

Im Blickfeld

Zukunft gesucht

„Es hätte nach zwei harten Jahren ein echter Neustart für die Offenen Immobilienfonds werden können“, beginnt die Ratingagentur Scope aus Berlin ihre Studie „Offene Immobilienfonds Rating 2011“, die dieser Tage in Frankfurt am Main vorgestellt wurde und den verheißungsvollen Untertitel „Zurück in die Zukunft“ trägt. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt. Katapultieren sich doch die Helden der gleichnamigen Kinofilme mithilfe eines Kernreaktors in eine Zeit vor ihrer Existenz. Aber was hat das mit den Offenen Immobilienfonds zu tun? Nun, dass der erhoffte Neuanfang der Offenen Immobilienfonds ausblieb, sie vielmehr von der Vergangenheit eingeholt werden, ist in den Augen der Analysten nicht auf Versäumnisse der Fondsmanager, sondern auf die Freisetzung gewaltiger Energien zurückzuführen. Schließlich hat im März dieses Jahres erst ein Erdbeben Japan erschüttert, anschließend ein Tsunami die Ostküste des Inselstaates überflutete, woraufhin ein Atomkraftwerk nahe Tokio explodierte.

Es gehört schon eine Menge Zynismus dazu, die Katastrophe in Japan zu instrumentalisieren, um eigene Managementfehler zu kaschieren. Und es zeugt von Blauäugigkeit, wenn ein sich unabhängig nennendes Analystenhaus diese Begründung unkommentiert schluckt und die Rücknahmeaussetzung für Fondsanteile des Uni-Immo Global als „nachvollziehbar“ bezeichnet. In der Tat hat der Fonds 14 Prozent seines Vermögens in Japan investiert, ausschließlich in Objekte in Tokio. Das allein wäre im größten Büromarkt der Welt vielleicht noch kein Klumpenrisiko – in einer Erdbebenregion möglicherweise aber doch. Andere global investierende Fonds haben ihre mitunter noch umfangreicheren Japan-Engagements jedenfalls breiter gestreut.

Begründet hat die Union Investment ihre Entscheidung mit der Unmöglichkeit einer fairen Bewertung der Objekte zu diesem Zeitpunkt. Folgt man jedoch der Bewertungssystematik, die von den Offenen Immobilienfonds, immer wenn es passt, als Stabilitätsgarant hervorgehoben wird, dann sind die Fondsobjekte unter Annahme eines normalen Marktes zu bewerten. Ein atomarer Störfall ist zum Glück keine Normalität. Wäre die radioaktive Wolke über Tokio hinwegge-

zogen, hätten die Werte der Liegenschaften abgeschrieben werden müssen – notfalls auf null. Soweit ist es jedoch nie gekommen. Ob langfristig Wertberichtigungen vorzunehmen sind, hängt davon ab, welche nachhaltigen Folgen der Unfall für die japanische Wirtschaft hat.

Dass andere in Tokio investierte Fonds offen blieben, spricht dafür, dass der Union-Fonds mehr Probleme als nur Japan hatte. Mittelabflüsse lassen Fondsmanager heute schnell unruhig werden. Zu präsent sind die Erfahrungen aus den letzten fünf Jahren. Haben die Verantwortlichen in Hamburg und Frankfurt angesichts größerer Abflüsse die Nerven verloren und die erstbeste Gelegenheit zur Rücknahmeaussetzung genutzt? Funktioniert die Liquiditätssteuerung bei der Union Investment doch nicht so zuverlässig wie erhofft? Auf diese Fragen gibt Scope keine Antworten.

Überhaupt geht die – eigentlich auf Geschlossene Fonds spezialisierte – Ratingagentur auffallend sanft mit den Kapitalanlagegesellschaften und deren offenen Publikumsfonds ins Gericht. Das hat nachvollziehbare Gründe, denn das Berliner Unternehmen lebt von der Bewertung seiner Auftraggeber. Ohnehin kämpft die Branche der Anlageanalysten um ihr Image, wobei Scope den Ruf genießt, zu den Ehrlicheren zu gehören. Aber die Finanzmarktkrise hat nicht nur den Fondsabsatz schwieriger gemacht, sondern auch die Analysehäuser in Mitleidenschaft gezogen. Um nicht auch noch die Offenen Immobilienfonds als Kunden zu verärgern, bemüht sich die Berliner Agentur um eine optimistische Perspektive.

Erwartungsgemäß werden den auf Europa fokussierten Fonds, die einen nennenswerten Deutschlandanteil besitzen, die besten Erfolgsaussichten bescheinigt. Dabei ist es aus Sicht der Ratingagentur jedoch entscheidend, dass der ausländische Bestand von Mitarbeitern, die den jeweiligen lokalen Markt kennen, vor Ort betreut wird. Das wiederum rechnet sich nur, wenn der Fonds eine Größe hat, um in diesen Märkten genügend Objekte zu besitzen und trotzdem noch ausreichend diversifiziert zu sein. Größe wird auch deshalb wieder als Vorteil gewertet, weil sich so Schwankungen in der Liquidität und den Objektwerten „geräuschloser“ wegstecken lassen als bei kleineren Fonds. Die Chronisten der Offenen Immobilien-

fonds haben dabei ein Déjà-vu. Ist es doch noch gar nicht so lange her, dass die Fonds als kleine „Schnellboote“ Renditechancen wahrnehmen und entsprechende Zu- und Verkäufe unmittelbar in der Fondsperspektive sichtbar machen sollten. Große „Tanker“ waren verpöht. Doch jede Mode hat ihre Zeit und offensichtlich gibt es auch in der Fondsbranche eine Retro-Welle.

Von den Fonds, die derzeit keine Anteilsscheine zurücknehmen, gestehen die Analysten den wenigsten eine Zukunft zu. Am geringsten sei die Hoffnung bei denjenigen, deren Anteile sowohl private als auch institutionelle Investoren halten, denen es jedoch aufgrund des fehlenden Zugangs zu neuen Privatkunden nicht gelingt, die hohen Abgänge der institutionellen Anleger zu kompensieren. Erfolgreich seien nur die Publikumsfonds, die sich entweder ausschließlich an Privatanleger oder ausschließlich an institutionelle Investoren richten und die ihren Mittelzufluss konsequent und wirksam steuern. Ob die Offenen Immobilienfonds jedoch tatsächlich eine langfristige Zukunft haben, wenn es von ihnen nur noch gut eine Handvoll gibt, darf bezweifelt werden. In der öffentlichen Wahrnehmung wären sie dann nur noch eine Randaktivität, schlimmstenfalls ein Relikt. L.H.

Mehr Licht in Büromärkte

Noch vor wenigen Jahren galt der deutsche Immobilienmarkt als undurchsichtig. Verlässliche Daten zu Mieten, Preisen und Marktentwicklungen waren kaum zu bekommen. Dabei war schon damals klar: Irgendwo sind alle nötigen Informationen zu Objekten, Flächen und Preisen vorhanden. Aber wer hatte sie und wie konnten sie zu einem aussagefähigen Gesamtbild zusammengefügt werden? An dieser Herkulesaufgabe haben sich seither viele versucht. Zweifellos sind dabei Fortschritte erzielt worden. Der deutsche Immobilienmarkt darf heute sogar zu den Top Ten im internationalen Transparenzranking gezählt werden, auch weil es mittlerweile eine Vielzahl von Preisindizes gibt, deren Qualität jedoch höchst unterschiedlich ist. Denn das Grundproblem bleibt: Wer hat die Daten? Viele, lautet die Antwort, und jeder strickt daraus seinen eigenen Index.

Diese Vielfalt irritiert zuweilen, wenn sich die Entwicklungen und Prognosen gar zu sehr widersprechen. Allerdings beflügelt der Wettbewerb auch. Schließlich sind die Ansprüche hoch: möglichst kurzfristige Intervalle, präzise und breite Datenbasis, wissenschaftliche Methodik, hohe Aussagekraft auch für kleinteilige Märkte, überschaubarer Aufwand für die Erstellung und angemessene Kosten für die Indexnutzer. Die Anforderungen ließen sich sicher fortführen. Alles zu leisten, vermochte bislang kein Index, doch die Fortschritte sind bereits sichtbar.

Neue Maßstäbe versucht der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) zu setzen. Nachdem dessen Tochtergesellschaft vdp Research bereits einen Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum veröffentlicht, wurde die Index-Familie nun um einen Gradmesser für die Entwicklung deutscher Büroimmobilienpreise erweitert. Immerhin betreuen die 39 Mitgliedsinstitute des Verbandes 63 Prozent der gewerblichen Immobilienfinanzierungen in Deutschland. In die Transaktionsdatenbank der Organisation fließen pro Jahr unter anderem die umfangreichen Objekt- und Wertinformationen von knapp 50 000 Büro- und Verwaltungsgebäuden ein, deren Kauf durch die Pfandbriefbanken mitfinanziert wird.

Von anderen Indizes hebt sich das vdp-Produkt ab, indem es echte Immobilientransaktionen erfasst. Für deren Finanzierung erfassen die Banken unter anderem Kaufpreis, Marktwert, Mieten, Nutzfläche, Baujahr, Makro- und Mikrolage, Ausstattung und Zustand der Immobilie. Diese Informationen speisen – anonymisiert – die Datenbank des Verbandes. Da jede Immobilie allein schon aufgrund ihrer Lage einmalig ist, werden mittels hedonischer Methode die Objekteigenschaften jeder Immobilie aufgeschlüsselt und deren Einfluss auf den Preis ermittelt, sodass sich eine Preisentwicklung herleiten lässt. Damit ist es dem Verband möglich, seinen Preisindex für Büroimmobilien quartalsweise zu aktualisieren und sogar für kleinere Märkte und Nebenstandorte die Entwicklung der Liegenschaftszinsen, der Mieten- und der Kapitalwerte abzu-bilden.

Allerdings: Öffentlich sind die Erkenntnisse des Verbandes mitnichten, obwohl nach Aussage seines Hauptgeschäftsfüh-

lers, Jens Tolckmitt, das Gewinninteresse nicht im Vordergrund steht. Zugang sollen vielmehr nur die Daten liefernden Mitgliedsinstitute haben und selbstverständlich werden die Informationen auch in der Lobbyarbeit zum Einsatz kommen. Auch seitens der Bundesbank wurde Interesse an den vdp-Indizes bekundet, um sie als Indikator für die Geldpolitik heranzuziehen. Um jedoch auch international akzeptiert zu werden, muss der neue Index die Basis für Derivate bilden. Seinerseits liefert der Index dafür die besten Voraussetzungen. Jetzt muss nur noch der Markt wollen. Red.

REITs auf dem Sprung

Dass der wirtschaftliche Aufschwung auf den Immobilienmärkten ankommt, spüren die börsennotierten Immobiliengesellschaften. Die Vermietungsleistungen nehmen zu und die Unternehmen liefern wieder bessere Ertragszahlen. Mit ihren Expansionsbekundungen liefern sie die nötige Story, um die Fantasie der Investoren anzuregen. Entsprechend rege ist das Interesse an den Aktien und den Kapitalerhöhungen. Der erfolgreiche Börsengang der GSW hat gezeigt, dass der Markt wieder heiß auf deutsche Immobilienaktien ist.

Auf den Zug hoffen auch kleinere Unternehmen aufspringen zu können. Nach drei Jahren „Winterstarre“ tauen jetzt sogar die REITs wieder auf. Nachdem zwei Gesellschaften noch vor der Finanzmarktkrise die Gründung als REIT schafften und ein weiteres Unternehmen sich in der Zwischenzeit erfolgreich in einen REIT wandelte, passierte mit den zahlreichen Vor-REITs lange nichts. Neue Hoffnung weckte dieser Tage Prime Office mit der Ankündigung, noch in diesem Sommer zum Voll-REIT aufzusteigen. Mit nur 14 Objekten, deren Net Asset Value mit 260,9 Millionen Euro angegeben wird, ist die Gesellschaft eher ein Leichtgewicht, wenngleich größer als die Mehrzahl der hiesigen Immobilien-Aktiengesellschaften. Zumindest ist die Ankündigung ein im Markt vielbeachtetes Signal.

Die euphorische Stimmung der börsennotierten Immobilienunternehmen hat ihre Ursachen neben der guten Börsenstimmung auch in der anhaltenden Krise der Offenen Immobilienfonds. Die Aussetzung und Auflösung von Sondervormögen – offenen Publikums- wie Spezialfonds – lässt institutionelle Investoren wie zum Beispiel Dachfonds nach alternativen Immobilienanlagen als Portfolioeibeimischung suchen. Dabei werden die Potenziale der Immobilien-Aktiengesellschaften offensichtlich wieder stärker wahrgenommen. L.H.

Start von drei Jumbos

Im Mai ist wieder Bewegung in den Markt für Jumbo-Pfandbriefe gekommen. Die Bayerische Landesbank, München, platzierte einen Öffentlichen Pfandbrief mit einem Volumen von 1,25 Milliarden Euro und einer Laufzeit von 3,5 Jahren. Angeboten wurde der Pfandbrief mit einem Spread von sieben Basispunkten über Swap-Mitte. Nachdem innerhalb kurzer Zeit mehr als 100 Investoren ihr Interesse bekundet hatten, wurden die Bücher bei 1,8-facher Überzeichnung geschlossen und der Preis engte sich auf sechs Basispunkte über Swap-Mitte ein. Moody's und Fitch beurteilen das Papier mit der bestmöglichen Bonitätsnote von AAA/Aaa. Ebenfalls mit Forderungen gegen die öffentliche Hand besichert ist ein Jumbo-Pfandbrief, den die Dexia Kommunalbank Deutschland AG, Berlin, am

23. Mai begab. Dass der dreijährige Pfandbrief mit einem Volumen von einer Milliarde Euro trotz des AAA-Ratings von Standard & Poor's einen Spread von 32 Basispunkten über Swap-Mitte ausweist, spiegelt die Verunsicherung der Anleger nach der Herabstufung des Ratingausblicks für Italien durch Standard & Poor's wider. Dagegen gelang es der Eurohypo AG, Eschborn, am 19. Mai einen dreijährigen Hypotheken-Pfandbrief im Volumen von 1,5 Milliarden Euro zum Preis von 33 Basispunkten über Swap-Mitte zu platzieren. Angeboten wurde der Pfandbrief zunächst für 35 Basispunkte, doch war die Nachfrage von etwa 115 Adressen so groß, dass das Orderbuch bei 2,5 Milliarden Euro geschlossen wurde. Moody's, Fitch und Standard & Poor's vergaben für den Pfandbrief das höchstmögliche Rating.