

# „Ich halte die Abschläge auf den NAV für deutlich übertrieben“

INTERVIEW MIT ULF BUHLEMANN, FRICS, MANAGING DIRECTOR UND HEAD OF VALUATION GERMANY, CB RICHARD ELLIS

In den vergangenen Monaten ist der Transaktionsmarkt deutlich zurückgegangen. Im Gespräch mit dem Real Estate Magazin erläutert Ulf Buhlemann FRICS, Managing Director und Head of Valuation Germany bei CB Richard Ellis, wie Bewerter in illiquiden Märkten vorgehen und wie er die aktuelle Bewertung von Immobiliengesellschaften und REITs am Kapitalmarkt einschätzt.



Ulf Buhlemann, FRICS, Managing Director und Head of Valuation Germany, CB Richard Ellis

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Herr Buhlemann, wie können Objekte in einem derart illiquiden Markt zurzeit bewertet werden?

**BUHLEMANN:** In illiquiden Märkten muss sich der Bewerter in erster Linie an Transaktionen orientieren, die nicht zustande kommen. Es ist aktuell nicht so, dass keine Objekte am Markt angeboten werden. Es werden sogar eine Menge Objekte angeboten, auch Portfolios. Doch die Gebote und die Vorstellungen der Verkäufer sind im Moment noch zu weit voneinander entfernt. Bewerter können in solchen Marktphasen nur dann marktgerecht bewerten, wenn sie über diese konkreten Informationen verfügen und daraus ableiten, zu welchem Preisniveau denn ein Deal zustande kommen würde. Wir erhalten diese Daten von unseren Kollegen aus den transaktionsorientierten Bereichen – natürlich anonymisiert und nicht objektbezogen. Wir erfahren jedoch, welche Objektqualitäten in welchen Lagen mit Investmentvolumina zu welchen Preisen angeboten werden und wo in etwa die Gebote liegen. Solche Informationen erhalten Bewerter in der Regel nur innerhalb ihrer jeweiligen eigenen Unternehmen. Daher werden in solchen Marktphasen auch eher die internationalen Beratungshäuser mit starken Vermarktungsteams beauftragt. Verfügt der Bewerter nicht über solche „first-hand-Marktinformationen“, rennt er dem Markt eher hinterher, als ihn konform in der Bewertung abzubilden.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Welche Auftraggeber fragen zurzeit Ihre Dienstleistungen nach? – ich gehe davon aus, dass es im Moment nicht um Bewertungen für Börsengänge geht. Man hört von Bankern in letzter Zeit jedoch immer häufiger von möglichen M&A-Transaktionen.

**BUHLEMANN:** Im Moment gibt es unseres Wissens in der Branche keine akute Vorbereitung eines Börsengangs. Zu den M&A-Transaktionen kann ich nur sagen: Wenn ich weniger wüsste, dann könnte ich mehr erzählen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Schade, und welche anderen Auftraggeber gibt es zurzeit?

**BUHLEMANN:** Es gibt im Wesentlichen zwei Bereiche: zum einen die Refinanzierungen von Loans, die auslaufen. Das ist ein ganz normaler Vorgang, dabei muss es keine Probleme mit der Finanzierung geben. Hier werden wir üblicherweise von den Banken aufgrund von Risikomanagement-Anforderungen beauftragt – eine Beauftragung der Bewerter durch die Käufer wird sehr ungern gesehen bzw. nicht akzeptiert. In bestimmten Fällen kann der Kreditnehmer allerdings den Bericht auch selbst verwenden, z.B. für interne Reportingzwecke. Eine weitere Auftraggebergruppe sind Investmentvehikel, die langsam unter Verkaufsdruck kommen, da der verfügbare Cashflow aus den Immobilien nicht mehr zur Bedienung des Fremdkapitals ausreicht. Damit einhergehend sind häufig die Marktwerte gegenüber dem letzten Bewertungsstichtag zurückgegangen, der LTV ist gestiegen und die Eigenkapitalanforderungen der Banken damit auch. Um Kapital nachzuschließen, müssen Objekte verkauft werden, für die wiederum eine Bewertung benötigt wird.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Welche Investorengruppen betrifft das?

**BUHLEMANN:** Davon sind alle Investoren betroffen, die in den letzten Jahren teuer eingekauft und hoch geleveraged haben. Die Equity-Buyer sind davon natürlich nicht betroffen. Wir haben aber auch häufig den Fall, dass keine Transaktion ansteht, die Bank aber den Wert überprüfen möchte. Es gibt verschiedene Gründe, die eine Bank veranlassen, eine neue Bewertung zu verlangen. So können z.B. Businesspläne nicht erfüllt worden sein, oder die wirtschaftliche Situation der Kreditnehmer hat sich kurzfristig verändert.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Lassen Sie uns doch nochmal auf die M&A-Transaktionen zu sprechen kommen. Welche Trends sind bei den notierten Gesellschaften zu erkennen?

**BUHLEMANN:** Im Moment greifen mutige Investoren mit kleinen Anteilen zu, die auch langfristige Interessen haben.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Viele börsennotierte Immobiliengesellschaften und REITs notieren deutlich unter NAV. Hierfür gibt es verschiedene Erklärungsversuche, wahrscheinlich halten Investoren die ausgewiesenen Werte jedoch nicht für nachhaltig...

**BUHLEMANN:** Wenn man sich die gelisteten Unternehmen ansieht, die quartalsweise reporten, dann gibt es hierfür eine Evidenz. Die Marktwerte der Immobilien dieser Unternehmen sind in den vergangenen 12 Monaten fast überall kontinuierlich gesunken. Wenn sich bei rückläufigen Objektwerten gleichzeitig auf der Finanzierungsseite nichts zum positiven geändert hat, dann sind die NAVs natürlich nach unten gegangen. Einige Unternehmen schaffen es aber auch, den Cashflow zu steigern, weil Leerstände abgebaut werden und weil bei Nachvermietungen höhere Mieten durchgesetzt werden können. Wenn das Net Operating Income steigt, kann dies auch einen Anstieg der Kapitalisierungszinssätze kompensieren, so dass man bei einigen Objekten oder auch bei gesamten Portfolios eine Wertstabilität sieht. Man muss sehr genau hinschauen, um beurteilen zu können, ob Immobilien überbewertet oder fair bewertet wurden. Zudem sollte zwischen Immobilienbewertung, NAV und Kapitalmarktbewertung genau unterschieden werden. Das sind verschiedene Paar Schuhe.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Viele notierte Unternehmen haben einen sehr hohen Abschlag, die Frage ist aus meiner Sicht, ob in diesem Zyklus die NAVs nicht unter die jetzigen Aktienkurse fallen. Oder

erwartet man, dass die NAVs so weit fallen, dass auch die jetzigen Aktienkurse noch zu hoch sind?

**BUHLEMANN:** Nein, das glaube ich nicht.

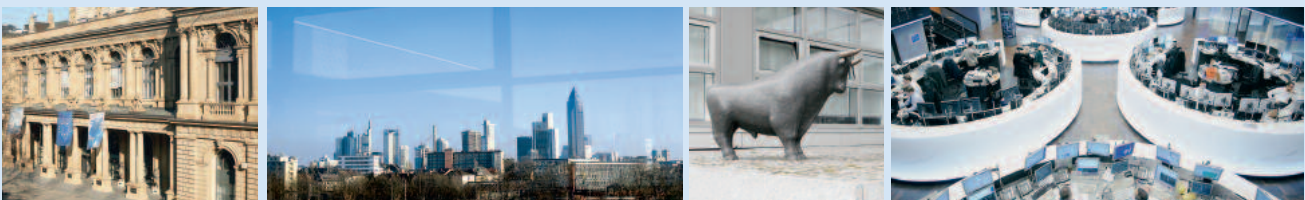
**REAL ESTATE MAGAZIN:** Bei Immobilienaktien oder REITs, die etwa einen LTV von 50% haben und 50% unter NAV notieren, wäre ein weiterer Rückgang der Immobilienwerte von 25% gefährlich für die Investoren.

**BUHLEMANN:** Auf Sicht von zwei Jahren würde ich dies als absolutes Worst Case-Szenario sehen. In den letzten 12 Monaten haben wir in Deutschland Wertrückgänge im Durchschnitt von ca. 5 bis 10% gesehen. In den Prime-Lagen der großen Städte (Frankfurt, München, Hamburg, Düsseldorf, Berlin) waren die Werte relativ stabil. Die Nettoanfangsrenditen für Top-Objekte mit sicherem Cashflow sind hier nur geringfügig angestiegen. Am Rand der CBD-Lagen waren die Preisabschläge schon höher, in B- und C-Lagen wird es dann schon schwieriger, der Wertverfall war hier deutlich größer. Dies gilt auch für Objekte mit Leerstand oder einer suboptimalen Positionierung im Wettbewerbsumfeld. Ich halte die Abschläge auf den NAV bei vielen notierten Gesellschaften für deutlich übertrieben. Am Kapitalmarkt ist natürlich immer eine Menge Psychologie mit dabei. Vermutlich werden die deutschen Gesellschaften aufgrund der negativen Meldungen von anderen Märkten mit in Sippenhaft genommen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Vielen Dank für das Gespräch.

*Das Interview führte Christian Schiffmacher.*

[www.deutsche-boerse.com/reits](http://www.deutsche-boerse.com/reits)



**Veranstaltungen**

**EXPO REAL**  
Messe München  
6.-8. Oktober 2008  
[www.exporeal.net](http://www.exporeal.net)

**8. Initiative Immobilien Aktie**  
20. und 21. Oktober 2008  
The Westin Grand Hotel, Frankfurt  
[www.initiative-immobilien-aktie.de](http://www.initiative-immobilien-aktie.de)

**REITs Forum**  
**Deutsches Eigenkapitalforum Herbst 2008**  
10.-12. November 2008  
Congress Center, Frankfurt  
[www.eigenkapitalforum.com](http://www.eigenkapitalforum.com)

**Swiss Equity real estate day**  
26. November 2008  
Park Hyatt, Zürich  
[www.swissequityrealestateday.ch](http://www.swissequityrealestateday.ch)

**Teilnehmer am Deutsche Börse REITs-Segment**

Herkunft	Anzahl
<b>Deutschland</b>	<b>2</b>
■ alstria office REIT-AG	
■ Fair Value REIT-AG	
<b>USA</b>	<b>115</b>
<b>Kanada</b>	<b>4</b>
<b>Asien</b>	<b>15</b>
<b>Europa*</b>	<b>25</b>
<b>Insgesamt</b>	<b>161</b>

\* außer Deutschland  
Stand: 29. August 2008  
Quelle: Deutsche Börse

**RX REIT Index**



Stand: 25.09.2008