


**Tobias Just
Steffen Uttich**



**ES
SIND
NICHT NUR
GEBÄUDE**

**Was Anleger über
Immobilienmärkte
wissen müssen**

Frankfurter Allgemeine Buch

die Verzweiflung des Bauherren am größten ist.

Die Dreifaltigkeit der Immobilienverwaltung

Ist der Bau erst einmal fertiggestellt, kommen dann die Gruppen der Asset Manager, Property Manager und Facility Manager zum Zuge. Auf sie greifen die Eigentümer eines Gebäudes üblicherweise zurück, um das laufende Geschäft tatsächlich am Laufen zu halten. In der Theorie sind die Geschäftsfelder dieser drei Gruppen klar voneinander abgegrenzt. Der *Asset Manager* ist der direkte Eigentümerversorger. Er hält die Fäden auf Portfolioebene zusammen und führt die Geschäfte im einzelnen Objekt – positioniert es am Markt, ist verantwortlich für die Vermietung, beauftragt die Dienstleister. Der *Property Manager* ist nach der reinen Lehre für die kaufmännische Immobilienverwaltung verantwortlich. Er führt die Buchhaltung und bereitet die Zahlen auf. Der *Facility Manager* wiederum hat die technische Immobilienverwaltung im Blick. Einst gab es dafür den schönen Begriff Hausmeister. Er hat die Haustechnik im Griff, sorgt für glückliche Mieter, weil der Strom fließt, das Wasser läuft und die Anlagen einen gepflegten Eindruck machen.

Über die Jahre hat sich dieses schöne theoretische Gebilde jedoch in der Praxis in einem Begriffswirrwarr aufgelöst. Jetzt bietet der Property Manager auch Vermietung an, was eigentlich vornehmste Aufgabe des Asset Managers ist. Facility Manager trauen sich wiederum zu, wenn sie die Gebäude schon so detailliert wie kein anderer im laufenden Betrieb kennen, auch noch die Buchhaltung für den Eigentümer zu führen. Daher hat es sich inzwischen fast schon erübrigt, bei der Beauftragung von der Bezeichnung im Firmennamen auszugehen. Man muss sich das Leistungsspektrum schon im Detail ansehen. Was alle drei Marktakteure jedoch gemeinsam haben, ist die Dienstleistungsfunktion als Immobilienverwalter für den Eigentümer, der nicht die Zeit oder die Erfahrung hat, sich um die Tücken des Tagesgeschäfts zu kümmern.

Letztlich gehören zu den Marktakteuren auch noch die Immobilienspezialisten aus anderen Berufszweigen: Die Anwälte mit einem Schwerpunkt auf immobiliennahen Rechtsgebieten vom Baurecht bis zur Transaktionsabwicklung; die Software-Entwickler mit einem Schwerpunkt auf die Immobilienbranche; die Ingenieurbüros mit einem Schwerpunkt auf Gebäudeuntersuchungen. Sie alle halten das komplexe Gebilde Immobilienmarkt mit ihrem ganz eigenen Beitrag am Laufen.

Gestritten wird gern darüber, ob auch Bauunternehmen ein Teil der Immobilienbranche

sind. Hier gehen die Meinungen teilweise deutlich auseinander. Da sie letztlich aus dem Topf bezahlt werden, den die Kapitalseite unter den Immobilienmarktakteuren aufbringt und mit ihrer Arbeit überhaupt erst die Immobilie erstellen beziehungsweise im Lebenszyklus den Erhalt gewährleisten, wirkt das von der Bauwirtschaft bemühte Ausklammern immer etwas scheinheilig. Sie gehört zur Immobilienwirtschaft im weiteren Sinne.

Alle Marktakteure als Interessenvertretung unter einen Hut zu bringen, ist ein unmögliches Unterfangen. Zu unterschiedlich, zuweilen auch gegensätzlich sind die Interessen. Ein Bestandshalter von Wohnungen hat zum Beispiel kein Interesse daran, dass in seiner unmittelbaren Nachbarschaft neue Wohnungen gebaut werden, weil dies möglicherweise die Mieten bei ihm unter Druck setzen könnte. Ein Bauträger kann dagegen gar nicht genug bauen. Die Folge ist, dass im Gegensatz zu anderen Branchen wie den Automobilherstellern, den Chemiekonzernen, den Banken oder Versicherern die Immobilienbranche nicht mit einer Stimme spricht. Es gibt den Zentralen Immobilien Ausschuss (ZIA), den Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen (GdW), den Bundesverband Freier Immobilien- und Wohnungsunternehmen (BFW), den Bundesverband der Immobilienberater, Makler, Verwalter und Sachverständigen (IVD), den Dachverband Deutscher Immobilienverwalter (DDIV), den Eigentümerverband Haus & Grund und natürlich den Mieterbund für die Marktgegenseite – um nur einmal die größten Verbände zu nennen.

Das ist durchaus problematisch in der politischen Lobbyarbeit – vor allem auf Bundesebene. Keine schlagkräftige Organisation, keine schlagkräftigen Argumente – deshalb ist immer wieder zu beobachten, dass Gesetzesvorhaben eher zu Lasten der Immobilienbranche als zu Lasten der Autobauer in Deutschland gehen. So schnell wird sich daran leider nichts ändern. Denn es sind gleich zwei strukturelle Probleme, die die Immobilienwirtschaft mit sich herumschleppt. Erstens: Die Unternehmenslandschaft ist extrem kleinteilig. Und zweitens: Es gibt die beschriebene bunte Vielfalt an Marktakteuren, die noch dazu überwiegend lokal, manchmal regional und kaum überregional organisiert sind. Das macht es leider schwierig, die beliebten Vorurteile gegenüber der Immobilienbranche aus der Welt zu schaffen. Auf den Gesamteindruck kommt es noch zu wenigen Marktakteuren an.

3. Keine Immobilie ist eine Insel

Immobilienmärkte sind verbunden.

Letztlich werden Nutzungen nachgefragt – und so stehen zweitbeste Angebote in Konkurrenz mit den besten und drittbesten Angeboten. Wer in Harvestehude keine Wohnung findet, schläft in der Regel nicht unter einer Brücke, sondern in Eppendorf, Winterhude oder Wandsbek. Mietsteigerungen in einer Lage können somit durch andere Märkte ausgelöst werden.

In unserem ersten Kapitel haben wir schon argumentiert, dass es bei der monetären Bewertung von Immobilien nur mittelbar um Steine und Zement oder um Dämmstoffe und Internetanbindungen oder um die Nähe zu Infrastruktureinrichtungen oder Einkaufsgelegenheiten geht. Alle baulichen Gebäudeeigenschaften und Standortmerkmale erhalten erst einen monetären Wert, wenn sie Immobiliennutzern als wertvoll erscheinen. Je genauer mit einer Immobilie die Bedürfnisse und Vorlieben eines konkreten Nutzers getroffen werden, umso höher ist auch der Wert des Objekts für den Nutzer.

Nun sind Nutzer so etwas wie Schneeflocken: Alle sehen irgendwie ähnlich aus, sind aber doch völlig unterschiedlich. Die Vielfalt auf den Immobilienmärkten ist daher nicht in erster Linie ein Ausdruck des Ideenreichtums von Architekten, Stadtplanern und Projektentwicklern. Sie spiegelt vielmehr die Vielfalt der Nutzer von Wohnungs-, Büro- und Einzelhandelsimmobilien wider. Die Kreativität von Architekten und Projektentwicklern hilft freilich, latente Bedürfnisse an die Oberfläche zu bringen.

Aus diesem Umstand leiten viele Anleger ab, dass eine Immobilieninvestition vor Entwicklungen auf anderen Märkten weitgehend geschützt ist, weil das Objekt eben so unglaublich spezifisch konzipiert ist. Wenn man also alles richtig macht, dann ist man vermeintlich vor dem Auf und Ab an anderen Märkten weitgehend gefeit. Doch was hat die Nachfrage nach Wohnraum in Chemnitz mit jener in München oder Hamburg oder sogar mit der Preisdynamik auf den Märkten für Eigenheime in Iowa oder Arizona zu tun? Warum sollten Projektentwickler und Bauherren für Einkaufszentren auch auf die Marktdynamik von Büromärkten in anderen Städten oder Ländern achten? Wenn zum

Beispiel in Schanghai oder Guangzhou ein paar zehntausend Wohnungen zu viel gebaut worden sind oder die Mietrendite auf 2 Prozent abstürzt – ist das für Europäer nicht der berühmte Sack Reis, der in China umfällt?

Oder gibt es nicht doch Verbindungen zwischen all diesen Märkten, die sich entweder systematisch feststellen und analysieren lassen beziehungsweise die zufällig entstehen? Ganz so wie der nicht minder berühmte Schmetterlingsschlag in Asien, der nach einer quasi-chaotischen Wirkungskette am anderen Ende der Erde einen Orkan auslöst.

Im Gleichschritt – Marsch!

Nun soll es an dieser Stelle aber nicht schwerpunktmäßig um die Macht nicht vorhersehbarer Ereignisse gehen. Allerdings sind die damit verbundenen Lehren für Immobilienanleger keineswegs unwichtig. Ein Risikopuffer für Unvorhersehbares ist durchaus sinnvoll. Nassim Taleb hat in seinem Buch „Der Schwarze Schwan“ im Jahr 2008 eindrucksvoll und raumgreifend nachgewiesen, dass Investoren sehr häufig die großen und besonders unwahrscheinlichen Eventualitäten und deren Folgen für das eigene Investment hoffnungslos unterschätzen. Im Volksmund heißt dies – weit weniger raumgreifend: „Es kommt immer anders, als man denkt.“

Aufmerksamen Cineasten dürfte die Grundidee der Schwarzen Schwäne und ihre Bedeutung für Immobilienprojekte spätestens seit den Ausführungen von Dr. Ian Malcolm zur Chaostheorie im Jahr 1993 vertraut sein. Während die Worte des Chaosforschers auf einer entlegenen Insel noch nachhallen, sorgt eine Verkettung höchst unglücklicher und unwahrscheinlicher Zufälle (korrupter Mitarbeiter an zentraler IT-Schnittstelle, Unwetter, kleine Kragenechse auf dem Weg usw.) dafür, dass sich die erwarteten Einnahmen aus dem Immobilienprojekt „Jurassic Park“ für den Investor John Hammond innerhalb kürzester Zeit in Luft auflösen. Weil aber Unvorhersehbares naturgemäß nun einmal schwer zu prognostizieren ist, wollen wir es mit dem Hinweis bewenden lassen, dass sich Investoren dieser Macht des Unkalkulierbaren immer bewusst sein sollten.

Wichtiger für die weitere Argumentation ist uns, dass viele Immobilienmärkte sehr ähnlichen Entwicklungen unterworfen sind. Um dies zu veranschaulichen, haben wir die Schwankungen der Wohnungspreise in knapp 130 deutschen Städten seit 1990 untersucht. Es wurden Städtepaare gebildet, und für jedes dieser Städtepaare wurde der Gleichlauf der Veränderungsraten der Wohnungspreise berechnet. Zunächst kamen rund 8.500 Wertepaare zusammen. Um den Gleichlauf von zwei Datenreihen zu bestimmen,

berechnet man sogenannte Korrelationskoeffizienten. Der Korrelationskoeffizient misst, wie ähnlich sich zwei Datenreihen – hier die jährlichen Veränderungsrate der Wohnungspreise für Neubauwohnungen in den zurückliegenden 23 Jahren – entwickelt haben.

Die Werte, die er anzeigen kann, liegen zwischen -1 und $+1$. Ein Wert von $+1$ bedeutet, dass zwei Datenreihen in einem festen positiv-linearen Verhältnis stehen. Für die zwei Städte Bamberg und München wäre dies zum Beispiel der Fall, wenn die Wohnungspreise in Bamberg in jedem Jahr halb so stark ansteigen wie jene in München. Ein Korrelationskoeffizient von -1 wäre dann zu verzeichnen, wenn die Preisentwicklungen ebenfalls in einem festen linearen Verhältnis stehen, diese Beziehung aber negativ ist. In unserem fiktiven Beispiel sieht das dann so aus, dass die Wohnungspreise in Bamberg um 2 Prozent fallen, während jene in München um 1 Prozent stiegen – und diese Relation gilt in jedem einzelnen der untersuchten 23 Jahre. Schließlich bedeutet ein Korrelationskoeffizient von null, dass es überhaupt keine lineare Beziehung zwischen den beiden Märkten gibt. Diese Märkte bezeichnet man dann als vollständig unkorreliert.

Der mittlere Korrelationskoeffizient für alle 8.500 Städtepaare lag für den untersuchten Zeitraum bei fast 0,5. Für nicht einmal 200 Städtepaare wurden Werte von null oder kleiner ermittelt. Das heißt also, für die allermeisten Städtepaare in Deutschland lässt sich ein positiver Zusammenhang zwischen den jeweiligen Wohnungspreisentwicklungen in den vergangenen 23 Jahren feststellen. Auch zwischen der Entwicklung von den Preisen für Neubauwohnungen und jenen für Bestandswohnungen sowie zwischen der Entwicklung von Wohnungs- und Einfamilienhauspreisen konnten signifikante positive Beziehungen für die allermeisten Städtepaare in Deutschland ermittelt werden.

Die regionalen Wohnungsteilmärkte bewegen sich also häufig so, als wären sie wie die einzelnen Knoten in einem Netz miteinander verbunden. Allerdings ist bei der Interpretation solcher Korrelationen Vorsicht geboten. Denn ein positiver Zusammenhang sagt überhaupt nichts über den Grund des Gleichlaufs aus. Hinzu kommt, dass Korrelationen immer von stabilen und linearen Beziehungen ausgehen. Doch Beziehungen zwischen Wirtschaftsgrößen können sich ändern und sie müssen natürlich nicht ausgerechnet den einfachsten mathematischen Gesetzmäßigkeiten unterworfen sein, nur weil das menschliche Gehirn so gerne in stabilen, linearen Bezügen denkt.

Der beobachtete Gleichlauf der Preise mag zunächst überraschen, denn die Preisentwicklungen in München, Berlin oder Suhl waren auf den ersten Blick sehr