

Analyse
**Ausblick Immobilienmarkt
Deutschland**

Dezember 2018



Der deutsche Immobilienmarkt zehn Jahre nach dem Lehman-Crash
und wie die Reise weitergehen könnte

Erst eine Krise, dann ein Boom

Texte: *Matthias Pink*

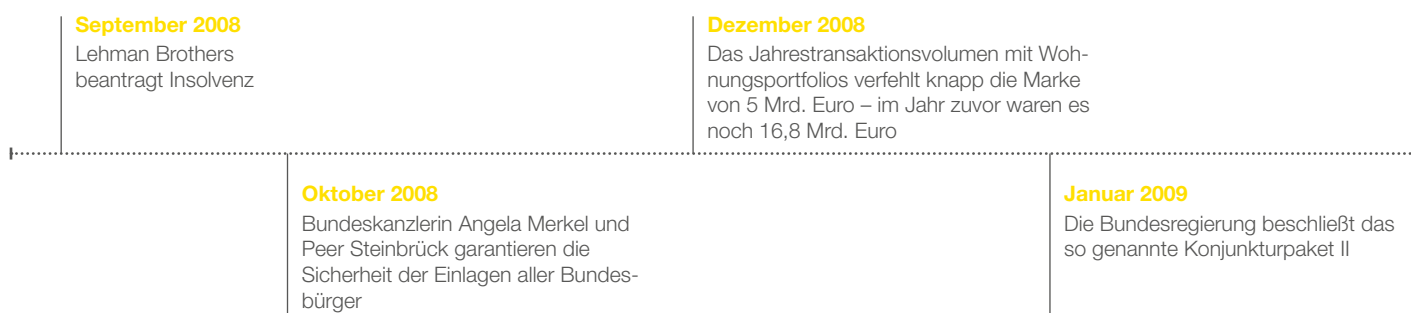
Hand aufs Herz: Wenn Ihnen vor zehn Jahren jemand gesagt hätte, dass sich die Immobilienpreise in Deutschland in der kommenden Dekade mindestens verdoppeln würden, hätten Sie's geglaubt? Damals, am 15. September 2008, beantragte die Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz und sorgte für einen Höhepunkt der Weltfinanzkrise. Diese Krise legte den Grundstein für einen vielleicht beispiellosen Immobilien-Boom, nicht zuletzt in Deutschland. In den zurückliegenden zehn Jahren haben institutionelle Investoren deutsche Wohn- und Gewerbeimmobilien für eine halbe Billion Euro gekauft (Wohnimmobilien für 120 Mrd. Euro,

Gewerbeimmobilien für 380 Mrd. Euro). Nie zuvor ist innerhalb eines solchen Zeitraumes so viel Geld in den deutschen Immobilienmarkt geflossen. Dieser Nachfrageschub trieb die Preise in einem Maße, wie es wohl niemand erwartet hat. Die Immobilienkapitalwerte praktisch aller Nutzungsarten haben sich in dieser Zeit etwa verdoppelt und damit durch die Bank neue Rekordwerte erreicht.

Ohnehin haben die vergangenen zehn Jahre zahlreiche Rekorde produziert – anfangs wenige Negativrekorde, dann aber viele Rekorde im Positiven. Insofern werden sie einige Einträge in den Geschichtsbüchern hinterlassen.

Und auch Geschichten werden sie uns hinterlassen, etwa jene vom Aufstieg Berlins in die Liga der weltweit führenden Investmentstandorte oder die von der Renaissance der Wohnimmobilie als institutionelle Asset-Klasse. Beide wollen wir hier nacherzählen und anreißen, wie die Geschichten weitergehen könnten. Wie es am deutschen Immobilienmarkt insgesamt weitergehen könnte, wie also unser mittelfristiger Ausblick aussieht, erzählen wir in einer dritten Geschichte. So viel vorweg: **Ein Crash und ein Boom liegen hinter uns, ein ‚Bang‘ ist bislang noch nicht am Horizont auszumachen.**

10 Jahre nach dem Lehman-Crash – eine Chronologie



Einst „arm, aber sexy“, nun Boomtown Berlin

Schon ein Blick auf die Entwicklung einiger Kennziffern macht klar: **Der Berliner Immobilienmarkt hat in den vergangenen zehn Jahren eine ganz besondere Geschichte erlebt** (Abb. 1). Als die Weltfinanzkrise ausbrach, galt Berlin immer noch als „arm, aber sexy“. So nannte Klaus Wowereit, damals Regierender Bürgermeister, seine Stadt schon fünf Jahre zuvor. Er prägte damit den vielleicht wirkmächtigsten Slogan, den eine Stadt je hatte. Nun ist „arm, aber sexy“ kein Image, das Immobilieninvestoren anlockt. Aber es zog junge, kreative Leute an. Und davon jede Menge. Seit 2001 ist Berlins Wanderungssaldo durchgehend positiv. Insgesamt zogen in dieser Zeit netto etwa 400.000 Menschen in die Hauptstadt. Allein die Zahl der Studierenden stieg um 50.000. **Berlin wurde zur Schwarmstadt schlechthin.** In der anbrechenden Wissensgesellschaft, in der Humankapital Finanzkapital als Schlüsselressource abzulösen scheint, schuf das die Grundlage für wirtschaftliches Wachstum. Und während etwa das Berlin-Institut mit Verweis auf eben jene Wissensgesellschaft der Hauptstadt bereits [in einer 2007 veröffentlichten Studie](#) bescheinigte, im nationalen Vergleich über das größte Wachstumspotenzial zu verfügen,

waren die Immobilienmarktakteure noch skeptisch. So titelte die Immobilien Zeitung im März 2008: [„Berliner Immobilienmarkt nur mäßig attraktiv“](#) und im [jährlich vom Urban Land Institute veröffentlichten Ranking europäischer Städte](#) landete Berlin ein Jahr später in Bezug auf seine Investmentaussichten lediglich auf Rang 9 von 27. Das Ranking gibt es bis heute. Berlin belegte in den letzten vier Auflagen stets den ersten Platz.

Die Skepsis der Immobilieninvestoren gegenüber Berlin ist im Laufe der letzten zehn Jahre einer Euphorie gewichen, die sich auch in ihrer Zahlungsbereitschaft ausdrückt. So liegen die Bürospitzenrenditen auf dem Niveau Frankfurts oder Münchens. Angesichts einer Wirtschaftsleistung, die nach wie vor weit hinter jener der anderen Top-7-Städte zurückbleibt, reflektieren die niedrigen Renditen sicherlich nicht zuletzt die hohen Erwartungen an die künftige Entwicklung der Hauptstadt. Tatsächlich hat Berlin in den letzten zehn Jahren auch wirtschaftlich aufgeholt, und die lebendige Start-up-Szene, die zusammen mit den kreativen Köpfen Einzug in die Stadt gehalten hat, verspricht weiteres Wachstum. Unter anderen hat sie Zalando hervorgebracht. Gegründet im selben Jahr, als Lehman Brothers

Insolvenz anmeldete, zählt der Online-Händler heute zu den fünfzehn größten Unternehmen Berlins und war in den letzten Jahren einer der größten Nachfrager am Bürovermietungsmarkt. Noch immer werden in Berlin mehr als 500 Start-ups pro Jahr gegründet. Die meisten werden wohl scheitern, einige aber werden sich etablieren und aus manchen wird vielleicht sogar das nächste Zalando. Jedenfalls bringt so viel Masse schon aus stochastischen Gründen auch Klasse hervor. Hinzu kommt, dass sich immer mehr etablierte Unternehmen in der Hauptstadt ansiedeln, weil sie die Nähe zur Berliner Technologie- und Gründerszene suchen. **Insofern stehen die Chancen gut, dass Berlin seinen wirtschaftlichen Aufholprozess auch in der kommenden Dekade fortsetzen wird.** Darauf setzen auch die Immobilieninvestoren. Womit sie allerdings auch rechnen sollten: Dass die sich neu formierende Berliner Wirtschaft anfälliger gegenüber konjunkturellen Schwankungen ist als die alte, vom stabilen öffentlichen Sektor getragene Ökonomie. **Kurzfristige Rücksetzer auf dem langfristigen Wachstumspfad sind also auch am Immobilienmarkt einzuplanen.**

TAB. 1

Ausgewählte Berliner Immobilienmarktkennziffern 2008 vs. 2018

	2008	Top-7-Rang	2018	Top-7-Rang	2008-18	Top-7-Rang
Bürospitzenmiete	22,80 EUR/m ²	5	34,80 EUR/m ²	3	+ 53 %	1
Spitzenmiete 1a-Lage	230 EUR/m ²	5	310 EUR/m ²	2	+ 35 %	1
Wohnungsdurchschnittsmiete	6,30 EUR/m ²	7	10,90 EUR/m ²	6	+ 73 %	1
Bürospitzenrendite	5,2 %	3	2,9 %	1	- 44 %	1
Transaktionsvolumen Gewerbeimmobilien*	16 Mrd. Euro	2	31 Mrd. Euro	1	+ 94 %	1
BIP pro Kopf**	28.900 Euro	7	36.800 Euro	7	+ 27 %	1

Quelle: Bulwiengesa, Empirica Systeme, Statistisches Bundesamt, Savills / *jeweils letzte 5 Jahre / **2016 statt 2018, weil jüngere Daten noch nicht vorliegen

März 2009

Die EZB senkt den Hauptrefinanzierungssatz für die Euro-Zone auf 1,5 % und damit zum ersten Mal seit ihrem Bestehen unter die Marke von 2 %

Juli 2009

Der DAX schließt am 8. Juli mit 4.573 Punkten – ein Rückgang von mehr als 40 % innerhalb von zwei Jahren

Juni 2009

Das Transaktionsvolumen am deutschen Gewerbeimmobilienmarkt liegt im 1. Halbjahr drei Viertel unter dem Vorjahreswert

Dezember 2009

Die deutsche Wirtschaft schrumpft gegenüber dem Vorjahr um 5,6 % – der stärkste Konjunkturreinbruch der deutschen Nachkriegsgeschichte

Alte Liebe, neu entdeckt. Das Comeback der Wohnimmobilie bei institutionellen Investoren.

Wohnimmobilien waren einmal selbstverständlicher Bestandteil der Anlageportfolios deutscher institutioneller Investoren. Während der 1970er Jahre lag beispielsweise die Wohnimmobilienquote deutscher Lebensversicherungen und Pensionskassen konstant über 5 %. In den folgenden Jahrzehnten verloren Wohnungen als Portfoliobestandteil nicht nur bei diesen beiden Investorengruppen stetig an Bedeutung. Als die Finanzkrise ausbrach, betrug die Wohnimmobilienquote in den Portfolios deutscher Erstversicherer gerade noch 0,3 %. Auch im Anlagebestand offener Immobilienfonds fand sich zu diesem Zeitpunkt kaum noch eine Wohnimmobilie. Was war passiert? **Mit Verweis auf die niedrigen Anfangsrenditen und den verschärften Mieterschutz mieden institutionelle Investoren Wohnimmobilien seit den 1980er Jahren zunehmend.** Stattdessen wandten sie sich den Gewerbeimmobilien zu.

Heute sind die Anfangsrenditen niedrig wie nie zuvor und der Staat greift immer stärker in den Wohnungsmarkt ein. Trotzdem sind Wohnungen bei institutionellen Investoren gefragt wie lange nicht. Ihre starke Risikoaversion nach dem Finanzkrisenschock ebnete den Wohnimmobilien den Weg zurück in die Investorenportfolios. Bis heute ist das Begrenzen von Risiken oberstes Gebot und gefragt sind in erster Linie stabile Erträge. Für dieses Anforderungsprofil ist der deutsche Mietwohnungsmarkt prädestiniert. War er schon immer. Allerdings hatten die Investoren in den letzten Jahrzehnten mehrheitlich andere Anlagepräferenzen. Sicherlich trug auch die hohe Mietdynamik der

letzten Jahre dazu bei, dass Investoren den Wohnungsmarkt wiederentdeckt haben.

Auch dieses Comeback lässt sich am Beispiel deutscher Versicherungen und Pensionskassen illustrieren: Diese haben in den vergangenen zehn Jahren per saldo 1,9 Mrd. Euro am deutschen Wohnungsmarkt investiert. Ihr direkt gehaltener Wohnungsbestand, der sich Ende 2008 auf 3,4 Mrd. Euro belief, ist entsprechend gewachsen (konkrete Zahlen dazu liegen wegen veränderter Meldepflichten nicht mehr vor). Zusammen mit ihren ausländischen Pendanten haben sie gut 3 Mrd. Euro investiert und bilden damit die viertgrößte Käufergruppe der Post-Lehman-Ära.

Doch nicht nur über den Weg des Direktinvestments wanderten Wohnungen in die Portfolios von Versicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds. Auch indirekt erhöhten sie und andere institutionelle Investoren ihren Wohnungsbestand. Einer dieser Wege: Spezialfonds, die in den letzten zehn Jahren gut 13 Mrd. Euro netto am deutschen Wohnungsmarkt investierten und deren Hauptgeldgeber wiederum Versicherungen und Co. sind. Ein weiterer Weg, der in Deutschland erst seit wenigen Jahren einer ist: die Börse. **Vor der Finanzkrise spielten börsennotierte Wohnungsunternehmen kaum eine Rolle. Heute stellen sie fünf der zehn größten Wohnungseigentümer Deutschlands.** Zusammen gehören diesen fünf Unternehmen mehr als 800.000 Wohnungen und ihre gemeinsame Marktkapitalisierung beläuft sich auf etwa 50 Mrd. Euro. **Einige ihrer größten Anteilseigner: Versicherungen, Pensionskassen und Staatsfonds.** So hält etwa der

norwegische Staatsfonds Anteile an jeder der drei größten Gesellschaften. Rechnerisch „gehören“ ihm auf diese Weise mehr als 40.000 deutsche Wohnungen.

Top-5-Nettoinvestorengruppen seit 2009

1. Immobilien-AGs/REITs €19,3 Mrd.
2. Spezialfonds €13,1 Mrd.
3. Wohnungsbaugesellschaften €6,8 Mrd.
4. Versicherungen/Pensionskassen €3,0 Mrd.
5. Publikumsfonds €0,8 Mrd.

Pointiert zusammenfassen ließe sich all das vielleicht so: Institutionelle Investoren haben ihre alte Liebe ‚Wohnimmobilie‘ neu entdeckt. Die im Zuge der Weltfinanzkrise gestiegene Risikoaversion der Investoren hat beide wieder zusammengeführt. Ob es bei einer kurzen Romanze bleibt? Allein der Charakter der Wohnimmobilie – sie bietet schwankungsarme Erträge, somit aber auch nur geringe Chancen auf kurzfristige Wertsteigerungen – spricht für eine längerfristige Beziehung. Dass die Investoren in der Spätphase des Zyklus (siehe Beitrag auf der kommenden Seite) eben jene stabilen, konjunkturunabhängigen Erträge besonders wertschätzen, auch. Aber so stabil wie die Erträge von Wohnungen sind die Präferenzen von Investoren offenbar nicht. Von Zeit zu Zeit halten sie Ausschau nach einer neuen Liebe.

April 2010

Griechenland beantragt bei IWF und EU ein zuvor vorbereitetes Hilfspaket – die Weltfinanzkrise mündet in eine Eurokrise

September 2013

Erstmals gibt es in der Bundesrepublik mehr als 30 Mio. sozialversicherungspflichtig Beschäftigte

Juli 2012

EZB-Präsident Mario Draghi hält seine berühmte „Whatever it takes“-Rede, um Zweifel an der Zukunft des Euro auszuräumen

September 2014

Die Bürospitzenrenditen in den Top 7 gehen auf 4,5 % zurück und erreichen damit erstmals wieder ihr Vorkrisen-Tief

Bislang ein Boom – und nun? Ein Ausblick

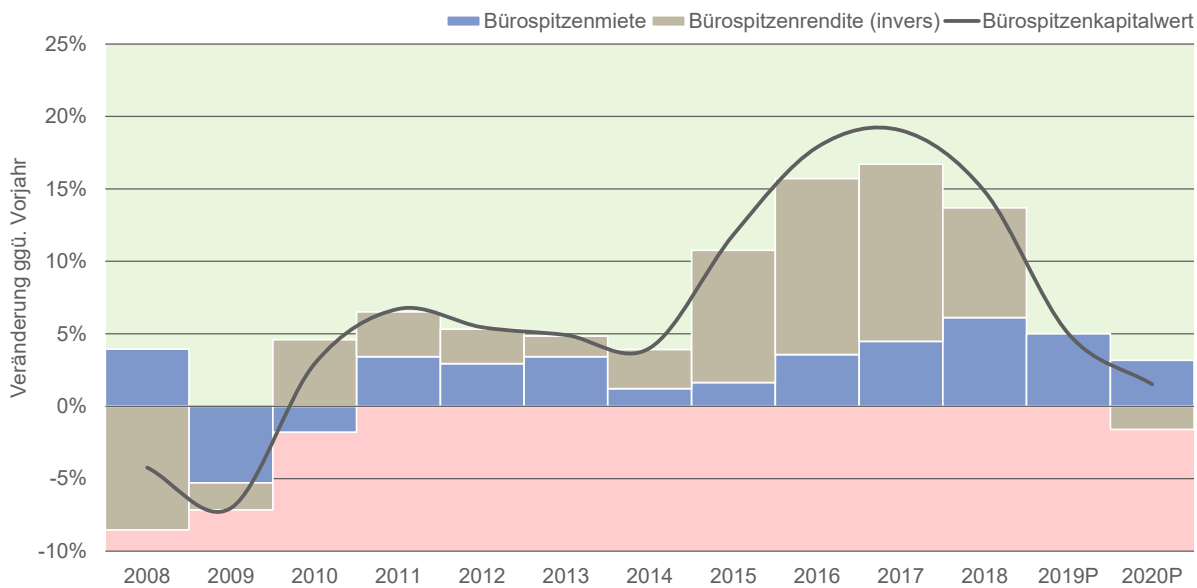
Heute, zehn Jahre nach Lehman, schauen die Akteure am deutschen Immobilienmarkt nicht mehr in einen Abgrund, sondern genießen die Aussicht aus bisher unbekannter Höhe. Denn dem kurzen Abschwung, der mit der Finanzkrise einherging und der am Wohnungsmarkt lediglich eine einjährige Wachstumspause war, folgte ein jahrelanger Aufschwung (Abb. 2 und 3). Es ist der bisher längste im wiedervereinigten Deutschland. Spätestens seit 2015 ist die Geschwindigkeit von Mietwachstum und Renditekompression so hoch, dass man den Aufschwung getrost einen Boom nennen kann. **Und dieser Boom, da sind wir uns fast sicher, geht nun zu Ende. Das heißt aber nicht, dass es ab jetzt talwärts geht.** Vielmehr wird aus dem Boom

wieder ein Aufschwung, weil die geldpolitischen Stimuli, die für den Boom gesorgt haben, schwächer werden. So hat die US-amerikanische Notenbank inzwischen bereits acht Leitzinserhöhungen vorgenommen und angekündigt, diesen Kurs fortsetzen zu wollen. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit dem Ausstieg aus ihrer ultralockeren Geldpolitik begonnen, wenngleich die erste Zinserhöhung noch aussteht.

Die geldpolitische Normalisierung wird dem Superzyklus viel von seiner Dynamik nehmen, sie wird ihn aber nicht beenden. Denn sie ist erstens längst Teil der Investorenerwartungen und als solche in den Anlageentscheidungen und der Zahlungsbereitschaft der Investoren

bereits reflektiert. Zweitens wird der laufende Zyklus anders als der letzte nicht von Fremd-, sondern von Eigenkapital getrieben, weshalb der Bremseffekt, den Zinserhöhungen über den Finanzierungs kanal auslösen, relativ gering sein dürfte. Ohnehin erscheint der Spielraum, den die EZB für Zinserhöhungen hat, eng begrenzt. Die Konsensschätzungen der Analysten sehen den Leitzins jedenfalls noch bis einschließlich 2023 unter der Marke von 2 %. Dasselbe gilt für die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen. **Die Zinswende taugt folglich nicht für ein Bedrohungsszenario, gleichwohl wird (die Aussicht auf) eine restriktivere Geldpolitik nicht wirkungslos verpuffen.** Wir rechnen mit folgenden drei Effekten: Erstens wird weniger

ABB. 2 **Büromarktzyklus in den Top 7 seit 2008**



Quelle: Bulwiengesa, Savills

März 2015

Die EZB beginnt mit dem Ankauf von Wertpapieren

Dezember 2015

Die Notenbank der USA erhöht ihren Leitzins auf eine Bandbreite von 0,25 % bis 0,5 % - es ist ihre erste Leitzinserhöhung seit Juni 2006

Dezember 2015

Investoren kaufen deutsche Wohnungspakete für mehr als 23 Mrd. Euro – neuer Rekord

März 2016

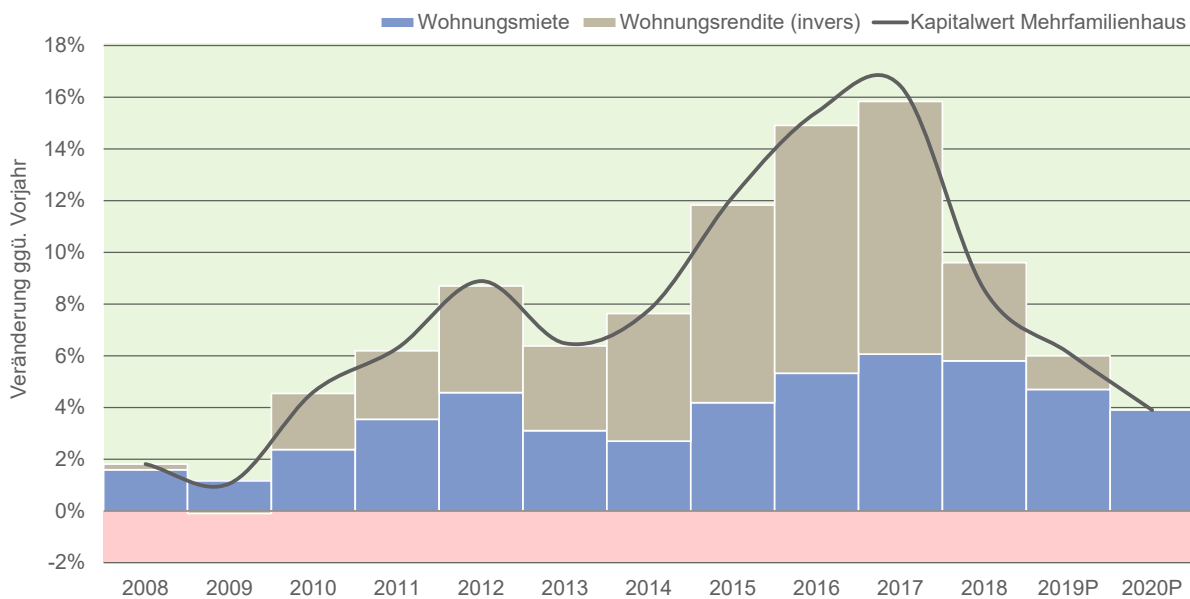
Die EZB senkt den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,0 %

Geld in die Immobilienmärkte fließen. Zweitens wird es keine zinsinduzierte Renditekompression mehr geben. Das führt drittens dazu, dass die Anfangsrenditen nur noch in jenen sektoralen und regionalen Teilmärkten sinken, in denen starke Fundamentaldaten die Mietwachstumsaussichten verbessern. An den Büromärkten dürfte die weiterhin expansive Konjunktur für eine steigende Flächennachfrage sorgen. Allerdings hat sich der Ausblick zuletzt eingetrübt und die Liste der tatsächlichen und potenziellen Belastungsfaktoren ist lang (Handelskonflikte, Brexit-Verhandlungen, Haushaltsstreit der EU mit Italien usw.). Noch ist der konjunkturelle Aufschwung intakt, aber er ist wacklig. Gleichzeitig wird in den

Top-7-Märkten wieder mehr Bürofläche fertiggestellt, vor allem in Berlin. Doch selbst in der Hauptstadt reicht das für 2019 absehbare Neubauvolumen gerade aus, um den prognostizierten Bedarf zu decken und erst ab 2020 wächst das Angebot voraussichtlich etwas schneller als die Nachfrage. Für die Top 7 insgesamt rechnen wir damit, dass die Mieten im Jahr 2019 ähnlich kräftig wachsen wie im Jahr zuvor und das Wachstumstempo dann nachlässt (Abb. 2). Sollte die Konjunktur aber stärker als erwartet an Fahrt verlieren, könnte die Mietwachstumsperiode schon früher enden. **In jedem Fall halten wir eine Konjunkturwende für das sehr viel größere Risiko als eine Zinswende.** Auf Letztere sind die Marktakteure vorbereitet, auf eine Rezession wahrscheinlich nicht.

Am Wohnungsmarkt könnte nur eine rigide Regulierung weiteres Mietwachstum verhindern (und auch das nur scheinbar). Denn die Wohnungsgenehmigungszahlen hinken dem Bedarf nach wie vor hinterher, von den Fertigstellungszahlen ganz zu schweigen. Da es angesichts der zahllosen Engpässe (u. a. Baugrundstücke sowie Personal in Genehmigungsbehörden und bei den Bauunternehmen) extrem unwahrscheinlich erscheint, dass sich daran etwas ändert, bleibt im Grunde nur ein realistisches Szenario: **Die Wohnungsmieten werden voraussichtlich auch in den kommenden Jahren stärker steigen als die Inflationsrate** (Abb. 3).

ABB. 3 **Wohnungsmarktzyklus in Deutschland seit 2008***



Quelle: Bulwiengesa, Savills / Basis: Durchschnittsmieten und -renditen für 127 Riwi-Städte

Juni 2016

Die Leerstandsrate an den Top-6-Büromärkten unterschreitet die Marke von 5 % – es ist das erste Mal seit 16 Jahren

November 2018

Das Transaktionsvolumen am Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien überschreitet die Marke von 50 Mrd. Euro – 2018 ist damit das vierte Jahr in Folge und insgesamt überhaupt erst das fünfte Jahr, in der diese Marke übertroffen wird

Dezember 2017

Die Wohnungsmieten in deutschen Städten steigen gegenüber dem Vorjahr um 7 % – es ist das 13. aufeinanderfolgende Jahr mit steigenden Mieten

Deutscher Immobilienmarkt 2009 bis 2018 im Zahlenspiegel

Gewerbeimmobilienmarkt



18.000
Transaktionen



€ 380 Mrd.
Transaktionsvolumen



2.500
Käufer

Anstieg der
Spitzenmieten...



+ 21%
Büro

Top-5-Städte nach Transaktionsvolumen

1.	Berlin	€ 46 Mrd.
2.	Frankfurt	€ 41 Mrd.
3.	München	€ 37 Mrd.
4.	Hamburg	€ 30 Mrd.
5.	Düsseldorf	€ 19 Mrd.

Top-5-Käufernationen nach Nettoankaufsvolumen

1.	Deutschland	€ 25,3 Mrd.
2.	Frankreich	€ 11,0 Mrd.
3.	Singapur	€ 4,3 Mrd.
4.	China	€ 2,6 Mrd.
5.	Südkorea	€ 2,3 Mrd.



+ 29%
Einzelhandel
in 1a-Lage



+ 11%
Logistik

Wohnimmobilienmarkt



2.500
Transaktionen



€ 120 Mrd.
Transaktionsvolumen



500
Käufer



1,6 Mio.
gehandelte Wohnungen

Top-5-Städte nach Zahl der gehandelten Wohnungen

1.	Berlin	366.000
2.	Dresden	67.000
3.	Hamburg	40.000
4.	Leipzig	39.000
5.	München	31.000

Top-5-Käufernationen nach Nettoankaufsvolumen

1.	Deutschland	€ 24,0 Mrd.
2.	Luxemburg	€ 2,5 Mrd.
3.	Frankreich	€ 1,9 Mrd.
4.	Israel	€ 0,8 Mrd.
5.	Schweden	€ 0,4 Mrd.

Anstieg der Durchschnittsmieten

A-Städte
+ 62%

B-Städte
+ 52%

C-Städte
+ 55%

D-Städte
+ 44%

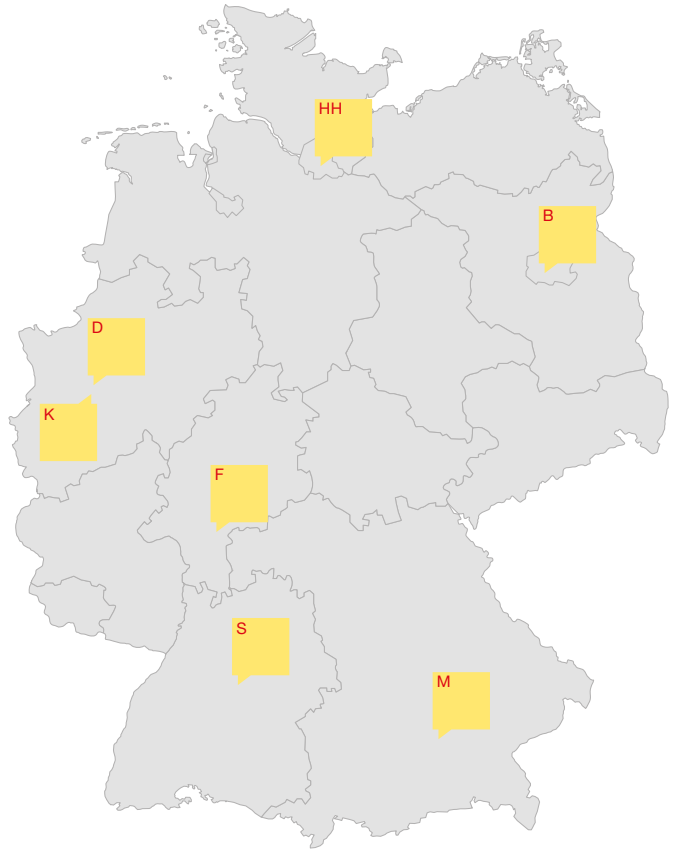
Savills Deutschland

In Deutschland ist Savills mit rund 200 Mitarbeitern in sieben Büros an den wichtigsten Immobilienstandorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart präsent. Savills bietet seinen Kunden heute Expertise und Markttransparenz in folgenden Bereichen an:

Unsere Dienstleistungen

- » Investment
- » Agency
- » Portfolio Investment
- » Debt Advisory
- » Valuation

www.savills.de



Kontakte

Ihre Ansprechpartner bei Savills Deutschland



Marcus Lemli
CEO / Investment
+49 (0) 69 273 000 12
mlemli@savills.de



Panajotis Aspiotis
Agency
+49 (0) 211 22 962 220
paspiotis@savills.de



Karsten Nemecek
Corp. Finance - Valuation
+49 (0) 30 726 165 138
knemecek@savills.de



Draženko Grahovac
Corp. Finance - Valuation
+49 (0) 30 726 165 140
dgrahovac@savills.de



Matthias Pink
Research
+49 (0) 30 726 165 134
mpink@savills.de

Savills ist eines der führenden, weltweit tätigen Immobiliendienstleistungs-Unternehmen mit Hauptsitz und Börsennotierung in London. Das Unternehmen wurde 1855 gegründet und blickt auf eine lange Geschichte mit überwältigendem Wachstum zurück. Savills setzt Trends statt ihnen zu folgen und verfügt heute über mehr als 700 Büros und Partner in Amerika, Europa, Afrika, dem asiatisch-pazifischen-Raum sowie dem Nahen Osten mit über 31.500 Mitarbeitern. In Deutschland ist Savills Immobiliendienstleister mit rund 200 Mitarbeitern in sieben Büros an den wichtigsten Immobilienstandorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart präsent.

Diese Publikation dient allein informativen Zwecken. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, Kosten oder sonstige Schäden, die aus der Verwendung der veröffentlichten Informationen resultieren. Die Informationen beruhen auf Quellen, die von uns als verlässlich eingestuft wurden, wir können jedoch nicht dafür garantieren, dass diese Informationen korrekt oder vollständig sind. Eine Vervielfältigung dieser Publikation oder von Teilen davon bedarf der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Savills.
© Savills Dezember 2018

