

Ausländische Investoren auf dem Schweizer Immobilienmarkt

In der letzten Zeit haben ausländische Grossanleger vermehrt für Aufruhr in der Schweizer Immobilienbranche gesorgt. Doch was zieht Ausländer in die Schweiz und wie sind die Perspektiven für weitere Engagements? Dr. Luciano Gabriel, CEO von PSP Swiss Property, erläutert, wie er die neusten Entwicklungen einschätzt.



Interview mit Dr. Luciano Gabriel CEO PSP Swiss Property

PRIVATE: Herr Dr. Gabriel, wie hat sich der Anteil ausländischer Investoren an den Aktien der PSP Swiss Property seit ihrem IPO im März 2000 entwickelt?

Dr. Luciano Gabriel: Wir waren von Anfang an davon ausgegangen, dass eine ansehnliche Anzahl Aktien bei ausländischen Investoren plaziert werden könnte. In der Tat wurde jedoch der überwiegende Teil der angebotenen Titel trotz intensiver Road Shows im Ausland von Schweizer Institutionellen gezeichnet. Die Aktienbeteiligung ausländischer Investoren blieb mehrere Jahre unter 10%, obwohl unser Titel zwischenzeitlich einen Abschlag gegenüber dem inneren Wert (NAV) von über 20% aufwies. Heute, acht Jahre nach dem IPO, ist der Anteil ausländischer Investoren auf 30 bis 40% ange-

stiegen. Dazu gehört natürlich unsere grösste Einzelaktionärin, die israelische Alony Hetz Properties; zusätzlich zu dieser Beteiligung von mehr als 15% verzeichnen wir ausländische Aktionäre für weitere 15 bis 25% des Kapitals. Es stellt sich somit die Frage, ob Schweizer Immobilienaktien für ausländische Investoren generell attraktiver geworden sind, und vor allem, ob sie in Zukunft noch attraktiver sein werden.

PRIVATE: Was sind aus Ihrer Sicht die Beweggründe, weshalb ausländische Investoren vermehrt über Immobiliengesellschaften in Schweizer Liegenschaften investieren?

Gabriel: Entscheidend für eine Investition in Schweizer Immobilienaktien ist eine positive Beurteilung der hiesigen Wirtschaft und des Risiko/Ertragsprofils des Immobiliensektors. Einem

ausländischen Investor bieten sich zwei Wege, zu einem Immobilienengagement zu kommen: über Direktinvestitionen oder über Immobilienaktien oder -fonds. Die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Faktoren für die «Performance» von Immobilienanlagen sind langfristig dieselben. Indirekte Immobilienanlagen sind aber für die meisten in- und ausländischen Investoren die bessere Alternative, da direkte Immobilienanlagen nur unter bestimmten Voraussetzungen sinnvoll sind – Stichworte Minimalgrösse, lokales Management und Verständnis der steuerlichen Aspekte mit 26 unterschiedlichen kantonalen Steuergesetzen. Direktanlagen in Schweizer Immobilien setzen zudem, nicht zuletzt aus steuerlichen Gründen, die Bereitschaft voraus, eine illiquide Position über mehrere Jahre zu halten.

PRIVATE: Wie wichtig sind die Ertrags-erwartungen?

Gabriel: Die Ertrags-erwartungen aus direkten oder indirekten Immobilienanlagen über einen kurzen Zeithorizont ergeben sich einerseits aus den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, welche die Nachfrage der Nutzer und das Flächenangebot bestimmen, und andererseits aus den Veränderungen der Renditeanforderungen der Investoren. In diesem Zusammenhang ist oft die Rede von «Yield Compression» oder «Yield Widening». Für langfristig orientierte Investoren, die ihre Immobilienanlagen über mehrere Zyklen halten wollen, spielen die langfristigen Aussichten des Wirtschaftsumfelds die zentrale Rolle; Schwankungen von Renditeanforderungen des Markts sind für sie eher sekundär.

PRIVATE: Und wie langfristig sind die Investoren effektiv orientiert?

Gabriel: Ich habe den Eindruck, dass viele unserer schweizerischen institu-

tionellen Investoren langfristig orientiert und auf Ertragsentwicklung sowie Werthaltigkeit der Immobilien bedacht sind. Etliche inländische, aber v.a. ausländische Investoren verfolgen allerdings ein aktives Portfoliomanagement und sind deshalb zwangsläufig kurzfristig orientiert, auch wenn sie manchmal das Gegenteil behaupten.

PRIVATE: Wie steht es angesichts der globalen Turbulenzen auf den Immobilienmärkten um die Stabilität des Schweizer Immobiliensektors?

Gabriel: Im internationalen Vergleich war der Schweizer Immobiliensektor bislang sowohl aus Sicht der Marktmieten als auch der Immobilienpreise stabil. Die Marktschwankungen waren bei uns – mit Ausnahme der Immobilienkrise Anfang der 90er Jahre – weniger markant, da die Schweizer Wirtschaft zu keinem Zeitpunkt in den letzten Jahrzehnten einen grossen Nachholbedarf aufwies. Zudem sind wir von boomartigen Entwicklungen mit anschliessenden grossen Entlassungswellen, wie im Bereich der Finanzdienstleistungen in London, weitgehend verschont geblieben.

Neben der im internationalen Kontext vergleichsweise stabilen Entwicklung der Marktmieten konnten wir seit Mitte der 90er Jahre auch nur moderate Veränderungen bei den Immobilienpreisen feststellen. Die gedämpfte Entwicklung der Immobilienpreise in der Schweiz hat verschiedene Ursachen, zwei scheinen mir aber besonders wichtig: Zum einen zeigen die Schweizer Banken grössere Disziplin bei der Kreditvergabe, weshalb sie oft auch als «zu konservativ» kritisiert werden. Zum anderen hat die prohibitiv hohe Steuerbelastung von Grundstückgewinnen bei Haltedauern von wenigen Jahren verhindert, dass eine spekulative Eigendynamik mit sogenannten «House Flippings» entstanden ist.

Das Positive an der Preisentwicklung in der Schweiz ist, dass sich die Preise nach wie vor durch den direkten Ertrag der Liegenschaften, die Nettomietzinseinnahmen und das erwartete Wirtschaftswachstum begründen lassen. An vielen Standorten im Ausland hat eine Abkoppelung der Preise von dem Niveau stattgefunden, das sich

durch Realwirtschaft, Liegenschaftserträge und Finanzierungskosten rechtfertigen liesse. Die Preise wurden durch die Erwartung weiter steigender Preise gestützt, was zu einem regelrecht euphorischen Investorenmarkt führte. Dabei störte es die Investoren oft nicht einmal, dass sie bei den bezahlten Preisen negative Margen zwischen der Nettorendite der Immobilien und den Finanzierungskosten in Kauf nehmen mussten.

PRIVATE: Dies war wohl mit ein Grund dafür, dass die Schweiz für ausländische Investoren lange Zeit zu unattraktiv war?

Gabriel: Das sehe ich auch so. Immobilienanlagen in der Schweiz waren für viele ausländische Investoren – auch für solche, die sich auf Europa konzentrieren – lange Zeit einfach zu wenig interessant. Das Verdienstpotalential in anderen Märkten, wie Grossbritannien, Spanien, Deutschland oder einzelnen osteuropäischen Ländern, hat die höheren Risiken offenbar mehr als kompensiert. Ein namhafter, grosser institutioneller Investor aus Grossbritannien hat uns gegenüber diesbezüglich mehrmals hervorgehoben, dass eine Anlage in einer Schweizer Immobiliengesellschaft wie ein sicherer Hafen sei, zu dem er allerdings erst dann einlaufen werde, wenn auf hoher See ein Sturm angesagt sei.

PRIVATE: Nichtsdestotrotz hat es immer wieder Ausländer gegeben, die in der Schweiz investiert haben.

Gabriel: In den letzten Jahren hat es in der Tat auch ausländische Investoren gegeben, die grössere direkte und indirekte Engagements in Schweizer Immobilien eingegangen sind. Einige von ihnen wurden durch spezielle Gelegenheiten angezogen, wie beispielsweise den Verkauf von Swisscom-Immobilien mit einem ansehnlichen Abschlag im Jahr 2001. Die PSP Swiss Property war an dieser Transaktion für ein Paket von 410 Mio. Franken direkt und ein Portfolio von 850 Mio. Franken zusammen mit Lehman Brothers, dem WTF-Joint-Venture, beteiligt. Alle diese Liegenschaften sind in der Zwischenzeit mit einem Gesamterlös von 1,3 Mrd. Franken weiter verkauft worden.

Es gab auch eine Reihe anderer Direktanlagen durch ausländische Investoren, vorwiegend aus Israel. Der wichtigste Beweggrund für diese Anleger dürfte – neben der Suche nach einer sicheren Anlage – die im internationalen Vergleich hohe Marge zwischen Immobilienrendite und Finanzierungskosten in Schweizerfranken gewesen sein. Diese Investoren finanzierten die Käufe üblicherweise mit einer hohen Belehnung, meistens ohne Rückgriff auf den Schuldner. Der laufende positive Ertrag nach Finanzierungskosten erklärt aber nicht, wieso diese Investoren bereit waren, bedeutend mehr für die Liegenschaften zu bezahlen als Schweizer Anleger. Etliche Schweizer Institutionelle – mitunter auch wir von der PSP – haben sich wiederholt dahingehend geäussert, dass sie bei den verschiedenen Bieterverfahren systematisch und signifikant durch solche ausländische Anleger überboten wurden.

PRIVATE: Gibt es eine Erklärung für dieses Verhalten? Rechnen die Ausländer einfach anders?

Gabriel: Unsere Bewertungsmethode, die wir auch für Preisofferten bei Käufen anwenden, basiert auf dem DCF-Modell unter der Annahme einer sehr langen Haltedauer. Mit anderen Worten: Wir errechnen den Barwert des Nettoertrags, den man über die Zeit mit einer bestimmten Liegenschaft erwirtschaften kann. Es kann sein, dass die ausländischen Konkurrenten jeweils mit etwas optimistischeren Annahmen hinsichtlich Mietpreisentwicklung gerechnet haben. Dennoch fällt es schwer, die hohen angebotenen Preise mit ihren Renditeerwartungen zu vereinbaren. Diese Investoren sind vermutlich – so wie die meisten Private-Equity-Investoren – von weiter fallenden Renditeanforderungen im Markt ausgegangen, einer Yield Compression, und konnten so einen voraussichtlichen Verkaufsgewinn einberechnen, der ihnen zum gewünschten erwarteten Gesamterfolg verhalf.

Wir sind froh, dass die externen Schätzer in der Schweiz die von einzelnen ausländischen Investoren bezahlten Top-Preise nicht abgebildet und sich auf eine konservative DCF-Schätzung,

basierend auf einer «Kaufen-und-Halten»-Strategie bei grundsätzlich unveränderten Marktmieten, beschränkt haben. Die Haltung unserer Bewertungsfirmen wurde in der Vergangenheit von einzelnen Analysten immer wieder als nicht «marked-to-market»-konform kritisiert, da die geschätzten Marktwerte tiefer lagen als die Transaktionspreise.

PRIVATE: Welche Rolle spielen die Index Tracker?

Gabriel: Im Zug der starken Kursentwicklung von Immobilienaktien in anderen Ländern haben verschiedene Investoren den Schweizer Markt erst in den letzten Jahren, vermutlich als Markt mit Aufholpotential, erkannt. Eine Reihe institutioneller Anleger hat die Titel unserer Gesellschaft, wie Sie andeuten, in der Tat erworben, um damit den EPRA- oder den entsprechenden MSCI-Index massgetreu abzubilden. Diese Index Tracker haben übrigens zu einer Erhöhung der Volatilität der Notierungen beigetragen – sie kaufen bei Indexverbesserungen und verkaufen bei Indexverschlechterungen. Vermutlich haben relativ wenige der ausländischen Aktionäre mit kleineren PSP-Beständen unsere Titel als wirklich langfristige Anlage betrachtet.

PRIVATE: Wie spüren Sie die Subprime-Krise?

Gabriel: Um diese Frage zu beantworten, muss ich kurz ausholen: Aufgrund der Eigendynamik der letzten Jahre ist es nicht erstaunlich, dass die geforderten Nettorenditen von Immobilien in der Londoner City als Folge der Subprime-Krise in der zweiten Hälfte 2007 um mehr als 100 Basispunkte gestiegen sind, nachdem klar wurde, dass man nicht mehr mit weiter steigenden Preisen rechnen konnte. Eine erwartete Verflachung der zukünftigen Preisentwicklung hat somit zu einem Zerfall der Preise um etwa 20% geführt. Titel von Firmen wie British Land und Land Securities sind um über 40 bzw. 30% gefallen, wobei diese Gesellschaften inzwischen einen Abschlag zum inneren Wert von etwa 30% aufweisen. Ebenfalls nicht erstaunlich ist, dass die Titel einzelner stark expandierender Immobilienfirmen aus Spanien, Italien

oder Österreich um 30 bis über 60% zurückgestuft worden sind und gegenwärtig mit einem Abschlag von über 20% gehandelt werden.

Der holländische auf Immobilien spezialisierte Broker Kempen hat vor kurzem eine Auswertung der Börsenkurse 2007 der wichtigsten kontinentaleuropäischen Immobilienfirmen publiziert. Daraus ergibt sich eindeutig, dass die «dynamisch/innovativen» Strategien, die in der Boomphase besser Anklang fanden, von der globalen Kreditkrise am stärksten bestraft wurden. Firmen mit hohem Verschuldungsgrad und solche mit externem Management haben sich bedeutend schlechter entwickelt als der «GPR-250-Index».

Aber um auf Ihre Frage zurückzukommen: Ich habe wenig Verständnis für eine allgemeine, wenig differenzierte skeptische Haltung gegenüber dem Immobiliensektor generell. Diese Haltung wird leider von verschiedenen Analysten unterstützt, die allzuoft den Londoner Markt als Vorreiter der Entwicklung in anderen Ländern sehen und weitere negative Korrekturen in Aussicht stellen. Eine gewisse Korrelation unter den Finanz- und Immobilienmärkten ist sicherlich vorhanden; es gibt aber keinen sachlichen Grund, wieso sie bei Abwärtsbewegungen so hoch sein soll, wie gewisse Experten behaupten. Eine so starke negative Korrektur wie in London setzt auch überhitzte Preise voraus. Da dies in der Schweiz nicht der Fall ist, ist der Kursrückgang unserer Aktie im vergangenen Jahr weder gerechtfertigt noch nachvollziehbar.

PRIVATE: Wie sehen Sie die Zukunftsaussichten für ausländische Investoren in der Schweiz?

Gabriel: An Road Shows in London, den Niederlanden und den USA haben wir in den letzten Monaten viele professionelle Investoren im Immobilienbereich getroffen, die glücklicherweise die unterschiedliche Ausgangsposition, die vorsichtigeren Bewertungsansätze und das zukünftige Potential des Schweizer Markts erkannt haben. Viele Anleger schätzen wieder die Attraktivität von nachhaltigen Investitionen mit beschränktem Risiko und neh-

men dafür auch eine tiefere erwartete Rendite in Kauf. Einige spezialisierte institutionelle Investoren aus den Niederlanden und Grossbritannien haben in den letzten Monaten in unserem Titel Positionen von je 2% aufgebaut.

In der Schweiz erleben wir gegenwärtig optimale wirtschaftliche Rahmenbedingungen, sowohl für unsere sehr erfolgreichen KMU, die das Rückgrat unserer Wirtschaft darstellen, als auch für ausländische Unternehmen, deren Zustrom beachtlich ist. Der wirtschaftliche Erfolg all dieser Unternehmen wird durch optimale Voraussetzungen ermöglicht: fortschreitende wirtschaftliche Deregulierung, einen vergleichsweise flexiblen Arbeitsmarkt, gut ausgebildete Arbeitnehmer und ein attraktives Steuersystem für Unternehmen und Private. Investitionen in Aktien von Immobiliengesellschaften sind für langfristig orientierte internationale Investoren einerseits aufgrund dieser wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, andererseits aber auch wegen den unternehmensspezifischen Eigenschaften besonders interessant.

PRIVATE: Was heisst das konkret?

Gabriel: Die meisten kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften sind in qualitativ hochstehenden Immobilien an zentralen Lagen investiert und führen die Anlagen in ihren Bilanzen generell zu vorsichtigen Werten. Viele unter ihnen sind zudem konservativ finanziert und weisen transparente Strategien und Gesellschaftsstrukturen auf. Ich bin zuversichtlich, dass in Zukunft vermehrt spezialisierte, langfristig orientierte ausländische Investoren – besonders nach den negativen Erfahrungen mit der Subprime-Krise – die Vorteile von Schweizer Immobilienaktien erkennen werden. Solche Investoren tendieren dazu, grössere Einzelpositionen aufzubauen. Dies ist eigentlich für die Preisstabilität von Vorteil, da solche Anleger ihren allfälligen späteren Ausstieg über eine sorgfältig vorbereitete «Block Transaction» durchführen würden – dies im Gegensatz zu Index Trackern, die Schwankungen auf anderen Märkten direkt auf die Schweiz übertragen.

www.psp.info •