

## Abwicklung offener Immobilienfonds: Chance oder Risiko am Büromarkt?



Thomas Beyerle von der Immobiliengesellschaft IVG

**Elf offene Immobilienfonds werden bis 2017 abgewickelt. Thomas Beyerle, Geschäftsführer und Leiter IVG Research, analysiert, welche Auswirkung das auf die europäischen Immobilienmärkte haben wird und welche Teilmärkte in Deutschland betroffen sind.**

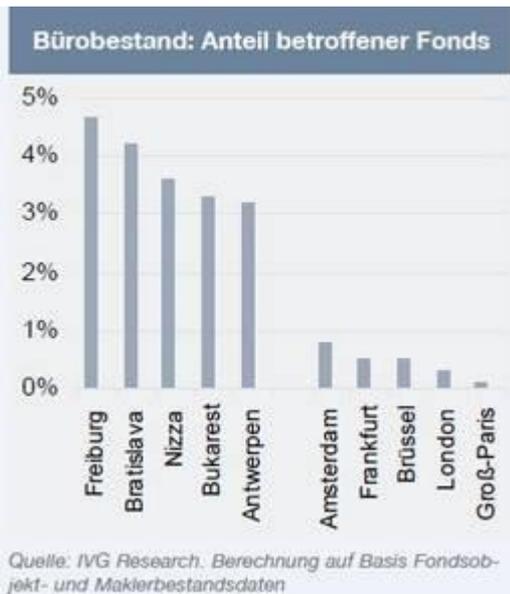
Offene Immobilienfonds in Liquidation		
Name des Fonds	Fondsvol. Mio.€	Auflösung bis
SEB ImmoInvest	5.974	30.04.2017
CS Euroreal	5.684	30.04.2017
KanAm Grundinvest Fonds	3.649	31.12.2016
Axa Immoselect	2.445	20.10.2014
Degi International	1.389	15.10.2014
Degi Europa	0.805	30.09.2013
TMW Immobilien Weltfonds	0.629	31.05.2014
Morgan Stanley P2 Value	0.610	11.05.2015
Axa Immosolutions	0.350	30.06.2014
Degi Global Business	0.217	30.09.2013
KanAm US- Grundinvest	0.048	31.03.2012

Quelle: BVI (Stand: 30.04.2012), Morgan Stanley (Stand: 02.07.2012), Kan Am (Stand: 31.03.2012)

Mittlerweile haben aufgrund von Liquiditätsproblemen elf deutsche offene Immobilienpublikumsfonds die Rücknahme der Anteilsscheine ihrer Anleger endgültig ausgesetzt. Sie sehen sich nun in der Folge zum Abverkauf der Fondsimmobilen gesetzlich gezwungen.

Im Zuge der Abwicklung der Fonds werden Gewerbeimmobilien im Wert von rund 25,5 Milliarden Euro bis spätestens April 2017 dem Markt wieder zugeführt, davon Objekte mit einem Volumen von etwa 22 Milliarden Euro allein in Europa. Die Zahl für Europa erscheint nicht übermäßig hoch, wenn man das Investmentvolumen auf Europas Gewerbeimmobilien-Anlagemarkt von durchschnittlich 108 Milliarden Euro in den vergangenen vier Jahren dazu in Relation setzt.

Daher entsteht auf den ersten Blick der Eindruck, dass die Verkaufswelle der deutschen Publikumsfonds an den Märkten keine großen Spuren hinterlassen wird. Soweit die erste oberflächliche Überschlagsrechnung.



Bei genauerer Analyse kommen jedoch schnell Zweifel an dieser Aussage auf, etwa wenn man die Aufteilung der Portfolios der betroffenen Fonds auf Länder und Sektoren analysiert: So konzentrieren sich 80 Prozent des europäischen Fonds-Portfolios auf den Bürosektor, der in den vergangenen vier Jahren lediglich auf durchschnittlich 44 Prozent der gewerblichen Immobilieninvestments in Europa kam.

Zudem entfällt in Europa fast die Hälfte der zu liquidierenden Büroimmobilien der Fonds - gemessen an den Verkehrswerten - auf die beiden großen Anlageländer Deutschland und Frankreich.

Bereits diese wenigen aussagekräftigen Fakten deuten an, dass sich aus der Auflösung diverser

deutscher Immobilienpublikumsfonds zwar kein grundsätzliches Problem für den europäischen Immobilienmarkt im Ganzen, aber eindeutig für bestimmte Teilsegmente ergibt.

### Regionale Konzentration der Verkaufsaktivitäten

Zunächst liegt es nahe, die Portfolios der zu liquidierenden Publikumsfonds dahingehend zu analysieren, ob sich die Fondsobjekte auf bestimmte Immobilienmärkte konzentrieren und ob hier im Zuge der Veräußerung negative Effekte auf die Marktentwicklung, insbesondere fallende Preise, zu erwarten sind.



Der Blick auf den absoluten Gesamt(verkehrs)-Wert der Büroimmobilien in den einzelnen Ländern beziehungsweise Standorten ist dabei wenig aussagekräftig: Die großen Büromärkte in Deutschland und Frankreich haben zwar einen wesentlichen Teil der Büroinvestments der offenen Immobilienpublikumsfonds auf sich gezogen, können aber aufgrund intensiver Investmentaktivitäten auch deren Wiederverkauf vergleichsweise gut verkraften.

Der Anteil am gesamten Büroflächenbestand, der von den elf analysierten deutschen Publikumsfonds in den großen westeuropäischen Metropolen gehalten wird, ist denn auch mit unter einem Prozent

verschwindend gering. Lediglich in einigen Hauptstädten der mittel- und osteuropäischen Emerging Markets sowie in einigen kleineren westeuropäischen Regionalzentren halten die zu liquidierenden Immobilienfonds zwischen 2 Prozent und 5 Prozent des gesamten Büroflächenbestandes.

Einen guten Anhaltspunkt, ob einzelne regionale Investmentmärkte in den nächsten Jahren aufgrund der Fondsverkäufe mit einem möglichen Überangebot an Büroimmobilien konfrontiert werden, bietet dagegen die „Angebots-Nachfrage-Relation“ zwischen dem Verkehrswert aller Büroobjekte der betrachteten Fonds und dem durchschnittlichen Büroinvestmentvolumen der Jahre 2003 bis 2011.

Dieses Verhältnis deutet an, inwieweit das zusätzliche Investmentangebot durch den jeweiligen regionalen Markt absorbiert werden kann. Angemerkt sei hierbei, dass die Verwertbarkeit der Fondsobjekte durch die Basierung auf den Jahren 2003 bis 2011 tendenziell etwas überschätzt wird.

Dieser Zeitraum umfasst nämlich auch die Jahre 2005 bis 2007, die infolge der Kreditschwemme durch übersteigerte Investmentaktivitäten gekennzeichnet waren.

In Märkten wie den Niederlanden oder Belgien bewegen sich die Transaktionsvolumina im Bürosektor heute zudem weit unterhalb des Niveaus, das in den „normalen“ Jahren vor 2005 erzielt worden war. Da angesichts der schwierigen Konjunktur- und Finanzierungsbedingungen kurz- bis mittelfristig nicht mit einem deutlichen Anstieg der Transaktionsvolumina auf Europas Investmentmärkten zu rechnen ist, fallen die „Angebots-Nachfrage-Relationen“ somit etwas zu optimistisch aus.

Das Verhältnis zwischen den Verkehrswerten der Büroobjekte der offenen Publikumsfonds und den Investmentvolumina ist bei einem betrachteten Standort dann besonders hoch, wenn hier relativ viele beziehungsweise besonders große und teure Fondsobjekte künftig veräußert werden müssen (Investmentüberangebot) oder aber wenn am betrachteten Markt kaum Transaktionen zustande kommen – sei es mangels Anlegernachfrage, aufgrund von Beschränkungen durch die Immobilienfinanzierung oder mangels geeigneter Anlageobjekte.

Im Durchschnitt der europäischen Anlagemärkte entspricht der letzte Verkehrswert der Fondsbüroobjekte etwa 25 Prozent des durchschnittlichen Investmentvolumens der vergangenen neun Jahre. Dies ist kein hoher Wert, wenn man bedenkt, dass insbesondere die beiden großen Fonds SEB Immoinvest und CS Euroreal noch mehr als vier Jahre Zeit haben, um ihre Immobilien am Markt zu veräußern.

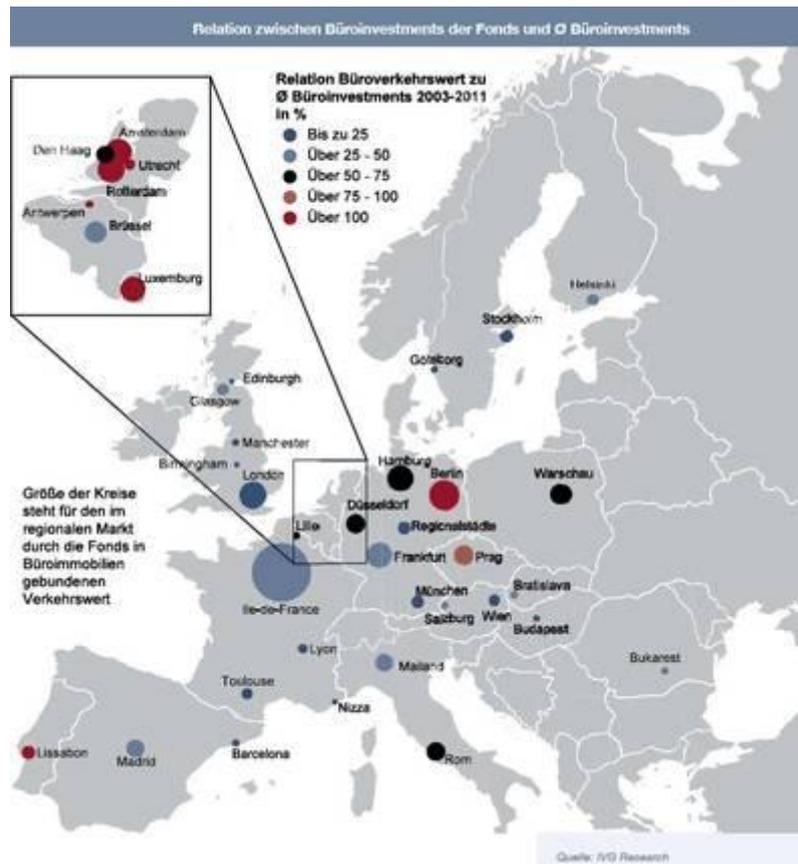
### **Die Krux liegt im Detail**

Zwischen den einzelnen Ländern bestehen jedoch riesige Unterschiede. Sehr hoch fällt das Zusatzangebot durch die Fondsliquidation in Luxemburg aus, wo es mit 778 Millionen Euro fast dem 1,5-fachen der Büroinvestments der vergangenen neun Jahre entspricht. Relativ hoch sind die Werte auch in Portugal (90 Prozent), in den Niederlanden (83 Prozent) und in Tschechien (67 Prozent).

Dagegen erscheint die Situation in großen Anlagemärkten wie Frankreich (41 Prozent), Italien (47 Prozent) und Deutschland (38 Prozent) unkritisch, von Großbritannien (11 Prozent) und Schweden (8 Prozent) ganz zu schweigen.

Ein Blick auf die entsprechenden Werte für die einzelnen Büromärkte zeigt jedoch, dass nicht nur zwischen, sondern auch innerhalb der einzelnen Länder bedeutsame Unterschiede bestehen:

- Besonders schwierig ist die Situation vor diesem Hintergrund nicht nur in Luxemburg (136 Prozent), sondern auch in Rotterdam (244 Prozent), Antwerpen (160 Prozent) und Utrecht (112 Prozent).
- Mit Berlin (112 Prozent) steht auch ein deutscher Bürostandort unter den europäischen Top-5. Neben Amsterdam (107 Prozent) weisen zudem Lissabon (103 Prozent), Den Haag (97 Prozent) und Prag (75 Prozent) vergleichsweise hohe Werte auf, während der Effekt der Büroimmobilienverkäufe durch die Fonds in München (10 Prozent) und in den deutschen Regionalzentren (21 Prozent) kaum zu spüren sein dürfte.



Im Hinblick auf die Interpretation der Werte ist jedoch zu berücksichtigen, worauf das vermeintliche Missverhältnis im Einzelfall zurückzuführen ist: So galt Luxemburg in den vergangenen Jahren als begehrter Investmentstandort mit starken Angebotsbeschränkungen. Die Veräußerungen der offenen Fonds stellen hier folglich möglicherweise eher Chance als Risiko dar.

Ähnliches gilt für Berlin, wo der hohe Wert darauf zurückzuführen ist, dass der SEB Immoinvest am Potsdamer Platz, somit in zentraler Bestlage, ein großvolumiges Immobilien-Portfolio hält.

Die abschließende Bewertung der Einzelstandorte im Hinblick auf die Entstehung eines möglichen Investmentüberangebotes setzt daher voraus, dass weitere anlegerrelevante Größen wie das Volumen, der Mikrostandort sowie die Vermietungsqualität der relevanten Büroobjekte analysiert werden.

**Fondsverkäufe auf großvolumige Büroimmobilien beschränkt?**



Quelle: IVG Research, anhand Fondsdaten. Kumulierte Häufigkeitsverteilung für Objektanzahl in jeweiligen Ländern nach Größenklasse (in 5 Mio. €-Schritten).

Büroobjekte in den betroffenen Fonds um Immobilien mit einem Verkehrswert unter 35 Millionen Euro. Lediglich 15 Prozent der Fondsimmobilen weisen einen Verkehrswert von über 100 Millionen Euro auf.

Im Hinblick auf die Markteffekte einer Liquidation diverser Immobilienpublikumsfonds ist häufig zu hören, dass diese sich auf das Segment großvolumiger Büroobjekte beschränkt, da die offenen Fonds in erster Linie große Immobilien halten würden.

Ganz unabhängig davon, dass zwischen den Teilsegmenten des Büromarktes für Objekte großen, mittleren und kleinen Umfangs Interdependenzen aufgrund einer gewissen Substituierbarkeit bestehen, trifft diese Behauptung so nicht zu.

Die Abbildung gibt die kumulierte Häufigkeitsverteilung der einzelnen Objektgrößen – in Schritten von jeweils fünf Millionen Euro – nach Zahl der Objekte, Bürofläche und Verkehrswerte wieder. Demnach handelt es sich bei der Hälfte der



Quelle: IVG Research, anhand Fondsdaten. Kumulierte Häufigkeitsverteilung für Objektanzahl, Fläche und Verkehrswert nach Objektgrößenklasse (in 5 Mio. €-Schritten).

Gemessen am gesamten Verkehrswert entfällt jedoch auf die großen Objekte der Löwenanteil des Portfolios der offenen Publikumsfonds in Liquidation: Über die Hälfte des Büroimmobilienwertes der Fonds bezieht sich auf Objekte mit einem Verkehrswert von 95 Millionen Euro und mehr.

Hinsichtlich der Bedeutung verschiedener Objektgrößenklassen bestehen zwischen den einzelnen Anlageländern der Fonds jedoch bedeutsame Unterschiede, wie die folgende Abbildung am Beispiel Deutschlands, Belgiens, der Niederlande, Großbritanniens und Frankreichs darstellt. Der Verlauf der Kurven links der „Durchschnittslinie“ signalisiert, dass die betrachteten offenen Publikumsfonds insbesondere in Belgien, aber auch in Deutschland und in den Niederlanden vergleichsweise viele kleine und

mittlere Objekte halten, während die Portfolios in Frankreich und Großbritannien Büroimmobilien mit vergleichsweise hohen Verkehrswerten umfassen.

Letzteres ist darauf zurückzuführen, dass im britischen und französischen Portfolio die beiden Hauptstädte London und Paris eine bedeutende Rolle spielen – somit Büromärkte, die sich durch großflächige Bürogebäude, hohe Mieten und die geringsten Anfangsrenditen in Europa auszeichnen. Dementsprechend haben Großobjekte mit Verkehrswerten ab 100 Mio. € sowohl bezüglich der Anzahl der Objekte als auch des Anteils an den Investments an diesen Standorten große Bedeutung.

Eine ähnliche Beobachtung lässt sich in Bezug auf die Investments der betroffenen offenen Fonds in den großen Metropolen in Schweden, Spanien und Italien machen.

In den französischen und britischen Regionalzentren dominieren dagegen Büroanlagen mit Verkehrswerten in der Größenklasse zwischen 30 und 60 Millionen Euro - somit Werten, die für Nebenstandorte auch relativ hoch sind.

Betrachtet man die Aufteilung nach Größenklassen in den anderen Anlageländern, so ist das Portfolio der Fonds hier diversifizierter:

- Gemessen am Anteil der Gesamtverkehrswerte dominieren zwar auch in den größten deutschen und niederländischen Standorten sowie in Brüssel und Luxemburg Objekte mit einem Volumen oberhalb 60 Millionen Euro; hier haben die Fonds jedoch auch in viele wesentlich kleinere Objekte investiert.
- In den meisten Regionalzentren Deutschlands und der Benelux- Länder, aber auch in europäischen Standorten wie Helsinki, Wien, Lissabon und Budapest dominieren ohnehin Immobilien kleinerer und mittlerer Größenordnung.

### **Zwischenfazit**

Gemessen am gesamten Immobilienvermögen der zu liquidierenden Publikumsfonds dominieren zwar große Objekte, in einigen Ländern erscheinen die Verkehrswerte der Büroinvestments selbst in den Regionalzentren relativ hoch. In anderen Staaten wie etwa Belgien, Deutschland und den Niederlanden, wird jedoch im Zuge der Veräußerungen der offenen Publikumsfonds auch eine Vielzahl an kleineren Büroimmobilien auf den Markt kommen.

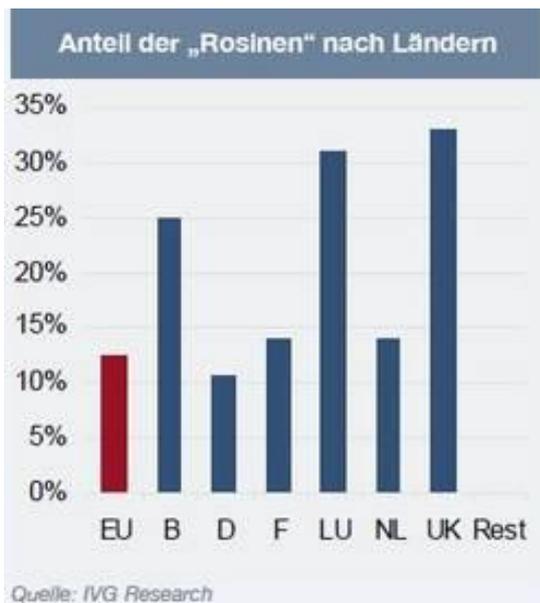
### **Qualität der Fondsobjekte**

Im Folgenden wird das Gesamtportfolio der elf Immobilienpublikumsfonds dahingehend untersucht, ob es sich bei den Immobilien eher um Spitzenbüroobjekte oder aber um Gebäude handelt, die hinsichtlich der Vermietbarkeit und der Wiederverkäuflichkeit als problematisch einzuschätzen sind.

### **Marktgängigkeit: Wenige Rosinen, potentiell viele Zitronen**

Gefragt sind auf Europas Investmentmärkten derzeit vor allem Core-Objekte, das heißt Immobilien in hervorragender Qualität und in guten Lagen, die langfristig von bonitätsstarken Mietern belegt werden. Solche Immobilien scheinen in den Portfolios der Immobilienfonds, die sich im Prozess der Liquidierung befinden, nur eine geringe Bedeutung zu spielen.

Der Anteil der „Rosinen“ am Gesamt-Portfolio beläuft sich – gemessen an der Zahl der Immobilien – lediglich auf 12,5 Prozent (Anteil am Gesamtverkehrswert rund 17 Prozent). Definiert werden dabei für diese Analyse Gebäude als „Rosinen“, die ihren Standort in den zentralen Geschäftsvierteln oder guten Cityrandbeziehungsweise Peripherielagen haben, die seit 2001 fertig gestellt oder umgebaut worden sind, die einen Leerstandsanteil von maximal 10 Prozent und eine durchschnittliche Restmietlaufzeit von mindestens 5 Jahren aufweisen.



Die Definition geht somit über den eng abgegrenzten Core-Begriff von Inrev hinaus und wird der realistischen Sichtweise eines international agierenden Investors und den aktuellen Marktgegebenheiten gerecht.

De facto befindet sich ein wesentlicher Teil dieser Objekte in den Regionalzentren abseits der großen Metropolen, etwa in Antwerpen, Freiburg, Lille, Deventer oder Edinburgh, somit an Standorten, die nur ein begrenztes Angebot an hochwertigen Anmietungsalternativen aufweisen und in denen die Vermieter vor diesem Hintergrund vergleichsweise lange Mietvertragsdauern aushandeln können.

Im Hinblick auf die europäischen Hauptstädte halten die betroffenen Publikumsfonds außer in London (40 Prozent) vor allem in Luxemburg einen erwähnenswerten Bestand an „Rosinen“: Diese machen hier immerhin rund ein Drittel der Immobilien und etwa 41 Prozent des von den Fonds in Luxemburg gehaltenen Verkehrswertes aus.

Dies ist insofern besonders bedeutsam, als Luxemburg als einer der Bürostandorte in Europa identifiziert wurde, an dem das größte Missverhältnis zwischen potentiellem Investmentangebot durch die Immobilienfonds und tatsächlich getätigten Anlagetransaktionen besteht. Für Investoren, die am Erwerb von „Rosinen“-Objekten interessiert sind, bietet die Auflösung diverser deutscher offener Publikumsfonds in Luxemburg somit Chancen.



Der geringe Anteil an „Rosinen“-Objekten in den Fonds-Portfolios lässt sich unter anderem dadurch erklären, dass sich viele der betroffenen Fonds in den vergangenen zwei Jahren gezwungen sahen, ihre auf dem Markt stark nachgefragten „Rosinen“ zu veräußern, um auf diese Weise an Liquidität zu gelangen und eine dauerhafte Schließung der Fonds zu vermeiden.

Jüngere Beispiele wie die Verkäufe der Bürogebäude Claude Debussylaan 12 an der Amsterdamer Zuidas durch CS Euroreal (140 Millionen Euro) und Cité du Retiro in Paris durch Kanam Grundinvest (294 Millionen Euro) stützen diese These. Ob es sich bei den im Portfolio verbliebenen Immobilien um unverkäufliche „Zitronen“ handelt, wird im Folgenden analysiert.

### Relativ hoher Leerstandsanteil

Auffällig ist, dass die Fonds insbesondere in den großen etablierten europäischen Bürometropolen wie Paris, London (wie in ganz Großbritannien), Amsterdam, aber auch in Prag und Luxemburg vergleichsweise wenige Probleme mit Flächenleerstand haben, während

sie in fast allen deutschen Büromärkten mit einem erheblich höheren Leerstandsanteil konfrontiert sind als der jeweilige regionale Markt in seiner Gesamtheit.

Dies bedeutet, das deutsche Portfolio der Fonds weist systematisch ein relativ hohes Leerstandsproblem auf. Erklären lässt sich dieser systematische Unterschied zwischen den deutschen Fondsstandorten und den europäischen Metropolen dadurch, dass viele der deutschen Publikumsfonds ihre Aktivitäten zunächst in Deutschland gestartet haben und erst in den vergangenen fünfzehn Jahren sukzessive auf das europäische Ausland ausgeweitet haben.

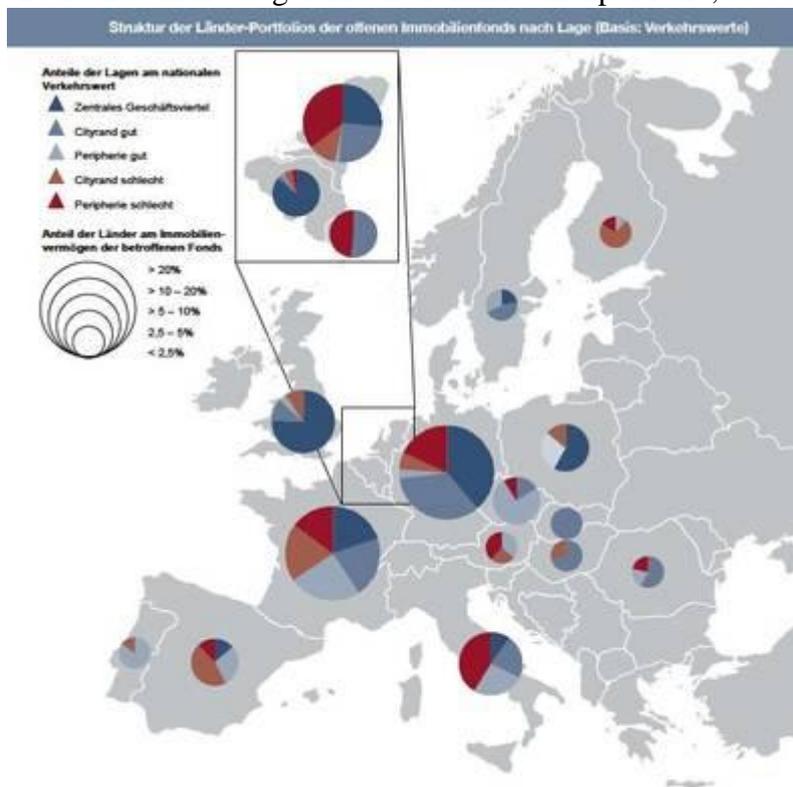
Das heißt, die deutschen Objekte, die als erste für die Fonds erworben worden sind, wurden als erste mit Problemen der Wiedervermietung und daher mit Leerstandsrisiken konfrontiert.

### **Mikrostandorte: Rund ein Drittel in problematischen Bürolagen**

Fondsobjekte werden auch danach bewertet, ob sie sich in vergleichsweise attraktiven Mikrolagen befinden oder an Standorten, die langfristig keine guten Perspektiven aufweisen. Die Einschätzung berücksichtigt dabei, wie etabliert der jeweilige Bürostandort ist, inwiefern ein (chronisches) Leerstandsproblem besteht, welche Verkehrsinfrastruktur und Nahversorgungsmöglichkeiten vor Ort zur Verfügung stehen und inwiefern die Standortqualität in der Region an anderer Stelle reproduziert werden kann.

Der Klassifikation der Mikrolagen der Büroobjekte liegt dabei die Einteilung in fünf Kategorien zugrunde, nämlich in das „zentrale Geschäftsviertel“ sowie jeweils gute und schlechte Cityrand- sowie Peripherielagen.

Betrachtet man das gesamte Büroimmobilienportfolio, so befinden sich grob 30 Prozent der



Objekte – egal ob an ihrer Zahl, Fläche oder am Verkehrswert gemessen – in den zentralen Geschäftsvierteln, etwa 47 Prozent in den Cityrandlagen und der Rest in der Peripherie. Dabei sind immerhin ein Drittel der Immobilien in Cityrand- oder Peripherielagen zu finden, die unter Heranziehung der obigen Kriterien als problematisch einzuschätzen sind, das heißt als schwer vermietbar beziehungsweise schwer veräußerbar.

Letzteres ist im heutigen Umfeld von besonderer Bedeutung, da der Fokus der Investoren auf dem „Rosinen“-Segment liegt. Zwischen den

einzelnen Anlageländern beziehungsweise -standorten bestehen jedoch erhebliche Unterschiede:

- Sowohl in **Belgien, Großbritannien** und **Schweden** befinden sich die Objekte fast ausschließlich in den zentralen Geschäftsvierteln selbst oder in angrenzenden Lagen.
- In **Lissabon/Portugal** und **Prag/Tschechien** sind die Fondsobjekte überwiegend in solchen peripheren Lagen zu finden, die in normalen Zeiten als vergleichsweise gut gelten würden. Anders als The Park in Prag kämpfen die Objekte in Lissabons Parque das Naçoes jedoch derzeit mit einem lokalen Flächenüberangebot.
- Gravierende Probleme bestehen insbesondere in den **Niederlanden**, wo der Teilmarkt in 50 Prozent der Fälle als schwierig einzuschätzen ist. Dabei sticht vor allem Amsterdam negativ hervor, während sich in Rotterdam die großen, teuren Büroimmobilien überwiegend im Zentrum befinden.
- Auch **Luxemburg** weist eine starke Konzentration der Fondsobjekte in schwierigen peripheren Lagen auf, allerdings fokussiert auf den Einzelstandort Bertrange.
- Der Anteil problematischer Cityrand- oder Peripherielagen ist auch in **Helsinki/Finnland** sowie in den **spanischen Standorten** relativ hoch; dies ist jedoch im Hinblick auf das lokale Marktgeschehen von geringer Relevanz, da die elf analysierten offenen deutschen Publikumsfonds hier nur geringe quantitative Bedeutung haben.
- **Italien, Frankreich** und **Deutschland** nehmen hinsichtlich der Verteilung der Fondsobjekte nach Lagen eine Mittelstellung ein. Dabei sind jedoch im Hinblick auf Deutschland einige Standorte besonders hervorzuheben: Berlin weist einen relativ hohen Anteil an Büroobjekten in zentralen Lagen auf, nicht zuletzt aufgrund des Portfolios des SEB Immoinvest am Potsdamer Platz. Frankfurt ist in dieser Hinsicht dagegen als vergleichsweise problematisch einzuschätzen.

### **Fazit: Regionale Risiken und Chancen**

Allgemeine Markteffekte durch die Auflösung der Publikumsfonds: Auf Basis der Ausführungen kann grundsätzlich festgestellt werden, dass:

- die Verkaufswelle derjenigen elf offenen Publikumsfonds, die sich im Prozess der Auflösung befinden, nur wenige Märkte in Europa negativ treffen wird,
- sich aufgrund des geringen Anteils an „Rosinen“-Immobilien in den Portfolios der offenen Fonds aber auch nur in einer begrenzten Zahl von Standorten Chancen aus der Veräußerung für Neueinsteiger ergeben, zumal die Fonds viele ihrer besten Objekte bereits in den letzten Jahren verkauft haben dürften,
- sich für opportunistische Investoren mit lokalen Markt- und Asset-Management-Kenntnissen in den Regionalzentren diverser Länder attraktive Möglichkeiten zur Generierung von Wertschöpfung ergeben könnten, da die offenen Fonds hier offensichtlich das Potenzial der Immobilien nicht ausschöpfen konnten,
- sich zwei Drittel des Wertes der verbliebenen Büroobjekte der Fonds auf Immobilien in der Größenordnung ab 60 Millionen Euro beziehen, in vielen Ländern

(Deutschland, Benelux) aber auch verstärkt kleinere Gebäude auf den Markt kommen, insbesondere in den Regionalzentren,

- die Fondsimmobilien im Vergleich zum Markt ein relativ hohes Leerstandsproblem haben,
- sich mehr als ein Drittel der Objekte in Cityrand- oder Peripherielagen befindet, die als problembehaftet einzuschätzen sind und für die sich daher nicht so leicht Abnehmer für die Fondsimmobilien finden werden. Deutlich geworden ist zudem, dass ein tiefer Blick auf das Fondsportfolio in den einzelnen Regionen geworfen werden muss, um abzuleiten, inwiefern sich hier aus dem Verkauf der Fondsobjekte Probleme oder Opportunitäten ergeben können.

### **Regionale Differenzierung: Einzelstandortbetrachtung erforderlich**

Betrachtet man die einzelnen Länder beziehungsweise regionalen Büromärkte, sind dabei folgende Einschätzungen hervorhebenswert:

- In vielen Ländern Europas ist das Immobilienvermögen der offenen Fonds im Vergleich zum Gesamtmarkt zu unbedeutend, als dass von den Fondsverkäufen signifikante Effekte auf die Marktentwicklung ausgehen würden. Dies gilt etwa für Großbritannien, Schweden, Finnland, Österreich, Spanien und Ungarn. Hier ergeben sich für potentielle Kaufinteressenten sogar eher Chancen als Risiken.
- Ganz anders sieht die Situation in den Niederlanden aus, da insbesondere in den Hauptstandorten Amsterdam, Rotterdam und Utrecht in großem Stil Fondsobjekte abverkauft werden müssen. Dies gestaltet sich nicht nur wegen der momentanen Flaute am niederländischen Investmentmarkt, sondern auch wegen der starken Konzentration der Fondsobjekte in problembehafteten dezentralen Lagen als schwierig (vor allem in Amsterdam).
- Luxemburg weist das stärkste Missverhältnis zwischen Fondsinvestments und vergangenen Transaktionsvolumina auf. Die Investmentaktivitäten wurden am Markt von Luxemburg in den letzten Jahren jedoch durch den Mangel an geeigneten Anlageobjekten beschränkt: Da sich gut die Hälfte des Investmentvolumens der elf Fonds auf neuere, nahe der Innenstadt beziehungsweise auf dem Kirchberg gelegene Objekte bezieht, dürften die Fondsverkäufe den Luxemburger Investmentmarkt sogar beleben. Die Preise für Büroimmobilien in Bertrange, wo sich der Großteil der peripheren Investments in Luxemburg konzentriert, werden dagegen unter Abwärtsdruck geraten.
- Prag/Tschechien wurde ebenfalls als Bürostandort identifiziert, an dem relativ viele Büroobjekte durch die Fonds auf den Markt gebracht werden könnten. Diese Immobilien befinden sich überwiegend in The Park, einem peripher gelegenen, dank Metroanbindung und guter Nahversorgungsinfrastruktur jedoch recht erfolgreichen Büropark. Der Verkauf der Fondsobjekte sollte daher keinen negativen Effekt auf den Prager Markt haben.
- Unbedenklich ist die Situation in Warschau/Polen, wo zwei Drittel des potentiellen Verkaufsvolumens der Fonds auf die beiden voll vermieteten großen Komplexe Metropolitan im Stadtzentrum (vielleicht das prestigeträchtigste Büroobjekt in Polen) und den Marynarszka Business Park im etablierten Büroviertel Mokótow entfallen.

- Dagegen wird der Abwärtstrend am Investmentmarkt von Lissabon/Portugal durch die Fondsverkäufe noch verschärft. Der Parque das Nações, in dem viele der Fondsimmobilien liegen, ist zwar als Bürolage grundsätzlich positiv einzuschätzen, liegt jedoch momentan wegen der Staatsschuldenkrise sowohl von der Anmietungs- als auch der Investmentseite her völlig daneben.
- Deutschland nimmt eine Zwischenstellung ein: Das zusätzliche Investmentangebot im Zuge der Fondsauflösung erscheint grundsätzlich verkraftbar, wenn man einmal vom Fall Berlin absieht, wo insbesondere am Potsdamer Platz und Umgebung sehr viele Fondsobjekte auf den Markt geworfen werden. Auffällig ist, dass viele der deutschen Fondsobjekte – auch aufgrund ihres relativ hohen Baualters – einen vergleichsweise hohen Leerstand aufweisen. Zudem haben sie ihren Mikrostandort in einigen Märkten, wie zum Beispiel Frankfurt, häufig in hinsichtlich Wiedervermietung und Verkauf schwierigen Teilmärkten. Dies steht einer Erholung der Preise im Bürosegment jenseits von Core möglicherweise entgegen. Die großen regionalen Unterschiede in den Kennziffern (beispielsweise Berlin versus München) verdeutlichen aber, dass der Trend innerhalb Deutschlands nicht einheitlich verlaufen wird.
- Ähnlich die Lage in Italien: Das Verhältnis zwischen dem potentiellen Angebot der Fonds und den gewohnten Investmentaktivitäten der vergangenen vier Jahre erscheint in Mailand und Rom ausgewogen. Viele der Fondsobjekte befinden sich jedoch in schwierigen peripheren Randlagen und sind auch nicht mehr „taufersch“. Daher ist nicht auszuschließen, dass die Preise jenseits von Core unter Abwärtsdruck kommen.
- Frankreich, insbesondere die Ile-de-France, ist die Region in Europa, welche die höchste Konzentration an Büroinvestments durch die elf analysierten offenen Immobilienpublikumsfonds aufweist: Die üblicherweise rege Investmenttätigkeit sowie der geringe Leerstand lassen jedoch erwarten, dass insbesondere der Pariser Markt das zusätzliche Investmentangebot in Folge der Fondsauflösung ganz gut absorbieren wird.
- Belgien präsentiert sich uneinheitlich: Die Bürogebäude der offenen Fonds in Antwerpen (konkret Kanam Grundinvest am Kievitsplein) sind als derzeit gefragte Core-Objekte zu klassifizieren. In Brüssel befinden sich die Objekte der Publikumsfonds zwar auch überwiegend in den Innenstadtvierteln; viele der Fondsgebäude weisen jedoch erheblichen Leerstand auf.

Wie die abschließenden Ausführungen zu den einzelnen Standorten verdeutlicht haben, ist der großvolumige Abverkauf von Büroobjekten im Zuge der Auflösung diverser Immobilienpublikumsfonds in einigen Märkten Europas mit erheblichen Abwärtsrisiken, in anderen Standorten dagegen mit ausgeprägten Chancen für Neuinvestments verbunden.

Abzuwarten bleibt allerdings, wie schnell die Fondsimmobilien tatsächlich einen Abnehmer finden werden. Die Fokussierung der derzeit aktiven Investoren auf das Core-Segment sowie die Befürchtung, dass das Finanzierungsumfeld sich weiter verschlechtern könnte, lassen insgesamt gewisse Zweifel aufkommen, ob sich alle Büroimmobilien der Fonds im geplanten Zeitraum am Investmentmarkt verwerten lassen.

Von: Thomas Beyerle