Zunahme hin. Dies zeigt die Leerstandsquote und Baufertigstellung in den 31 größten Büromärkten der USA (vgl. Abb. 3).

Dies leitet auf die zweite Anfangsthese über, welche die Erklärung der Volatilität durch Risikoverlagerung ergänzt um das Argument, dass die größere Volatilität der Büromärkte in Global Cities ein Ergebnis der hohen Spezialisierung auf internationale Finanzdienstleistungen sei.

Abb. 3: Leerstand und Baufertigstellung in den 31 größten US-Büroimmobilienmärkten

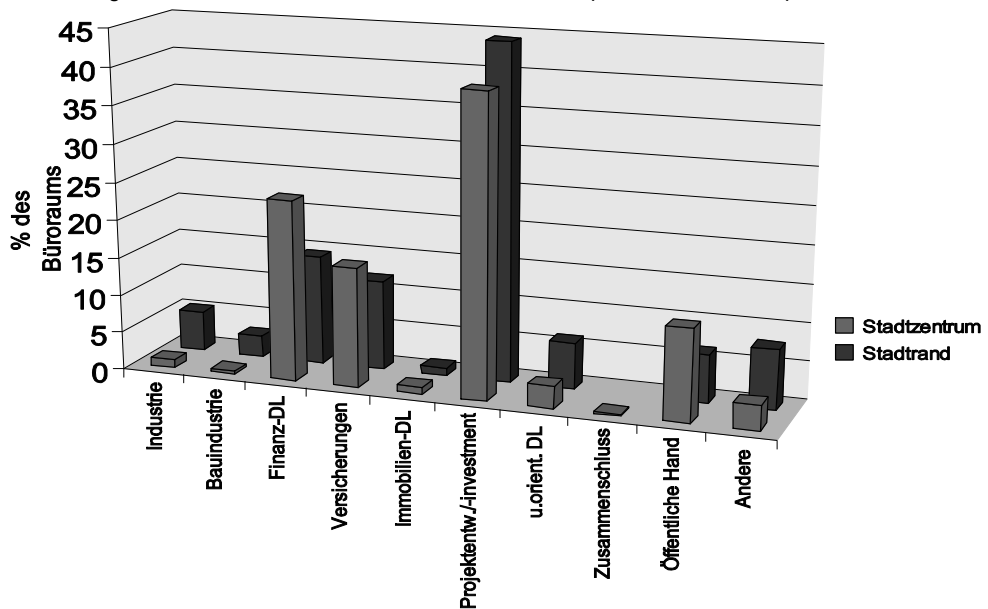


Quelle: BEITEL 2000: 2115

3 Volatilität auf den Büroimmobilienmärkten von Global Cities: das Beispiel London

Demnach ergibt sich aus der wenig diversifizierten Wirtschaftsstruktur in den Innenstädten der Global Cities eine Anfälligkeit für zyklische Entwicklungen auf dem globalen Finanzmarkt – mit Folgen für die jeweiligen Arbeits- und Büroimmobilienmärkte. Der Hintergrund hierfür besteht in der funktionalen Spezialisierung dieser Standorte. Zusammen mit Veränderungen in den Informations- und Kommunikationstechnologien sowie in der Arbeits- und Unternehmensorganisation bedeutete insbesondere die Globalisierung des Standortgefüges und der Märkte von transnationalen Unternehmen (TNU) eine Konzentration von unternehmensorientierten und Finanzdienstleistungen auf die Global Cities. So wird der Büroraum in der City of London zu 87% von finanz- und unternehmensorientierten Dienstleistungen belegt (LIZIERI et al. 2000: 1115). Diese Unternehmensbereiche sind sehr stark in die Organisation und das Management von globalen Finanz- und Informationsströmen eingebunden. Zyklische Entwicklungen auf diesen Märkten, zumal auf dem Finanzmarkt, bedeuten eine zyklische Beschäftigungsentwicklung in diesen Städten. Dies kann wiederum Auswirkungen auf die Nachfrage auf dem Büroimmobilienmarkt haben.

Abb. 4: Eigentümerstruktur Büroimmobilien in London, 1997 (in % des Büroraums)



Quelle: Eigene Überarbeitung nach LIZIERI et al. 2000: 1116

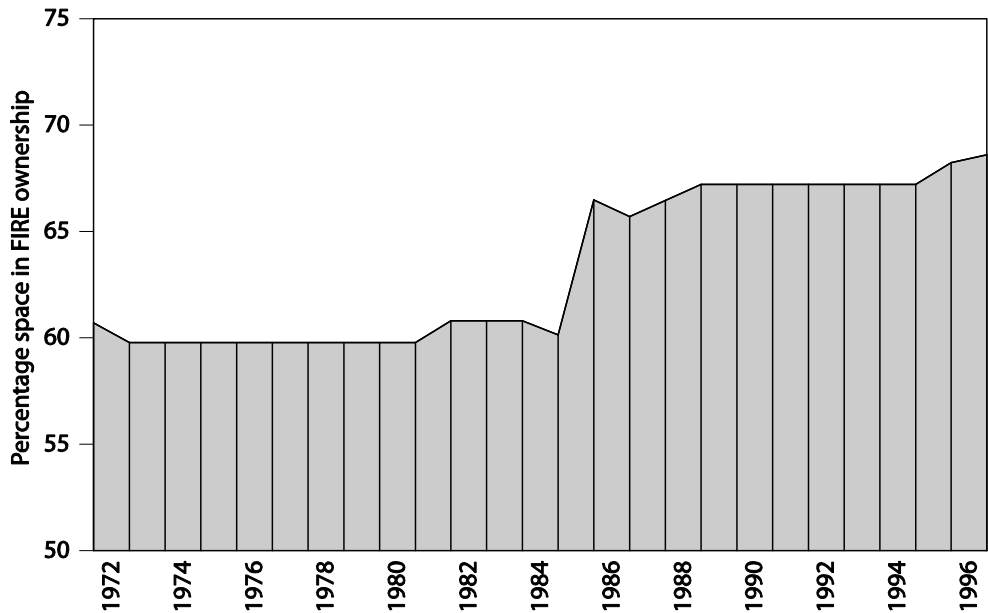
Problematisch wird dieser Umstand durch die Verquickung zwischen Beschäftigungs-, Eigentümer- und Finanzierungsstruktur an diesen Standorten, die sich von der Struktur am

Stadtrand unterscheidet. COLIN LIZIERI et al. (2000) belegen z.B., dass sich die Eigentümerstruktur im Zentrum Londons von dessen Rand erheblich unterscheidet (vgl. Abb. 4).

Im Stadtzentrum von London, d.h. in der City of London, sind die Finanzdienstleistungen, Versicherungen und die Öffentliche Hand/Wohlfahrtseinrichtungen stärker als Eigentümer vertreten. Demgegenüber dominiert am Stadtrand im Vergleich zum Zentrum Projektentwicklung/-investment. Weiterhin umfasst die am Stadtrand aktivere Gruppe eine größere Anzahl von Akteuren wie Industrie, Bauindustrie, unternehmensorientierte Dienstleistungen etc., die jedoch jeweils keine großen Anteile an der Eigentümerstruktur erreichen. Die Kategorie „Andere“ umfasst religiöse Einrichtungen, Privatpersonen und andere Gruppen als Eigentümer.

Hinter diesem Unterschied in den Eigentümerstrukturen zwischen Kern und Rand verbirgt sich ein Bedeutungsgewinn von Eigentümern aus dem Bereich der Finanzdienstleistungen, Versicherungen, aber auch Immobilienunternehmen, obwohl diese am Stadtrand noch stärker aktiv sind. Dieser Bereich wird im Englischen als FIRE-Sektor bezeichnet. Abbildung 5 zeigt, dass dieser Sektor in den vergangenen 20 Jahren einen zunehmenden Anteil der Bürofläche erworben bzw. errichtet hat. Das heißt FIRE-Unternehmen sind als Eigentümer in der City of London wichtiger geworden.

Abb. 5: Anteil des FIRE-Sektor am Büro Eigentum in der City of London, 1972-1997



Quelle: LIZIERI et al. 2000: 1119

FIRE-Unternehmen sind jedoch nicht nur die wichtigsten Eigentümer von Büroimmobilien in der City of London, sondern zugleich die größte Mieter- bzw. Nutzergruppe dieser Immobilien (vgl. Tab. 2). Annähernd 50% der Nutzer stammen aus den Finanzdienstleistungen, 9,4% aus den Versicherungen und 1,3% aus der Immobilienwirtschaft. Das heißt FIRE-Unternehmen machen 60,6% der Nutzer aus. Zugleich sind sie mit 79% aller City-of-

London-Immobilien die größte Eigentümergruppe. Während unternehmensorientierte Dienstleistungen mit 26,9% eine wichtige Nutzergruppe darstellen, machen sie nur 3% der Eigentümer aus. Das heißt es gibt deutliche Unterschiede in den hochqualifizierten Dienstleistungen.

Tab. 2: Eigentümer und Nutzer von Büroimmobilien in der City of London, 1997

Owner	Occupier						
	Financial Services	Insurance	Property/ construc.	Busi. / profess. services	Public / charitable	Other	Total owned
Financial services	20,2	2,4	0,2	3,4	0,4	1	27,5
Insurance	5,3	1,6	0,3	4,8	0,2	1,6	13,8
Property / construction	19,2	3,2	0,5	10,4	1	3,2	37,7
Busi. / profess. services	0,1	0,2	0	2,4	0	0,3	3
Public and charitable	3,7	0,8	0,2	4,5	2,2	1,2	12,7
Other	1,4	1,1	0	1,4	0	1,3	5,2
Total Occupiers	49,9	9,4	1,3	26,9	3,8	8,6	100

Quelle: LIZIERI et al. 2000: 1121

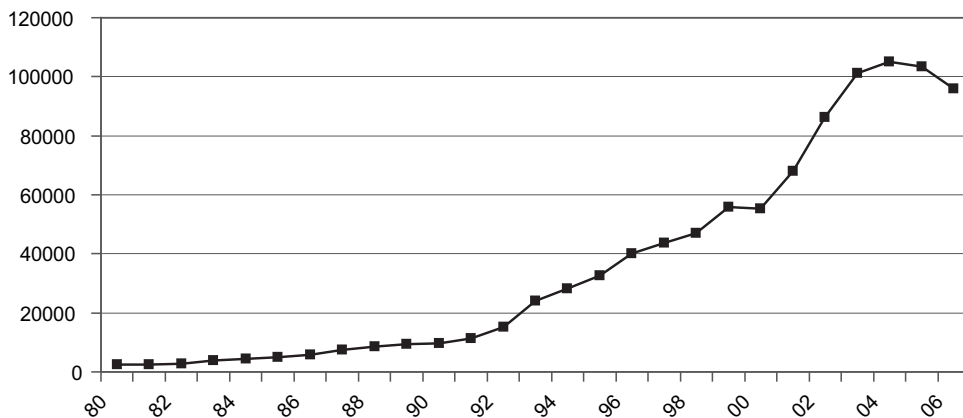
Motor für das starke Engagement von Finanzdienstleistungen und Immobilienunternehmen in der City of London sind die Veränderungen in der Finanzierung von Projektentwicklungen. Das traditionelle Modell der Entwicklungsfinanzierung hat sich in Richtung deutlich vielfältigerer Möglichkeiten der Finanzierung geöffnet. Im Zuge der Verschränkung von Finanz- und Immobilienmarkt sind die Dienstleistungsunternehmen, die Büroraum nutzen und besitzen, auch jene, die das Finanzarrangement liefern (PRYKE 1991, 1994). Diese Arrangements beinhalten – wie im Abschnitt vorher diskutiert – einen Mix aus Wertpapieren, Schulden, Eigenkapital und Joint Ventures-Finanzierungen. Damit haben aber Veränderungen bei der Finanzierung von Büroimmobilien und in den Eigentümerstrukturen mehrere Märkte aneinander gekettet: den Arbeitsmarkt insbesondere in dem Bereich der hoch qualifizierten Dienstleistungen, den Investment- und den Büroimmobilienmarkt. Da die ökonomischen Kräfte, die den Finanzmarkt antreiben, international sind, können Krisen in diesem Markt Auswirkungen auf die Finanzierbarkeit von Immobilienprojekten und auf die Nachfrage nach Büroimmobilien haben. Dies kann sich zyklisch auf dem Büromarkt in den Finanzzentren der Welt auswirken. Das Ineinandergreifen der Märkte kann insofern systemische Risiken erzeugen und die Stabilität des innerstädtischen Büromarktes bedrohen.

LIZIERI et al. (2000: 1126) kommentieren abschließend: „Die gegenseitige Durchdringung von Eigentümer-, Berufs- und Finanzierungsstruktur schafft innerhalb der City ein Potenzial für Feedbackeffekte und negative Folgeerscheinungen. Damit kann der Ausschlag von Immobilien- und Finanzzyklen massiv verstärkt werden. Die zunehmende funktionale Spezialisierung und Internationalisierung der City macht sie insofern anfälliger für globale finanzielle Marktprobleme als stärker diversifizierte Märkte und Städte.“ (Übersetzung S.H.)

4 Ausblick

Es ergibt sich die Frage, inwieweit die beschriebenen Entwicklungen auch auf Deutschland, deutsche Städte bzw. Frankfurt als Finanzmetropole zutreffen. Dagegen spricht der nach wie vor vergleichsweise stark regulierte Finanzmarkt in Deutschland. So sind zwar REITs beschlossen worden, aber nur unter der Maßgabe einer Ausklammerung von Wohnimmobilien. Dafür spricht, dass bereits eine Vielzahl von Finanzmarktöffnungen vorgenommen worden sind. Durch verschiedene Finanzmarktförderungsgesetze kamen Liberalisierungen des Finanzsystems zum Tragen¹⁵. So sind z.B. für Kapitalanlagegesellschaften in einem Zeitraum von 15 Jahren räumliche Investitionsbeschränkungen aufgehoben worden. Seit 1990 können sie im EU-Raum und seit 2002 weltweit investieren. Umgekehrt können auch ausländische Kapitalanlagegesellschaften in Deutschland tätig werden. Dafür spricht auch, dass bei vielen Regulierungen gewisse Hintertürchen offen gehalten werden, um Deutschlands Ruf als attraktiven Finanzplatz zu stärken. So gilt bspw. für REITs, dass vor Januar 2007 errichtete Wohnimmobilien nicht aufgenommen werden dürfen. Das heißt aber im Umkehrschluss, dass Wohnimmobilien, die ab 2007 realisiert werden, in REITs eingehen können. Dafür spricht auch der starke Zulauf zu offenen Immobilienfonds, der sich in den eingesammelten Kapitalsummen niederschlägt. Bis auf das Jahr 2006, in dem ein leichter Einbruch zu verzeichnen war, war die Geschichte der offenen Immobilienfonds seit 1992 eine wahre Erfolgsstory (vgl. Abb. 6).

Abb. 6: Fondsvermögen deutscher offener Immobilienfonds in Mio. €



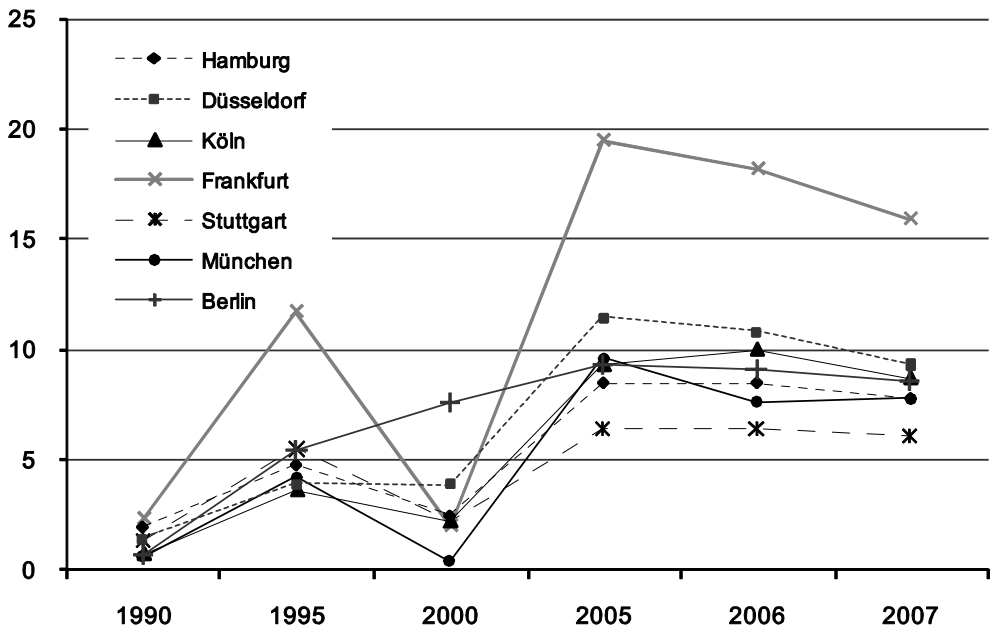
Quelle: Eigene Auswertung nach Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik 1993-2006

Ähnliche wie London weist auch Frankfurts Innenstadtbereich eine hohe Konzentration von Bürobeschäftigung auf. Im Rahmen einer Konferenz im Januar 2007 an der Goethe-

¹⁵ Für eine vertiefte Diskussion vgl. LÜTZ (2002).

Universität betonte der Planungsamtsleiter der Stadt Frankfurt eine hohe Spezialisierung der Frankfurter Innenstadt auf Beschäftigung im Bereich Finanz- und unternehmensorientierte Dienstleistungen. Auch dieser Aspekt weist auf Ähnlichkeiten mit Londoner Gegebenheiten hin. Vor diesem Hintergrund wird der Beitrag mit einem Vergleich der Büroleerstandsdaten in verschiedenen deutschen Großstädten abgeschlossen werden. In der Tat ergibt sich aus der Abbildung 7 der Eindruck, dass der Immobilienzyklus in Frankfurt stärker ausschlägt. Kann das als ein Ergebnis der Durchdringung von Finanz-, Immobilien- und Dienstleistungsarbeitsmarkt mit entsprechenden zyklischen Auswirkungen gedeutet werden?

Abb. 7: Büroleerstand in den wichtigsten deutschen Büromärkten, 1990-2007 in %



Quelle: Jahreserhebungen der gif e.V. und RIWIS Datenbank

Literatur

- Baasner, Möller & Langwald/Bulwien AG (2003): Büroflächenentwicklung in Frankfurt am Main. Untersuchung zur Entwicklung des Büroflächenmarktes 2002-2012. Frankfurt: Magistrat der Stadt Frankfurt.
- BEAUREGARD, R./HAILA, A. (2000): The Unavoidable Continuities of the City. In: MARCUSE, P./ KEMPEN, R. (Hrsg.): Globalizing Cities. A New Spatial Order. Blackwell, Oxford/Malden.
- BEITEL, K. (2000): Financial Cycles and Building Booms. A Supply Side Account. In: Environment and Planning A, 32 (12), S. 2113-2132.
- CHARNEY, I. (2001): Three Dimensions of Capital Switching within the Real Estate Sector: A Canadian Case Study. In: International Journal of Urban and Regional Research, 25 (4), S. 740-758.
- FAINSTEIN, S. (2001): The City Builders. Property Development in New York and London, 1980-2000. University Press of Kansas, Lawrence.
- HAILA, A. (1997): The Neglected Builders of Global Cities. In: KÄLLTORP, O. et al. (Hrsg.): Cities in Transformation – Transformation in Cities. Avebury, Aldershot.
- HAUSMANN, D. (1996): Entwicklung durch Gewerbebau. In: WENTZ, M. (Hrsg.): Stadt-Entwicklung. Die Zukunft des Städtischen. Frankfurter Beiträge 9. Campus-Verlag, Frankfurt, S. 160-189.
- HEEG, S. (2008): Von Stadtplanung und Immobilienwirtschaft. Die „South Boston Waterfront“ als Beispiel für eine neue Strategie städtischer Baupolitik. Transcript-Verlag, Bielefeld.
- HENDERSHOTT, P./LIZIERI, C./MATYSIAK, G. (1999): The Workings of the London Office Market. Real Estate Economics, 27 (2), S. 356-387.
- HUFFSCHMID, J. (1999): Politische Ökonomie der Finanzmärkte. VSA-Verlag, Hamburg.
- Immobilien-Zeitung (2007): Ohne Kapitalmarkt geht nichts mehr. 08.02.2007.
- LAPIER, T. (1998): Competition, Growth Strategies and the Globalization of Services. Real Estate Advisory Services in Japan, Europe and the United States. Routledge, London/New York.
- LEITNER, H. (1994): Capital Markets, the Development Industry, and Urban Office Market Dynamics: Rethinking Building Cycles. In: Environment and Planning A, 26 (5), S. 779-802.
- LEYSHON, A. et al. (1990): The Operational Development and Spatial Expansion of Large Commercial Property Firms. In: HEALEY, P./NABARRO, R. (Hrsg.): Land and Property Development in a Changing Context. Gower, Aldershot, S. 60-97.

- LING, D./NARANJO, A. (1999): The Integration of Commercial Real Estate Markets and Stock Markets. In: *Real Estate Economics*, 27 (3), S. 483-515.
- LIZIERI, C./BAUM, A./SCOTT, P. (2000): Ownership, Occupation and Risk: A View of the City of London Office Market. In: *Urban Studies*, 37 (7), S. 1109-1129.
- LÜTZ, S. (2002): Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Campus-Verlag, Frankfurt am Main.
- MARKERT, C./ZACHARIAS, T. (2006): Wirtschaftsförderung und Immobilienwirtschaft. Partner in der operativen Stadtentwicklung. In: *Standort – Zeitschrift für angewandte Geographie*, 30 (3), S. 118-122.
- MORICZ, Z./MURPHY, L. (1997): Space Traders: Reregulation, Property Companies and Auckland's Office Market, 1975-94. In: *International Journal of Urban and Regional Research*, 21 (2), S. 165-79.
- PRYKE, M. (1991): An International City Going 'Global': Spatial Change in the City of London. In: *Environment and Planning D: Society and Space*, 9 (2), S. 197-222.
- PRYKE, M. (1994): Looking Back on the Space of Boom: (Re)developing Spatial Matrices in the City of London. In: *Environment and Planning A*, 26 (2), S. 235-264.
- SASSEN, S. (2001): *The Global City*. New York, London, Tokyo, 2nd edition. Princeton, University Press, Princeton.
- VON LÜPKE, D. (2000): Maßstabssprünge der Planung – Städtische Planungshoheit und Investoreninteressen zwischen 1990 und 2000. In: RODENSTEIN, M. (Hrsg.): *Hochhäuser in Deutschland: Zukunft oder Ruin?* Kohlhammer, Stuttgart, S. 84-102.
- WINDOLF, P. (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Sonderheft 45, S. 20-57.
- ZUKIN, S. (1992): The City as a Landscape of Power: London and New York as Global Financial Capitals. In: BUDD, L./WHIMSTER, S. (Hrsg.): *Global Finance and Urban Living*. Routledge, London, S. 195-223.