

■ OFFENE IMMOBILIENFONDS IM SOG DER
FINANZKRISE
SEITE 2

■ EXKURS: DER MARKT LONDON
SEITE 6

■ ALLEINIGER MAßSTAB FÜR DIE BEWERTUNG
SIND VERFÜGBARE UND BELASTBARE
MARKTDATEN
INTERVIEW
SEITE 12

SCOPEANALYSIS

- REPORT NR.12 · 16.12.2008 -



OFFENE IMMOBILIENFONDS ZIELMÄRKTE, MIETERSTRUKTUREN UND MIETVERTRÄGE – SCHLAGLICHT AUF DIE GRÖSSTEN FONDS DER BRANCHE

MARKTBERICHT

GROSSE FONDS BAUEN
AUF STRUKTUR UND
DIVERSIFIKATION

INTERVIEW

„SCHWARZMALEREI
HAT DERZEIT HOCHKON-
JUNKTUR“

GRAFIKEN

ZIELMÄRKTE, BRANCHEN-
VERTEILUNG UND
VERMIETUNGSSTRUKTUR

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

Die Entwicklungen der vergangenen Wochen haben eine Reihe von Offenen Immobilienfonds in Liquiditätsnöte gebracht. Viele Sparer ärgern sich, weil ihr Kapital derzeit nicht verfügbar ist. Dies kann unangenehm werden, wenn man sich als Anleger auf diese Verfügbarkeit verlassen hat; dazu kommt die Unsicherheit über die Entscheidung der BaFin, dass im

Rahmen der Rücknahmestopps auch Auszahlpläne nicht bedient werden sollen. All dies kratzt an der Reputation der Fonds – aber zunächst einmal nicht an ihren Underlyings, den Immobilien selbst. Ein Vermögensschaden trifft die Anleger nur dann, wenn zu den Liquiditätsnöten der Fonds obendrein auch Portfolioprobleme kommen.

OFFENE IMMOBILIENFONDS IM SOG DER FINANZKRISE

GROSSE FONDS BAUEN AUF STRUKTUR UND DIVERSIFIKATION

Um das zu klären, hilft nur der detaillierte Blick in die einzelnen Portfolios. Wie viel Qualität steckt in ihnen? Wie krisensicher sind sie aufgebaut – wie solide gemanagt? Scope Analysis führt jährlich ein komplettes Rating aller Fonds mit einer Produktgeschichte von über einem Jahr durch und zieht die nächste Ratingrunde aus aktuellem Anlass sogar noch um ein Quartal vor.

Informationsbedarf bei den Anlegern

Klar ist schon heute: In der aktuellen Marktsituation

wird kaum ein Investmentvehikel ohne Renditerückgänge durch die Krise kommen; dies gilt auch für Offene Immobilienfonds. Dies wissen die Anleger; ihre derzeitige Sorge gilt auch nicht dem letzten Renditepunkt, sondern dem Werterhalt ihres Portfolios. Als klassische Substanzwertanlage waren die Offenen Immobilienfonds gerade deshalb in den vergangenen Monaten bei Privatanlegern so gefragt. Trotz Fondsschließungen, Medienberichterstattung und Verunsicherungen – noch vertrauen die Privatanleger dem Krisenmanagement der Branche.

Aber sie wollen jetzt differenzierte Informationen, wollen wissen, wie „ihr“ Fonds beim Belastungstest abschneidet.

Größe wirkt in der Krise stabilisierend

In einem Vorab-Check hat Scope Analysis deshalb anhand einiger wichtiger Kernpunkte die acht größten Produktportfolios – überwiegend Europa-Fonds, die bei den Privatanlegern wegen ihrer günstigen Rendite-Risiko-Relation traditionell besonders im Vordergrund stehen – unter die Lupe genommen.

Darüber hinaus ist die schiere Größe in der Krise eine stabilisierende Produkteigenschaft. Durch die große Zahl der Fondsobjekte können Auf- und Abwertungen leichter miteinander kombiniert und die Auswirkung von Wertanpassungen nach unten auf die Fondsperformance besser neutralisiert werden. Darüber hinaus schlagen eventuelle Abwertungen einzelner Immobilien nicht so stark auf die Gesamtportfolios der Fonds durch.

Die Zielmärkte: Gut ausbalanciert in der Krise?

Bei den acht größten Offenen Immobilienfonds in Deutschland handelt es sich um den hausInvest europa, den Deka-ImmobilienEuropa, den CS Euroreal, den SEB ImmoInvest, den Unilmmo: Europa, den Unilmmo: Deutschland, den KanAm grundinvest Fonds und den AXA ImmoSelect. Jedes der genannten Produkte verfügt aktuell über einen Marktanteil von knapp 5 Prozent oder mehr. Der größte deutsche Immobilienfonds überhaupt, der hausInvest europa von Commerz Real Investment, deckt alleine sogar über 10 Prozent des gesamten Marktes ab. Insgesamt ist bei diesen acht Produkten über die Hälfte des gesamten Fondsvermögens aller deutschen Offenen Immobilienfonds anzutreffen.

Sechs Produkte sind ausgewiesene Europäer, ein Produkt (Unilmmo: Deutschland) ist ein Deutschland-Fonds. Der SEB ImmoInvest nimmt mit seiner Investmentstrategie eine Sonderstellung ein. Er investiert schwerpunktmäßig ebenfalls in Europa, mischt aber verstärkt auch globale Zielmärkte bei.

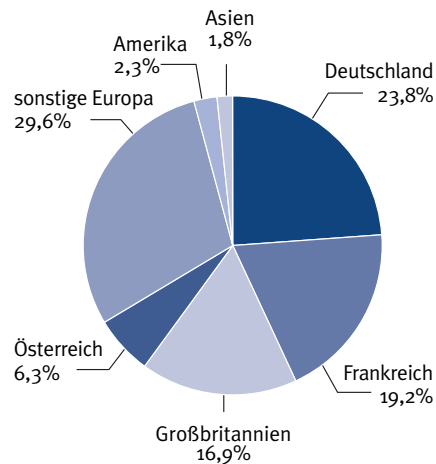
Größe ist in der Krise eine stabilisierende Produkteigenschaft

SCOPEANALYSIS

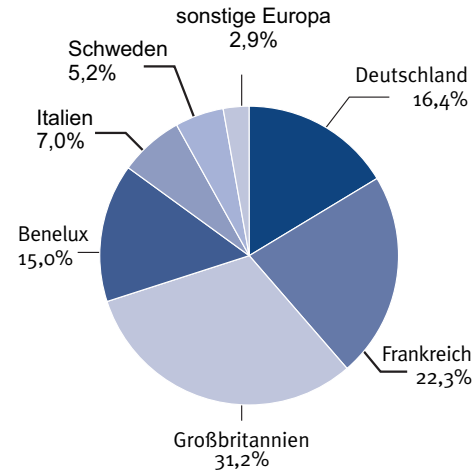
- REPORT 12/2008 -

*Deutscher Immobilienmarkt
von einer recht geringen
Volatilität geprägt*

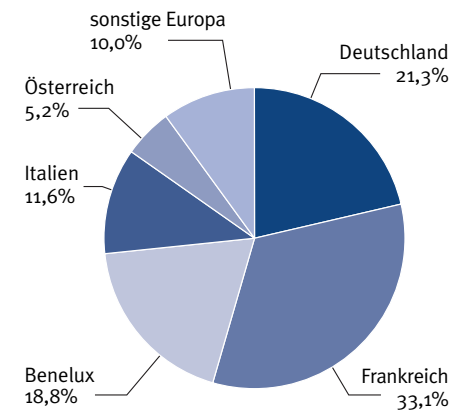
Deka-ImmobilienEuropa



hausInvest europa



AXA Immoselect



Deutschland als Chance

Beim ersten Blick in die Portfolios der acht „Dick-schiffe“ fällt bei fast allen ein mehr oder weniger ausgeprägter Deutschland-Anteil auf. Dies ist keine schlechte Nachricht für die Anleger. Zum einen ist der deutsche Immobilienmarkt von einer recht geringen Volatilität geprägt. Außerdem hat er die starke Blasenbildung der vergangenen Jahre, die in anderen Märkten deutlich zu beobachten war, kaum nachgezeichnet. Als entsprechend geringer stellt sich hier der mögliche Anpassungsbedarf dar.

Neben Deutschland sind Frankreich, Großbritannien und Benelux die Hauptzielmärkte der acht Großen. Italien, Spanien, Österreich und Osteuropa sowie Asien und Amerika sind vertreten, dies aber überwiegend mit kleineren Anteilen. Ausnahmen

sind der KanAm grundinvest Fonds, der SEB ImmoInvest sowie der Unilmmo: Europa mit höheren Amerika beziehungsweise Asien-Anteilen.

Als regional gut ausbalancierte Portfolios fallen der Deka-ImmobilienEuropa, der hausInvest europa sowie der AXA Immoselect auf.

Markt in Frankreich schwächt sich ab – Benelux mit positiven Perspektiven

Beispielsweise glänzt das Produkt aus dem Hause AXA Investment Managers mit einem London-Exposure von Null. Anleger, die in der gegenwärtigen Situation dem Londoner Markt ganz fern bleiben wollen, sind hier richtig. Allerdings hat der AXA Immoselect mit gut 33 Prozent einen stattlichen Portfolio-Anteil in Frankreich – ein ebenfalls recht

überhitzter und sich jetzt abschwächender Markt. Dafür sind die soliden Benelux-Märkte mit weiter positiven Perspektiven im Portfolio mit 18 Prozent gut vertreten. Für den Deka-ImmobilienEuropa spricht die sehr ausgewogene Diversifikation – weder in Großbritannien noch in Frankreich sind starke Klumpenbildungen zu beobachten. Der Fonds hat auch Investmentchancen im übrigen Europa gut genutzt.

Diversifikation und Klumpenbildung

Die gute Diversifikation gilt auch für den hausInvest europa – hier springt zunächst der hohe Großbritannien-Anteil ins Auge. Er wird allerdings in Kürze durch Änderungen bei der riesigen Einkaufsmeile „Westfield“ im Londoner Stadtteil White City sinken. Dann nämlich gehen nur noch 50 Prozent des Shopping Centers in die Portfoliostruktur des hausInvest Europa ein. Die andere Hälfte wurde auf den australischen Projektentwickler übertragen, dessen Namen das Shopping Center bereits heute trägt. Aber auch nach diesem Übertrag ist der Fonds

mit dem verbleibenden über 25%igen London-Anteil für denjenigen Investor am besten geeignet, für den Investments in der britischen Hauptstadt nach wie vor in einen Europa-Fonds gehören – dies insbesondere vor dem Hintergrund der ausgeprägten London-Expertise der Commerz Real.

Im Mittelfeld bei der regionalen Diversifikation liegen der CS Euroreal und der SEB ImmoInvest. Auffällig sind hier die extrem hohen Deutschland-Anteile mit jeweils 41 Prozent und knapp 44 Prozent. Beim SEB ImmoInvest fällt hier das Renzo Piano-Ensemble am Potsdamer Platz in Berlin ins Gewicht, das den Deutschland-Anteil des Fonds erheblich nach oben katapultiert hat.

Für weniger gut ausbalanciert halten wir den KanAm grundinvest Fonds. Hier fallen gleich zwei Klumpenbildungen auf: Der Fonds hat mit 41 Prozent den höchsten Frankreich- und mit 23 Prozent den zweitgrößten Großbritannien-Anteil der acht größten Offenen Immobilienfonds.

*Große Fonds unterschiedlich
gut diversifiziert*

Rund die Hälfte der Kapitalanlagegesellschaften sieht bereits wieder Kaufgelegenheiten

London-Anteile der Offenen Immobilienfonds im Überblick

Fonds	Fondsgesellschaft	Londonanteil am Verkehrswertvolumen Stand 31.12.2008	Objektanzahl	Erwerbsjahr
grundbesitz europa	RREEF Investment GmbH	35,31%	4	10/03 12/03 12/03 09/03
hausInvest europa	Commerz Real-Investment	26,67%	6 ¹	02/99 03/01 09/01 09/01 03/03 08/04
KanAm grundinvest Fonds	KanAm Grund	26,20%	4	02/03 03/05 12/05 06/07
Deka-ImmobilienGlobal	Deka Immobilien Investment	23,09%	2 ²	08/03 05/04
Unilmmo: Global	Union Investment Real Estate	18,42%	2	03/05 03/06

¹ Zwei Neuakquisitionen 07/08 | 09/08

² Eine Neuakquisition 03/08

Quelle: Datenlieferungen bzw. letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften; Darstellung: Scope Analysis

Der Markt London: Eine Frage des Timings

Mit Blick auf die London-Investments der Fonds ist zunächst die Situation zum Jahresende 2007 interessant, bevor die Preise massiv zu fallen begannen. Wer in den vergangenen Jahren Immobilieninvestments in London tätigen wollte, musste niedrige Einkaufsrenditen akzeptieren, da der Immobilienmarkt insbesondere in Citylagen stark überhitzt war. In den bereits Ende 2007 in den Portfolios befindlichen Immobilien könnte also selektiv und mittelfristig Anpassungsbedarf enthalten sein.

Die größten London-Anteile wiesen zu dieser Zeit – über die Betrachtung der acht größten Fonds hinausgehend – der grundbesitz europa von RREEF Investment, der hausInvest europa sowie der KanAm grundinvest Fonds auf. Die Einbeziehung des hausInvest europa verzerrt allerdings insofern, als hier

das Shopping Center Westfield enthalten ist, das bereits jetzt nach Fertigstellung zur Hälfte an den beteiligten Projektentwickler übergegangen ist. Überdies ist das London-typische Ausfallrisiko bei Mietern aus der Finanzbranche hier nicht gegeben.

London lockt mit günstigen Preisen

Im Jahresverlauf 2008 hat sich die Situation auf den Immobilienmärkten in Großbritannien, insbesondere im Großraum London, merklich geändert. Die Immobilienpreise sind in den vergangenen Monaten im Zuge der Kredit- und Liquiditätskrise stark gefallen, die Renditen steigen weiter. Angesichts dessen sahen rund die Hälfte der Kapitalanlagegesellschaften bereits wieder Kaufgelegenheiten zu attraktiven Preisen in Großbritannien. Einige KAGen haben in den vergangenen Monaten nach längerer Abstinenz wieder in den britischen Markt investiert.

Unter anderem wurden dort neue Engagements von der AXA, Credit Suisse Asset Management, SEB, Deka und CRI getätigt. AXA und SEB engagierten sich aber nicht für ihre Flaggschiff-Fonds AXA Immoselect und SEB ImmoInvest. Credit Suisse Asset Management kaufte auch für den CS Euroreal.

Insgesamt wurden in den vergangenen Monaten über eine Milliarde Euro in London investiert. Dabei wurden von sämtlichen Fondsgesellschaften 13 Objekte erworben, diese sind mehrheitlich im Großraum London angesiedelt.

Die von ihren Volumina her bedeutendsten Erwerbungen waren der Kauf eines Bürogebäudes im Finanz- und Versicherungsdistrikt durch die Credit Suisse Asset Management für ihren CS Euroreal für umgerechnet 170 Millionen Euro. Auch die Commerz Real setzte ihren Akquisitionskurs fort und erwarb nach dem Objekt „Athene Place“ in Midtown (124 Millionen Euro) erst kürzlich eine weitere Büroimmobilie im Londoner Westend für den Gegenwert von rund 104 Millionen Euro.

Wiedereinstieg in London

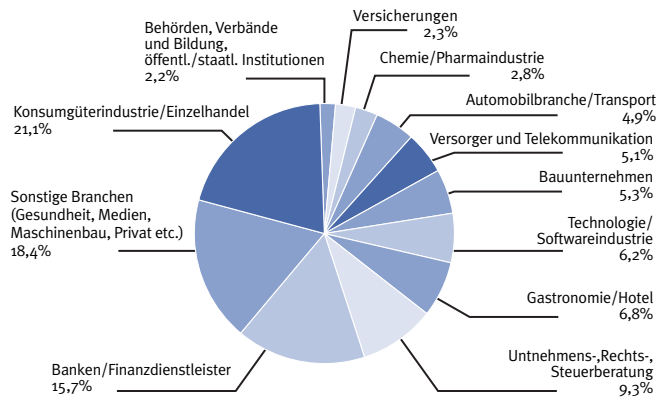
Der größte Investor in Großbritannien war in den vergangenen neun Monaten aber die Deka – dies zum einen mit dem Erwerb von ebenfalls zwei Büroobjekten im Londoner Bankenviertel, eines davon für ihren Deka-ImmobilienEuropa, Kaufpreis 100,9 Millionen Euro. Außerdem stellte die Fondsgesellschaft der deutschen Sparkassen erst kürzlich ihr Großbritannien-Portfolio mit dem Erwerb eines Einkaufszentrums breiter auf.

Noch vorsichtige Abstinenz im Verlauf von 2008 übten in Großbritannien dagegen die Union Investment Real Estate, RREEF Investment sowie die DEGI, letztere beiden KAGen sind nicht mit Fonds unter den großen Acht vertreten. Insgesamt sind 12,8 Prozent der in den ersten neun Monaten dieses Jahres neu in die Fonds eingestellten Verkehrswerte in Großbritannien angesiedelt.

Bei Erwerbungen für das Basisinvestment „Offener Immobilienfonds“ in unmittelbar gefährdeten Märkten kommt es angesichts der unsicheren Entwick-

*Einige Fonds wagten 2008
den Wiedereinstieg in London*

Branchenmix Offene Immobilienfonds



*Basis Nettomieteinnahmen der Offenen Immobilienpublikumsfonds zum Stichtag 30.09.2008; Deka Immobilien, Commerz Real, Credit Suisse Asset Management, DEGI, Morgan Stanley Real Estate, RREEF Investment, SEB Immobilien, TMW, Union Investment RE, WestInvest

SCOPEANALYSIS

- REPORT 09/2008 -

Absicherung durch gut diversifizierte Mieterstrukturen

lung und der durch die Krise befeuerten Volatilität auf den Immobilienmärkten auf höchste Objektqualität und auf die Langfristigkeit von Mietverträgen in Kombination mit erstklassiger Mieterbonität an. Keinesfalls zur aktuellen Marktsituation passen Monostrukturen bei der Vermietung von Objekten, insbesondere im Bereich Finanzdienstleistungen.

Die Mieterstrukturen: Mietausfälle gut im Griff?

Neben einer gut ausbalancierten regionalen Aufteilung sichern sich die Fonds auch durch eine gut diversifizierte Mieterstruktur gegen Krisen ab. Der Grund: Ist eine bestimmte Mieterbranche besonders von krisenhaften Entwicklungen und Konkursen betroffen, so halten sich die Mietausfälle für den Fonds bei einer gut diversifizierten Mieterstruktur trotzdem in Grenzen. Besonders im Fokus stehen

im Moment Mieter aus der Bankenszene. Natürlich ist nicht davon auszugehen, dass alle Mieter von Fondsimmobilen aus der Finanzbranche insolvent werden; das Finanzexposure ist als das maximale Ausfallrisiko bei den Mieterträgen im Sinne eines „Value at Risk“ zu verstehen.

Mietermix: Risiken und Chancen

Die prozentualen Mieterträge aus dem Bereich „Banken“ auf der Ebene der einzelnen Fonds sind aber nur eine Risikokomponente. Im Zuge der Finanzkrise können sich natürlich auch in andere Branchen, z. B. Automobilsektor oder Einzelhandel, Ausfallrisiken realisieren. Bei einem großen, gut funktionierenden Shopping Center mit einer Vielzahl kleinerer Mieter ist dabei diese Gefahr allerdings geringer als bei einer Büroimmobilie, die von einer einzigen

Adresse angemietet wurde. Bei Ersterem kommt es erfahrungsgemäß eher zu Renditeverlusten durch eine Reihe kleinerer Leerstände als zum Totalausfall der Mieterträge und anstehendem komplettem Neuvermietungsbedarf.

Auf der Ebene der Gesamtbranche aller deutschen Immobilienfonds lässt sich kein übermäßiges Klumpenrisiko beim Finanzexposure feststellen. Die Mieterträge aller deutschen Immobilienfonds rekrutieren sich zu rund 15 Prozent von Mietern aus dem Bereich „Banken“. In der Aufstellung nicht enthalten sind die Fonds von AXA IM, iii-investments, HANSAINVEST, KanAm Grund und UBS Real Estate, die uns leider keine detaillierten Angaben zur Verfügung stellten.

Branchenmix relativ unterschiedlich

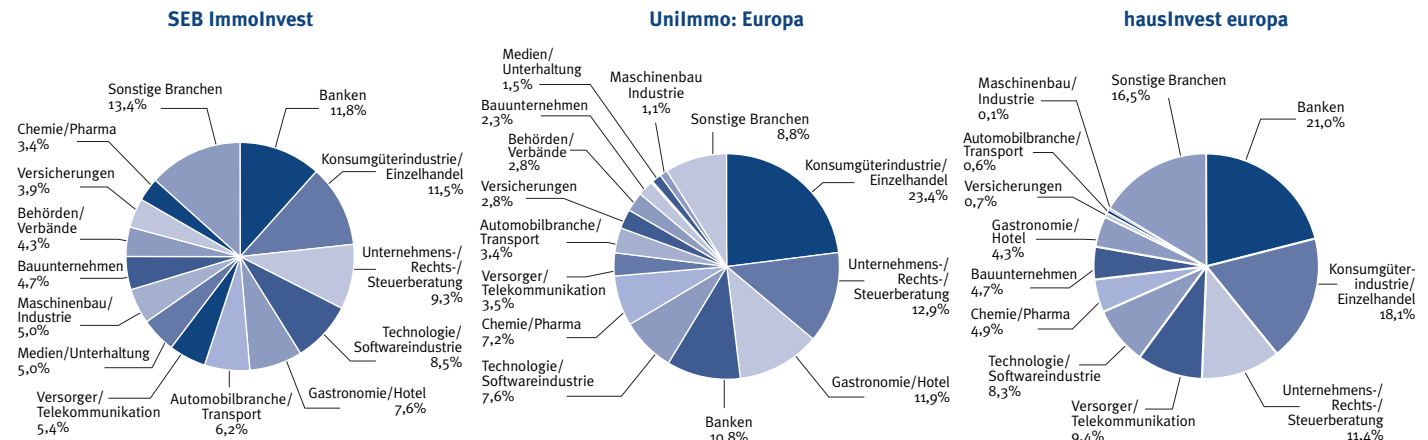
Bei den acht größten Fonds lässt sich dabei eine recht breite Spannweite beobachten, die von rund 10 Prozent bis zu circa 30 Prozent reicht. Über den

kleinsten Anteil an Mieterträgen aus der Bankenszene verfügen der Unilmmo: Europa (10,8 Prozent) sowie der SEB ImmoInvest (11,8 Prozent). An der Spitze bei den Banken liegt der – regional mit Abstand am besten diversifizierte – Deko-Immobilien Europa. Und auch der AXA Immoselect, der mit seinem nicht vorhandenen London-Exposure eine positive Einzelstellung einnimmt, fällt durch das mit 23,7 Prozent der Mieterträge zweitgrößte Klumpenrisiko „Banken“ bei den Mieterträgen auf.

Mit 14,8 Prozent im Branchenschnitt liegt der CS Euroreal, der aber dafür mit 31,5 Prozent einen starken Einzelhandelsfokus bei den Mieteinnahmen aufweist. Das muss sich aber – siehe oben – beileibe nicht negativ auswirken. Bei gutem Mix können große, gut geführte Einkaufszentren an attraktiven Standorten und in konsumstarken Ländern besser durch die Krise kommen als so mancher Finanzdienstleister.

SCOPEANALYSIS
- REPORT 12/2008 -

Kein übermäßiges Klumpenrisiko bei der Branchenverteilung der Mieter



Vermietungsstruktur

Fondsname	KAG	Fondsvermögen Okt. 2008 in Mrd. EUR	Marktanteil Okt. 2008	Vermietungsquote Basis Jahres-Bruttomietsoll	Auslaufende Mietverträge Basis Jahres-Nettomietsoll					BVI-Wertentwicklung 1 Jahr 31.10.2008
					unbefristet	2008	2009	2010	2011	
hausInvest europa	Commerz Real Investment	8,52	10,10%	95,60% ¹	1,20% ⁵	2,10% ⁵	4,10% ⁵	8,90% ⁵	10,80% ⁵	5,50%
Deka-Immobilien Europa	DEKA Immobilien	7,16	8,49%	94,90% ²	0,40% ⁶	3,90% ⁶	10,30% ⁶	10,20% ⁶	14,00% ⁶	5,10%
CS EUROREAL A EUR	CSAM IMMO	6,54	7,75%	94,40% ³	0,50% ⁷	4,50% ⁷	6,90% ⁷	5,20% ⁷	8,80% ⁷	4,80%
SEB ImmoInvest	SEB Investment	6,21	7,37%	93,09% ³	3,30% ¹	1,90% ¹	8,40% ¹	13,40% ¹	10,30% ¹	4,90%
Unilmmo: Europa	Union Investment RE	5,88	6,98%	96,80% ²	0,90% ⁶	3,30% ⁶	14,6% ⁶	8,60%	10,60% ⁶	4,60%
Unilmmo: Deutschland	Union Investment RE	5,12	6,07%	95,90% ²	0,50% ⁶	6,60% ⁶	12,70% ⁶	5,90% ⁶	12,90% ⁶	4,30%
KanAm grundinvest Fonds	KanAm Grund	4,62	5,48%	99,70% ⁴	---	1,30% ⁸	6,50% ⁸	0,40% ⁸	4,80% ⁸	5,70%
AXA Immoselect	AXA Investment Managers	3,61	4,28%	97,40% ³	1,70%	0,70% ³	11,40% ³	6,90% ³	8,00% ³	4,30%

¹ FactSheet 31.10.2008 Stichtag 30.09.2008

² Kapitalanlagegesellschaft 31.10.2008

³ FactSheet 31.10.2008

⁴ FactSheet 01.12.2008 Stichtag 30.06.2008

⁵ Halbjahresbericht 30.09.2008

⁶ Kapitalanlagegesellschaft 30.09.2008

⁷ Halbjahresbericht 31.03.2008

⁸ Jahresbericht 30.06.2008

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

Die kommenden drei Jahre bringen unsichere Marktbedingungen

Auffallend gut diversifiziert beim Mietermix sind der SEB ImmoInvest, der Unilmmo: Europa sowie der hausInvest Europa. Detaillierte Angaben zum Mietermix auf Fondsebene beim KanAm grundinvest Fonds liegen uns nicht vor.

Langlaufende Mietverträge: Stabilisierender Faktor

In der Bewertungssystematik der Verkehrswerte bei Offenen Immobilienfonds fließen nicht nur das aktuelle Renditeniveau im jeweiligen Markt mit ein, sondern auch die nachhaltig erzielbaren Mieterträge. Je länger die Fonds jetzt auf sichere Mieteinnahmen zurückgreifen können, desto geringer ist Neuvermietungsdruck zu vermutlich schlechteren Konditionen in den kommenden Krisenjahren. Wie sind die acht größten Fonds in dieser Hinsicht aktuell aufgestellt?

Neuverhandlungen der nächsten drei Jahre als Risikofaktor

Wenn man zugrunde legt, dass die Kapitalanlagegesellschaften vor allem in den kommenden drei Jahren mit unsicheren Marktbedingungen und schlechteren Konditionen an den Mietmärkten zu tun haben werden, stellt sich die Frage, wieviel Mietverträge innerhalb dieser Jahre bei den einzelnen Fonds zur Neuverhandlung anstehen beziehungsweise welcher Prozentsatz der Mieteinnahmen in diesem Zeitraum zur Disposition steht. Hierin einzurechnen sind auch unbefristete Mietverträge, da diese in der Regel durch den Mieter innerhalb dieses Zeitraums gekündigt werden können.

Beim kleinsten Fonds in der Riege der Grossen, dem AXA Immoselect, steht gleich im kommenden Jahr

ein mit über 11 Prozent erhebliches maximales Neuvermietungspensum an. Über die gesamten kommenden drei Jahren sind es jedoch nur 28,7 Prozent. Noch höher, mit 37,3 Prozent, liegt der SEB ImmoInvest. Bei diesem Fonds laufen die meisten Mietverträge aber mit 2010 erst ein Jahr später aus.

Mit guter Struktur durch die Krise

Mit 4,1 Prozent der in 2009 zur Disposition stehenden Mieteinnahmen ist der hausInvest europa zunächst für das Krisenjahr 2009 in bester Form. Später steigt aber das maximale Neuvermietungspensum deutlich an und erreicht mit 10,8 Prozent seine Spitze in 2011. Sollte die Finanzmarktkrise und der Konjunkturerbruch also in drei Jahren bereits wieder abklingen, ist der hausInvest europa in seiner Mietvertragsstruktur gut gerüstet.

Noch besser sieht das Bild auf den ersten Blick beim KanAm Grundinvest Fonds aus. Er steht 2009 nur leicht schlechter da als der hausInvest europa und bleibt auch über die darauffolgenden Jahre fast konstant niedrig. In sämtlichen drei Jahren sind nur 13 Prozent aller Mieteinnahmen at risk. Allerdings macht KanAm keine Angaben zu unbefristeten Mietverträgen, die theoretisch ebenfalls kündbar sind, so dass die Angaben nur bedingt mit denen anderer Kapitalanlagegesellschaften vergleichbar sind.

Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus



DR. GERNOT ARCHNER
GESCHÄFTSFÜHRER BUN-
DESVERBAND DER IMMO-
BILIEN INVESTMENT SACH-
VERSTÄNDIGEN

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

INTERVIEW

SCHWARZMALEREI HAT DERZEIT HOCHKONJUNKTUR

„ALLEINIGER MAßSTAB FÜR DIE BEWERTUNG SIND VER-
FÜGBARE UND BELASTBARE MARKTDATEN“

Wie sehen Sie die in der Presse geäußerte Befürchtung von Abwertungen bei Offenen Immobilienfonds? Ist der Abwertungsbedarf in 2009 wirklich so stark gegeben oder erst in 2010 ff, wenn die Fundamentaldaten sich drastisch verschlechtern und sichtbar auf die Mietmärkte niederschlagen sollten, Stichwort Leerstandsanstieg und sinkende Mieten?

Dr. Gernot Archner: Eine eindeutige Antwort erfordert den Blick in die Glaskugel. Schwarzmalerei hat derzeit Hochkonjunktur, die Schönfärber

werden weniger. Beides kann nicht Sache der Sachverständigen sein. Alleiniger Maßstab für die Bewertung sind verfügbare und belastbare Marktdaten. Selbstverständlich würde sich aber eine Rezession der Weltwirtschaft negativ auf die Flächennachfrage in den Bereichen Büro, Handel und Logistik auswirken. Fraglich bliebe dann noch das Ausmaß der Auswirkungen auf die einzelnen Standorte und Objekte, da auch das Angebot an neuen Flächen stark zurückgehen wird. Aktuell wird vielfach vergessen, dass

„Man sollte die Absicht und Möglichkeiten der Zentralbanken zu reflationieren nicht unterschätzen“

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

INTERVIEW

bereits in 2009 auch sehr viel Kapital in die Investmentmärkte zurückfließen könnte, wenn sich die Kreditklemme lösen sollte. Man sollte die Absicht und die Möglichkeiten der Zentralbanken der Welt zu reflationieren nicht unterschätzen.

Wie beurteilen Sie den Anpassungsbedarf bei den in 2006/2007 erworbenen Objekten? Können Sie das vermutliche Ausmaß und die betroffenen Regionen dahingehend etwas genauer fassen?

Dr. Gernot Archner: Das Ausmaß wird von Objekt zu Objekt verschieden sein. Zunächst ist entscheidend, wie sich der Teilmarkt (Miet- und Investmentmarkt) und das Objekt selbst seitdem entwickelt haben. Natürlich ist auch wichtig, auf welchem Preisniveau seinerzeit gekauft worden ist und mit welchem Wert das Objekt aktuell in den Büchern

steht. Simplifizierende Aussagen, dass sich der Wert eines Bestandsobjektes im gleichen Umfang wie die Marktpreise verändern müsste, verbieten sich, da jede Gewerbeimmobilie ein heterogenes Wirtschaftsgut ist und häufig kompensatorische Bewertungseffekte (Index-, Staffelmiete, gesunkener Leerstand im Objekt) seit Kauf eingetreten sind. Aber selbstverständlich muss der Diskontierungszinssatz das veränderte Preis-/Renditeniveau angemessen widerspiegeln. Allgemein wird man deshalb sagen können, dass die Diskontierungszinssätze der in der Boomphase 2006/2007 erworbenen Objekte sich seit geraumer Zeit nach oben bewegen. Der Anpassungsbedarf ist bei älteren, konservativ bewerteten Beständen sicherlich geringer, der „Risikopuffer“ ist abhängig von der weiteren Marktentwicklung aber auch irgendwann auf-

„Bewertungstechnisch ist die gegenwärtige Marktsituation keine neue“

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

INTERVIEW

gebraucht. Regionen mit Abwertungsbedarf sind seit geraumer Zeit London, Madrid, Barcelona aber zunehmend auch Prag und Paris.

Wie geht ein Gutachter konkret mit den gegenwärtigen Marktsituationen um? Bewertungsgrundlagen sind doch vergangenheitsbezogene Informationen, zukünftige Entwicklungen können doch nur bedingt in die Bewertung einfließen?

Dr. Gernot Archner: Bewertungstechnisch ist die gegenwärtige Marktsituation keine neue. Auch in der Vergangenheit gab es häufig Zeiten, in denen die Investmentmärkte nahezu ausgetrocknet waren. Bewerter fahren in einem solchen Marktumfeld auf Sicht und müssen die noch verfügbaren Transaktionsdaten noch akribischer als sonst auswerten. Der Grund dafür ist, dass in schwierigen Marktphasen Notverkäufe zunehmen, diese aber nicht Marktwert bildend sind. Der internationale Marktwertbegriff setzt voraus, dass der Verkäufer einer Immobilie diese nicht unter Zwang veräußert. Jedoch wird man auch im aktuellen Umfeld nicht jeden Verkauf zur Liquiditätsbeschaffung als Not-

verkauf in diesem Sinn betrachten dürfen, da man sonst Gefahr läuft, sich von der allgemeinen Marktentwicklung abzukoppeln.

Welchen Prognosezeitraum legt ein Objektgutachter in der Regel zugrunde?

Dr. Gernot Archner: Der Prognosezeitraum erfasst die gesamte angenommene Restnutzungsdauer einer Immobilie. Allerdings müssen für die vom Gutachter zum Stichtag ermittelten Marktmieten und Diskontierungszinssätze hinreichend konkrete Anknüpfungstatsachen aus den Miet- und Investmentmärkten vorliegen. Ein beliebiger Prognose-Spielraum besteht für die Sachverständigen deshalb nicht und dies ist auch gut so, da anderenfalls dem Missbrauch Tür und Tor geöffnet wäre. Wohin prognostische DCF-Modelle geführt haben, deren Annahmen sich vom Markt abgekoppelt hatten, kann man derzeit am Abwertungsbedarf in Teilen der Immobilienbranche sehen. Sachverständige haben nüchterne Analysten des Marktgeschehens zu sein und keine römischen Auguren.

„Die Mischung im Portfolio machts“

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

INTERVIEW

Wie stark nimmt die Bewertungssystematik Übertreibungen nach oben und unten mit beziehungsweise vermeidet diese?

Dr. Gernot Archner: Marktwertermittlung beruht auf der Ermittlung von Durchschnittspreisen. Jeder Bewertung liegt ein Zeitverzögerungseffekt zugrunde. Dies führt in Boomphasen dazu, dass Bewerter die letzte Preisspitze nicht mehr mitnehmen. Das Gleiche gilt für Abschwungphasen nach unten. Im Bereich der Offenen Immobilienfonds kommt hinzu, dass die Bewertung nur einmal jährlich erfolgt.

Wie sehen Sie die aktuelle Situation für B-Standorte?

Dr. Gernot Archner: Eine allgemein gültige Antwort kann nicht gegeben werden. In der Tendenz weisen B-Standorte eine geringere Liquidität als A-Standorte auf. Andererseits sind die Objektvolumina an B-Standorten kleiner, sodass der Kreis der in Frage kommenden Käufer größer ist. Das höhere Vermietungs- und Drittverwendungsrisiko an

B-Standorten wird durch eine höhere Mietrendite in der Regel vom Markt bezahlt. B-Standorte weisen häufig eine stabilere Entwicklung der Mieten und Preise auf, was sich auch in den Bewertungen niederschlägt. Kurzum: eine einfache Antwort besser oder schlechter stellt sich nicht, die Mischung im Portfolio machts.

Wie schätzen Sie die europäischen Kernmärkte der Offenen Immobilienfonds ein?

Dr. Gernot Archner: Stabile Preise werden in den nächsten Monaten allenfalls noch an ausgewählten Standorten wie Hamburg, Luxemburg oder München zu erwarten sein. Stabile oder gar leicht steigende Durchschnittsmieten erwarten die BIIS-Sachverständigen in Warschau, Luxemburg, Stockholm, Hamburg und München. Das Niveau der Spitzenmieten wird aber auch an diesen Standorten nachgeben. Für die Bewertung von Bestandsobjekten sind indes die Durchschnittsmieten von größerer Bedeutung als die Spitzenmieten.

„Der größte positive Werttreiber dürfte im nächsten Jahr eine erfolgreiche Objektbewirtschaftung sein.“

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

INTERVIEW

Wie schätzen Sie die asiatischen Märkte ein?

Dr. Gernot Archner: Die asiatischen Märkte verfügen weiterhin über ein erhebliches Nachholpotential. An dieser Einschätzung ändert die aktuelle Finanzkrise nichts. Kurzfristig sind allerdings auch hier weiter schmerzhaft Korrekturen zu erwarten, zum Beispiel im Markt Shanghai.

Können Sie abschließend noch eine kurze Einschätzung dazu geben, welche Immobilienmärkte noch Aufwärtspotenzial haben?

Dr. Gernot Archner: Das aktuelle BIIS-Trendbarometer 2008/2009 (Stand: 30.9.2008) sieht für die nächsten Monate die Entwicklung der Miet- und Preismärkte in London, Madrid und Barcelona als weiterhin kritisch an. Stabiler werden die Miet- und Preismärkte in den deutschen Metropolen und in den skandinavischen Ländern sowie in Benelux

eingeschätzt. In Warschau, Rom, Mailand, Amsterdam, Oslo und Budapest sind auch die Büromietmärkte noch sehr stabil. Von Aufwärtspotenzial kann man aber auch in diesen Märkten nicht wirklich sprechen. Der größte positive Werttreiber dürfte im nächsten Jahr eine erfolgreiche Objektbewirtschaftung sein.

INVESTMENTRATING

MANAGEMENT QUALITÄT

hervorragend	AAA	Hervorragende Qualität
sehr hoch	AA	Sehr hohe Qualität
hoch	A	Hohe Qualität
erhöht	BBB	Erhöhte Qualität
leicht erhöht	BB	Leicht erhöhte Qualität
mäßig	B	Mäßige Qualität
minder	CC	Mindere Qualität
gering	C	Geringe Qualität
sehr gering	D	Sehr geringe Qualität
+ / -		dient zur Kenntlichmachung von Tendenzen

ANFRAGEN
info@scope.de

PRESSE
presse@scope.de

LIZENZPARTNER
service@scope.de

ABONNEMENT
report@scope.de

STUDIEN & UMFRAGEN
research@scope.de

BEWERBUNGEN
karriere@scope.de

SCOPEANALYSIS

- REPORT 12/2008 -

IMPRESSUM

- Herausgeber: Scope Analysis GmbH
V.i.S.d.P.: Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus
Grafiken/Layout: Nicolè Radulescu
- Kontakt / Abonnement:
Scope Group, Rosenthaler Straße 63-64
10119 Berlin
Tel. 030-27891-0; Fax: 030-27891-100
E-Mail: redaktion@scope.de
- Redaktionsschluss: 16.12.2008

Haftungsausschluss

Innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens übernimmt Scope Analysis ausdrücklich weder für den Inhalt dieser Scope Analysis-Publikation noch für Schäden, die aus oder im Zusammenhang mit der Publikation entstehen, eine Haftung und schließt diese hiermit ausdrücklich aus. Dies und die nachfolgenden Ausführungen gelten für alle Informationen, Aussagen und Empfehlungen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Aussagen und Empfehlungen dienen ausschließlich der generellen Information. Hierauf sollten Sie sich hinsichtlich Ihrer Entscheidung für oder gegen eine Geldanlage nicht verlassen. Der Inhalt soll nicht als Anlageberatung gesehen werden und er stellt auch keine Anlageberatung dar. Kontaktieren Sie einen qualifizierten Finanzberater und lassen Sie sich umfassend beraten, bevor Sie sich für oder gegen eine Geldanlage entscheiden. Scope Analysis kann für Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen keine Garantie übernehmen, dennoch ist Scope Analysis in angemessener Weise bemüht, die Vollständigkeit und Richtigkeit sicherzustellen. Die Verwendung der Publikationen und der Informationen, Aussagen und Empfehlungen erfolgt auf eigenes Risiko. Für Verluste oder Schäden übernimmt Scope Analysis keine Haftung. Sie sind selbst dafür verantwortlich, die nötigen Schritte einzuleiten, um Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen zu überprüfen. Da es sich ausschließlich um generelle Informationen, Aussagen und Empfehlungen handelt, sind diese nicht auf die Verwendung in individuellen Fällen abgestimmt und können daher auch für konkrete Anlageentscheidungen ungeeignet sein. Für die in den Publikationen enthaltene Anzeigen und Verweise zu externen Publikationen und zu verbundenen Warenzeichen oder Unternehmen wird weder für diese noch für deren Inhalt, Informationen, Aussagen, Empfehlungen, Güter oder Dienstleistungen eine Gewähr übernommen. Für Verluste oder Schäden, die Ihnen aufgrund der Verwendung dieser Seiten entstehen, übernimmt Scope Analysis keine Haftung. Die Anzeigen und Verweise erfolgen lediglich um Ihnen zu diesen Informationen und Dienstleistungen Zugang zu ermöglichen, da diese gegebenenfalls für Sie interessant sein könnten.