

Offene Immobilienfonds in Abwicklung Ergebnisse der Fondsliquidationen



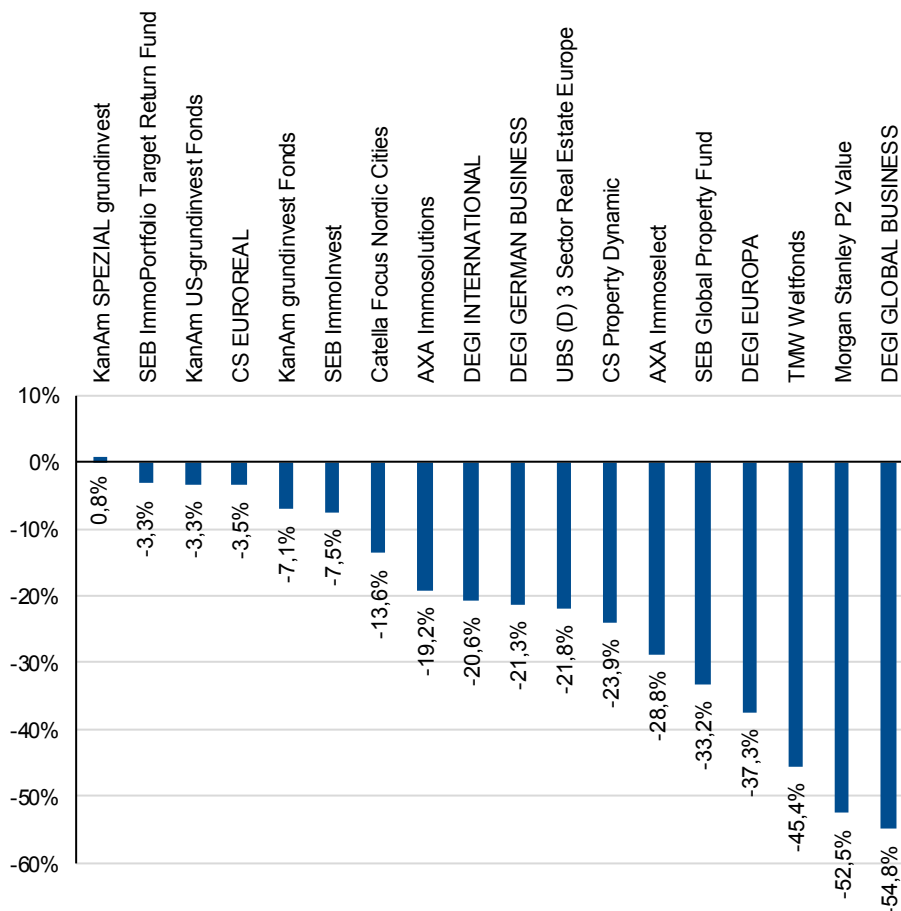
Das Finanzbeben, das die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 auslöste, zog zahlreiche offene Immobilienfonds in seinen Sog. Insgesamt 18 Fonds mit einem verwalteten Vermögen von rund 26 Mrd. Euro (Stand: 12/2011) wurden geschlossen und anschließend abgewickelt.

Die Ratingagentur Scope hat die Abwicklungsergebnisse der betroffenen Immobilienfonds bis auf die Ebene der einzelnen Fondsobjekte untersucht. Zwar sind auch neun Jahre nach den ersten Fondsschließungen noch nicht alle Immobilien veräußert, dennoch zeigt sich bereits jetzt ein klares Bild, wie hoch die Verluste ausgefallen sind und was die für das Abwicklungsergebnis wichtigsten Erfolgsfaktoren waren:

Das Spektrum der Abwicklungsresultate geht weit auseinander: Einige Fonds haben seit dem 30.09.2008 mehr als die Hälfte ihres Wertes verloren. Auf der anderen Seite steht aktuell ein Fonds, der im Zuge der Abwicklung sogar einen leichten Vermögenszuwachs erzielte.

Abbildung 1 zeigt die zwischen dem 30.09.2008 und dem 05.03.2018 entstandenen Verluste der betroffenen Fonds. Die Bandbreite der Ergebnisse schwankt zwischen +0,8% und -54,8%. Der Mittelwert liegt bei einem Verlust von rund 22%.

Abbildung 1: Verlustquote offener Immobilienfonds in Auflösung



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen

Stichtag: Anteilpreise per 05.03.2018 zuzüglich Ausschüttungen im Vergleich zu den Anteilpreisen 30.09.2008;
Darstellung: Scope Analysis

Analysten

Sonja Knorr
+49 30 27891 141
s.knorr@scopeanalysis.com

Martin Redlich
+49 30 27891 119
m.redlich@scopeanalysis.com

Business Development

Thomas Auschill
+49 69 6677389 79
t.auschill@scopegroup.com

Redaktion / Presse

André Fischer
+49 30 27891 147
an.fischer@scopeanalysis.com

Weitere Veröffentlichungen

Emissionen geschlossener AIF
Januar 2018

Büroimmobilienmärkte A vs. B
November 2017

Europas Top 20
Büroimmobilienmärkte
August 2017

Marktstudie und Ratings 2017
Juni 2017

Scope Analysis GmbH

Lennéstraße 5
10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100
Service +49 30 27891 300

info@scopeanalysis.com
www.scopeanalysis.com

Bloomberg: SCOP

Inhaltsverzeichnis

Auflagezeitpunkt und Kreditquote größte Einflussfaktoren.....	2
Lage, Qualität und Größe der Immobilien machen den Unterschied	3
Länderallokation: Britische Objekte mit bester Entwicklung.....	5
Verkaufszeitpunkt: Die Perlen gehen am Besten	6
Es drohen weitere Wertverluste....	7
Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss.....	16

Zum Vorgehen

Ziel dieser Studie ist es, die maßgeblichen Einflussfaktoren auf das Ergebnis der Fonds in Abwicklung darzustellen. So wurde untersucht, welche Eigenschaften eines Objektes und welche Handlungsoptionen des Asset Managements wie gewirkt haben.

Für die Anteilpreisentwicklung wurden die vergangenen zehn Jahre beginnend ab September 2008 betrachtet. Für die Untersuchungen auf Objektebene wurde der Zeitraum von Bekanntgabe der Auflösung der jeweiligen Fonds bis zum Verkauf des Objekts gewählt.

Für die Anteilpreisentwicklung wurde der Net Asset Value abzüglich aller Ausschüttungen betrachtet. Auf Objektebene wurde der Verkehrswert zum Zeitpunkt der Auflösung mit den Verkaufspreisen verglichen. Wurden die Verkaufspreise nicht veröffentlicht, hat Scope den letzten öffentlich zugänglichen Verkehrswert angesetzt.

Auflagezeitpunkt und Kreditquote größte Einflussfaktoren

Woran liegt es, dass die Verluste der 18 Fonds in Abwicklung derart stark voneinander abweichen? Ein wichtiger Faktor ist der Auflagezeitpunkt der Fonds. Der Morgan Stanley P2 Value und der TMW Immobilien Weltfonds wurden beispielsweise vor dem Ausbruch der Finanzkrise in einer Hochpreisphase aufgelegt. Als die Fonds nach der Finanzkrise ihre Portfolios veräußern mussten, kam es zu erheblichen Wertverlusten.

Einige Fonds befanden sich zum Zeitpunkt der Auflösungsbekanntgabe sogar noch im Aufbau und hatten weder ihre Zielallokation noch eine ausreichende Diversifikation erreicht, um Verluste einzelner Objekte abfedern zu können.

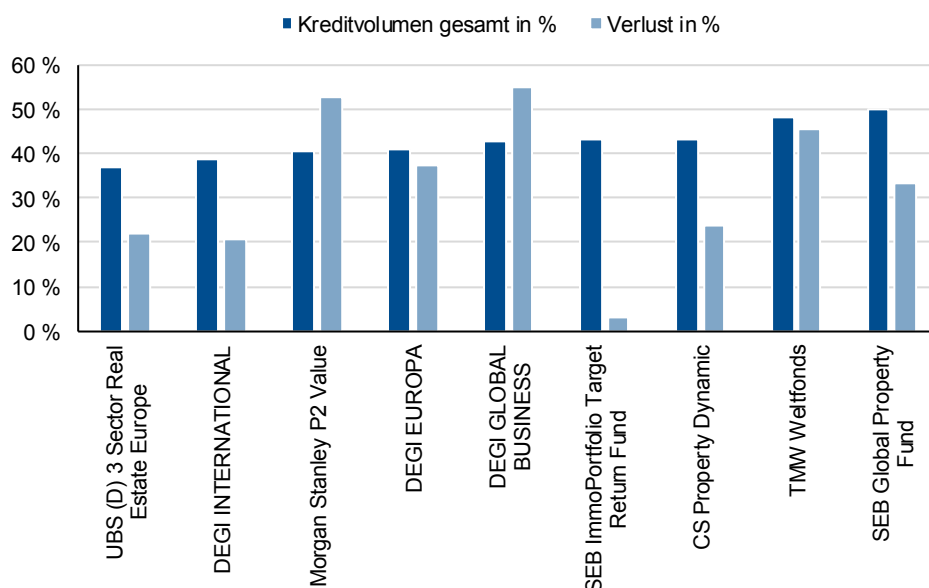
Ein weiterer sehr wichtiger Einflussfaktor auf die Höhe der Verluste ist das eingesetzte Fremdkapital. Fonds, die zum Zeitpunkt der Schließung einen hohen Leverage – also Kreditquoten von 40% bis 50% – aufwiesen, brachten Anlegern in der Tendenz höhere Verluste.

Bei Fonds mit einer Kreditquote zum Auflösungszeitpunkt von unter 35% beträgt der gewichtete Durchschnitt der Verluste 9,5%. Bei Fonds mit einer Kreditquote von mehr als 35% betragen die Verluste im Durchschnitt 31,7%. Die drei Fonds mit den höchsten Verlustquoten wiesen sogar mehr als 40% Fremdkapital auf.

Besonders die damals noch jungen Fonds mit ambitionierten Wachstumsplänen wiesen hohe Fremdkapitalquoten auf. Dies führte in Kombination mit einem in einer Hochpreisphase aufgebauten Portfolio zu dramatischen Verlusten.

Mit -3,3% zeigt der SEB ImmoPortfolio Target Return Fonds einen geringen Verlust. Seine Fremdkapitalquote gehört gleichzeitig mit 43% zu den höchsten. Dieses institutionelle Produkt hatte jedoch im Vergleich zu den anderen Fonds auch ursprünglich eine deutlich höhere Renditeerwartung.

Abbildung 2: Fonds mit Kreditquoten von mehr als 35% und ihre Wertentwicklung



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: Start der Auflösung des jeweiligen Fonds für das Kreditvolumen; Wertentwicklung zum 05.03.2018 (siehe Abbildung 1); Darstellung: Scope Analysis

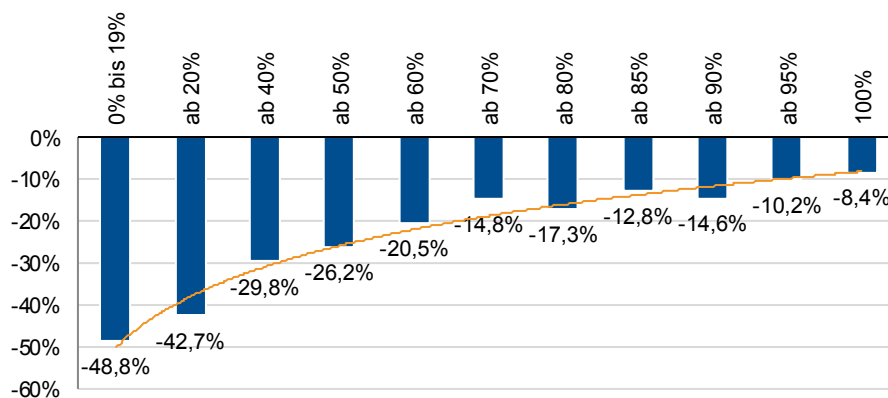
Lage, Qualität und Größe der Immobilien machen den Unterschied

Doch nicht nur der Ankaufszeitpunkt und die Finanzierungsstruktur des Fonds haben einen großen Einfluss auf die Verlustquote, sondern natürlich auch die konkrete Zusammensetzung des Immobilienportfolios. Je nach Größe, Qualität und Lage der einzelnen Fondsobjekte lassen sich diese im Zuge der Abwicklung unterschiedlich gut verkaufen. Scope hat die Wertentwicklung auf der Ebene der Einzelobjekte zum Stichtag 30.09.2017 analysiert und dabei folgende Muster identifiziert:

Große Objekte mit geringem Leerstand hatten die geringsten Wertverluste

Je höher die Qualität des Immobilienportfolios, desto höher auch die Nachfrage potentieller Käufer. **Abbildung 3** zeigt diesen Zusammenhang anhand des Beispiels der Vermietungsquote. Der Trend ist klar erkennbar: Je niedriger der Leerstand, desto geringer die Wertverluste. Bei vollvermieteten Objekten betrug der durchschnittliche Wertverlust nur 8,4%. Objekte mit Leerstand von 80% bis 100% büßten hingegen im Durchschnitt fast die Hälfte ihres Wertes ein.

Abbildung 3: Wertentwicklung der Fondsobjekte nach Vermietungsquote



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: Vermietungsquote der verkauften Objekte jeweils zum Verkaufszeitpunkt ab Auflösungsentscheidung des jeweiligen Fonds; Darstellung: Scope Analysis

Die kleinen Abweichungen (vom einheitlichen Trend) entstehen durch die verzerrende Wirkung einzelner großer Objekte. Im Cluster ab 70% befindet sich zum Beispiel das Core-Investment Potsdamer-Platz-Portfolio, welches mit relativ geringen Verlusten verkauft werden konnte.

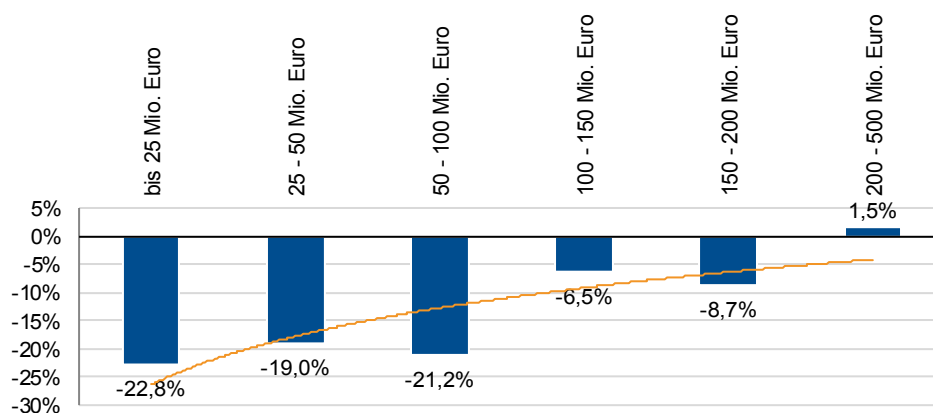
Zum Hintergrund: Mehr als die Hälfte der Fondsportfolios (55% nach Verkehrswert) weist Vermietungsquoten zwischen 95% und 100% auf, der Median liegt bei 96,4%.

Eine weitere interessante Korrelation besteht zwischen der Verlusthöhe und der Objektgröße. Wie **Abbildung 4** zeigt, gilt in der Tendenz: je größer das Objekt, desto geringer der Verlust im Abwicklungsprozess.

In der Größenklasse mit Immobilien ab 200 Mio. Euro – zu der insgesamt 18 Objekte gehören – konnten im Zuge der Abwicklung sogar Wertzuwächse von durchschnittlich 1,5% erzielt werden. Bei diesen Objekten handelt es sich fast ausschließlich um Büroimmobilien an den Top-Standorten in Europa und Nordamerika – und damit um die begehrten Core-Objekte, die sich in den vergangenen Jahren einer stetig steigenden Investoren-Nachfrage erfreuten.

Auf der anderen Seite des Spektrums zeigt sich, dass vor allem kleine Objekte mit einem Volumen von weniger als 25 Mio. Euro im Rahmen der Fondsabwicklungen durchschnittlich fast ein Viertel an Wert verloren haben. Hierbei handelt es sich um Objekte an Standorten, die aktuellen Anforderungen der Nachfrage insbesondere hinsichtlich der Standortqualität oftmals nicht entsprachen.

Abbildung 4: Wertentwicklung der Fondsobjekte nach Größenklassen*



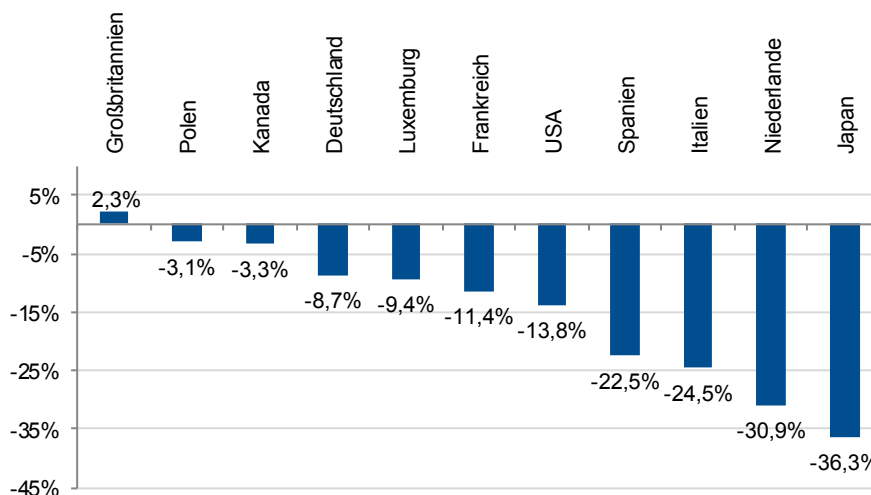
Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: Verkehrswerte und Verkaufspreise der verkauften Objekte jeweils zum Verkaufszeitpunkt ab Auflösungsentscheidung des jeweiligen Fonds; Darstellung: Scope Analysis; * seit Auflösungsentscheidung

Zum Hintergrund: Die Abweichung in der Kategorie 150 bis 200 Mio. Euro erklärt sich zu einem großen Maße durch eine Portfolio-Transaktion. Das Shoppingcenter-Portfolio des CS EUROREAL (verkauft im ersten Quartal 2017) befindet sich in dieser Größenklasse. Aufgrund der fehlenden Bekanntgabe der Verkaufspreise wurden die letzten veröffentlichten Verkehrswerte angesetzt. Würden die tatsächlichen Verkaufspreise angesetzt werden, fiel der Verlust dieser Größenklasse vermutlich wesentlich geringer aus. Der CS EUROREAL hat die eingeräumten fünf Jahre Auflösungsdauer ausgenutzt, um von einer verbesserten Marktlage zu profitieren. Die Abweichung in der Kategorie 50 Mio. bis 100 Mio. Euro erklärt sich durch eine relativ geringe Vermietungsquote der Objekte und einer Übergewichtung von Ländern mit negativer Wertentwicklung.

Länderallokation: Britische Objekte mit bester Entwicklung

Wie die einzelnen Fonds abgeschnitten haben, hängt auch wesentlich davon ab, in welchen Ländern sie investiert waren. Insgesamt haben die Fonds in Abwicklung in 30 unterschiedlichen Ländern investiert. Die wichtigsten Standorte zeigt **Abbildung 5**.

Abbildung 5: Wertentwicklung der Fondsobjekte nach Ländern*



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: Verkehrswerte und Verkaufspreise der verkauften Objekte jeweils zum Verkaufszeitpunkt ab Auflösungsentscheidung des jeweiligen Fonds; Darstellung: Scope Analysis; * seit Auflösungsentscheidung, währungsbereinigt

Die meisten Objekte der 18 Fonds in Abwicklung befinden bzw. befanden sich in Deutschland (8,6 Mrd. Euro Verkehrswert) und Frankreich (5,8 Mrd. Euro). In beiden Ländern fielen die Wertverluste mit durchschnittlich 8,7% bzw. 11,4% vergleichsweise moderat aus.

Britische Objekte mit Gewinn, japanische mit hohen Verlusten

Objekte in Japan (ursprüngliches Verkehrswertvolumen 0,7 Mrd. Euro) haben mit durchschnittlich 36,3% die höchsten Verluste erlitten. Betroffen davon war vor allem der Morgan Stanley P2 Value. Der Fonds hat seine 14 Objekte in Japan inzwischen vollständig mit insgesamt 57,1% Verlust veräußert; in einigen Fällen sogar Totalverluste erlitten. Die Immobilien gingen in diesen Fällen an die kreditfinanzierenden Banken über. Überdurchschnittlich hohe Wertverluste lassen sich außerdem in Südeuropa und den Benelux-Staaten beobachten.

Der einzige Markt mit einem im Saldo positiven Ergebnis war Großbritannien. Mit Objekten im Umfang von 2,3 Mrd. Euro (Verkehrswertvolumen) war Großbritannien der viertgrößte Investitionsstandort der abzuwickelnden Fonds.

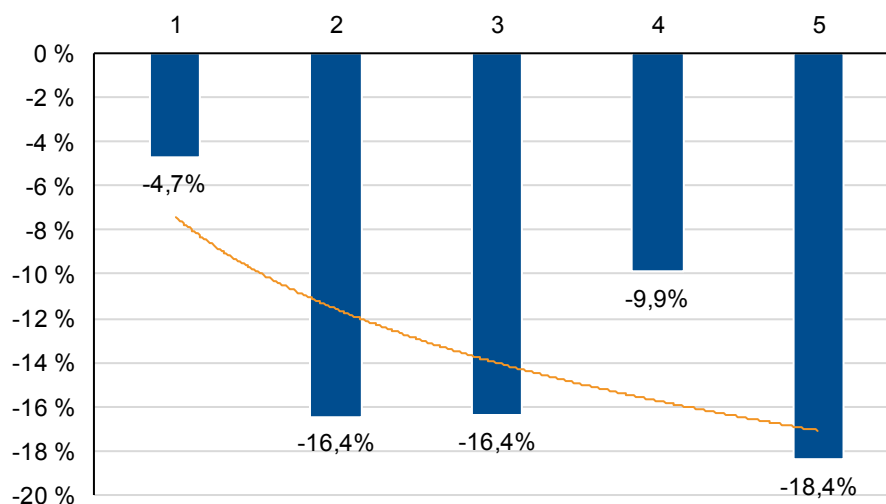
Vor allem auf zwei Fonds ist das gute Ergebnis der britischen Objekte zurückzuführen: den KanAm grundinvest Fonds und den SEB ImmoPortfolio Target Return Fund. Beide haben sehr hochpreisige Spitzenobjekte in London gewinnbringend verkaufen können – darunter die Thomson-Reuters-Zentrale durch KanAm Grund Group. Doch auch über London hinaus gab es am britischen Markt auf Pfund-Basis kaum Wertverluste.

Ebenfalls mit nur sehr geringen Wertverlusten ließen sich Fondsobjekte in Kanada und Polen verkaufen.

Verkaufszeitpunkt: Die attraktivsten Objekte werden zügig veräußert

Je schneller ein Fonds nach dem Start der Auflösung die Fondsobjekte veräußerte, desto niedriger fallen die Wertverluste aus – wie **Abbildung 6** verdeutlicht. Sie zeigt die Wertverluste der Immobilien auf Objektebene in den Jahren nach Bekanntgabe der Auflösung.

Abbildung 6: Wertverlust auf Objektebene nach Jahr des Verkaufs*



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht zum Verkaufszeitpunkt des Objekts; Darstellung: Scope Analysis; * seit Auflösungsentscheidung

Im ersten Jahr nach Bekanntgabe der Fondsauflösung sind die Wertverluste mit 4,7% noch moderat, steigen dann aber bereits im zweiten Jahr auf 16,4% und weiter bis auf 18,4% im fünften Jahr. Der geringere Verlust von 9,9% im vierten Jahr erklärt sich hauptsächlich durch einen Sondereffekt – nämlich durch den bereits erwähnten gewinnbringenden Verkauf der Thomson-Reuters-Zentrale 2015 in London.

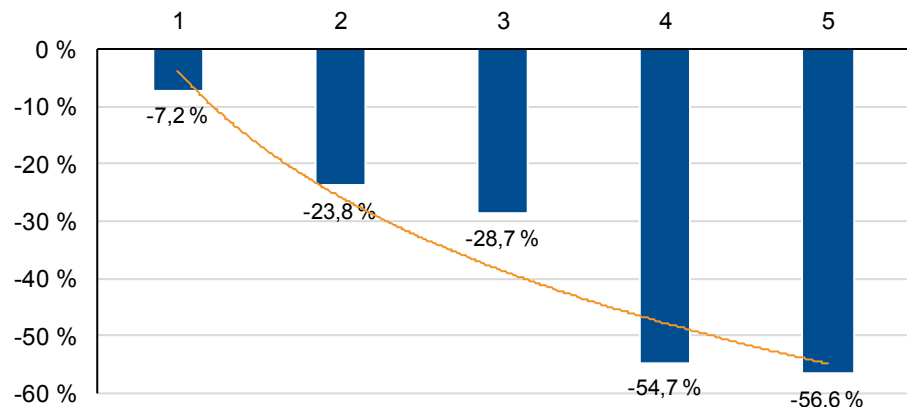
Für diesen Trend gibt es einen einfachen Grund: Fondsmanager verkaufen zu Beginn der Abwicklungsphase zunächst die attraktivsten und marktgängigsten Immobilien. Erst mit der Zeit müssen sie sich den problematischeren Beständen widmen, beispielsweise älteren Objekten mit höheren Leerständen.

Die Abwicklungsfrist beträgt in der Regel drei Jahre, bei den drei größten Fonds fünf Jahre. Die fünfjährige Abwicklungsfrist wurde aufgrund des großen Immobilienbestandes von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gewährt. Der Druck steigt mit voranschreitender Abwicklungsfrist: Der Fondsmanager kann zum einen weder auf Markterholungen warten, noch umfangreiche Maßnahmen an den Objekten anstoßen. Zum anderen verschlechtert sich seine Verhandlungsposition gegenüber potenziellen Käufern, je näher das Objekt seiner Verkaufsfrist kommt.

In **Abbildung 7** tritt dieser Trend noch deutlicher zutage. Sie zeigt den Wertverlust in den Jahren seit Auflösungsbekanntgabe – allerdings nur von jenen Fonds mit dreijähriger Abwicklungsfrist.

Mit dem Übergang auf die Verwahrstelle steigt der Verlust sprunghaft an

Abbildung 7: Wertverlust auf Objektebene bei dreijähriger Abwicklungsfrist*



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht zum Verkaufszeitpunkt des Objekts; Darstellung: Scope Analysis; * seit Auflösungsentscheidung

Werden die Fondsobjekte nicht vollständig in der von der BaFin gesetzten Abwicklungsfrist veräußert, wird das restliche Fondsvermögen zur weiteren Abwicklung auf die Verwahrstelle (ehem. Depotbank) übertragen. Bei den Fonds mit dreijähriger Abwicklungsphase in der **Abbildung 7** betrifft das somit die Jahre vier und fünf. Hier steigen die Verluste sprunghaft auf 54,7% respektive 56,6% an, da die Verwahrstellen die Objekte nun mit höheren Abschlägen verkaufen.

Portfolioverkäufe in der Regel gegenüber Einzelverkäufen im Vorteil

In den meisten Fällen haben sich Portfolioverkäufe im Bieterverfahren als vorteilhaft erwiesen, weil so auch problematischere Immobilien zusammen mit attraktiveren Objekten in einer Transaktion verkauft werden konnten.

Ein Einzelverkauf der Objekte hatte dagegen in der Regel einen hohen Abschlag auf den Verkaufserlös zur Folge. Zudem fallen bei einem Portfolioverkauf niedrigere Verkaufsnebenkosten an als bei mehreren Einzelverkäufen. Als gutes Beispiel für einen vorteilhaften Portfolioverkauf darf der Verkauf des Potsdamer-Platz-Portfolios durch den SEB ImmoInvest gelten. Mit Ausnahme des Grand Hyatt Hotels wurde das Portfolio als Ganzes verkauft – bei einem Abschlag auf den ursprünglichen Verkehrswert zum Zeitpunkt der Auflösungsentscheidung von lediglich 3,8%. Rechnet man das Hotel noch hinzu, ergibt sich im Saldo sogar ein Gewinn.

Es zeigt sich, dass es sinnvoll war, den großen Fonds einen längeren Abwicklungszeitraum einzuräumen. Zum einen konnten Objekte durch die Markterholung besser oder überhaupt erst verkauft werden. Zum anderen konnten Maßnahmen an den Objekten durchgeführt werden, die in einem Drei-Jahres-Zeitraum mit den vorhandenen hohen Portfoliovolumina nicht umsetzbar gewesen wären. So konnten Objekte mit Leerständen durch Asset Management-Maßnahmen wie beispielsweise Revitalisierungen oder Umbauten attraktiver gestaltet und somit überhaupt erst wieder einer Vermietung zugeführt werden.

Es drohen weitere Wertverluste

Von den 18 betrachteten Fonds haben sieben ihr Portfolio bereits vollständig abgebaut, (siehe **Abbildung 8**). Neun Fonds besitzen noch eine einstellige Objektanzahl. Die beiden Fonds CS EUROREAL und SEB ImmoInvest müssen noch größere Portfoliobestände im Wert von 765 Mio. Euro bzw. 634 Mio. Euro veräußern.

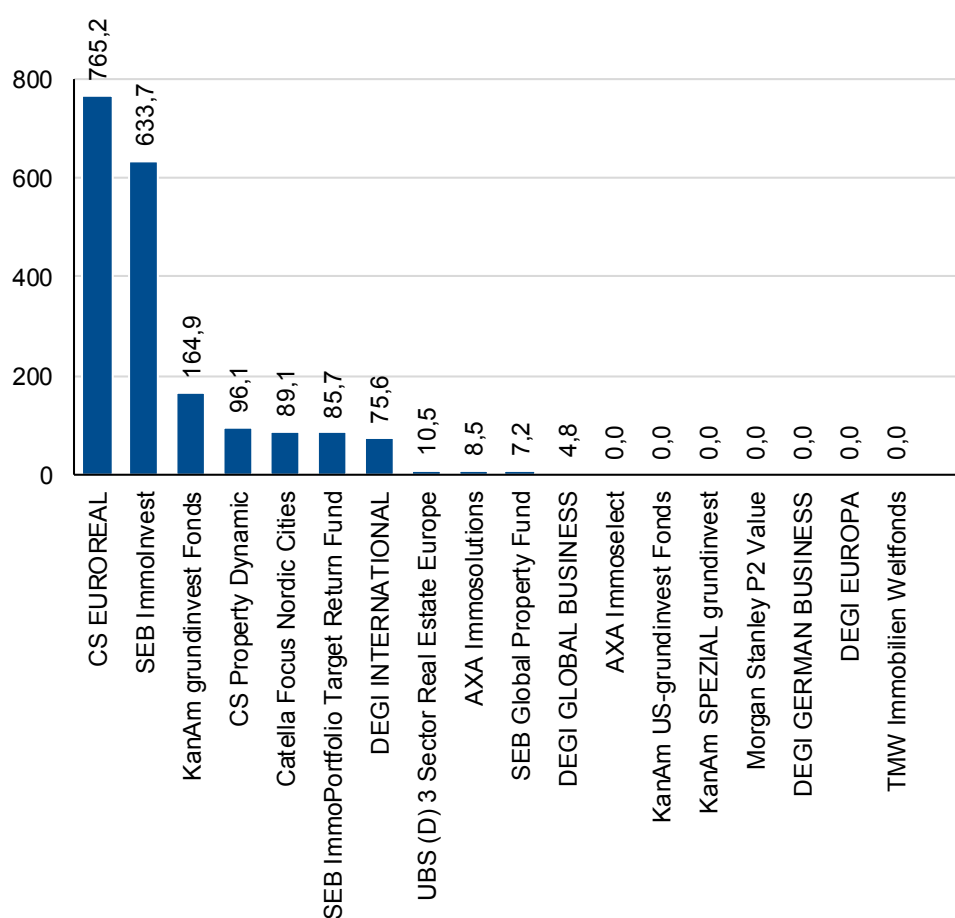
Wertverluste können sich bei einigen Fonds noch deutlich erhöhen

Hierbei kann sich die endgültige Höhe der Verluste nach weiteren Verkäufen noch deutlich verändern. Da die später verkauften Immobilien oftmals die höchsten Verluste verursachen, ist in diesen Fällen mit einem weiteren Anstieg dieser zu rechnen.

Eine Analyse der Bestandsimmobilien des CS EUROREAL und des SEB ImmoInvest lässt aus Sicht von Scope folgenden Schluss zu: Der aktuelle Verkehrswert per 31.12.2017 der Bestandsobjekte liegt etwa 26% beim CS EUROREAL und 15% beim SEB ImmoInvest unter dem Wert bei Auflösungsbekanntgabe – trotz des insgesamt eher verbesserten Immobilienmarktumfeldes.

Der SEB ImmoInvest hat per 28.02.2018 eine durchschnittliche Vermietungsquote auf Gesamtportfolioebene von 84,8%. Nur 27% der Bestandsimmobilien sind voll vermietet. Beim CS EUROREAL beträgt die durchschnittliche Vermietungsquote per 30.09.2017 ca. 81,5% und nur 16% der Bestandsimmobilien haben eine Vermietungsquote von 100%.

Abbildung 8: Aktuell noch abzuwickelndes Immobilienvermögen in Mio. EUR



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht des jeweiligen Fonds; Darstellung: Scope Analysis

Fazit: Asset Management Qualität bei der Abwicklung entscheidend

Seit der Lehman-Insolvenz haben 18 offene Immobilienfonds in Deutschland ihre Rücknahmen aussetzen müssen und werden nun liquidiert. In manchen Fällen verloren die Investoren dabei mehr als die Hälfte ihres eingesetzten Kapitals. Neben der strategischen Ausrichtung des Fonds und der Höhe des Fremdkapitaleinsatzes ist vor allem die Qualität des Immobilienportfolios entscheidend für die Höhe der Verluste.

Durch einen möglichst schonenden oder sogar wertsteigernden Verkauf der Immobilien im Portfolio können Fondsmanager die Verluste für die Anleger deutlich eingrenzen. Mit hochwertigen und großvolumigen Core-Immobilien in Großbritannien, Kanada, Polen und zum Teil auch in Deutschland und Frankreich gelang das am besten. Kleinere Objekte, Objekte mit hohem Leerstand oder Objekte in Südeuropa, Benelux oder Japan bescherten den Anlegern hingegen die größten Wertverluste.

Am geringsten fallen die Wertverluste der Objekte im ersten Jahr nach Bekanntgabe der Auflösung aus. Im weiteren Verlauf der Abwicklung steigen die Verluste in der Regel an – trotz der aktuell positiven Dynamik der Immobilienmärkte. Am höchsten sind die Verluste nach dem Übergang des restlichen Fondsvermögens an die Verwahrstelle.

Die großen Fonds, die eine längere Abwicklungsfrist bei der BaFin durchsetzen konnten, haben die Zeit genutzt, um Verkäufe gezielt vorzubereiten und Veräußerungszeitpunkte zu optimieren.

KanAm ist dies besonders gut gelungen. Sowohl bei der Abwicklung der beiden „kleineren“ Fonds, als auch bei der Abwicklung des KanAm grundinvest Fonds. Beim letztgenannten wurde das Portfolio in mehrere Teilportfolios untergliedert, für die jeweils Maßnahmen zielgerichtet definiert wurden. Im dem Verkaufsportfolio befanden sich Immobilien, deren sofortiger Verkauf unter Finanzierungsaspekten, dem aktuellen Zustand der Immobilien und den Märkten sinnvoll erschien. Die Immobilien, die Optimierungsbedarf hatten oder unter Fremdfinanzierungsaspekten (hohe Vorfälligkeitsentschädigungen an die Banken) nicht sinnvoll veräußerbar waren, wurden für den Verkauf zu einem späteren Zeitpunkt vorbereitet.

Diese Optimierung der erzielbaren Verkaufserlöse durch beispielsweise das Abwarten des Finanzierungsauslaufes, eine vorgelagerte Verlängerung bzw. Neuverhandlung der Mietverträge und/oder eine Durchführung von Umbaumaßnahmen oder das Abwarten einer prognostizierten Markterholung hat sich hier ausgezahlt.

Doch der Verkauf des Immobilienbestandes ist nicht gleichbedeutend mit der Auszahlung der dadurch gewonnenen Liquidität. Denn beim Verkauf der Immobilien bilden die Anbieter eine Liquiditätsrisikovorsorge für mögliche Gewährleistungsansprüche oder drohende Steuerveranlagungen. Diese verzinst sich aktuell negativ.

Aus der Bewirtschaftungshistorie des Sondervermögens und ganz besonders aus dem Verkauf der Immobilien können sich nach Angaben der KVGs und Verwahrstellen in signifikantem Umfang Risiken ergeben. Diese müssten, aufgrund der nicht vorhandenen Nachschusspflicht der Anleger, bei einer Ausschüttung durch die Verwahrstelle getragen werden.

Bei einigen Fonds macht diese Vorsorge 15% des ursprünglichen Immobilienvermögens aus. Dieser Betrag wird nicht an die Anleger ausgeschüttet, solange mögliche Risiken nicht ausgeschlossen werden können. Da oftmals das mögliche Risiko als Liquiditätsvorsorge abgebildet wird, wird dafür auch die volle Verwaltungsvergütung fällig. Wären konkrete Forderungen vorhanden, müssten Rückstellungen gebildet werden, die das Fondsvermögen mindern würden.

Entwicklung der Börsenkurse während der Abwicklung

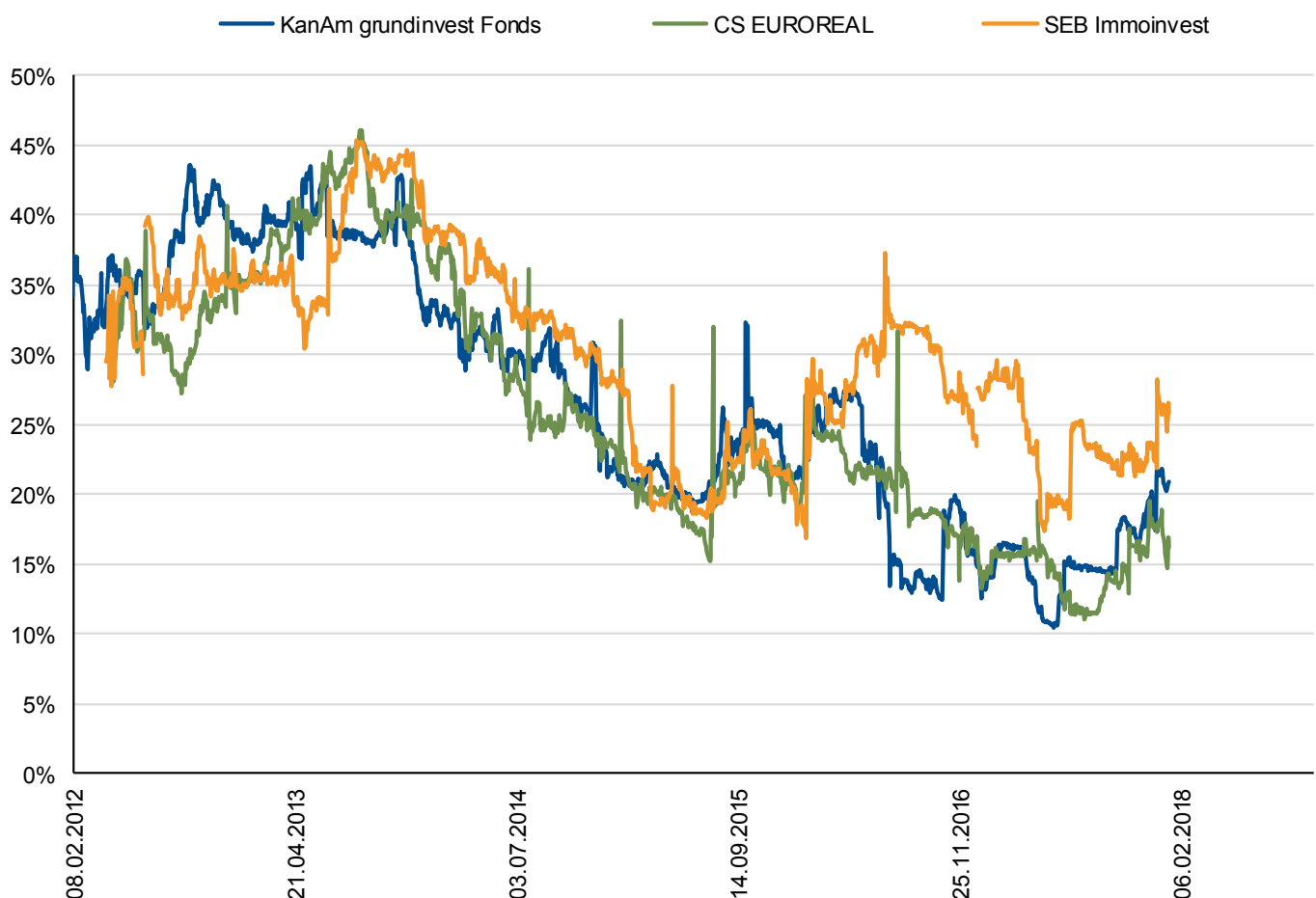
Die Entwicklung der täglichen Schlusskurse in Relation zu den täglichen NAVs ist in **Abbildung 9** dargestellt. Sie ist beschränkt auf die drei volumenstärksten Fonds mit fünfjähriger Abwicklungsfrist.

Die Entwicklung zeigt zunächst einen starken Anstieg des Abschlags, getrieben durch Erwartungen von zukünftigen Abwertungen und verlustreichen Verkäufen. Dieser Anstieg erreichte seinen höchsten Punkt je nach Fonds zwischen Mai 2012 bis Dezember 2013. Danach fallen alle Abschläge bis zum Januar 2016.

Dieser Verlauf lässt sich vornehmlich auf die allgemeine Markterholung im Euroraum zurückführen. Im gesamten Jahr 2016 gibt es einen weiteren kleinen Anstieg, bis sich mit Beginn des Jahres 2017 ein weiterer Rückgang abzeichnete. So ergibt sich im Gesamtbild ein wellenartiger Rückgang des Abschlags seit 2013.

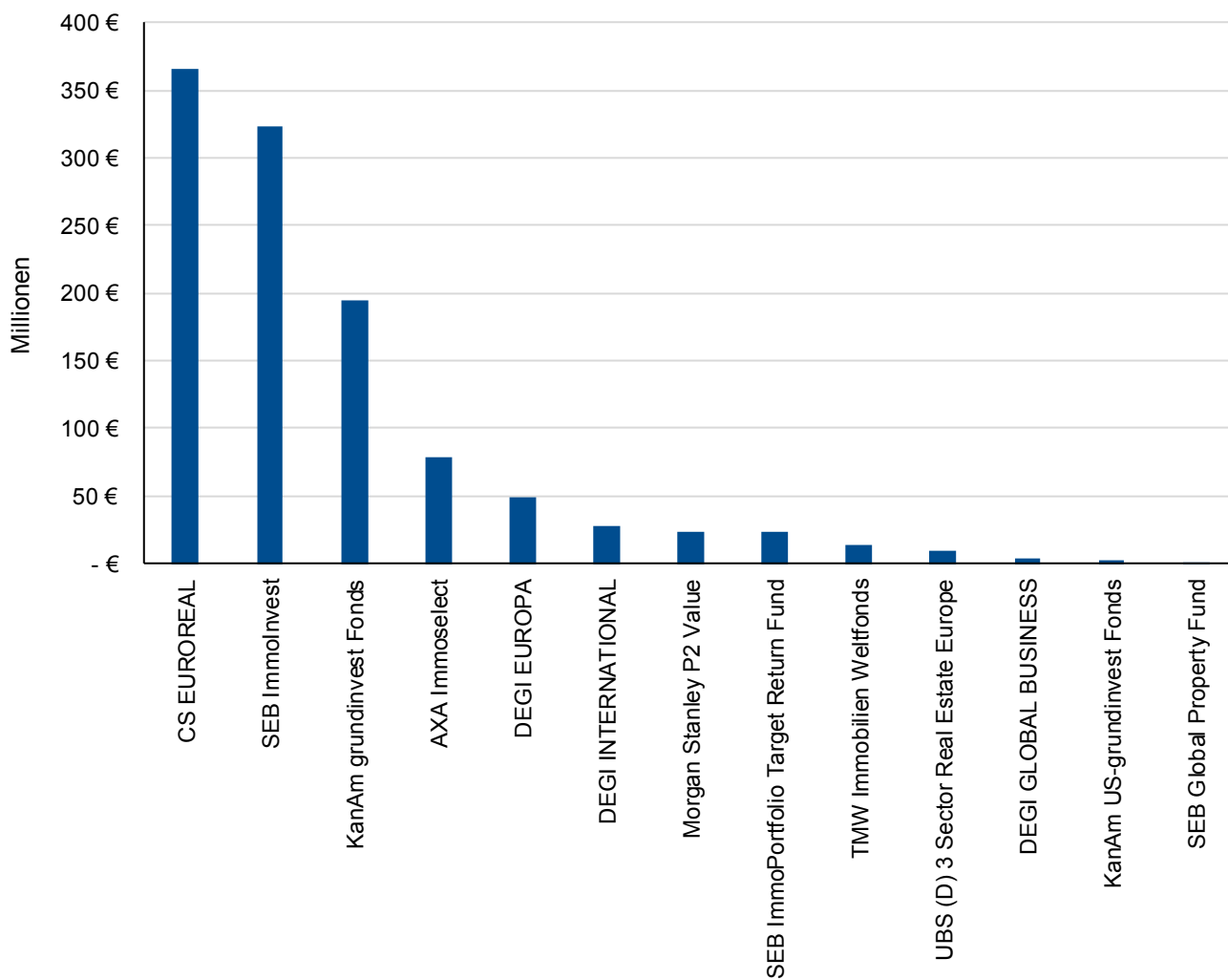
Die weitere Entwicklung wird entscheidend von der Qualität der Restportfolios und der jeweiligen Kostenstruktur der Fonds abhängen.

Abbildung 9: Entwicklung der Zweitmarktkurse – wann waren die Abschläge auf den Nettoinventarwert am Größten?



Quelle: Bloomberg; Stichtag: Tag der Auflösung bis zum 18.01.2018
Darstellung: Scope Analysis

Abbildung 10: Handelsumsatz in den vergangenen 3 Jahren (Börse Hamburg)



Quelle: Börse Hamburg; Stichtag: 19.10.2017
Darstellung: Scope Analysis

Exkurs: Grunderwerbsteuer

Beim Übergang von Restbeständen auf die Verwahrstellen mussten Fondsgesellschaften bis Ende 2015 für ihre deutschen Immobilien erneut die Grunderwerbsteuer entrichten. Um das zu vermeiden, waren sie bestrebt, ihr deutsches Immobilienportfolio innerhalb der Abwicklungsfrist und damit vor dem Übergang auf die Verwahrstelle zu veräußern.

Den meisten Fonds ist das gelungen. Drei Fonds hatten zum Depotübergang noch deutsche Immobilien im Wert von 125 Mio. Euro kumulierten Verkehrswerten im Bestand, wofür 6 Mio. Euro Grunderwerbsteuer fällig wurden (siehe **Tabelle 1**).

Zum 31.12.2015 wurde diese Besteuerung auf Grundlage eines gesetzlich verpflichtenden Eigentumsübergangs, der einen klaren Nachteil für die Anleger bedeutete, in Deutschland abgeschafft.

In dieser Abbildung befinden sich alle Fonds, deren Depotübergang vor den 31.12.2015 fiel. Die Fonds mit kürzerer Abwicklungsfrist, denen eine doppelte Besteuerung deutscher Immobilien bei Depotbankübergang drohte, schnitten im Vergleich allein dadurch schlechter ab, dass sie die deutschen Objekte unter hohem Zeitdruck verkauften. Die angefallene Grunderwerbsteuer hat im Vergleich allerdings einen geringeren Effekt.

Tabelle 1: Gezahlte Grunderwerbsteuer für deutsche Immobilien (Fonds mit Depotübergang vor dem 31.12.2015)

	Auslösungs- bekanntgabe	Kündigung des Sondervermögens zum	Dt. Immobilien zum Zeitpunkt der Auflösung VKW in Mio.	Dt. Immobilien zum Depotübergang VKW in Mio.	angefallene Grunderwerbsteuer nach Bundesland in Mio.
AXA Immoselect	19.10.2011	20.10.2014	620,91	102,82	5,14
AXA Immosolutions	15.05.2012	11.05.2015	224,44	0,00	0,00
DEGI EUROPA	22.10.2010	30.09.2013	661,70	2,21	0,11
DEGI GERMAN BUSINESS	21.11.2012	20.11.2015	317,73	20,35	0,97
DEGI GLOBAL BUSINESS	18.08.2011	30.06.2014	53,45	0,00	0,00
Morgan Stanley P2 Value	25.10.2010	30.09.2013	324,87	0,00	0,00
TMW Immobilien Weltfonds	31.05.2011	31.05.2014	238,87	0,00	0,00
UBS (D) 3 Sector Europe Real Estate	05.09.2012	05.09.2015	89,30	0,00	0,00

Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht zum Übergang auf Verwahrstelle;
Darstellung: Scope Analysis

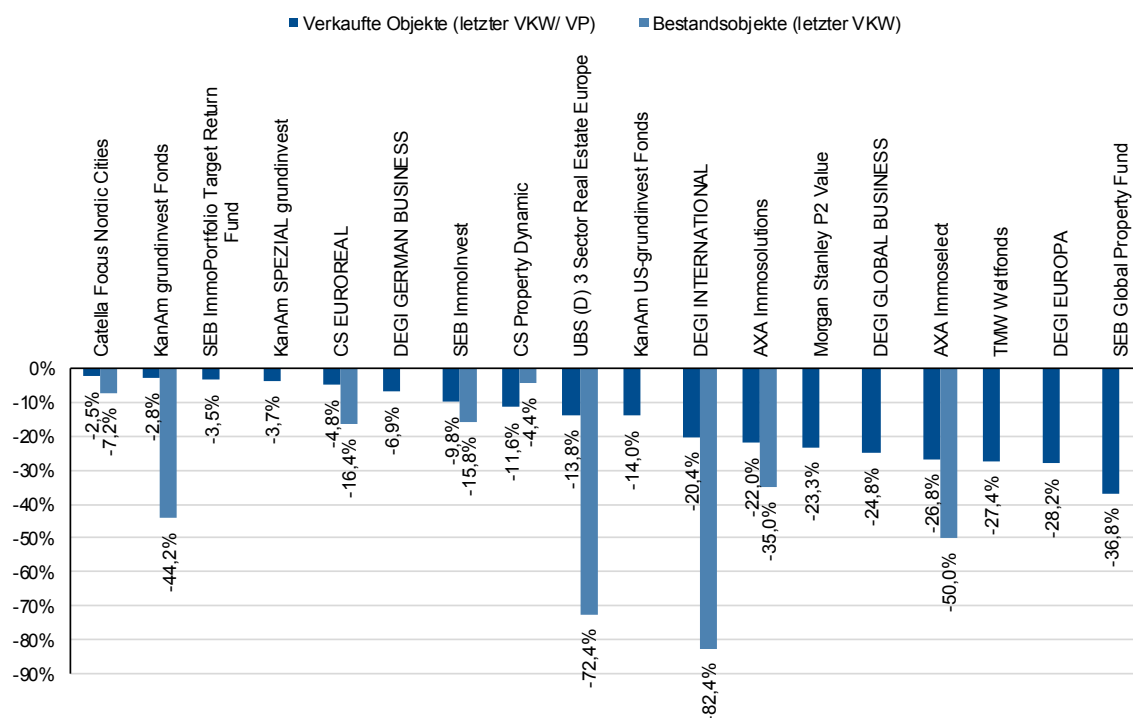
I. Anhang

Tabelle 2: Anteilwertentwicklung (in EUR)

Name	ISIN	Anteilpreis 30.09.2008	Ausschüttungen	Anteilpreis 05.03.2018	Verlust (Prozent)
KanAm SPEZIAL grundinvest	DE000A0CARS0	110,70	94,12	17,47	0,8%
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	DE0009802314	123,41	94,30	25,08	-3,3%
KanAm US-grundinvest Fonds	DE0006791817	38,75	36,23	1,23	-3,3%
CS EUROREAL	DE0009805002	61,55	49,30	10,09	-3,5%
KanAm grundinvest Fonds	DE0006791809	58,23	40,88	13,21	-7,1%
SEB ImmoInvest	DE0009802306	55,68	42,85	8,67	-7,5%
Catella Focus Nordic Cities	DE000A0MY559	10,65	4,04	5,16	-13,6%
AXA Immosolutions	DE000A0J3GM1	1063,51	807,56	51,55	-19,2%
DEGI INTERNATIONAL	DE0008007998	54,97	40,20	3,43	-20,6%
DEGI GERMAN BUSINESS	DE000A0J3TP7	107,29	81,69	2,76	-21,3%
UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe	DE0009772681	10,90	7,55	0,97	-21,8%
CS Property Dynamic	DE0009751354	108,67	41,05	41,63	-23,9%
AXA Immoselect	DE0009846451	58,25	39,97	1,51	-28,8%
SEB Global Property Fund	DE000SEB1A96	1070,68	602,30	113,28	-33,2%
DEGI EUROPA	DE0009807800	66,28	39,89	1,65	-37,3%
TMW Weltfonds	DE000A0DJ328	54,57	27,35	2,43	-45,4%
Morgan Stanley P2 Value	DE000A0F6G89	54,65	24,42	1,54	-52,5%
DEGI GLOBAL BUSINESS	DE000A0ETSR6	110,63	46,89	3,07	-54,8%

Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: 30.09.2008 und 05.03.2018; Darstellung: Scope Analysis

Abbildung 11: Wertentwicklung der Fondsobjekte



Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht zum Verkaufszeitpunkt des Objekts; Darstellung: Scope Analysis

Tabelle 3: Kostenstrukturübersicht

Fondsname	Stichtag der Kündigung des Sondervermögens	Abwickelnde Verwahrstelle	Gesamtkostenquote	Verwaltungsvergütung (maximal)	Kosten für Kauf, Verkauf, Projektentwicklungen
Catella Focus Nordic Cities	23.12.2018	CACEIS Bank Deutschland GmbH	0,57%	0,60%	1,00%
AXA Immoselect	20.10.2014	CACEIS Bank Deutschland GmbH	0,66%	0,60%	1% bis 2%
KanAm US-grundinvest Fonds	31.03.2012	M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA	0,66%	1,00%	2,00%
SEB ImmoInvest	30.04.2017	SEB AG	0,70%	1,00%	1,00%
SEB Global Property Fund	05.12.2016	CACEIS Bank Deutschland GmbH	0,74%	1,00%	1,00%
CS EUROREAL	30.04.2017	Commerzbank AG	0,85%	1,25%	2,00%
CS Property Dynamic	31.12.2016	Commerzbank AG	0,93%	1,00%	1,00%
AXA Immosolutions	11.05.2015	CACEIS Bank Deutschland GmbH	0,93%	0,50%	1% bis 2%
KanAm SPEZIAL grundinvest	16.12.2016	M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA	0,97%	1,00%	2,00%
SEB ImmoPortfolio Target Return	01.05.2017	SEB AG	1,02%	1,50%	1,00%
DEGI EUROPA	30.09.2013	Commerzbank AG	1,04%	1,25%	1,25%
Morgan Stanley P2 Value	30.09.2013	CACEIS Bank Deutschland GmbH	1,04%	1,50%	1,5% bis 2%
DEGI GLOBAL BUSINESS	30.06.2014	Commerzbank AG	1,22%	0,50%	1,00%
DEGI INTERNATIONAL	15.10.2014	Commerzbank AG	1,23%	1,25%	1,25%
DEGI GERMAN BUSINESS	20.11.2015	Commerzbank AG	1,26%	0,70%	1,00%
TMW Immobilien Weltfonds	31.05.2014	CACEIS Bank Deutschland GmbH	1,30%	1,50%	2,00%
KanAm grundinvest Fonds	31.12.2016	M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA	1,34%	1,50%	2,00%
UBS (D) 3 Sector Europe Real Estate	05.09.2015	CACEIS Bank Deutschland GmbH	1,93%	0,75%	1,25%

Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht des jeweiligen Fonds;
Darstellung: Scope Analysis

Tabelle 4: Liquiditätsbestände der Fonds

Fondsname	Nettofondsvermögen (in Mio. EUR)	Anzahl Objekte	Verkehrswerte (in Mio. EUR)	Liquidität (in Mio. EUR)	Liquidität in % des Nettofondsvermögens	Datenstand
KanAm grundinvest Fonds	1.158,9	4	164,9	1.002,5	86,5	Juni 2017
CS EUROREAL	1.526,0	20	765,2	845,9	55,4	Sept. 2017
SEB ImmoInvest	1011,3	21	633,7	291,9	28,8	Feb. 2018
DEGI INTERNATIONAL	194,9	2	75,6	108,2	55,5	Dez. 2016
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	162,2	4	85,7	85,0	52,4	Feb. 2018
KanAm SPEZIAL grundinvest	71,3	0	0,0	75,2	105,4	Sept. 2017
AXA Immoselect	72,8	0	0,0	72,3	99,3	Dez. 2017
CS Property Dynamic	153,1	3	96,1	65,4	42,7	Aug. 2017
KanAm US-grundinvest Fonds*	59,7	0	0,0	59,8	100,1	März 2017
Morgan Stanley P2 Value	47,9	0	0,0	49,8	104,0	März 2017
DEGI EUROPA	51,0	0	0,0	49,4	96,9	Sept. 2017
SEB Global Property Fund	32,2	2	7,2	28,0	87,1	Feb. 2018
UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe	33,7	3	10,5	19,7	58,4	Jan. 2018
AXA Immosolutions	24,6	1	8,5	15,6	63,3	April 2017
Catella Focus Nordic Cities	175,8	12	199,5	12,5	2,1	Feb. 2017
DEGI GERMAN BUSINESS	9,4	0	0,0	8,9	94,8	Juni 2017
DEGI GLOBAL BUSINESS	12,4	1	4,8	7,2	58,0	Juni 2017
TMW Immobilien Weltfonds	35,5	0	0,0	2,5	7,0	Dez. 2017

Quelle: Jahres-, Halbjahres-, Abwicklungs- und Auflösungsberichte der jeweiligen Fondsgesellschaften und Verwahrstellen; Stichtag: letzter Bericht des jeweiligen Fonds;
Darstellung: Scope Analysis; * in USD



Offene Immobilienfonds in Abwicklung

Ergebnisse der Fondsliquidationen

Scope Analysis GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0

info@scopeanalysis.com

www.scopeanalysis.com

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main

Phone +49 69 66 77 389 0

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2018 Alle Rechte vorbehalten. Scope Analysis GmbH ist keine Ratingagentur im Sinne der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen in der Fassung der Änderungsverordnungen (EU) Nr. 513/2011 und (EU) Nr. 462/2013 (zusammen die „Ratingagenturen-Verordnungen“) und ist nicht als Ratingagentur im Sinne der Ratingagenturen-Verordnungen registriert. Ratings von Asset Management Companies, Investment Fonds und Zertifikate Emittenten sind kein Rating im Sinne der Ratingagenturen-Verordnungen und können daher von Kreditinstituten, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, Verwaltungs- und Investmentgesellschaften, Verwaltern alternativer Investmentfonds und zentralen Gegenparteien nicht für aufsichtsrechtliche Zwecke verwendet werden. Die von der Scope Analysis GmbH verfassten Ratings sind keine Empfehlungen für den Erwerb oder die Veräußerung von Investmentvehikeln und beinhalten kein Urteil über den Wert oder die Qualität des Investmentfonds, der Zertifikate Emittenten und der Management Companies. Die Scope Analysis GmbH hat alle erforderlichen Maßnahmen getroffen, um zu gewährleisten, dass die den Ratings zugrundeliegenden Informationen von ausreichend guter Qualität sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Scope Analysis GmbH hat aber nicht jede in den Quellen genannte Information unabhängig überprüft. Die Scope Analysis GmbH erstellt mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihr unabhängiges und objektives Rating zu einem bestimmten Stichtag, an dem das Rating erteilt wird. Daher sind künftige Ereignisse als ungewiss anzusehen. Deren Vorhersage beruht dabei auf Einschätzungen, so dass ein Rating keine Tatsachenbehauptung darstellt, sondern lediglich eine Meinungsäußerung, die sich anschließend auch wieder ändern und in einem geänderten Rating niederschlagen kann. Scope Analysis GmbH haftet folglich nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Das Rating sollte von den beteiligten Akteuren nur als ein Faktor im Rahmen der Anlageentscheidungen betrachtet werden und kann eigene Analysen und Bewertungen nicht ersetzen. Das Rating stellt somit nur eine Meinung zur Qualität dar und beurteilt unter keinem Umstand das Rendite-Risiko-Profil eines Investments und trifft auch keine Aussage dahingehend, ob die beteiligten Akteure einen Ertrag erzielen, das investierte Kapital zurückerhalten oder bestimmte Haftungsrisiken durch die Beteiligung an einem Investment eingehen. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Analysis GmbH, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.