

Allen Zyklen auf Gewerbeimmobilienmärkten trotzen

Ob das Know-how selbst gestellt oder mit Partnern abgedeckt werden soll, ist keine Entweder-oder-Frage – Gutes Nebeneinander und Ergänzen möglich

Börsen-Zeitung, 5.10.2016

Die Märkte für Gewerbeimmobilien sind regelmäßigen Zyklen unterworfen. Jede Phase eines Immobilienzyklus – über Abschwung, Stabilisierung und Erholung hin zur Boomphase und folgender Marktsättigung – bringt für die Marktakteure ganz eigene Herausforderungen mit sich. Besonders für die Kreditgeber an den Gewerbeimmobilienmärkten sind die fachlichen Anforderungen aufgrund mannigfaltiger Bedürfnisprofile ihrer Kunden dabei sehr vielschichtig. Was zeichnet also einen über alle Zyklen hinweg nachhaltig erfolgreichen Finanzierer aus? Und worauf sollten Marktakteure im Umgang mit Expertise achten?

Aus Sicht des Kunden ist ganz wesentlich, dass ein Finanzierer ausgeprägtes immobilienpezifisches Know-how bereithält. Dieses drückt sich in der individuellen, persönlichen Betreuung des Kunden und in der Fähigkeit aus, ihm maßgeschneiderte Finanzierungslösungen anbieten zu können. Das erfordert profunde Marktkenntnisse, Verständnis für die verschiedenen Objektarten und die unterschiedlichen Marktbedingungen in den Regionen der Welt – und das unter Berücksichtigung der jeweiligen Phase eines Immobilienzyklus.

Die Einflussfaktoren auf Immobilienzyklen sind dabei äußerst komplex. Vereinfacht lassen sich exogene und endogene Faktoren unterscheiden, die auf die Immobilienmärkte einwirken und zu Ungleichgewichten am Immobilienmarkt führen können. Zu Ersteren zählen äußere Einflüsse, wie etwa Veränderungen wichtiger ökonomischer Variablen, zum Beispiel der Wirtschaftsleistung, des Beschäftigungsgrads oder der Leitzinsen. Strukturelle Veränderungen im sozioökonomischen Umfeld spielen dabei ebenso eine Rolle wie langfristige gesellschaftliche Megatrends – beispielsweise der

technologische Wandel, die Digitalisierung oder die demografische Entwicklung. Auch die Politik wirkt von außen auf die Immobilienmärkte ein, etwa durch Regulierung oder Steuern.

Heterogenität beachten

Endogene Faktoren dagegen sind systemimmanent. Zu den wichtigsten hier zu nennenden Kategorien zählen Zeitverzögerungen, sogenannte „Time Lags“. Trifft beispielsweise eine steigende Nachfrage nach Immobilien auf ein Angebotsvolumen, das kurzfristig fix ist, dann verhindern diverse Time Lags eine Reaktion über das Mengengerüst, wie es auf vielen anderen Märkten zu beobachten ist, womit zunächst nur der Preismechanismus greifen kann. Erst nach und nach verändert sich dann auch das Angebotsvolumen. Zudem spielt die Heterogenität bei Immobilien eine wichtige Rolle.

Gewerbeimmobilien unterscheiden sich teils erheblich in ihrer Ausgestaltung, nicht nur hinsichtlich der Lage, sondern auch in ihrer Größe, Qualität, Modernität, Flexibilität oder ihrem baulichen Zustand. Somit ist eine Vergleichbarkeit selbst innerhalb desselben Marktes immer nur mit Einschränkungen möglich. Die Heterogenität schränkt zudem auch die Transparenz im Vergleich zu anderen Vermögensmärkten wie Aktien oder Anleihen ein. Blasenbildungen und Wertschwankungen werden dadurch begünstigt, da Informationen über Fehlentwicklungen tendenziell erst mit einer gewissen Verzögerung die Marktteilnehmer erreichen.

„Irrationaler Überschwang“

Das Verhalten der Marktteilnehmer und psychologische Faktoren sind weitere wesentliche Faktoren im Zusammenspiel der Mechanismen an den Immobilienmärkten. So tritt in

einer längeren Aufschwungphase bei den Marktteilnehmern eine optimistische Grundeinschätzung ein und sie schreiben gedanklich den gegenwärtig beobachteten Trend der Wertsteigerung fort. Jeder möchte am Trend partizipieren, und somit entkoppeln sich die Preise von ihren fundamentalen Faktoren. Der spätere Nobelpreisträger Robert J. Shiller beschrieb ein solches Verhalten im Jahr 2000 – damals analog betrachtet mit Bezug auf die Aktienmärkte – als „irrationalen Überschwang“. Ein solches Verhalten lässt sich auch auf andere Anlagemärkte übertragen, etwa die berühmte Tulpenmanie im Holland des 17. Jahrhunderts oder auch auf die Überhitzung der Immobilienmärkte in den USA, die schließlich in die Wirtschaftskrise von 2007 bis 2009 geführt hat.

Im erwähnten irrationalen Überschwang setzen die Marktteilnehmer auf einen weiter steigenden Preis. Damit einher geht ein abnehmendes Risikobewusstsein. Der Liquiditätszufluss in die Märkte ist hoch, und die Preise steigen zunächst noch weiter. Treten dann jedoch Zweifel auf und es findet sich niemand mehr, der bereit ist, noch höhere Preise zu zahlen, so platzt die Blase. Die Abwärtsentwicklung beschleunigt sich und kann in eine negative Übertreibung münden.

Diese Prozesse können durch verschiedene Reaktionen der Finanzierungsgeber noch verstärkt werden. Denn während einer Rezession müssen sie potenzielle Abschreibungen und leistungsgestörte Kredite verkraften, welche das Eigenkapital belasten können. Die Aufmerksamkeit des Managements und der gesamten Belegschaft des Kreditgebers fokussiert sich zunehmend auf die Risikominimierung. In der Folge werden die Kreditvergabestandards verschärft und weniger Kredite ausgereicht, was die Investitionstätigkeit auf den Gewerbeimmobilienmärkten

ten zusätzlich belastet. Umgekehrt erhöhen die Finanzierungsgeber in Aufschwungphasen mit positiven konjunkturellen wirtschaftlichen Erwartungen ihre Finanzierungsbereitschaft und erleichtern so die Investitionstätigkeit.

Starke Zyklizität

Die beschriebenen Faktoren zeigen deutlich die grundsätzlich starke Zyklizität der Gewerbeimmobilienmärkte und wodurch diese beeinflusst werden. Die Zyklizität betrifft und umfasst – durchaus mit Verzögerungen und in unterschiedlichen Stärken – unterschiedliche Länder, Märkte und Objektarten. Die hohe Bedeutung der Liquidität in den Märkten wird dabei ebenso oft vergessen wie die Besonderheiten der Immobilien und ihrer Geografien. Immobilien sind heterogen und damit nur eingeschränkt vergleichbar, und auch die Länder unterscheiden sich in rechtlichen und kulturellen Fragestellungen sowie in den allgemeinen Marktansätzen.

In einer Aufschwungphase dehnen die Investoren die Risikoparameter immer weiter aus. Neue Akteure drängen in die Märkte, für die Immobilien oftmals eine wenig bekannte Assetklasse sind und die grundlegende Analysen versäumen. Ohne das notwendige Know-how treffen diese Investoren dann potenziell risikoreichere Entscheidungen; und dies gerade in einer Situation, in der die Preise bereits stark gestiegen sind.

Expertise wichtig

Es liegt also auf der Hand, dass ein Marktakteur ohne ausreichendes immobilienpezifisches Know-how über alle Immobilienzyklen hinweg nicht nachhaltig erfolgreich agieren und erst recht als Partner seine Kunden nicht mehrwertig beraten kann. Doch wie kann er das notwendige Know-how dafür vorhalten? Beim Umgang mit der Immobilienexpertise gibt es aus Sicht des Kreditgebers grundsätzlich zwei Strategien. Er kann eigenes Know-how aufbauen oder Expertise durch das Kooperieren mit einem Partner erwerben. Das Vorhalten eigenen Know-hows ist natürlich kostenintensiv. Es erfordert, dass der Finanzierungsgeber langfristig stabil an den Märkten tätig ist, gleichzeitig aber innerhalb der eigenen Organisation eine hohe Flexibilität aufweist. Zudem muss er vorausschauend mit Blick auf die verschiedenen Zyklen agieren können.

Nicht das gesamte Know-how vorzuhalten, bedeutet natürlich geringere Investitionen in die eigenen Strukturen. Unbestritten bleibt, dass dieses Know-how für die verschiedenen Fragestellungen rund um eine Immobilie unverzichtbar ist und durch Partner ergänzt werden sollte, um nicht mangels fundierter Kenntnisse Fehlentscheidungen zu treffen – und zwar sowohl zu Lasten des Investors als auch des Kreditgebers. In vielen Fällen ist ein Zukauf von externer Expertise – insbesondere wenn er partiell und zeitlich befristet geschieht – aber ein durchaus

geeignetes Mittel, um erfolgreich an den Immobilienmärkten zu investieren. Zum Beispiel wenn eine zusätzliche geografische Diversifikation erwünscht oder eine generelle Abrundung des eigenen Investmentportfolios durch Beteiligungen an Gewerbeimmobilien angestrebt ist.

Fazit – Gewerbeimmobilien sind ein anspruchsvolles Anlageprodukt. Sie weisen durch ihre Heterogenität viele Besonderheiten auf, die es präzise zu bewerten gilt. Die Kenntnis der Gewerbeimmobilienmärkte, ihrer aktuellen, aber auch historischen Entwicklungen, ihrer rechtlichen Grundlagen ebenso wie die Kenntnis der Marktansätze und der kulturellen Aspekte sind letztlich unerlässlich, um in jeder Phase eines Immobilienzyklus erfolgreich zu agieren. Die Frage, ob das dazu notwendige Know-how selbst gestellt oder mit Partnern abgedeckt werden soll, ist dabei keine Entweder-oder-Frage. Für Marktteilnehmer stellen das Vorhalten eigenen Know-hows beziehungsweise der partielle Zukauf von fremdem Know-how zwei grundsätzlich strategische Geschäftsmodelle dar, die gut nebeneinander am Markt existieren und sich ergänzen können, um die verschiedenen Zyklen bestmöglich zu antizipieren.

.....
Christof Winkelmann, Vorstandsmitglied der Aareal Bank AG