

Im Blickfeld

Zu wenig „Core“

Manche Worte legen eine erstaunliche Karriere hin. Erst sind sie nur einem kleinen Kreis von Eingeweihten vertraut, dann bemächtigt sich ihrer eine breite Schar von Wichtigtuern, um vermeintliche Fachkompetenz zu beanspruchen und schließlich wabern die Begriffe dank inflationären Gebrauchs weitgehend inhaltslos durch den Sprachensumpf. Am Ende bleibt ein Mysterium, das jeder zu kennen meint, aber niemand erklären kann. Ein Beispiel für eine solch bemerkenswerte Entwicklung sind „Core-Immobilien“. Gierten private und institutionelle Investoren vor der Finanzmarktkrise nach opportunistischen Immobilien, also Objekten in miserablen Zustand mit umso größeren Hoffnungswerten, so überbieten sie sich heute bei so genannten Core-Immobilien.

Doch was ist eigentlich Core? Inhaltlich ist der Begriff eindeutig der Portfoliotheorie zuzuordnen. Insofern wird das Wort hierzulande in der Portfolio Betrachtung von Immobilieninvestitionen als der Zusammenhang zwischen geringem Risiko und stabiler, aber geringerer Rendite üblicherweise durchaus richtig verwendet. Allerdings hat sich auch im allgemeinen Sprachgebrauch der Immobilienwirtschaft ein Core-Begriff auf Objektebene eingebürgert, der stark vereinfacht und deshalb zunehmend konturlos wird. So wird „Core“ heute je nach Bedarf höchst unterschiedlich definiert. Da werden schon mal mittelmäßige Objekte zu „Core“ erhoben. Nur die wenigsten trauen sich, mit einem „Core plus“ die etwas risiko- und vielleicht sogar chancenreicheren Gebäude zu versehen, die zu mutigeren Zeiten vielleicht das Prädikat „Value added“ oder sogar „Opportunistic“ erhalten hätten.

Bulwien-Gesa will die Immobilienbranche jetzt wieder zu mehr Begriffsgenauigkeit missionieren. Dazu wurde tief in der eigenen Datenbank gestöbert, um zu zeigen, welche Büroimmobilienstandorte wirklich Core-Potenzial haben. 67 Teilmärkte nahmen die Analysten unter die Lupe und förderten bemerkenswerte Ergebnisse zutage. So schafft es das Frankfurter Bankenviertel trotz beachtlichen Leerstands an die Spitze der deutschen Core-Bürostandorte. Vor allem die Investimentaussichten und die erwartete Performance in diesem Markt werden in kaum einem anderen Teilmarkt besser beurteilt. Dagegen muss sich die hin-

sichtlich Angebot und Nachfrage wesentlich besser beurteilte Hamburger Altstadt/Neustadt mit dem zweiten Rang begnügen, weil bezüglich der Investmentaktivitäten und erwarteter Ertragslage Abstriche gemacht wurden.

Allerdings ist auch die Untersuchung von Bulwien-Gesa nicht frei von Unschärfen. So weisen die Autoren der Studie darauf hin, dass auch ein Büroteilmarkt noch Mikrostandorte aufweist, die im Einzelnen durchaus unterschiedlicher Qualität sein können. Zudem werden die Teilmärkte in der Regel geografisch anhand von Straßenzügen willkürlich abgegrenzt. Tatsächlich können die Teilmärkte mit Core-Merkmalen durchaus fließend in benachbarte Teilmärkte mit Value-Added-Charakter übergehen. So grenzt das Frankfurter Bankenviertel mit Top-Core-Werten direkt an das schmutzige Bahnhofsviertel. Aber auch innerhalb der „Core-Lagen“ muss davon ausgegangen werden, dass aufgrund der unterschiedlichen Ausstattung nicht jede Immobilie Core-Qualität besitzt.

Anhand seiner Analyse errechnet Bulwien-Gesa, dass Core-Büroimmobilien nur einen sehr kleinen Anteil am Immobilienmarkt ausmachen. Auf 15,7 Millionen Quadratmeter summiert sich der Büroflächenbestand in den zwölf attraktivsten Büroteilmärkten. Bezogen auf den Büroflächengesamtbestand von 410 Millionen Quadratmetern sind das gerade einmal 3,8 Prozent. Auch wenn der Core-Begriff auf die 35 besten Bürostandorte erweitert würde, kämen diese Märkte mit 30,6 Millionen Quadratmetern lediglich auf einen Anteil von 7,5 Prozent.

Legt man die geschätzten Verkehrswerte zugrunde, dann entfallen auf die zwölf Top-Märkte zusammen 53,2 Milliarden Euro. Insgesamt wiesen institutionelle Investoren im vergangenen Jahr jedoch ein Immobilienvermögen von 385 Milliarden Euro aus. In der erweiterten Core-Definition haben die Immobilien der Teilmärkte einen Verkehrswert von rund 90 Milliarden Euro. Würden diese Objekte ausnahmslos institutionellen Investoren gehören, hätten sie an deren gesamten Liegenschaftsvermögen einen Anteil von 23,4 Prozent.

Im Ergebnis dürfte es also weit weniger Core-Immobilien in den Portfolios geben, als so manch vollmundig verkündete Investmentstrategie weismachen will. Zumindest mit der alleinigen Ausrich-

tung auf deutsche Büromärkte dürfte dieses Anlageziel schwer zu erfüllen sein. Doch auch im Ausland sind Core-Immobilien Mangelware. Es ist also längst nicht alles „Core“ in institutionellen Immobilienportfolios. Zum Glück. So bleibt für Makler, Berater und Bauträger auch in Zukunft noch viel zu tun. L.H.

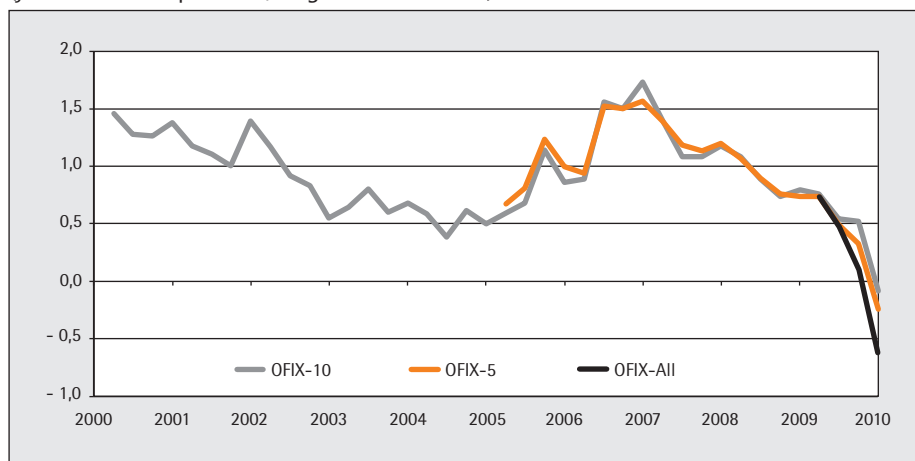
Unangenehme Wahrheiten

„Die Renditen werden stärker schwanken“, hatte die Vorstandsvorsitzende der SEB Asset Management AG, Barbara Knoflach, vor über einem Jahr auf der Tagung „Offene Immobilienfonds 2009“ prophezeit, zu der die Redaktion und der BVI anlässlich des 50-jährigen Bestehens der Offenen Immobilienfonds eingeladen hatten (nachzulesen in I&F 16-2009, Seite 520). Sie sollte nicht nur mit dieser Aussage recht behalten, sondern auch mit der Warnung, dass sich die Anleger und Fondsmanager von der Vorstellung lösen sollten, dass Fondsrenditen wie in der Vergangenheit stets positiv sind.

Im dritten Quartal 2010 weisen erstmals alle IPD-Indizes zur Wertentwicklung der Offenen Immobilienfonds eine negative Performance auf. Der OFIX-All, in dem alle Immobilienfonds erfasst werden, die seit mindestens einem Jahr am Markt sind, drehte mit minus 0,62 Prozent in den negativen Bereich. Auch der OFIX-5, mit allen Fonds, die mindestens seit fünf Jahren vertrieben werden, erreichte vor zwölf Monaten noch eine Performance von 0,73 Prozent und rutschte jetzt auf minus 0,24 Prozent. Sogar der OFIX-10, der Fonds mit mindestens zehnjähriger Historie enthält, rutschte zwischen Ende Juni und Ende September 2010 von 0,52 auf minus 0,08 Prozent ab.

Allerdings bedarf es der Differenzierung, denn aus den Indexverläufen lässt sich keinesfalls ein Markttrend für alle Offenen Immobilien-Publikumsfonds ableiten. Tatsächlich belasten vor allem zwei in Auflösung befindliche Sondervermögen mit extrem negativen Renditen das Gesamtbild. So reißt der Degi Europa mit einer Quartalsrendite von minus 20,03 Prozent den OFIX-10 herunter. Auch in der 3- und 5-Jahresbetrachtung weist der Fonds keine positive Rendite nach IPD-Rechnung auf. Durch die jüngsten Wertkorrekturen im Fonds wird sogar im zehnjährigen Anlagehorizont des 1972 aufgelegten Degi Europa nur eine magere Performance von 0,12 Prozent erzielt.

Entwicklungen der Offenen-Immobilienfonds-Indizes im Vergleich (jeweils Ende September, Angaben in Prozent)



Quelle: IPD

Im OFIX-5 wirkt sich neben dem Degi Europa auch der zweite Fonds aus dem Hause Aberdeen, der Degi International, negativ auf die Performance aus. Der seit dem 16. November 2010 für maximal zwölf weitere Monate ausgesetzte Fonds verzeichnete im zurückliegenden Quartal ein Minus von 10,26 Prozent. Den größten Wertverlust unter allen Immobilienfonds, die seit mindestens einem Jahr am Markt sind, erzielte jedoch der P2 Value von Morgan Stanley mit minus 28,88 Prozent. Auch in der Betrachtung der 1-Jahres-Performance schneidet dieser Fonds mit 37,66 Prozent schlechter ab als der Degi Europa mit 23,68 Prozent und der Degi International mit minus 13,11 Prozent.

Aber auch andere Fonds drücken mit negativen Quartalsrenditen den Index. So performt der seit 8. Februar 2010 ausgesetzte TMW Immobilien Weltfonds im vergangenen Quartal mit minus 2,64 Prozent. Sogar Fonds, bei denen die Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen uneingeschränkt funktionieren, weisen nach IPD-Rechnung im 3. Quartal 2010 negative Renditen auf. So schnitten der Hansaimmobilia mit minus 1,58 Prozent, der Haus-Invest Global mit minus 0,49 Prozent und der Euro Immo-Profil mit minus 0,16 Prozent ab. Dies können für die Fondsbranche keine zufriedenstellenden Zahlen sein, zumal die übrigen Fonds zwischen Juli und September dieses Jahres ebenfalls nur mit Mühe positive Renditen erwirtschafteten. So bewegen sich die Quartalsrenditen der 13 Fonds mit mehr als zwei Milliarden Euro Fondsvolumen zwischen 0,0 Prozent im Fall von Axa Immoselect und plus 0,8 Prozent beim Grundbesitz Global.

In der mehrjährigen Betrachtung zeigt sich, dass vor allem das vergangene Jahr

für die Offenen Immobilienfonds ein schwieriges war. Sie konnten sich – entgegen anderslautender Beteuerungen – nicht dem allgemeinen Abschwung der Immobilienwerte entziehen. Trotzdem schaffte das Gros der Fonds eine Rendite oberhalb der – historisch niedrigen – Inflationsrate. Dass die Zahl der Fonds mit negativen Performancewerten zunimmt, entmystifiziert ein Anlageprodukt, das für sich stets stabile und positive Werte und Wertentwicklungen beanspruchte. Diese unangenehme Wahrheit sollten verantwortungsvolle Vertriebe ihren – durch die Fondsschließungen und -auflösungen ohnehin desillusionierten – Kunden darlegen. L.H.

Bausparkassen auf Erfolgskurs

Für die Bausparkassen verspricht 2010 wieder ein äußerst erfreuliches Geschäftsjahr zu werden. Nachdem bereits zur Halbzeit satte Zuwächse im Neugeschäft ausgewiesen wurden, werden dieser Tage von Wüstenrot und der LBS in Bayern erneut beachtliche Zwischenstände gemeldet. So frohlockt die Wüstenrot & Württembergische AG in einer Konzernmitteilung, dass ihre Bausparkasse das Bruttoneugeschäft zum 30. September 2010 erheblich steigerte. Zusammen mit der erworbenen Allianz Dresdner Bauspar AG (ADB) erhöhte sich das Bruttoneugeschäft von Wüstenrot um 35,8 Prozent auf 10,5 (Vorjahr: 7,7) Milliarden Euro. Entsprechend erwartet der Konzern, dass er seinen Marktanteil im Bausparen deutlich ausgebaut und den zweiten Platz im deutschen Bausparmarkt nach Schwäbisch Hall, aber noch

vor dem BHW gefestigt habe. In der Bausfinanzierung wurde konzernweit ein Neugeschäft von 4,3 Milliarden Euro gegenüber 4,0 Milliarden Euro im Vorjahreszeitraum erzielt.

Da auch das Versicherungsgeschäft die Erwartungen positiv übertraf, rechnet die Gruppe für das Gesamtjahr mit einem höheren Konzernjahresüberschuss als ursprünglich geplant. Statt der vorgesehenen 140 Millionen Euro geht das Management aktuell von einem IFRS-Überschuss von 160 bis 170 Millionen Euro im Jahr 2010 aus. Davon wurden nach neun Monaten bereits 144,4 Millionen Euro erreicht.

Ebenfalls auf das beste Bausparneugeschäft ihrer Geschichte meint die LBS Bayern in diesem Jahr zuzusteuern. In den ersten neun Monaten wurden vor allem über die Filialen der bayerischen Sparkassen mehr als 172 000 Bausparverträge mit einer Bausparsumme von knapp sechs Milliarden Euro vermittelt. Bezüglich der Stückzahl bedeutet das gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum einen Anstieg um 13,6 Prozent. Die Bausparsumme legte sogar um 18,1 Prozent zu. Die zur Bayerischen Landesbank gehörende Bausparkasse nennt das einen historischen Spitzenwert und hält es deshalb für möglich, im Gesamtjahr die bisherige Rekordmarke im Neugeschäft von 7,76 Milliarden Euro aus dem Jahr 2003 zu übertreffen.

In Anbetracht der feinen Zwischenstände, die größere Bausparkassen zur Jahresmitte und zuletzt zum 30. September 2010 verkündet haben, scheint es um das Bausparen bestens bestellt zu sein. Freilich gilt es abzuwarten, ob die hübschen Zuwachsraten nur Einzelleistungen darstellen oder Ausdruck des Wohlergehens der gesamten Bausparbranche sind. Die Erfahrung lehrt, dass die einzelnen Institute durchaus unterschiedliche Entwicklungen nehmen können und Brutto-Zahlen, wie sie Wüstenrot meldet, in der Regel höher ausfallen als die von den Bausparverbänden kommunizierten Nettowerte – also die Verträge, bei denen die Abschlussgebühr bereits bezahlt ist. Zudem müssen steigende Bausparsummen nicht zwangsläufig mit wachsenden Vertragsabschlüssen einhergehen. Vor allem dank Wohn-Riester und der Zunahme von Sofortfinanzierungen dürften sich die Bausparsummen pro Vertrag tendenziell erhöhen. So hat 2010 – zumindest bezüglich des Abschlussvolumens – trotzdem beste Aussichten, eines der erfolgreichsten Bausparjahre zu werden. L.H.