

weiz

e

kampf mit  
ingelassen,  
lagebedarf  
ilienmarkt  
den Porte-  
tutionellen  
ekte eine  
ative Wert-  
rten, da in  
r bestand,

den Port-  
einen we-  
profitieren  
la mit der  
ekarzinsen  
r positive  
schäftsli-  
grund der  
slung die  
entlich ge-  
ede bereits  
Mietzins-  
nziell wie-  
t sich der  
robusten  
des Mark-  
wachsende  
eine hohe

ctes hängt  
lande hat  
ig transpa-  
n Teilneh-  
elschichti-  
ansparenz  
sich durch  
n wie auch  
ngsstrate-  
stabileren  
eführt, als  
e der Fall  
briefungs-  
Doch die  
Schweizer  
Korrektur

## Die Luft ist draussen

### Die Preise von Schweizer Geschäftliegenschaften unter Druck

Von Tamer Amr\*

Die Krise an den internationalen Kreditmärkten dürfte dazu führen, dass sich die Preise für gewisse Geschäftliegenschaften in der Schweiz wieder deutlich zurückbilden werden.

Die Kreditkrise scheint den Schweizer Immobilienmarkt auf den ersten Blick kaum zu tangieren. Nur ein kleiner Bruchteil der hiesigen Immobilien ist über verbriefte Kredite finanziert. Genaue Zahlen fehlen, aber das Volumen dürfte 4 Mrd. Fr. nicht übersteigen. Es gibt allerdings einen Teilmarkt, auf dem durchaus grössere Auswirkungen zu erwarten sind: das Segment der Geschäftliegenschaften, die sich nicht an den besten Lagen befinden. In diesem Bereich sind in den vergangenen Jahren vermehrt neuartige Finanzierungsformen zur Anwendung gekommen und haben die Preise stark in die Höhe getrieben.

#### Ausländer als Preistreiber

Ausgelöst wurde die Entwicklung durch die Lockerung der Lex Koller im Oktober 1997. Seither können Ausländer in der Schweiz Gewerbeliegenschaften kaufen. Die Preise stiegen jedoch nicht nur wegen der erhöhten Nachfrage, sondern auch deshalb, weil die ausländischen Investoren mit einer ganz anderen Perspektive – punkto Risiko und Finanzierung – an den Markt herantreten. Arbeitet ein durchschnittlicher Schweizer Immobilienfonds mit 40 bis 50% Fremdfinanzierung und eine typische Schweizer Immobiliengesellschaft mit 50 bis 60%, so sind es im Fall der ausländischen Investoren deutlich mehr. Bereits die ersten internationalen Anleger, die in die Schweiz kamen – hauptsächlich angelsächsische Private-Equity-Fonds –, waren 80 bis 95% fremdfinanziert, und bald konnten auch Privatpersonen Hypotheken von 90% und mehr aufnehmen. Die Hypotheken wurden dann von den Banken über Verbriefungsprodukte, beispielsweise über Mortgage Backed Securities (MBS), weiterverkauft.

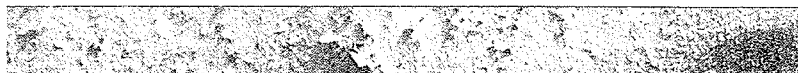
Betrachtet man die Immobilientransaktionen mit internationaler Beteiligung im Zeitablauf – von den Swisscom-Immobilien über diverse Liegenschaften von Migros und Coop bis hin zum gescheiterten Jelmoli-Deal –, so zeigt sich, dass Schweizer Pensionskassen und kotierte Immobili-

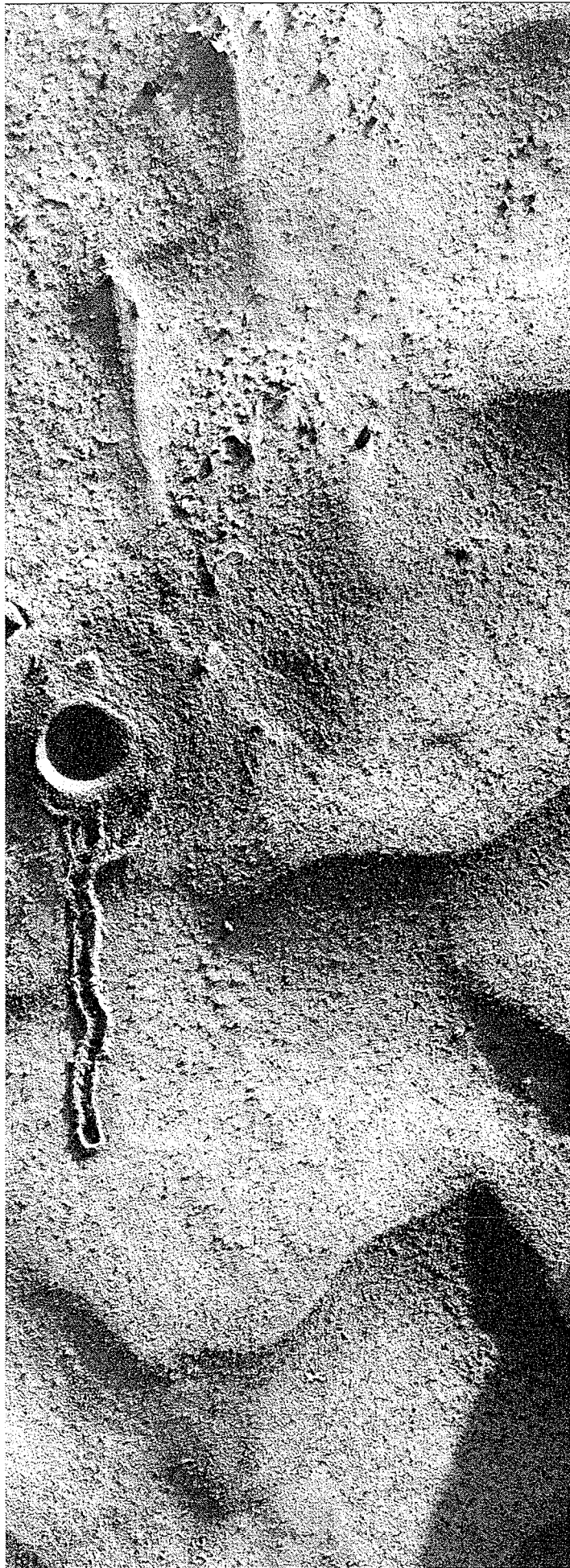
engesellschaften in Bieterwettkämpfen zunehmend von stark fremdfinanzierten ausländischen Käufern ausgestochen wurden. Diese Entwicklung wurde durch immer günstigere Kreditkonditionen begünstigt. So wurden im Rahmen der Verbriefung von WTF Properties (Swisscom-Immobilien) im Juli 2003 AAA-Bonds herausgegeben, wobei die vorrangigsten, risikoärmsten Anleihen einen Aufschlag von 38 Basispunkten (Bp.) aufwiesen und BB-Bonds einen solchen von 650 Bp. Im März 2007 wurden ähnliche, mit deutschen und schweizerischen Immobilien gesicherte Anleihen (Windemere XI) im AAA-Bereich zu 16 Bp. und im BB-Bereich zu 300 Bp. ausgegeben. Im Oktober 2007 wurden diese Anleihen im Sekundärmarkt zu 65 Bp. (AAA) beziehungsweise 550 Bp. (BB) gehandelt.

Bemerkenswert ist dabei vor allem folgende Entwicklung. Zwischen 2003 und dem Sommer 2007 wurde die Preisgestaltung immer aggressiver; die Marge für die Banken reduzierte sich sowohl bei den AAA- wie auch bei den BB-Bonds um über 50%. Während jedoch die Preise für BB-Anleihen mittlerweile mehr oder weniger auf das Niveau vom Sommer 2003 zurückgekommen sind, tendieren sie für AAA-Anleihen deutlich höherer als vor vier Jahren. Entweder haben institutionelle Käufer Geld somit verloren und kaufen deshalb aus Angst keine AAA-Bonds mehr, oder die Märkte haben generell das Vertrauen in die Rating-Agenturen und ihre Risiko-Beurteilung verloren. Die Wahrheit dürfte irgendwo zwischendrin liegen. Faktum ist, dass die Verbriefungs-Märkte in Deutschland und in der Schweiz geschlossen sind, und Bond-Investoren zurzeit nicht mehr an die Risiko-Klassifizierungen der Rating-Agenturen glauben.

#### Gescheiterter Jelmoli-Deal

Die Zeit der spektakulären Immobilientransaktionen, in denen Ausländer die lokalen Immobilienakteure mit Preisen überbieten, die für Letztere aus fundamentaler Sicht nicht mehr Sinn haben, dürfte demnach vorbei sein. Es geht nicht nur darum, welchen Aufpreis die Geldgeber verlangen, sondern ob sie überhaupt noch bereit sind, Finanzierungen von über 80% vorzunehmen. Ein erstes «Opfer» auf dem Schweizer Immobilienmarkt hat die Kreditkrise mittlerweile bereits gefordert: Vor gut zwei Wochen platzte der Verkauf der Jelmoli-Immobilien an ein Konsortium unter der Führung der beiden israeli-





Strand gegraben.

BA-GEDULDIG

der Verkauf der Jelmoli-Immobilien an ein Konsortium unter der Führung der beiden israelischen Gesellschaften Blenheim Properties und Delek Global Real Estate. Im Rahmen der stark fremdfinanzierten Transaktion wollten die israelischen Investoren ursprünglich 3,4 Mrd. Fr. für das Portfolio bezahlen, gut 10% mehr, als die Liegenschaften nach üblichen Bewertungskriterien wert sind. Da sich die Situation an den Kreditmärkten zusehends verdüsterte, bekamen die Investoren Probleme bei der Finanzierung, worauf sie schliesslich vom Kauf zurücktraten.

Auch die Degi-Transaktion von Goldman Sachs in Deutschland über 2,7 Mrd. € ist in Gefahr. Der Vertrag war im Mai abgeschlossen worden, zu einem 22-Fachen der Jahresmiete. Nun haben sich die Fremdfinanzierungsbedingungen verschlechtert, weshalb Goldman Sachs mit dem Verkäufer nachzuverhandeln versucht. Solche Transaktionen dürften in weniger überschwänglichen Zeiten ungefähr das 18-Fache einer Jahresmiete gekostet haben, rund 20% weniger, als die Financiers im Mai noch zu zahlen bereit waren.

### «Fundamentals» zählen wieder

Meiner Ansicht nach werden die Transaktionspreise für Geschäftsimmobiliën, mit Ausnahme gewisser Top-Lagen wie der Zürcher Bahnhofstrasse oder der Genfer rue de Rhone, in den kommenden zwölf Monaten um 10% bis 20% zurückgehen, bis sich die Märkte wieder stabilisiert haben. Dabei geht es nicht darum, dass Gewerbeliegenschaften plötzlich weniger gefragt wären, denn die Schweizer Wirtschaft läuft nach wie vor gut, und die Immobilieninvestoren erwirtschaften weiterhin solide Renditen. Was sich geändert hat, ist ausschliesslich der Preiseffekt, der mit der fundamentalen Marktentwicklung nichts zu tun hatte, sondern einzig auf den hohen Fremdkapitaleinsatz zurückzuführen war.

Ein zweiter, potenziell ebenfalls preisdämpfender Effekt wird sich wohl erst noch entfalten. Die ausländischen Käufer sind nicht nur mehrheitlich stark fremdfinanziert, die meisten von ihnen operieren auch in einem Private-Equity-Umfeld, in dem sie sich Fünf-Jahres-Hypotheken gesichert haben und ihren Investoren das Geld innert sieben Jahren zurückzahlen sollten. Drei Jahre dieses Zyklus sind nun vorbei: Was also wird geschehen, wenn die heutigen Besitzer in den nächsten vier Jahren ihre Immobilien wieder verkaufen (müssen)? Je nachdem, wie stark sich die Kreditmärkte bis dahin erholt haben werden, könnten die Preise für Geschäftsliegenschaften im Verlauf dieser Verkaufswelle nochmals deutlich unter Druck geraten. Gewinner werden jene Unternehmen sein, die dann über genügend Kapital verfügen werden, um auf einem attraktiven Preisniveau als Käufer aufzutreten.

\*Tamer Amr ist Mitglied des Vorstands der REInvest AG in Genf.