



Nicht die Märkte sind das Risiko, sondern schlechte Marktprognosen

Immobilieninvestoren und -finanzierer sind am Rendite-Risiko-Profil einer Anlageoption interessiert. Während auf den Immobilienmärkten der Kaufpreis als Regulativ zwischen Angebot und Nachfrage die Renditen beeinflusst, wird der Erfolg eines Investments in Handelsimmobilien am nachgelagerten Einzelhandelsmarkt entschieden. Dort orientieren sich die Miet-Cashflows an den nachhaltig erzielbaren Umsätzen der Einzelhändler und das Investitionsrisiko an der Tragfähigkeit des Betreiberkonzepts am Standort. Doch neben dem Betreiber oder seiner Bonität sollte bei der Market Due Diligence vor allem der Kunde als Fundament für den Erfolg des Betreibers im Fokus stehen. Und genau hier hakt es zumeist, wenn das Potenzial von Handelsimmobilien prognostiziert wird.

Ein Markt im Wandel

Die Handelsimmobilie als Assetklasse hat sich seit der Lehman-Pleite in der Wahrnehmung der Investoren für Gewerbeimmobilien verändert: Während der Fokus zuvor auf Büroimmobilien gerichtet war, verlagerte sich das Interesse zunehmend auf Einzelhandelsobjekte. Zum einen belastete ein Überangebot an Büroimmobilien die Renditen, ohne dass ein ausgleichender Nachfragedruck in Zeiten der Wirtschaftskrise zu erwarten war. Zum anderen brachte die Krise eine Menge Unruhe und Unsicherheit in den Markt, wogegen die Handelsimmobilie mit ihren traditionell längerfristigen Mietverträgen einen Trumpf in der Hand hatte. Rückblickend also nicht verwunderlich, dass die Stunde der Bestandsimmobilie im Einzelhandelssektor geschlagen hatte.

Die Marktsituation für diese Anlageklasse stellt sich allerdings anders als im Büromarktsegment dar. Begrifflichkeiten wie ‚Core‘ oder ‚Core Plus‘ waren nicht einfach auf die Einzelhandelsimmobilie übertragbar, ein Auge auf Top-Lagen in Top-Metropolen reichte nicht mehr aus, der Markt war vielschichtiger und für viele unüberschaubarer geworden. Die Attraktivität einer Immobilie war nicht mehr auf die Perspektive der Mieter begrenzt, sondern um die wahrgenommene Standortattraktivität aus Kundensicht erweitert. Bei einer Investition mussten nun neben der Lage auch makro- und mikroökonomische Entwicklungen, Trends im Einzelhandel und vor allem Konsumentenpräferenzen berücksichtigt werden.



Ein Retail Investment ist solange exakt kalkulierbar, wie ein Mietvertrag besteht und die Bonität des Mieters nicht fraglich ist. Das gilt für Bestandsimmobilien. Doch wie sind Handelsimmobilien zu bewerten, wenn der Ausfall eines Mieters droht? Welche Drittverwendungsmöglichkeiten gibt es? Und wie kalkuliere ich die nachhaltig tragfähige Miete bei Neuansiedlungen, wenn noch keine Echtdateien zu Umsätzen existieren und bei einer falschen Einschätzung nachträgliche Mietanpassungen nach unten drohen? Dafür muss ein Investor den Blick in die Zukunft richten, zu einem erfolgskritischen Zeitpunkt: in der Phase der Kaufpreisfindung. Es ist somit von hoher Relevanz, frühzeitig über die Höhe und Stabilität der erwartbaren Umsätze des Betreibers Bescheid zu wissen. Finanziell kritisch sind solche Vorhersagen allerdings dann, wenn sie auf tradierten Methoden beruhen, die am eigentlichen Ziel der Fragestellung vorbeigehen und zu ungenauen bzw. schlicht falschen Ergebnissen führen.

Die Ausgangslage: Der Betreiber

Für den Betreiber der Handelsimmobilie entscheidet die optimale Standort- und Objektwahl maßgeblich über das vor Ort erzielbare Ergebnis. Diese aufgrund der hohen Entwicklungskosten langfristig bindende Entscheidung muss ein Einzelhändler unter der Unsicherheit treffen, dass sich sein Marktumfeld im Laufe der Zeit stark ändert. Entwicklungen auf makro- und mikrostandörtlicher Ebene, Tendenzen im Wettbewerbsumfeld, Branchentrends sowie Verschiebungen von Konsumentenpräferenzen wirken auf die Standortqualität und stellen je nach Ausprägung Chance oder Risiko für den Betreiber dar.

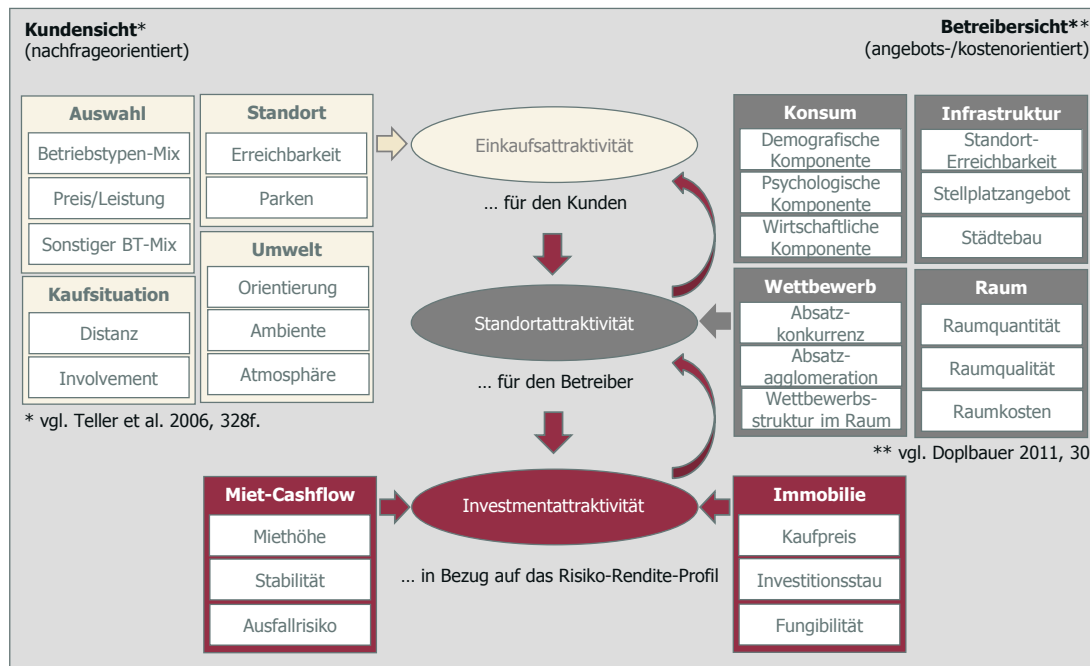
Anders als bei Büroimmobilien sind die Standortpotenziale für unterschiedliche Handelsformen durchaus verschieden zu bewerten. Nicht zwangsläufig ist die 1a-Lage in der Innenstadt einer großen Metropole der Grünen Wiese am Rande einer Klein- oder Mittelstadt vorzuziehen, wenn der Einzelhändler am peripheren Standort einerseits ein bedeutend niedrigeres Mietniveau und andererseits die für sein Angebotskonzept optimale Flächengröße vorfindet. Gleiches gilt für den Investor: Ein Fachmarktzentrum am Stadtrand kann über ein deutlich attraktiveres Chancen-Risiko-Profil verfügen als ein Geschäftshaus im Haupteinkaufsbereich. Daran erkennt man, dass die mit den Investmentstilen von Core bis Opportunistic verbundenen Anlagenattribute für den Einzelhandelssektor nicht immer passend sind und ein Umdenken eingeleitet werden sollte.



Das Fundament: Der Kunde

Für eine Investition in Handelsimmobilien ist es notwendig, die Wirkungskette vom Kunden bis zur Investmentattraktivität in ihrer Gänze zu berücksichtigen. Auch wenn sich die Definition von Einkaufsattraktivität (aus Kundensicht) zu großen Teilen mit der von Standortattraktivität (aus Betreibersicht) deckt, werden unterschiedliche Dimensionen angesprochen: Was für den Kunden eine breite Palette an Angebotsalternativen ist, kann für den Einzelhändler substitutiven Wettbewerb mit Marktanteilsinbußen bedeuten – oder aber in Agglomerationsvorteilen und Umsatzzuwächsen münden.

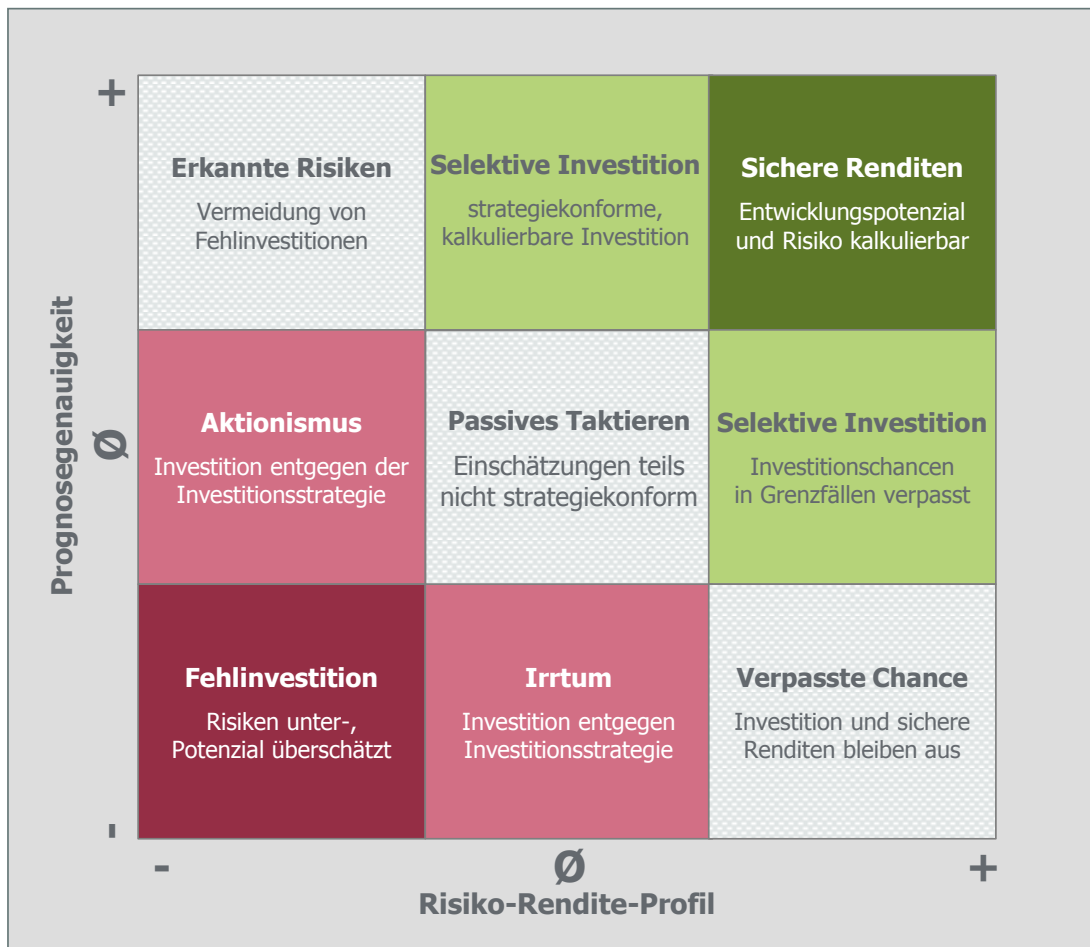
Aus Investorenperspektive zählen neben originären Immobilienfaktoren (Kaufpreis, Investitionsstau, Fungibilität) die Höhe des Miet-Cashflows und das Risiko einer Minderung bzw. eines kompletten Ausfalls. Das maßgebliche Kriterium für den Investor ist demzufolge vom Erfolg des Betreibers der Einzelhandelsimmobilie abhängig. Und eine Immobilie kann noch so gut sein, wenn das Betreiberkonzept am Standort nicht funktioniert bzw. ein Top-Standort ist wenig wert, wenn er aufgrund baulicher oder bauplanungsrechtlicher Restriktionen nicht optimal genutzt werden kann. Immobilienattraktivität ist vom Kunden her zu denken. Bei einem Investment ist man gut damit beraten, über den „Tellerrand“ harter Kennzahlen wie Multiplikatoren hinauszublicken und die Nachhaltigkeit der Vermietung bzw. Möglichkeiten einer Drittverwendung zu prüfen. Der Erfolg des Investors bzw. das Risiko des Finanziers wird am Beginn der Wirkungskette entschieden, bei der Akzeptanz des Kunden für das Bündel aus Standortqualität, Umweltattraktivität, Auswahl und Betreiberkonzept sowie der Angebotsinszenierung vor Ort.



Quelle: eigene Darstellung

Das Risiko: Eine falsche Prognose

Das Risiko-Rendite-Profil einer Einzelhandelsimmobilie orientiert sich an der Attraktivität für den Kunden, die intersubjektiv verschieden beurteilt wird. Deshalb können Marktanteils- und Umsatzprognosen nur dann treffsichere Ergebnisse liefern, wenn das Einkaufsverhalten der Konsumenten in der Standortregion erfasst und in die Berechnung einbezogen wird. Bisher beruhten die meisten Prognoseverfahren allerdings auf Analogieschlüssen und Erfahrungswerten mit ähnlich gelagerten Standorten. Die Kundenperspektive blieb außen vor. Zusätzlich liefern diese Verfahren einen Wert, der sich überwiegend aus subjektiven Einschätzungen der Analysten speist. Mit anderen Worten bekommt man am Ende das raus, was man am Anfang als Erwartung reingesteckt hatte, also nicht objektivierbare, empirisch ungestützte Ergebnisse. Darunter leidet die Prognosegenauigkeit, was für einen Investor bzw. den Immobilienfinanzierer nicht ungefährlich ist.



Quelle: eigene Darstellung

Schlechte Marktprognosen unterschätzen entweder das Risiko einer Investition oder verkennen schlicht Potenziale. Nicht nur für den Immobilienkäufer kann das schwerwiegende ökonomische Auswirkungen nach sich ziehen. Während er bzw. der Finanzierer mit den Folgen einer Fehlinvestition zu kämpfen haben, kann eine falsche Prognose für den Immobilienverkäufer auch bedeuten, dass Potenziale unterschätzt wurden und er unnötig auf zusätzlichen Verkaufserlös verzichtet hat, was seine Bruttorendite schmälert. Verkannte Umsatzpotenziale des Betreibers stellen für den Investor aber auch verpasste Investitionschancen dar, was sich schmerzhaft in den Bilanzen niederschlagen kann. Insbesondere wenn aufgrund einer aggressiven Investmentstrategie hoher Anlagedruck herrscht, können gute externe Prognosen den Investor davor schützen, Kapital unnötig zu vernichten. Auch in Grenzfällen eines durchschnittlich attraktiven Risiko-Rendite-Verhältnisses bieten belastbare



Vorhersagen den Vorteil, das Investment kalkulieren und eine strategiekonforme Entscheidung treffen zu können.

Im Wettbewerb um die attraktivsten Objekte haben diejenigen einen Vorteil, die ihre Entscheidung auf einer kalkulierbaren Basis treffen. Diese kann durch Verfahren gebildet werden, die auf den Konsumpräferenzen im relevanten Marktgebiet aufbauen und nicht wie bisherige Methoden weitgehend vom Verbraucher losgelöste Marktprognosen abgeben. Eindeutig bewährt hat sich hierzu die Discrete-Choice-Methode. Dieser Prognoseansatz erfasst die Kundenpräferenzen in der Region des Untersuchungsobjekts und verknüpft diese mit standörtlichen sowie betreiberspezifischen Faktoren. Das Modell wird anschließend einzelfallspezifisch angepasst und bezieht neben der Verkaufsfläche und der Distanz auch Branchenspezifika sowie Vertriebslinienattraktivitäten mit ein. Anhand der empirisch ermittelten, objektivierten Einflussstärke dieser Faktoren werden präzise Prognosen über Markt- und Umsatzanteile geliefert, die über sehr hohe Treffsicherheit verfügen.

Aufgrund der Flexibilität des Verfahrens ist es möglich die verschiedensten Fragen, die rund um die Einzelhandelsimmobilie eine Rolle spielen, objektiv zu beantworten. Fragen, bei denen herkömmliche Methoden entweder an ihre Grenzen stoßen oder unpräzise Vorhersagen liefern, zum Beispiel welcher Umsatz in einem neuen Einzelhandelsobjekt nachhaltig erwirtschaftet bzw. welche Umsatzsteigerung durch eine Standortverlagerung oder Revitalisierung erzielt werden kann? Wie ein neuer Wettbewerber den Umsatz eines Mieters beeinflusst und folglich das Risiko und die Höhe der Rendite? Welche Verdrängungseffekte eintreten? Wie erfolgreich ein marktunerprobtes Anbieterkonzept ist? Und darüber hinaus weitere Fragestellungen, die verdeutlichen, dass die Bewertung einer Handelsimmobilie neben immobilienwirtschaftlichen Faktoren den Ausgangspunkt beim Kunden suchen muss.

Ein Beitrag* von Dr. Gerold Doplbauer
Dr. Lademann & Partner GmbH

* der Beitrag wird im German Council Magazin Herbst/Winter 2012 veröffentlicht