

Offene Immobilienfonds

Wie fair ist die Bewertung bei Offenen Immobilienfonds?

Wolfgang Kubatzki

Nicht die Bewertungsmethode bei Offenen Immobilienfonds möchte der Autor infrage stellen, aber den Turnus. Indem die Fondsimmobiliens einzeln und zu unterschiedlichen Zeitpunkten betrachtet werden, würde die Wertentwicklung des Portfolios verzerrt wiedergegeben. Zudem fehle es in der statischen Stichtagsbewertung an perspektivischen Aussagen. Dies erschwere Investoren eine verlässliche Einschätzung von Chancen und Risiken eines Fondsinvestments. Zwar können Ratings einen Teil der offenen Fragen beantworten helfen, alle Informationslücken vermögen sie jedoch auch nicht zu stopfen. (Red.)

Ein nicht unerheblicher Teil der Performance der Offenen Immobilienfonds resultierte in der Vergangenheit nicht aus den laufenden Mieteinnahmen, sondern aus der Wertentwicklung der einzelnen Immobilien. So konnte die Wertänderungsrendite schon mal mehr als 30 Prozent der jährlichen Gesamterendite ausmachen.

Angesichts der rasanten Preissteigerungen an den internationalen Immobilienmärkten in den Jahren 2005 bis 2007 erscheint dieser Anteil sogar noch als insgesamt moderat. Während dies von Analystenseite und Presse im Aufschwung eher stillschweigend zur Kenntnis genommen wurde, wird die Kritik jetzt bei teilweise rasant fallenden Märkten wieder um so lauter.

Bewertung im Fokus der Analysten und Anleger

Tatsächlich liegen die Bewertungsrenditen laut den Jahresberichten aus 2009 eher um die Null-Linie. Lediglich bei den „jungen Fonds“ (Fonds, die nach 2005 aufgelegt wurden) zeigt sich eine leicht negative Tendenz. Die Betrachtung dieser Kategorie ist besonders interessant, da sie ihr Immobilienportfolio auf dem Höhepunkt des Marktzyklus aufgebaut haben und somit eine besondere Anfälligkeit für Wertveränderungen aufzeigen müssten.

In der Tat ist diese Gruppe von Fonds die einzige, die im Jahr 2009 insgesamt negative Bewertungsrenditen ausweist. Ein insoweit erstaunliches Ergebnis, wenn man bedenkt, dass sich die Immobilienpreise im vergangenen Jahr durch den Renditeanstieg in den wichtigsten Märkten weltweit halbiert haben. So erscheint

die Frage „Wie fair ist die Bewertung bei Offenen Immobilienfonds?“ durchaus berechtigt.

Turnus und Statik nicht marktgerecht

§ 70 Absatz 2 des Investmentgesetzes schreibt vor, dass die Vermögensgegenstände der Offenen Immobilienfonds mindestens einmal jährlich bewertet werden müssen. Dies ist auch der Regelfall. Gerade in volatilen Marktzyklen kann dies dazu führen, dass Wertentwicklungen im Immobilienportfolio sich erst mit einem deutlichen Zeitversatz in der Bewertung des Portfolios widerspiegeln.

Die deutsche Bewertungsmethodik hat einen eher statischen Ansatz. Änderungen von Bewertungsparametern bedürfen der Ableitung aus dem Markt. Prognostische Elemente zur Einschätzung künftiger Marktentwicklungen können nicht ausreichend berücksichtigt werden. Dies soll an dieser Stelle nicht weiter kritisiert werden.

Methodik

Faktisch kann die gegebene Bewertungsmethodik den Effekt der zeitlichen Verschiebung noch verstärken. Jedoch ist

Der Autor

Wolfgang Kubatzki ist Leiter Real Estate und Partner bei der Feri Euro-Rating Services AG, Bad Homburg vor der Höhe.

auch zu beachten, dass die Bewertung des Portfolios kontinuierlich erfolgt, also eine periodische Bewertung der einzelnen Immobilien über das Geschäftsjahr erfolgt. Stichtage für die Bewertungen der einzelnen Immobilien werden jedoch im Jahresbericht nicht genannt.

Schon in einigen Fällen hat sich das Fondsmanagement dazu entschlossen, eine Neubewertung des gesamten Portfolios zu einem Stichtag vorzunehmen. Dies hat unlängst in zwei Fällen zu deutlichen Abwertungen geführt. Die eingangs gestellte Frage müsste daher richtigerweise eher lauten: „Wie aktuell ist die Bewertung eines Offenen Immobilienfonds?“

Deutliche Verbesserung der Transparenz

Bei der Bewertungsanalyse eines Offenen Immobilienfonds geht es also nicht darum, mögliche Bewertungsfehler der Sachverständigen zu finden, sondern festzustellen, ob aufgrund der dargestellten Bewertungsstruktur und -methodik die Veränderungen in den Ankaufsrenditen und Mieten bis zum aktuellen Rand in der Bewertung des Portfolios hinreichend berücksichtigt worden sind.

Wenn der Analyst die Aktualität der Bewertung auf der Basis öffentlich zugänglicher Informationen beantworten soll, wird er feststellen, dass die Transparenz in der Darstellung des Immobilienportfolios sich in den letzten Jahren deutlich verbessert hat.

Ausweitung der Spreads in der Fondspersormance

Dies ermöglicht durchaus eine Strukturierung des Portfolios der Offenen Immobilienfonds zur vergleichenden Analyse. Wie wichtig diese Analyse ist, zeigt insbesondere die Entwicklung der Spreads in der Fondspersormance zwischen den besten und den schlechtesten Fonds. Lag der Abstand noch bis zum Jahre 2008 stets unter zehn Prozent, so ist der Spread in 2009 auf über 16 Prozent angestiegen.

Wesentliche Parameter für die Beurteilung der Portfoliobewertung sind die Standortqualität, die Objektqualität und die Vermietungssituation. Der Vergleich der Standortqualität kann zum Beispiel durch das Feri Immobilienmarkt Rating erfolgen. Allerdings ist schon hier eine

Differenzierung nach Lagequalitäten nicht ohne weiteres möglich. Zur Überprüfung der Objektqualität kann in der Regel nur auf das Baujahr der Immobilie zurückgegriffen werden. Notwendige Angaben zur Ausstattungsqualität der Objekte sind nicht vorhanden.

Mängel bei den Informationen zu Mietstrukturen

Bei der Überprüfung der Vermietungssituation sind Bonität der Mieter, Mietniveaus und Mietvertragsausläufe von wesentlicher Bedeutung. In der Regel findet man in den Jahresberichten nur Angaben zu den Mietvertragsausläufen. Aber auch diese sind nur eingeschränkt verwertbar, wenn man berücksichtigt, dass gerade in den asiatischen Märkten langlaufende Mietverträge nicht marktüblich sind.

Insofern können die Ergebnisse einer Analyse auf dieser Basis deshalb nur bedingt überzeugen. Nicht zuletzt fehlen Bewertungsannahmen für eine hinreichende Beurteilung der einzelnen Indikatoren. Die Frage „Wie fair ist die Bewertung bei Offenen Immobilienfonds?“ bleibt insoweit unbeantwortet.

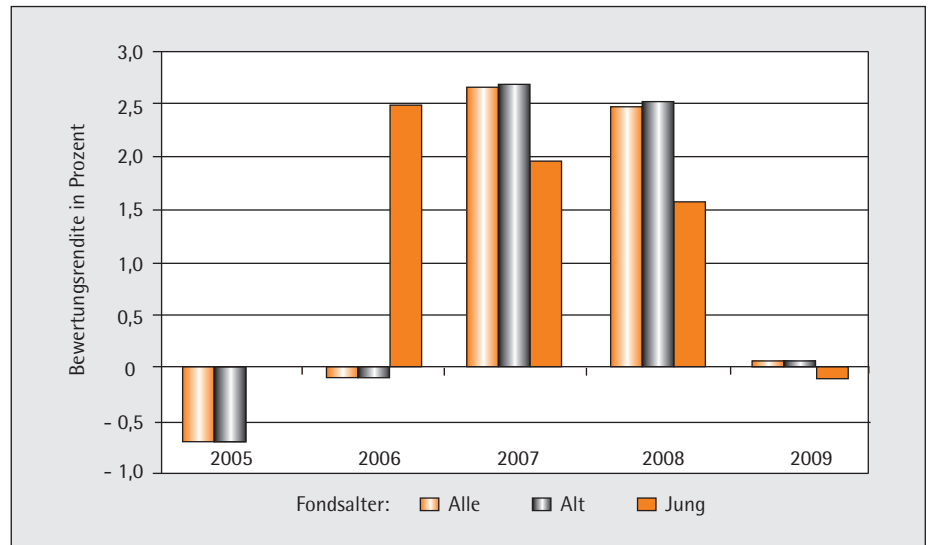
Dazu trägt die im Zweifel mangelnde Aktualität der Bewertungen ganz wesentlich bei. Die Volatilität der Märkte hat wesentlich zugenommen. Dies bezieht sich nicht nur auf die Mieten, sondern auch auf die Renditen. Die Frage des Bewertungsturnus hat dadurch eine andere Bedeutung bekommen. Es ist offensichtlich, dass jährliche Bewertungen in bestimmten Marktphasen nicht ausreichen.

Ergänzende Informationen aus Ratings

Die Entscheidungen einiger Fondsgesellschaften, ihr Portfolio unterjährig und vollständig neu bewerten zu lassen, belegen diese These eindrucksvoll. Daneben kann auch ein Rating eines Offenen Immobilienfonds für die Entscheidung eines Investors einen wesentlichen Beitrag leisten.

In der Beurteilung des Immobilienportfolios kann ein Rating insbesondere die fehlende prognostische Komponente abdecken. Zudem werden auch die anderen Komponenten der Fondsqualität, insbesondere die Managementqualität der Fondsgesellschaft umfassend analysiert und bewertet.

Abbildung 1: Durchschnittliche Bewertungsrendite nach Alter der Offenen Immobilienfonds



Quellen: Jahresberichte der Fonds, Feri

Abbildung 2: Altersstruktur der Objekte in Offenen Immobilienfonds

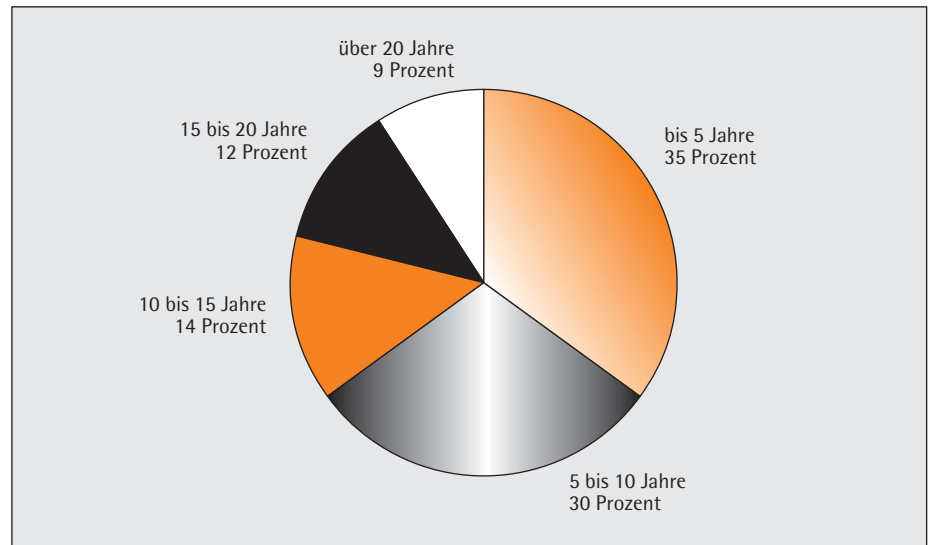


Abbildung 3: Mietvertragsausläufe der Offenen Immobilienfonds

