

17. Juni 2024

CEO Insight: Japan hat seine Lektionen aus der Großen Finanzkrise gelernt

In den USA werden Immobilien zum Nachteil der Anleger wieder auf riskante Weise verbrieft, während Japan die Finanzaufsicht verstärkte und ausländische Immobilienanleger nicht im Stich lassen wird.

Man mag es kaum glauben: Trotz aller Lehren aus der globalen Finanzkrise 2008/9 haben Anleger in hochklassig bewerteten US-Commercial Mortgage-Backed Securities erneut Geld verloren. Der Verlust betraf hypothekarisch gesicherte Schuldverschreibungen über 308 Millionen Dollar für das Gebäude 1740 Broadway in Manhattan, New York City. Die Investoren der mit Triple-A bewerteten Kredittranche erhielten nur 74% ihrer Investition zurück, die wegen der notleidenden Finanzierung nur mit einem erheblichen Abschlag verkauft werden konnte. Fünf nachrangige Gläubigergruppen, die Tranchen mit AA- und A-Ratings und darunter hielten, verloren ihr gesamtes Geld.

Die Investmentgesellschaft Blackstone erwarb die Immobilie 2014 für 605 Millionen Dollar. Zur Finanzierung nahm das Unternehmen eine Hypothek in Höhe von 308 Millionen Dollar auf. Sie wurde über CMBS-Anleihen verbrieft und von Travelers, Endurance American Insurance und anderen Investoren erworben. Die Deutsche Bank arrangierte die Transaktion, die Rating-Agentur DBRS Morningstar verlieh etwa der Hälfte des Hypothekenbetrags (157,5 Millionen Dollar) ein Triple-A-Rating, eine Tranche von 38,6 Millionen Dollar erhielt ein Double-A und eine Tranche von 26,7 Millionen Dollar ein Single-A-Rating.

Schon zu diesem Zeitpunkt waren diese hohen Ratings kaum zu rechtfertigen. Erstens war das Gebäude alt (wenn auch renoviert) und wies ein hohes Einzelmieterrisiko auf – ein Mieter machte 71% der Einnahmen aus und die Mietvertragslaufzeit war kürzer als die Kreditlaufzeit. Zweitens gab es keinen Cash-Sweep-Auslöser zugunsten der Anleihegläubiger. Selbst als der Mieter Anfang 2021 beschloss, den Mietvertrag nicht zu verlängern, durfte Blackstone bis zum Ende des Mietvertrags im März 2022 Dividenden erhalten. Erst nachdem der Mieter ausgezogen war und keine Miete mehr zahlte, wurde der Cash Sweep ausgelöst.

Dieser Fall verdeutlicht die Schattenseiten des kapitalgetriebenen US-Immobilienmarktes. Investoren in hypothekarisch gesicherten Anleihen sollten ein Rating der Klasse A nicht als 100%ige Versicherung gegen hohe oder totale Verluste betrachten und das CMBS-Kleingedruckte gründlich prüfen. In Japan dagegen hat man seine Lektionen aus der globalen Finanzkrise gelernt. Hier können sich auch ausländische Immobilienanleger sicher sein, dass sie fair behandelt und im Krisenfall nicht im Stich gelassen werden.

Wohl als einziges Industrieland hat Japan nach dem Lehman Brothers-Crash sämtliche Finanzaufsichtsfunktionen in einer einzigen Behörde konzentriert, die Financial Services Agency, die Banken, Versicherungen, Börse und Wertpapierhandel überwacht. Die Notenbank bewertet die Stabilität des Finanzsystems halbjährlich und warnt in einem öffentlichen Report nach definierten Kriterien, wenn ein Sektor heiß läuft, etwa gemessen an einer deutlichen Volumenveränderung von Krediten. Die Geschäftsbanken der drei großen Finanzgruppen MUFG, SMFG und Mizuho, die aus der Zusammenlegung von 13 Finanzinstituten im Zuge schweren Bankenkrise in Japan am Anfang der Nullerjahre hervorgingen, vergeben Immobilienkredite nur mit hohem Sicherheitspuffer.

>>>

Zwar hat der schnelle Anstieg der US-Zinsen mindestens eine japanische Bank auf dem falschen Fuß erwischt. Die Aozora Bank, die Nr. 16 in Japan gemessen an der Marktkapitalisierung, verbuchte überraschend den ersten Jahresverlust seit anderthalb Jahrzehnten, weil sie Abschreibungen auf ihre Büroimmobilienkredite in den USA vornehmen musste. Die japanischen Banken, die ihren japanischen Firmenkunden in die USA gefolgt sind und dort deren Investitionen finanziert haben, arbeiten schwierige Investments jedoch gemeinsam mit ihren Kunden auf. Anders als Blackstone halten die Firmen an ihren Investments fest und die japanischen Banken verkaufen ihre Kredite nicht einfach mit einem Abschlag. Beide Seiten stehen zu ihrer Verantwortung.

Auch in anderer Hinsicht zeigt der japanische Markt für Gewerbeimmobilien eine deutlich größere Resilienz als der US-Markt: Dort ist die hohe Leerstandsrate der Büros von teils 50%, weil die Mitarbeiter lieber zu Hause arbeiten, die zentrale Ursache der aktuellen Krise. Anders Japan: Hier ist die Zuversicht in Büro-Investments weiter hoch, auch weil die meisten Beschäftigten höchstens tageweise im Homeoffice arbeiten.

Die unterschiedliche Einstellung zur Büroarbeit ist mit einer gravierend unterschiedlichen Loyalität zum eigenen Arbeitgeber begründbar, deren Ursache auch in einem kaum noch zu rechtfertigenden Gehaltsgefälle zu vermuten ist. So verdient der CEO eines S&P 500-Unternehmens 400 Mal so viel wie der Durchschnitt der gesamten Belegschaft. In den rund 2.100 Topix-Unternehmen verdienen die Chefs nur 12 Mal so viel wie ihre Mitarbeiter. In Japan haben alle am Erfolg eines Unternehmens teil – hier funktioniert der Kapitalismus.

So planen denn auch die großen, in Japan investierten US-Fonds, ihre bereits beträchtlichen Investments weiter auszubauen. Die Anteile von Warren Buffett's Berkshire Hathaway an fünf japanischen Handelshäusern (mehr dazu im [CEO Insight vom Dezember 2022](#)) machen mittlerweile 24 Milliarden Dollar aus. Bain Capital [hat unlängst angekündigt](#), das Japan-Investment auf 10 Milliarden Dollar zu verdoppeln. KKR, Carlyle und andere meldeten ähnliche Pläne, die insbesondere mit der „Wiedergeburt der Dynamik“ in Japan begründet werden, weil die Unternehmen sich auf die Kapitalrendite konzentrieren und die Regierung das Wertpapiersparen der Bürger fördert.

Im Immobiliensektor bilden Hotels, Rechenzentren und weiterhin Wohngebäude in den großen Metropolen das aktuelle Ziel der Auslandsinvestoren. Ihr nachhaltiges Interesse sollte deutsche Investoren aufhorchen lassen. Wir erleben weiterhin goldene Zeiten für japanische Immobilien, eine Währungsprämie durch die Yen-Schwäche gibt es noch dazu.USA.

Leonard Meyer zu Brickwedde

Dr. Leonard Meyer zu Brickwedde
President and CEO

Kensho Investment Corporation
Sanno Park Tower 3F
2-11-1 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6162

Tel: +81(0)3-6205-3039
contact@ken-sho-investment.com