



Der Lack beziehungsweise der Dollar ist ab. Doch die Subprime-Krise bietet auch Chancen für stabile Fonds, «Schnäppchen» zu schnappen.

# Subprime-Krise als Chance

*Indirekte Immobilieninvestments* – Während in Folge der Subprime-Krise jeden Tag neue Nachrichten aus der Bankenwelt die Investoren verunsichern, positionieren sich bereits die ersten Immobilieninvestoren für die Zeit danach.

Von Ulrich Kaluscha\*

Folgt man der Spur der Subprime-Krise, so ist unbestritten, dass diese ihren Ursprung in den USA hatte. Unbestritten ist auch, dass die Grundlage für die Subprime-Krise durch die exzessive und nahezu unkontrollierte Vergabe von Hypotheken der US-amerikanischen Banken an amerikanische Hauseigentümer gelegt wurde. Einen wesentlichen Anteil an der Blasenbildung hatte hierbei der Umstand, dass die Banken bereit waren, nicht nur Kredite an eigentlich nicht kreditfähige Haushalte zu vergeben, sondern darüber hinaus auch noch eine Geschäftspolitik betrieben, die zulies, dass aufgrund von Wertsteigerungen der Immobilien höhere Anschlussfinanzierungen gewährt wurden. Somit war es nur eine Frage der Zeit, bis das so aufgebaute Kartenhaus in sich zusammenfiel. Dass sich eine auf einen (zugegebenermassen sehr grossen) Markt beschränkte Korrektur zu einer globalen Krise ausgeweitet hat, ist global vernetzten Finanzmärkten «zu verdanken», in denen mittels hochkomplexer

Finanzprodukte Risiken quer über die Kontinente transferiert werden. Offensichtlich waren hierbei selbst grosse Geldinstitute nicht in der Lage die Komplexität der Risiken richtig zu bewerten und in ihrem Risikomanagement abzubilden. Es scheint hierbei wichtig, zwischen dem «lokalen» Auslöser der Krise (US-amerikanischer Wohnimmobilienmarkt) und den Auswirkungen der Krise auf die internationalen Immobilienmärkte zu unterscheiden.

## Verknappung der Fremdkapitalmittel

Eine wesentliche Auswirkung der Subprime-Krise auf die globalen Immobilienmärkte ist die Verknappung der zur Verfügung stehenden Fremdkapitalmittel. Banken sind wesentlich restriktiver bei der Vergabe von Krediten und zudem haben sich die Margen für eine Fremdfinanzierung erhöht. Insbesondere die Tatsache, dass die Banken nicht mehr bereit sind, eine Finanzierung jenseits einer Belehnung

von 65 bis 70 Prozent zu gewähren, hat mit einem Schlag eine bis dahin sehr aktive Gruppe von Marktteilnehmern aus dem Markt genommen. Die so genannten «highly-leveraged buyers», die typischerweise mit einer Fremdfinanzierung von 80 bis 90 Prozent arbeiteten, waren nicht unerheblich daran beteiligt, dass in den letzten Jahren weltweit eine «yield-compression» (oder Preissteigerung der Immobilien) stattfand. In der Folge stellt sich natürlich die Frage, ob der Wegfall einer bis dahin preistreibenden Käuferschicht zu einem Gegeneffekt führt und ein allgemeiner Preiszerfall auf den internationalen Immobilienmärkten zu erwarten ist. Natürlich ist es schwierig auf diese Frage eine einzige Antwort zu geben. Für den Schweizer Immobilienmarkt kann festgehalten werden, dass zurzeit kein wesentlicher Druck auf die Immobilienpreise feststellbar ist. Dies stellt sich in den USA etwas anders dar, wo der vom MIT Center of Real Estate ermittelte «transaction based index» (TBI), der die Wertentwicklung von kommerziellen Immobilien abbildet, nun bereits zwei Quartale hinterein- >>>

ander ein negatives Wachstum ausweist (3. Quartal 2007: -2 Prozent, 4. Quartal 2007: -5 Prozent).

## Gute Einstiegschancen

Auch die kotierten Immobiliengesellschaften wurden in den «Strudel» der allgemeinen Unsicherheit auf den Kapitalmärkten hineingezogen. Dabei wurde im Sinne einer «Sippenhaftung» das gesamte Immobiliensegment kollektiv Neubewertet. Hierbei spielen insbesondere die Investoren eine wesentliche Rolle, die als «Index-Tracker» bei fallenden Kursen Verkaufssignale geben und somit eine Abwärtsspirale auslösen, die zu einer überproportionalen Wertvernichtung auf dem Kapitalmarkt führt. Allerdings haben sich Fundamentaldaten der Märkte, auf dem sich die Unternehmen bewegen, nicht wesentlich verändert. So sind zum Beispiel die Zinsen inzwischen wieder auf das Niveau vor der Krise zurückgefallen. Daraus ergeben sich zurzeit (auch in der Schweiz) gute Einstiegschancen bei kotierten Immobilienunternehmen. Es ist zu erwarten, dass einige besonders betroffene internationale Unternehmen, deren Börsenkurs signifikant tiefer als der NAV ist, zu Übernahmezielen werden, um anschliessend im Rahmen eines «Going Private» von der Börse genommen und «zerlegt» zu werden.

## Immobilienfonds mit Licht und Schatten

Einige Immobilienfonds, die über die letzten Jahre auf dem internationalen Markt zu hohen Preisen eingekauft haben, müssen ihren Business Case neu kalibrieren. Insbesondere Fonds, die ausschliesslich im Immobilienmarkt in UK exponiert sind,

erleben zurzeit eine wahre Flucht der Investoren. Laut der englischen Branchenvereinigung AREF (Association of Real Estate Funds) haben im letzten Quartal des Jahres 2007 Investoren insgesamt 3,65 Milliarden Euro abgezogen. Bei diesen Zahlen wundert es nicht, dass sich Meldung über Fonds, welche die Rückgabe von Anteilscheinen aussetzen, obwohl sie als offene Fonds verkauft wurden, immer mehr zunimmt. Diese Entwicklung ist wieder ein eindrückliches Beispiel dafür, dass offene Fonds gerade dann keine Liquidität bieten, wenn die Marktlage kritisch ist und mehrere Investoren gleichzeitig ihr Investment abbauen wollen. Aufgrund der finanziellen «Schieflage» einiger Immobiliengesellschaften und aus der Notwendigkeit einiger Fonds, durch Verkäufe von Immobilien die notwendige Liquidität zur Rücknahme von Fondanteilen zu generieren, ist durchaus mit einer steigenden Anzahl von «Forced Sellers» zu rechnen. Dieser Umstand wird dazu führen, dass es für stabile Fonds in den nächsten Monaten immer wieder die Chance auf ein «Schnäppchen» geben wird. Es stehen bereits die ersten Fonds bereit, die in ihrem Businessmodell explizit diese Art der «Wertschöpfung» vorgesehen haben.

## Neue Investmentstrategien im Immobilienbereich

Da die offenen Fonds in der ersten Linie mit Kapitalabflüssen kämpfen, sind es insbesondere die geschlossenen Fonds, die mit noch verfügbarem oder neu eingesammeltem Eigenkapital (committed capital) die sich bietenden Chancen wahrnehmen können. Zweifelsohne hat die Subprime-Krise eine hohe Volatilität auf dem Immobilienkapitalmarkt ausgelöst und dazu geführt, dass unterschiedliche Marktteilnehmer von ganz verschiedenen Einschätzungen

über die weitere Entwicklung der lokalen Immobilienmärkte ausgehen. Eine solche Ausgangssituation ist prädestiniert für den Einsatz innovativer Investmentstrategien, die erst seit kurzem im Immobilienbereich eingesetzt werden. Hedgefund-ähnliche Strukturen, die auf Preiseffizienzen in ausgewählten Märkten setzen, Long-/Short-Strategien, die bewusst auf steigende und fallende Immobilienpreise beziehungsweise Börsenkurse setzen und weitere innovative Investmentansätze (zum Beispiel 130/30) haben in den letzten Monaten ihre Feuertaufe durchlaufen und bestanden. Durch die Möglichkeit dieser Instrumente hat sich der Investmentmarkt im Immobilienbereich von einem eindimensionalen (long-only) in einen mehrdimensionalen Markt weiterentwickelt.

Sicherlich hat die Subprime-Krise einen nachhaltigen Einfluss auf die internationalen Immobilienmärkte ausgeübt. Es scheint allerdings angebracht, die derzeitige Situation bewusst auch als Chance zu betrachten. Nach einer für manche Märkte wohl übertriebenen Korrektur der Börsenkurse von Immobiliengesellschaften ergeben sich interessante Einstiegsmöglichkeiten (sofern eine Fundamentalanalyse der Unternehmungen dem nicht widerspricht). Auch die Manager von nicht-kotierten (mehrheitlich geschlossenen) Immobilienfonds werten die Chance auf neue Akquisitionsmöglichkeiten positiv. Die Bereitstellung von neuen Eigenkapitalmitteln könnte interessante Business Cases ermöglichen. Selbst Investoren, die eine weitere Verschlechterung der Situation auf dem Immobilienmarkt erwarten, können durch den gezielten Einsatz von derivativen Produkten auf sinkende Märkte setzen und ihre Markterwartung in einen Investment Case umwandeln.

*\*Ulrich Kaluscha ist Managing Director bei Sal. Oppenheim Real Estate, Zürich*

ANZEIGE

Lucerne University of Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE LUZERN**

Wirtschaft

Institut für Finanzdienstleistungen Zug  
IFZ, Grafenauweg 10, 6304 Zug

Tel 041 724 65 55  
Fax 041 724 65 50  
ifz@hslu.ch  
www.hslu.ch/ifz

FH Zentralschweiz

## MAS Immobilienmanagement

Master of Advanced Studies (Nachdiplomstudium)

### Sie lernen

- Immobilienportfolios kompetent zu führen und zu optimieren
- die Immobilie als Produktionsfaktor von Unternehmen optimal zu nutzen
- komplexe Entwicklungsprojekte erfolgreich zu initiieren und umzusetzen

**Nächster Studienstart: 17. September 2008**

**Informationsveranstaltung: 5. März 2008, 18.00 Uhr im Au Premier, Zürich**