

Immobilieninvestitionen trotz Subprime-Krise

Vorsicht bei nichtkotierten Fonds

Von Stefan Hepp*

Bei den börsenkotierten Immobilienanlagen dürfte ein grosser Teil der Korrekturen aus der Finanzkrise vollzogen sein. Bei geschlossenen und offenen Anlagefonds müssen die Anleger dagegen mit weiter sinkenden Inventarwerten rechnen.

Schweizer Institutionen, die ihre Immobilienanlagen international diversifiziert haben, blicken auf ein erfolgreiches Jahrzehnt zurück. Der nordamerikanische NCREIF-Property-Index weist für von Institutionellen direkt gehaltene Liegenschaften für den Zeitraum 1998 bis 2007 eine durchschnittliche Rendite (in Schweizerfranken) von rund 10% pro Jahr aus. Im gleichen Zeitraum erzielten Schweizer Immobilienanlagen eine Rendite von rund 6%. Bei den kotierten Immobilienanlagen machte sich die Krise am US-Hypothekemarkt zwar schon früh bemerkbar und führte 2007 zu einer negativen Jahresrendite im zweistelligen Bereich. Trotzdem betrug die Jahresrendite über den Zeitraum 2005 bis 2007 immer noch 15%.

Stark gestiegene Finanzierungskosten

Die goldenen Zeiten sind jedoch vorläufig passé. Allein in der Woche vom 6. bis zum 10. Oktober 2008 verloren Aktien von Reits und Immobiliengesellschaften in den USA 11%, in England 14% und in Kontinentaleuropa und Asien jeweils 22%. Bis zum 7. November erreichte der globale FTSE-EPR/NAREIT-Index für kotierte Immobilienanlagen eine Jahresrendite von -46% gegenüber derjenigen des MSCI-Weltindex von -40% (in \$). Diese Entwicklung reflektiert zum einen die Erfahrung, dass eine Börsenpanik keinen Unterschied nach Sektoren macht, zum anderen widerspiegelt der Kursverfall aber auch die weltweit dramatisch gestiegenen Finanzierungskosten und damit die neue Erfahrung, dass die Kreditmärkte keinen Unterschied nach Regionen mehr machen.

Aus Sicht der Anleger bietet die heutige Situation gute Chancen. Allerdings sind einige Dinge zu beachten, wie z. B. der Unterschied zwischen kotierten und nichtkotierten Immobilienanlagen. Da bei den kotierten Anlagen sämtliche zur Verfügung stehenden Informationen sofort im Börsenkurs verarbeitet werden, haben amerikanische und englische Reits seit ihren Höchstständen im ersten Quartal 2007 bis Anfang November 2008 Kursabschläge von -59% bzw. -63% verzeichnet. Demgegenüber wies der NCREIF-Index im gleichen Zeitraum eine Rendite von +2% aus, und sein englisches Pendant, der IPD-Index, korrigierte nur um rund -10%. Diese Diskrepanz ist auch in Kontinentaleuropa und in Asien festzustellen und zeigt, dass die Bewertungen direkt gehaltener Liegenschaften immer noch die fundamental gute Verfassung (Angebot/Nachfrage, Leerstände, Mietzinsentwicklung) vieler Liegenschaftsmärkte bis Mitte 2008 reflektieren. In vielen Ländern manifestieren sich erst jetzt die ersten Auswirkungen von Kreditkrise und Rezession in den kommerziellen Liegenschaftsmärkten, und Experten rechnen mit einem Korrekturpotenzial von -20% bis -30% in den nächsten 12 bis 18 Monaten.

Für den Anleger bedeutet dies, dass die US-Reit-Märkte wohl einen wesentlichen Teil der

Korrektur hinter sich haben und langfristig wieder als interessant gelten können, auch wenn sie kurzfristig volatil bleiben. Bei nichtkotierten Immobilienfonds ist dagegen noch grosse Vorsicht geboten, da diese noch weit davon entfernt sind, die Inventarwerte angepasst und das neue Marktumfeld vollständig in ihrer Preisfestlegung berücksichtigt zu haben. Dies wird sich jedoch ändern, da Investoren gerade bei offenen Immobilienfonds in Erwartung sinkender Inventarwerte zunehmend ihr Geld abziehen und diese Fonds somit zu Notverkäufen zwingen.

Für Immobilieninvestoren bietet dieses Marktumfeld Chancen bei opportunistischen Fonds, welche notleidende Entwicklungsprojekte übernehmen können oder Immobiliengesellschaften restrukturieren, die bei ihrer Finanzierung in eine Schieflage geraten. Dazu sind aber gerade jene Fähigkeiten im Financial Engineering gefragt, die angesichts der Kreditkrise in Verruf gekommen sind. Im Entwicklungsbereich bietet jedoch auch der traditionelle Neubau weiterhin Chancen, da die Nachfrage nach Wohn- und Gewerbeflächen in Mittel- und Nordeuropa sowie in Zentral- und Osteuropa weiterhin, wenn auch in bescheidenerem Ausmass, zunimmt.

Nachholbedarf in asiatischen Märkten

In Asien und anderen Schwellenländern, besonders in den BRIC-Staaten, sind die mittelfristigen Wachstumsprognosen trotz dem negativen Einfluss der stagnierenden US-Wirtschaft immer noch nahe bei den Durchschnittswerten der letzten fünf Jahre. Kurzfristig werden sich jedoch auch in diesen Märkten Konjunkturrückgang und steigende Finanzierungskosten negativ auf die Bewertung von Immobilien auswirken. Somit gilt auch für Märkte wie Russland, Indien, China und Brasilien, dass die Rendite von Immobilienanlagen in den nächsten Jahren unter den Werten der letzten fünf Jahre liegen dürfte. Insgesamt präsentieren sich die Schwellenländer aber in einer relativ guten Verfassung und schaffen Investitionsmöglichkeiten, die ebenfalls vor allem durch Anlagen in opportunistische Fonds genutzt werden können, da diese über Immobilien-Entwicklungsprojekte direkt am Wachstum partizipieren. Andererseits sprechen die Länder- und Eigentumsrisiken in vielen Schwellenländern noch gegen Anlagen in reine Renditeobjekte oder einkommensorientierte Fondsportfolios.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Auswirkungen der Finanzkrise und der nachlassenden Konjunktur global sind und auf absehbare Zeit die Bewertung von kommerziellen Liegenschaften in vielen Märkten negativ beeinflussen werden. Angesichts der enormen Korrekturen bei den kotierten Immobiliengesellschaften und Reits kann man jedoch davon ausgehen, dass dieser Sektor diese Entwicklung bereits vorweggenommen hat und somit wieder attraktiv ist. Konkurse, Bilanzbereinigungen oder Mittelabflüsse aus Fonds werden dafür sorgen, dass der Anpassungsprozess nicht linear, sondern sehr volatil verlaufen wird und somit hervorragende Anlagechancen für opportunistische Fonds bietet, die, gestützt durch langfristige Kapitalzusagen ihrer Investoren, diese Turbulenzen aussitzen können. Es ist gerade der Mangel an Risikokapital im derzeitigen Umfeld, der die besten Ertragsaussichten für Investoren bietet, die heute solches Kapital zur Verfügung stellen können.

* Der Autor ist Chief Executive Officer und Gründer von SCM Strategic Capital Management AG.