

Investment

Immobilienaktiengesellschaften im Umfeld der Marktturbulenzen

Thomas Kaul*

Mit der Korrektur an den Aktienmärkten hatten auch Schweizer Immobilienaktien von März bis Dezember 2007 einen Kursrückgang von 22% zu verzeichnen und einzelne Gesellschaften werden bereits wieder mit einem Abschlag zum inneren Wert (NAV) gehandelt. Eine solche Schwäche auf den liquiden Immobilienaktienmärkten ist in der Regel ein Vorbote einer Korrektur auf den weniger liquiden (direkten) Immobilienmärkten.

Der Blick nach England zeigt, dass der Kursrückgang der Immobilienaktien gemessen am EPRA UK um 40% von März bis Dezember 2007 einher geht mit einer starken Korrektur an den direkten Märkten. Der den direkten Markt abbildende IPD UK All Property Index¹ verzeichnet in den letzten neun Monaten einen Rückgang der Marktwerte um 12%. Die Kurse der Immobilienaktien, welche deutlich stärker gesunken sind und einen durchschnittlichen Abschlag zum NAV von mehr als 30% repräsentieren, implizieren die Erwartung weiterer Abwertungen.

Wie aus der untenstehenden Darstellung ersichtlich, ist die relative Auswirkung einer Marktwertveränderung bei den Immobilien auf den Wert des Eigenkapitals (EK, NAV) einer Immobilienanlage aber abhängig von der Höhe der Fremdfinanzierung.

Die Aktienkursentwicklung der kotierten Immobiliengesellschaft British Land zeigt, dass die bewertungsbasierte Korrektur der Marktwerte und damit des NAV von den Anlegern antizipiert wurde. Als die Abwertung für das per 31.12.2007 endende Quartal von 8,9% im Februar publiziert wurde, gab es keine grösseren Kurschwankungen mehr, denn die Kurskorrektur hatte bereits während der zwölf Monate davor stattgefunden. Die Bewertungen der Immobilien haben demnach den Erwartungen des Aktienmarktes bzw. der Analysten relativ genau entsprochen. Dies ist einerseits eine Folge der Transpa-

renz auf dem britischen Immobilienmarkt (mit umfangreichen Daten von Immobilientransaktionen und einem Derivatmarkt, welcher eine zukünftige Entwicklung darstellt) und andererseits der Bewertungspraxis.

Bewertungsphilosophie in Kontinentaleuropa

In der Schweiz wie auch im übrigen Kontinentaleuropa kann eine gegenüber dem angelsächsischen Umfeld unterschiedliche Bewertungsphilosophie beobachtet werden. Hierzulande werden die in den Immobilienbewertungen zu treffenden Annahmen über die direkten Immobilienmärkte in der Regel auf beobachtbare Transaktionsdaten basiert; sie sind also auf vergangenheitsbezogene Daten gestützt. Da aufgrund der Grösse des Marktes und dem Mangel an systematisch erfassten Transaktionsdaten nicht für alle Marktsegmente eine aussagekräftige Datenbasis existiert, ist eine subjektive Komponente enthalten.

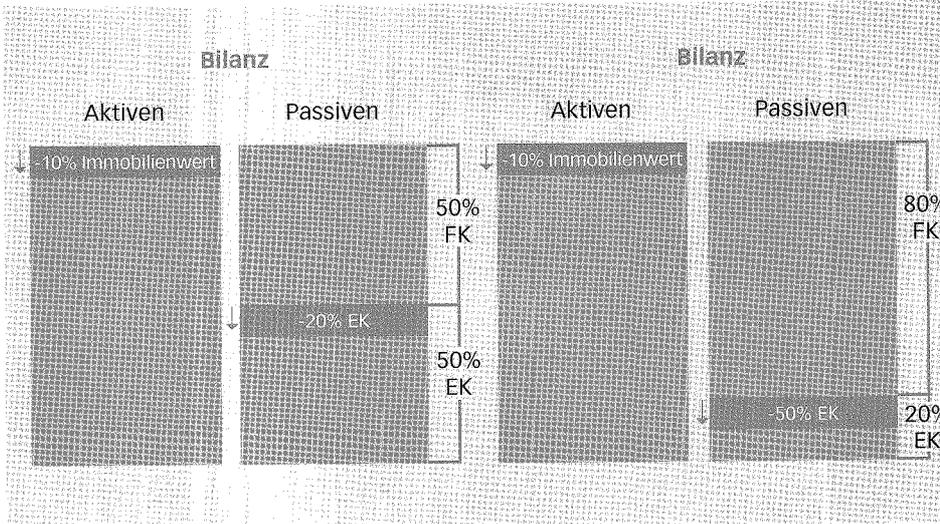
Im angelsächsischen Umfeld hingegen werden auch antizipierende Einschätzungen über die Entwicklung der Märkte in den Immobilienbewertungen abgebildet. Diese basieren in der Regel auf umfassenderen aktuellen Marktdaten, welche über die Preise der Derivate (z. B. auf den IPD Index) auch die Erwartungen anderer Marktteilnehmer einschliessen. Dies ist – neben der höheren Volatilität der Mietpreise – mit ein Grund, weshalb sowohl die direkten als auch die indirekten

Immobilienmärkte volatiler reagieren als beispielsweise in der Schweiz. So beträgt die Volatilität des EPRA UK gegenwärtig 29%² im Vergleich zu 17% beim EPRA Switzerland. Beachtlich ist auch die durch die Marktturbulenzen ausgelöste Volatilitätszunahme seit Ende 2006 in England von 12% auf 29% und in der Schweiz von 7% auf 17%.

Direkter Immobilienmarkt Schweiz nicht betroffen

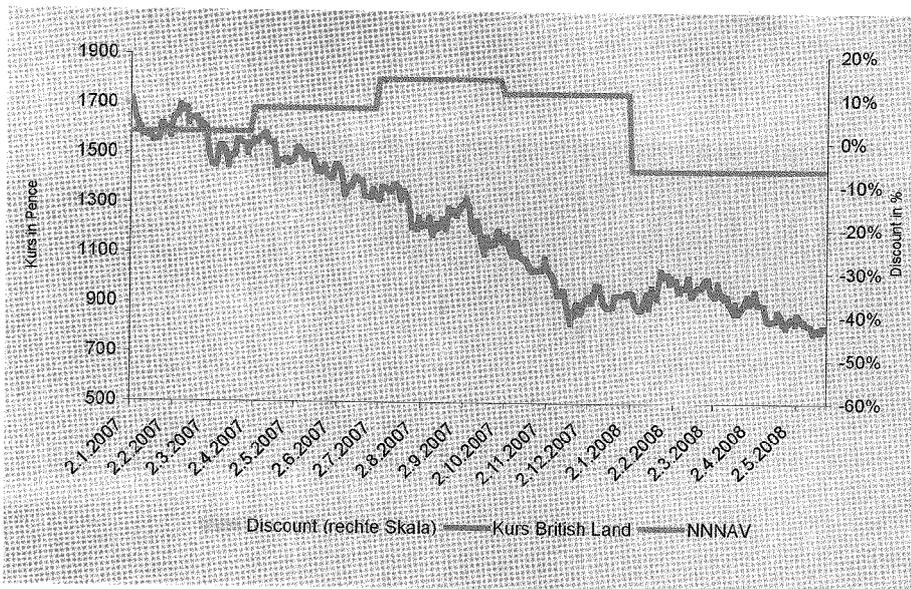
Da die Konjunktur in der Schweiz und in Europa durch die Ereignisse in den USA noch nicht beeinträchtigt wurde, konnte bis heute keine Veränderung der Flächenachfrage festgestellt werden. Das Flächenangebot ist ebenfalls unverändert, da dieses durch längere Projektentwicklungszeiten kurzfristig unelastisch reagiert. Der Vermietungsmarkt ist deshalb bis jetzt nicht betroffen. Einige Marktteilnehmer weisen sogar beachtliche Vermietungserfolge aus. So hat zum Beispiel PSP, die grösste kotierte Schweizer Immobiliengesellschaft, ihre Leerstandsquote in der Zeit zwischen Juni und Dezember 2007 von 14,7% auf 10,6% senken können. Dass der Wegfall von hoch fremdfinanzierten ausländischen Immobilieninvestoren zu einem eigentlichen Preiszerfall auf den Transaktionsmärkten führt, ist nicht zu beobachten, denn diese waren zwar an Transaktionen mit grossem Volumen und entsprechender Visibilität (z. B. Jelmo) beteiligt, doch der Marktanteil bezogen auf die Anzahl der Transaktionen war relativ klein.

Sensitivität des EK einer Immobilien AG



Entwicklung von Kurs, NAV und Discount von British Land

(Quelle: Bloomberg, Geschäftsberichte)



Aufgrund der Tatsache, dass in der Schweiz keine signifikanten Preisrückgänge im direkten Markt beobachtet werden, scheint – im Gegensatz zu England – die starke Korrektur bei den Immobilienaktien übertrieben und die an den Aktienmärkten herrschende Unsicherheit besonders in diesem Segment Kaufgelegenheiten zu schaffen. Einige

Marktteilnehmer haben dies bereits genutzt, denn der EPRA Switzerland Index ist seit Jahresbeginn wieder um 14% gestiegen.

Veränderte Finanzierungsbedingungen

Neben dem direkten Immobilienmarkt muss die Analyse der Marktlage aus Sicht der indirekten Immobilienanlagen auch die

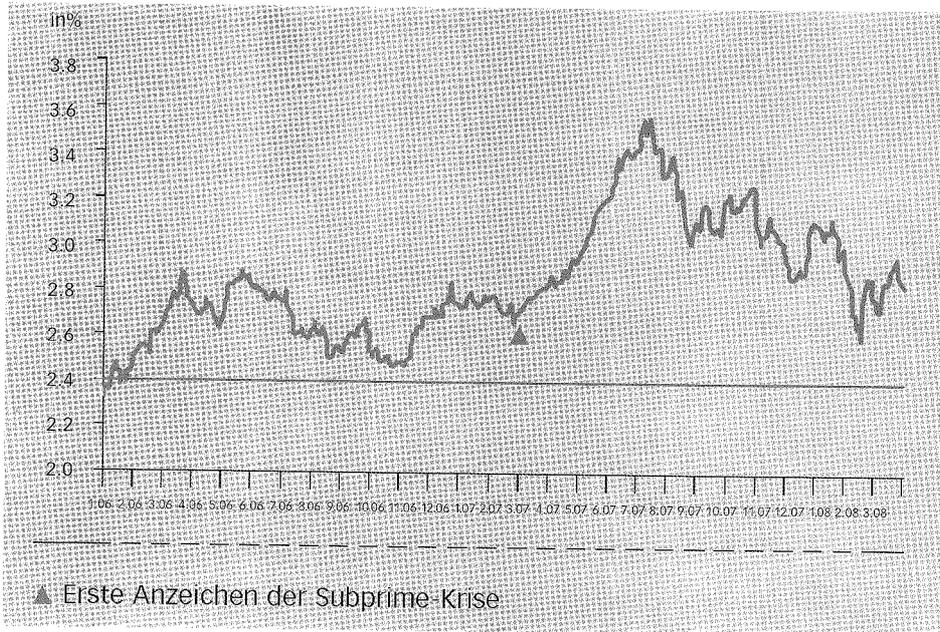
Finanzierungsbedingungen einschliessen. Seit den ersten Anzeichen der Subprime-Schwierigkeiten im März 2007 sind die Zinsen zuerst signifikant gestiegen und insbesondere als Folge der Interventionen der Notenbanken wieder gesunken. Der 5-Jahres-CHF-Swap-Satz hat sich in den letzten 15 Monaten per Saldo um 60 Basispunkte

von 2,7% auf 3,3% verteuert. Verändert haben sich auch die Finanzierungsbedingungen der Banken. Diese fordern eine höhere Marge und verlangen eine höhere Eigenkapitalausstattung. Das bedeutet, dass Immobilienanleger heute trotz des relativ

geringen Zinsanstiegs mit höheren Finanzierungskosten kalkulieren müssen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass unterschiedliche Anlegerkategorien verschiedene Finanzierungsstrategien umsetzen und dabei in unterschiedlichem Ausmass betroffen sind.

Immobilienfonds und börsenkotierte Aktiengesellschaften müssen aufgrund ihrer Fremdkapitalquote von bis zu 65% mit höheren Zinskosten rechnen. Diese Investoren gehen in der Regel überwiegend längerfristige Zinsbindungen ein und werden demnach kurzfristig nur auf einem kleinen Teil des Hypothekarportfolios tangiert werden. Allreal weist zum Beispiel eine durchschnittliche Restlaufzeit ihrer Finanzverbindlichkeiten von vier Jahren aus. Für einige Marktteilnehmer könnte es ein Glücksfall sein, dass die eigentliche Zinswende bereits im Sommer 2005, das heisst lange vor dem durch die Hypothekenkrise verursachten Zinsanstieg, eingetreten ist. Auch sind die Banken noch gerne bereit, Immobilientransaktionen zu finanzieren, sofern die Beleihung wie bei den Schweizer Immobiliengesellschaften 65% nicht übersteigt. Die Konkurrenzsituation verhindert in diesem Segment eine starke Margenausweitung.

5 Jahres-CHF-SWAP-Satz (Quelle: Bloomberg)



Auf dem Kapitalmarkt kann hingegen eine signifikante Veränderung der Risikokosten, d. h. ein deutlicher Anstieg der Credit-Spreads beobachtet werden. So hat sich etwa bei der PSP-Anleihe 04/13 die Renditedifferenz zur Bundesanleihe in den letzten 12 Monaten von 0,35% auf 1,30% mehr als verdreifacht. Da im Obligationenmarkt in den letzten Monaten ein Trend zur Qualität, d. h. zu höheren Ratings festzustellen war, mussten Schuldner mit relativ niedriger Bonität eine Erhöhung der Credit-Spreads hinnehmen. Davon war auch PSP betroffen, welche von Fitch mit A- geratet wird. Die ZKB und der Markt³ schätzen die Gesellschaft allerdings eher tiefer, d. h. mit BBB+, ein.

Fazit

Dass die gegenwärtige Krise auf den Finanz- und Kapitalmärkten durch die Immobilienmärkte (in den USA) ausgelöst wurde, hat zu einem starken Kursrückgang bei den kotierten indirekten Immobilien-

anlagen in der Schweiz geführt, der sowohl aufgrund der Betrachtung der direkten Märkte als auch der Finanzierungssituation übertrieben scheint. Die Kursentwicklung seit Jahresbeginn lässt vermuten, dass der Markt diese Überreaktion realisiert hat. Gleichzeitig findet europaweit eine Differenzierung zwischen den verschiedenen Geschäftsmodellen («Händler», externes Asset-Management, Projektentwicklung, Mehrländer-Strategie, etc.) von Immobilienaktiengesellschaften statt, da die gegenwärtige Marktlage für einige Strategien einen «Stresstest» darstellt.

Allerdings darf der Markt für indirekte Immobilienanlagen nicht isoliert betrachtet werden, da Interdependenzen mit anderen Anlageklassen bestehen. In Zeiten der Unsicherheit steigt die relative Attraktivität von Immobilienanlagen zum Beispiel dank der hohen Ausschüttungs-

renditen und dem erwarteten Inflationsschutz. Dagegen muss damit gerechnet werden, dass bei einem starken Preiszerfall auf den Aktienmärkten aufgrund der Asset Allocation auch Anpassungen bei den Immobilienanlagen notwendig werden. Während die aktuelle Unsicherheit Kaufgelegenheiten schafft, muss die konjunkturelle Entwicklung genau beobachtet werden, da eine Abkühlung der Wirtschaft die Vermietungssituation negativ beeinflussen könnte.

1 Es ist anzumerken, dass der IPD Index nicht transaktions- sondern bewertungsbasiert ist.
 2 100-Tage-Volatilität gemäss Bloomberg
 3 Market implied rating gemäss Credit Research ZKB

* Thomas Kaul ist bei Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance (Schweiz) AG als Investment Manager für indirekte Immobilienanlagen tätig und Fondsmanager des auf Real Estate Private Equity-Anlagen fokussierten «4IP European Real Estate Fund of Funds».