

THEMA: IMMOBILIEN, MÄRKTE

Artikel vom 17.04.2011 | 09:00

1359Wörter | 10492Zeichen

Text: gemeinsam werben | Artikel Nr.: 421

## Serie: Europäische Immobilienmärkte

### Teil 1: Spanien – Prof. Sebastian und Thomas Hartauer im Gespräch



*Der Immobilienmarkt in Spanien steht vor großen Herausforderungen. Bild frei zur Veröffentlichung ©gemeinsam werben, 1024 x 739 px*

**Regensburg, 17. April.** Informationen zu Leerstandsquoten, ausfallenden Krediten, Preisverfall – das sind die üblichen Nachrichten zu den europäischen Immobilienmärkten. Prof. Steffen Sebastian, Inhaber des Lehrstuhls Immobilienfinanzierung an der Universität Regensburg, und Thomas Hartauer, Vorstand der Regensburger Lacuna AG, bewerten das aktuelle Marktgeschehen: „Meine Analyse setzt beim Zustand der Immobilienbanken an und fokussiert damit den Status Quo der Finanzierung, um für die Marktentwicklung zuverlässigere Prognosen erstellen zu können“, so Prof. Sebastian. Thomas Hartauer ergänzt: „Als Vorstand der Fondsboutique Lacuna betrachte ich die Entwicklungen besonders aus Anlegerperspektive und schaue, welche Schlüsse sich für Investoren ergeben.“ Im Ergebnis steht eine

fünfteilige Informationsreihe, die einen Blick auf Europas Immobilienmärkte wirft: Spanien, Irland, Großbritannien, Frankreich und die Schweiz.

#### Herr Prof. Sebastian, wie schätzen Sie die derzeitige Lage in Europa ein?

Prof. Sebastian: Hohe Abschreibungen kennzeichnen die europäischen Immobilienmärkte. Zusätzlich müssen sich Marktakteure mit einer zunehmenden Verknappung des Eigenkapitals und stark angespannten Staatsfinanzen auseinandersetzen. Im Ergebnis sind die Möglichkeiten der Kreditvergabe extrem beschränkt. Deutlich verschärft zeigt sich diese Situation meiner Meinung nach beispielsweise in Spanien.

#### Inwiefern?

Prof. Sebastian: In Spanien ist die Vergabe neuer Kredite durch viele Banken zur Zeit sehr schwierig, besonders die vielen kleinen „Cajas“, also Sparkassen, sind derzeit stark unterkapitalisiert. Ohne neue Finanzierung drohen massive Kreditausfälle. Im Zuge dessen steigt die Zahl der Wohnimmobilien, die sich im Besitz spanischer Banken befinden, kontinuierlich. Seit die spanische Notenbank dem Finanzsektor neue Abschreibungsregeln auferlegt, wird der Markt mit diesen Immobilien förmlich überschwemmt.

#### Eine solche Entwicklung haben wir auf verschiedenen Immobilienmärkten Europas beobachten können. Warum trifft es besonders den spanischen Markt so hart?

Prof. Sebastian: Spanier möchten in ihren eigenen vier Wänden leben. Die Eigentumsquote liegt traditionell bei über 80%<sup>1</sup>. Im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Ländern sind Immobilien in Spanien jedoch überwiegend kurzfristig finanziert und Kredite für Hypotheken zu über 90% mit einer variablen Verzinsung versehen. In Deutschland beispielsweise sehen wir den genau umgekehrten Fall. Hier laufen weniger als 20% der vergebenen Kredite über eine variable Verzinsung.

### **Spanien zeigt folglich eine weniger stringente Handhabung der Finanzierung?**

Prof. Sebastian: Ja, das ist ganz deutlich so. In Spanien ist es zum Beispiel möglich, in einem Pfandbrief Hypothekarkredite verschiedener lokaler Banken, sogenannter Cajas, zu verbriefen (multi-c dulas). Gleichzeitig sind die zugrunde liegenden Kredite häufig variabel verzinslich. Fallen diese nun aufgrund steigender Zinsen aus, müssen die Banken neue Sicherheiten bereitstellen oder bestehende Verbriefungen vom Markt nehmen. Dies ist zumeist nur durch eine kurzfristige Kreditaufnahme zum dann höheren Zinsniveau möglich.

### **Wie sieht das auf globaler Ebene aus?**

Prof. Sebastian: Werfen wir einen Blick auf Europa, lässt sich feststellen, dass hier Pfandbriefe, so genannte Covered Bonds, ein etabliertes Finanzierungs- und Refinanzierungsinstrument sind. Gehandelte Kapitalmarktpapiere, beispielsweise CMBS (Commercial mortgage-backed securities), werden hier weniger eingesetzt, als es unter anderem in den USA oder in Großbritannien der Fall ist.

### **Wo liegt im Wesentlichen der Unterschied der beiden Finanzierungsformen?**

Prof. Sebastian: Covered Bonds (CBs) sind durch enge gesetzliche Rahmenbedingungen weitaus standardisierter und dadurch transparenter strukturiert. CMBS dagegen bieten eine individuelle vertragliche Vereinbarung. Konkreter ausgedrückt: Anleger erwerben beim Kauf von CBs eine Forderung gegenüber dem Emittenten und dem zugrundeliegenden Wert. Dabei handelt es sich um das klassische Hypothekendarlehen. Im Gegensatz dazu kauft der Investor mit CMBS eine Forderung gegenüber dem Pool an Forderungen, nicht gegenüber dem Emittenten, so dass CMBS aus der Bilanz des Emittenten herausgelöst werden. Dadurch erhöhen sie die Handlungsspielräume des Emittenten. Doch in eben dieser Flexibilität zeigt sich auch das höhere Risiko von CMBS. So mussten CMBS-Emissionen im Zuge der Finanzkrise große Verluste hinnehmen. Betrug ihr Volumen beispielsweise 2006 noch gut 59 Mrd. USD, ging es im Jahr 2010 mit 15 Mrd. USD um knapp 75 % zurück. Hinzu kommt, dass auch diese Kredite naturgemäß nicht unendlich laufen. In den nächsten Jahren kommen massive CMBS-Endf lligkeiten auf den Markt zu. Wir rechnen hier mit Volumina in Höhe von 5 Mrd. USD für 2012. Im darauf folgenden Jahr wird sich diese Zahl auf 15 Mrd. USD verdreifachen. Gelingt eine Refinanzierung nicht, wären weitere Zwangsversteigerungen und damit verbunden deutlich fallende Immobilienpreise die Folge.

### **Wie beurteilen Sie das CMBS-Modell aus Anlegersicht, Herr Hartauer?**

Thomas Hartauer: Die für den Emittenten entstehende Handlungsfreiheit birgt im Gegenzug für Anleger hohe Risiken. CMBS gelten grundsätzlich als eher riskante Anlageform, denn Investoren partizipieren direkt am Erfolg oder Misserfolg des Immobiliengeschäfts. Das bedeutet, zukünftige Zahlungen, sei es die Tilgung der Kredite oder auch Zinsen, fließen nicht der Bank zu, sondern dem CMBS-Käufer. Dahinter steht ein Modell, das nach dem einfachen Prinzip funktioniert: Je höher die Renditechancen, desto höher das Risiko. Die Branche unterscheidet hier drei Tranchen mit einem unterschiedlichen Risikoprofil. Mit der Erstverlusttranche, der so genannten Junior-Tranche, fangen Anleger – darunter zu einem großen Teil Hedgefonds – die ersten Zahlungsausfälle auf. Anschließend haben Mezzazine-Anleger, beispielsweise Versicherungen oder Pensionsfonds, die Verluste zu tragen und das vermeintlich sicherste Profil bietet die Senior-Tranche. Hier investieren vorzugsweise Banken. Dass es mit der Sicherheit nicht so weit her ist, hat die Immobilienkrise deutlich bewiesen. Aus meiner Sicht zeigen sich CMBS daher als für Anleger schwer kalkulierbares Risiko. Diese Anlageform setzt voraus, dass Marktrisiken durchschaut und richtig eingeschätzt werden. Wie schwierig das ist, hat uns die nahe Vergangenheit gelehrt. Besonders bedenklich bewerten Experten in diesem Zusammenhang das spanische Finanzierungsmodell. Wie bereits von Herrn Prof. Sebastian ausgeführt, wurde hier eine weniger stringente Finanzierungspraxis verfolgt – mit Konsequenzen für den Markt.

**Herr Prof. Sebastian, welches Szenario sehen Sie für den spanischen Immobilienmarkt?**

Prof. Sebastian: Ich halte das Finanzierungsmodell Spaniens für sehr gefährlich. Denn wenn die Refinanzierung nicht wie geplant funktioniert, muss verkauft werden. Im schlimmsten Fall folgt dann die Zwangsversteigerung. Für das kommende Jahr erwarten Experten in diesem Zusammenhang eine Verdreifachung der Zahlen<sup>2</sup>.

**Woran könnte die spanische Immobilienfinanzierung scheitern?**

Prof. Sebastian: Ein großes Problem ist beispielsweise die Abhängigkeit von einem niedrigen Zinsniveau. Denn nur in diesem Fall funktioniert das kurzfristige Finanzierungsmodell in Spanien. Steigen die Zinsen, droht Schuldnern ein Liquiditätsschock. Erschwerend kommt hinzu, dass neben der Finanzierung auch die Refinanzierung von Immobilien sehr kurzfristig angelegt war. Denn trotz des steigenden Anteils von Hypothekendarlehen an der Eigenheimfinanzierung von 20% auf 50% zwischen 2003 und 2009 besteht für die emittierende Bank weiterhin die Gefahr eines plötzlichen Kapitalbedarfs. Schlussendlich tragen die spanischen Banken damit ein erheblich größeres Fristentransformationsrisiko als Kreditinstitute in anderen europäischen Ländern.

**Was bedeutet das nun für Anleger, Herr Hartauer?**

Thomas Hartauer: Investoren sollten sich nach einem Marktumfeld umsehen, das eine langfristig gewachsene Struktur aufweist. Das bedeutet im Kern: ein etabliertes Investmentumfeld mit erfahrenen Experten. Wir von der Lacuna AG haben uns aus eben diesem Grund bereits 1997 in Richtung US-REIT-Markt, ein Subsegment des US-amerikanischen Immobilienmarktes, orientiert. Die Informationstiefe ist bei den meisten Anlegern hier allerdings noch gering, weswegen Nachrichten wie die zu den Einfamilienhäuserpreisen zu Verunsicherung führen können. Dadurch werden viele Chancen ausgeblendet. Denn was nur wenige wissen: REITs machen mit einem Volumen von ca. 371 Mrd. USD in den USA nur einen Bruchteil des gesamten Immobilienumfeldes aus, das mit 6,3 Billionen USD angegeben wird. Dafür ist sehr häufig die einzelne Gesellschaft spezialisiert und bietet dadurch dem Anleger mehr Chancen durch Fokussierung des Geschäftsmodells. Dass REITs in den USA wesentlich besser gelaufen sind als der Gesamtmarkt, zeigt auch ein Vergleich mit den wichtigsten Indizes. So bildet der FTSE NAREIT ALL REITs Index zwischen 1972 und 2011 durchschnittlich 9,69% Rendite ab. Damit liegt er deutlich über den Ergebnissen des Dow Jones Total Market. Darüber hinaus erreichte der Dow Jones All REIT Index 2010 bereits das zweite Jahr in Folge eine Outperformance des Dow Jones Industrial Averages um 11% und des S&P 500 Index um 13%<sup>3</sup>. An diesen Zahlen lassen sich die Chancen des US-REIT-Marktes deutlich ablesen. Weiterhin ist der US-REIT-Markt der älteste und damit etablierteste Markt börsennotierter Immobilienaktien weltweit. Bereits seit den 1960-er Jahren existiert hier die entsprechende Expertise. Wir haben vor diesem Hintergrund einen Fonds aufgelegt, der dieses Potenzial gezielt ausschöpft. Als erster in Deutschland zugelassener REIT-Fonds mit Fokus auf den US-amerikanischen Markt verfolgen wir die Entwicklung der Märkte besonders aufmerksam und sind optimistisch, dass sich auch in den kommenden Jahren das Potenzial des REIT-Marktes bestätigen wird.

**Herr Prof. Sebastian, Herr Hartauer, ich bedanke mich für dieses Gespräch.**

<sup>1</sup> Quelle: <http://www.die-bank.de/banking/kreditausfaelle-belasten>

<sup>2</sup> Quelle: <http://www.ftd.de/finanzen/immobilien/:finanzkrise-spanische-banken-verschleudern-immobilien/50198743.html>

<sup>3</sup> Quelle: The Wall Street Journal, Real Estate Outruns the Stock Market Again, Dez. 2010; alle Zahlen auf

---

Dollarbasis.

*faktwert* (© 2010) ist ein MediaTool der gemeinsam werben oHG. Verantwortlich für den Inhalt der Artikel sind die Urheber der veröffentlichten Inhalte; *faktwert* übernimmt keine Verantwortung für die Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der veröffentlichten Informationen. Falls Sie eine Rechtswidrigkeit entdecken, bitten wir Sie, unter nachvollziehbarem Verweis auf Art der Rechtswidrigkeit, *faktwert* unter [recht@faktwert.de](mailto:recht@faktwert.de) umgehend zu informieren, wir werden dann den Inhalt nach Prüfung ggf. entfernen. Weitere Informationen erhalten Sie im Impressum.