

Immobilien im institutionellen Bereich

AWP Soziale Sicherheit

4IP Management:

Der Blick nach vorn

Ulrich Kaluscha

Vor knapp zwölf Monaten habe ich an gleicher Stelle den Wunsch geäußert, dass die Krise auf den internationalen Märkten nicht dazu führen würde, dass die Schweizer institutionellen Investoren in Bezug auf Immobilieninvestments den Blick nur noch nach innen richten. Zu diesem Zeitpunkt war nicht abzusehen, dass ein nahezu völliger Stillstand des Finanzierungsmarktes im 4. Quartal 2008 zu einer gesamteuropäischen «Abwertungsspirale» im Immobilienbereich führen würde. Dabei ist es durchaus erwähnenswert, dass im Krisenjahr 2008 lediglich die Schweiz gemäss IPD einen positiven Wertzuwachs im Immobilienanlagebereich ausweisen konnte, während alle anderen europäischen Immobilienmärkte teilweise massive Wertverluste zeigten. Es ist deshalb auch nicht verwunderlich, dass mein Wunsch nicht in Erfüllung gegangen ist und es in den letzten 12 Monaten einen regelrechten «Run» auf schweizerische Immobilien, bevorzugt aus dem Segment «Wohnen», gegeben hat.

Obwohl die Krise noch nicht völlig ausgestanden ist, ist es aber durchaus an der Zeit, erste Lehren aus der Krise zu ziehen und diese konsequent in das zukünftige Investitionsverhalten einzubinden.

Diversifikation spielt weiterhin

Die Tatsache, dass im vierten Quartal 2008 nahezu alle Immo-



lienenmärkte in Europa einen massiven Wertverlust ausweisen mussten, sollte nicht als «Abgesang» auf die von Markowitz postulierte Portfoliotheorie gedeutet werden. Diversifikation als ein Mittel der Risikoreduktion bleibt weiterhin ein wesentlicher Baustein in einer Immobilien-Portfoliokonstruktion. Es ist wichtig zu erkennen, dass der Einbruch Ende 2008 durch den in ganz Europa wirkenden Stillstand auf der Finanzierungsseite ausgelöst wurde, der gleichzeitig auf alle Immobilienmärkte und auch auf alle anderen Anlageklassen wirkte. Dass weiterhin ein Diversifikationspotential auf europäischer Ebene besteht, sieht man darin, dass die Erholung der lokalen Märkte in einer sehr unterschiedlichen Geschwindigkeit stattfindet und somit bereits wieder verschiedene Zyklen erkennbar sind, die man als Investor ausnutzen kann. Selbst wenn man der Portfoliotheorie zum heutigen Zeitpunkt kritisch gegenübersteht, so scheint mir der derzeitige Fokus von Schweizer Immobilieninvestoren auf den Heimmarkt im Wohnsegment durchaus kontraproduktiv. Zum einen wird auf-

grund von mangelndem Angebot vermehrt in Developments investiert, zum anderen wechseln heute die wenigen Immobilien, die auf den Markt kommen, zu horrenden Preisen die Hand. Beide Phänomene führen aus meiner Sicht zu

[Fortsetzung auf Seite 2](#)

■ ÜBERSICHT:

4IP Management:
Der Blick nach vorn

Credit Suisse 1aImmo PK:
eine zehnjährige Erfolgsgeschichte

Iazi AG:
Zinsrisiken von Immobilien

Avadis:
**Immobilienanlageinvestitionen:
Für beide Seiten ein Gewinn**

Espace Real Estate AG:
**Attraktiver Nischenplayer bietet
Diversifikationspotential**

Swiss&Global:
Immobilien im institutionellen Bereich

4IP MANAGEMENT

Sal. Oppenheim Group



Global Indirect Real Estate Investments

Real Estate Fund of Funds

Global REIT Funds

Tailored Solutions

Fortsetzung Seite 1

einer Erhöhung des Risikos im Portfolio, das nicht durch einen adäquaten Ertrag kompensiert wird.

Fremdverschuldung ja – aber in Massen

Interessanterweise ist eine weitere, wesentliche Lehre, die von internationalen Investoren gezogen werden muss, für Schweizer Investoren schon lange Grundlage nachhaltigen Investierens: Viele internationale Investoren haben schmerzlich erfahren müssen, dass Leverage nicht nur gut ist, wenn die Werte steigen, sondern auch, dass durch Leverage im schlimmsten Fall das Eigenkapital sehr viel schneller weg ist als gedacht. Die Zeiten des «financial engineering» sind wohl für einige Zeit vorbei (je nachdem wie lange das «kollektive Gedächtnis» währt). Die seit jeher in Finanzierungsfragen eher konservativen Schweizer Investoren werden aber in Zukunft in der Lage sein, auf der Basis ähnlicher Verschuldungsszenarien mit ihren ausländischen Konkurrenten im internationalen Kontext in den Wettbewerb einzutreten.

Fristenkongruenz bleibt oberstes Gebot

Die Krise hat auf eindrückliche Weise auch gezeigt, dass die vielbeschworenen «offenen Fondstrukturen» (insbesondere die deutschen offenen Fonds) im wahrsten Sinne des Wortes «Schönwetterkonstruktionen» sind. Diese Strukturen funktionieren nur, solange die Welt heil ist und die versprochene Liquidität hängt an einem dünnen Faden. Immobilieninvestoren sollten in Zukunft dem langfristigen Charakter eines Immobilieninvestments auch dadurch Rechnung tragen, dass sie für indirekte Immobilienvehikel eine längere Bindungsdauer (lock up, closed ended) akzeptieren.

Sollte eine kurzfristige Liquidationsmöglichkeit unabdingbar sein, so muss sich der Investor zumindest darüber im Klaren sein, dass diese kurzfristige Liquidierbarkeit in der Regel durch eine erhöhte Volatilität (bei Immobilienaktien) oder aber durch eine niedrigere Rendite (durch das Vorhalten von Liquidität bei Funds) «erkauft» werden muss.

«Cash is king»

Einhergehend mit der Veränderung der Einstellung bezüglich Leverage, ist eine weitere wesentliche Folge der Krise, dass nahezu alle Investoren mittlerweile mehr Wert darauf legen, dass sich ein Investment durch einen hohen Anteil an Ausschüttungen auszeichnet. An dieser Forderung zeigt sich besonders schön, dass die Krise zu einer Neubesinnung im Sinne des «Back to Basics» geführt hat. Heute wird von den Asset Managern die Fähigkeit erwartet, nachhaltige Ausschüttungen zu generieren und die Versprechungen von Wertsteigerungen in der Zukunft werden nur noch sehr zurückhaltend honoriert. Die Erfahrung der vergangenen Monate hat gezeigt, dass die meisten Investitionsmöglichkeiten im internationalen Kontext eine stabile und hohe Cashflow-Rendite boten. Dieser Fokus auf Cash kommt sicherlich den schweizerischen institutionellen Investoren entgegen. Insbesondere wenn die Bonität der Mieter erstklassig ist, sollten solche Investitionsalternativen nicht ausser Acht gelassen werden.

Den veränderten Markt nutzen

Die Schweizer institutionellen Immobilien-Investoren, die aufgrund des historischen Fokus auf den Schweizer Heimmarkt weitgehend von Folgen der globalen Immobilienkrise verschont geblieben sind, befinden sich in einer sehr guten Ausgangslage, um von der verän-

dernten Marktsituation zu profitieren. Auf der einen Seite besitzen sie in der Regel ein stabiles Schweizer Immobilienportfolio, das allerdings zur Zeit nur sehr schwer ausgebaut werden kann. Andererseits können Investoren in den nächsten Jahren zu historisch tiefen Preisen in ausgewählte internationale Immobilienmärkte einsteigen und das Klumpenrisiko «Schweiz» mildern. Nach wie vor bietet es sich für einen Grossteil der Investoren an, eine internationale Diversifikation im Immobilienbereich über indirekte Investments (kотиert oder nicht-kотиert) aufzubauen. Insbesondere die kотиerten Immobiliengesellschaften konnten sich in den letzten Monaten substantiell mit neuem Eigenkapital ausstatten. Dadurch wurde die akute Gefährdung durch fehlende Refinanzierung gebannt und gleichzeitig die Basis für attraktive Einkäufe geschaffen. Diese Gesellschaften zählen somit sicherlich zu den «Gewinnern» der Krise und bieten mittelfristig noch einiges an Potential. Darüber hinaus erwarten wir, dass sich im Bereich der nicht-kотиerten Immobilienvehikel in den nächsten sechs bis zwölf Monaten vermehrt Chancen zeigen werden. Hier sind insbesondere die unterschiedlichen Entwicklungen auf den europäischen Immobilienmärkten entscheidend, wobei die etablierten Märkte wie z. B. London oder Paris bereits erste Anzeichen von Erholung signalisieren. Insgesamt bedeutet dies, dass den schweizerischen institutionellen Investoren sowohl kurzfristig (kотиert) als auch mittelfristig (nicht-kотиert) sehr interessante Investment-Möglichkeiten zur Verfügung stehen. Es wäre schade, wenn diese historische Chance verpasst werden würde.

Ulrich Kaluscha ist Managing Director der 4IP Management AG, Zürich. 4IP berät unabhängig Investoren bei ihrem weltweiten Investment in indirekten Immobilienanlagen und ist gleichzeitig als Investment Manager tätig.