

INDHOLDSFORTEGNELSE

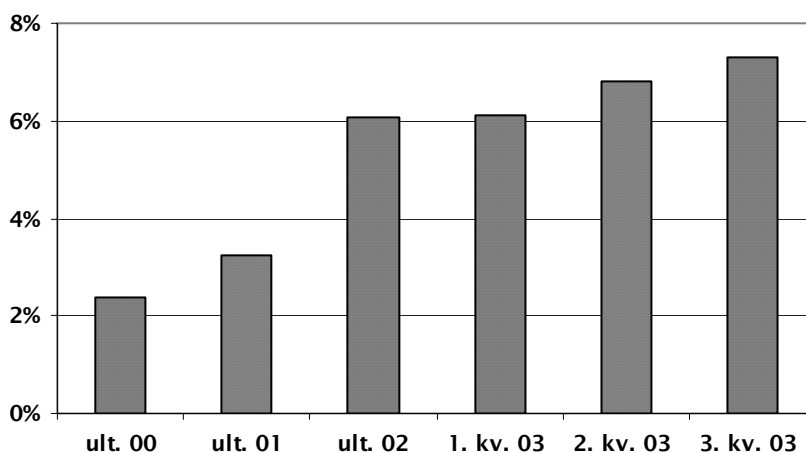
	Side
KONTORLEJEMARKEDET I STORKØBENHAVN	1
Tomgangen for kontorer stiger stadig, men vil stabilisere sig	1
Opbremssning i nybyggeriet stabiliserer kontormarkedet	1
Lejepriserne for kontorer i City er faldet med over 10% siden 2001	2
Lejepriserne er faldet mest i Ballerup og Sydhavnen	3
Kun få kontorejendomme konverteres til andet formål	3
BUTIKSLEJEMARKEDET I KØBENHAVN	4
Stabile butikslajepriser på Strøget	4
Ny erhvervslejelov har givet stigende lejepriser, men faldende nøglepenge	4
Butikslajepriser kan gøres mere gennemskuelige ved indførelse af et "Zoning-system" efter engelsk forbillede	5
INVESTERINGSEJENDOMSMARKEDET	6
Høj institutionel og udenlandsk efterspørgsel, men lavt udbud af egnede ejendomme	6
Nye boligudlejningsejendomme kan være attraktive investeringer	6
Institutionelle investorer sælger ud af ældre boligudlejningsejendomme	7
Investeringsejendomsmarkedet domineres aktuelt af privatinvestorer og ejendomsselskaber	7
De internationale investorer er blevet vigtige spillere på investeringsejendomsmarkedet	8
Flere investorer efterspørger ejendomsporteføljer frem for enkeltejendomme	8
Ejendomsporteføljer af sekundær kvalitet giver meget høje afkast ved gearing	9
Hvornår kommer de indirekte investeringer til Danmark	10
Private pensionsopsparinger kan ikke investeres i ejendomme uden dobbeltbeskatning	11
DE UDENLANDSKE EJENDOMSMARKEDER	11
Stigende kontorledighed og faldende markedsleje i tyske kontormarkeder	11
Den tyske banksektor er tilbageholdende med at finansiere ejendomme	13
Salgspress for ejendomme af sekundær kvalitet i mindre og mellemstore byer	13
Krisen kan betyde, at der opstår interessante investeringsmuligheder inden for de kommende 1-2 år	13

KONTORLEJEMARKEDET I STORKØBENHAVN

Tomgangen for kontorer stiger stadig, men vil stabilisere sig

Lejeefterspørgslen efter kontorer i hovedstadsområdet har i første halvår af 2003 været svag, og aktiviteten på udlejningsmarkedet særdeles lav. Det har medført en yderligere stigning i antallet af ledige kontorer, der nu udgør over 7% af den samlede kontorbestand.

Ledighedsprocent for kontorer i hovedstadsområdet



Kilde: Ejendomsforeningen Danmark

Det er imidlertid glædeligt, at der efter sommeren har kunnet registreres en stigende nyudlejningsaktivitet, og det er Sadolin & Albæks forventning, at tomgangen ikke i nævneværdig grad vil stige yderligere.

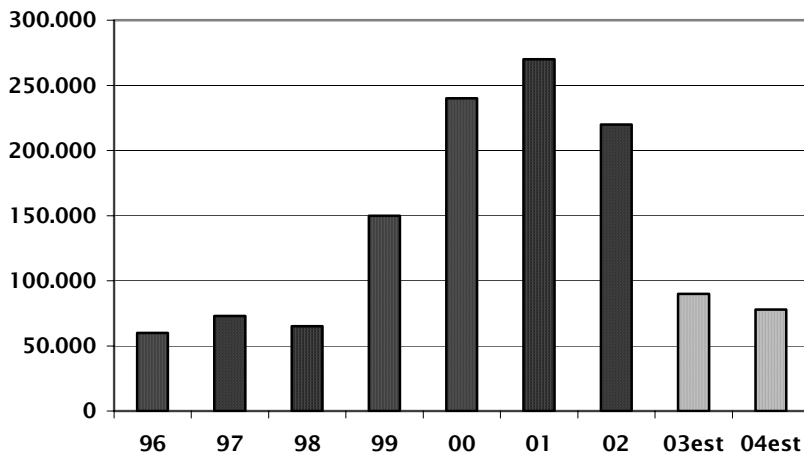
Opbremssning i nybyggeriet stabiliserer kontormarkedet

Selv om konjunkturudviklingen fortsat vurderes som svag, er der en vis forventning om et kommende opsving. Hertil kommer, at der i 2003-2004 er grund til at forvente en meget brat opbremsning i nybyggeriet af kontorer, hvilket i betydelig grad vil stabilisere erhvervsejendomsmarkedet.

Langsigtet vurderes der i hovedstadsområdet at være grundlag for et årligt nybyggeri på omkring 150.000 m². I perioden 2000 til 2002 lå det årlige nybyggeri af kontorer imidlertid på omkring 250.000 m², og det kan derfor ikke undre, at en vis overkapacitet er opstået.

Som nedenstående figur viser, estimerer Sadolin & Albæk, at nybyggeriet af kontorer i hovedstadsområdet i 2003 og 2004 vil andrage mellem 75.000 og 90.000 m² pr. år.

Nybyggeri af kontorer i hovedstadsområdet i m² pr. år



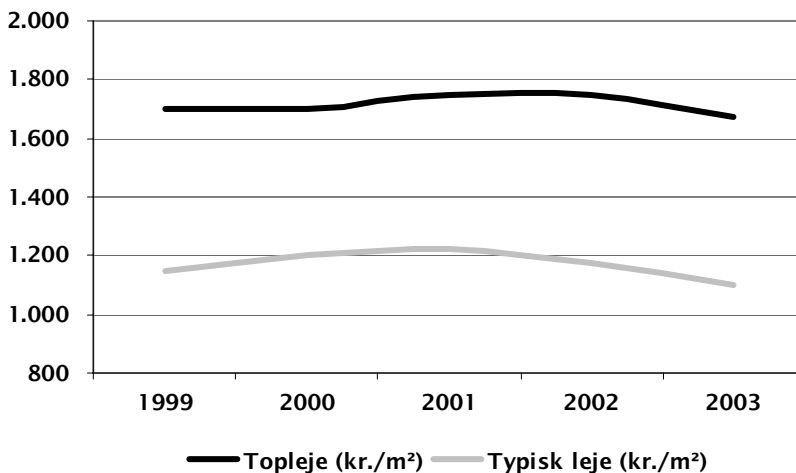
Kilde: Sadolin & Albæk

Opbremningen i nybyggeriet vil naturligt nok, selv under forudsætning af en svag konjunkturudvikling, betyde, at tomgangen og lejepriserne for kontorer vil stabilisere sig.

Lejepriserne for kontorer i City er faldet med over 10% siden 2001

Den øgede tomgang har naturligt nok medført faldende lejepriser.

Lejepriser for kontorer i City og havneområderne (kr./m² pr. år)



Kilde: Sadolin & Albæk

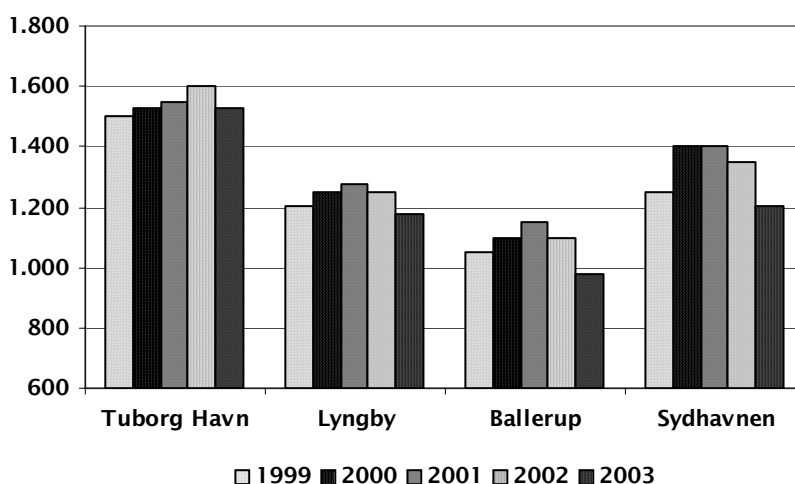
Ovenstående figur viser, at den typiske leje for kontorer af almindelig god standard allerede faldt fra 2001 til 2002, og faldet er fortsat i indeværende år.

For førsteklases moderne kontorer i havneområderne i den nordlige del af City lå markedet relativt stabilt frem til 2002, men et øget udbud af ledige lokaler til leje eller fremleje har også her betydet faldende lejepriser.

Lejepriserne er faldet mest i Ballerup og Sydhavnen

I områderne uden for City er toplejepriserne faldet med op til 15% inden for det seneste år. De mest dramatiske fald har kunnet registreres i Ballerup og Sydhavnen, som begge er domineret af virksomheder inden for IT og telekommunikation.

Udviklingen i toplejepriser (i kr./m² pr. år) for kontorer i udvalgte områder



Kilde: Sadolin & Albæk

Efter Sadolin & Albæks opfattelse er der ikke grund til at forvente et yderligere fald i lejepriserne for kontorer i det storkøbenhavnske område. Til gengæld er det vor erfaring, at lejerne i det nuværende marked stiller stigende krav til indretning mv., hvilket betyder, at udlejer i forbindelse med genudlejning af ledige kontorer ofte kan imødesee et krav om at foretage ganske betydelige investeringer i indretning til en ny lejer.

Kun få kontorejendomme konverteres til andet formål

Der har fra politisk side været udtrykt mange ønsker om, at ledige kontorer i de centrale bydele konverteres til boligformål, hvor efterspørgslen er særdeles høj.

Imidlertid er der rent faktisk kun foretaget ganske få konverteringer af ældre kontorejendomme til boligformål. Årsagen hertil er, at omkostningerne i forbindelse med ombygning af ældre kontorer til boliger ofte er meget betydelige.

Krav om adgang via elevator, brand- og flugtvejskrav mv. gør ofte sådanne ombygninger overordentligt komplicerede, især hvis eksisterende ejendomme skal ombygges til lejlighedsstørrelser på

op til omkring 120-150 m², hvor efterspørgslen er størst, og hvor der kan forventes en leje pr. m² bolig, som er på niveau med markedslejen for kontorer.

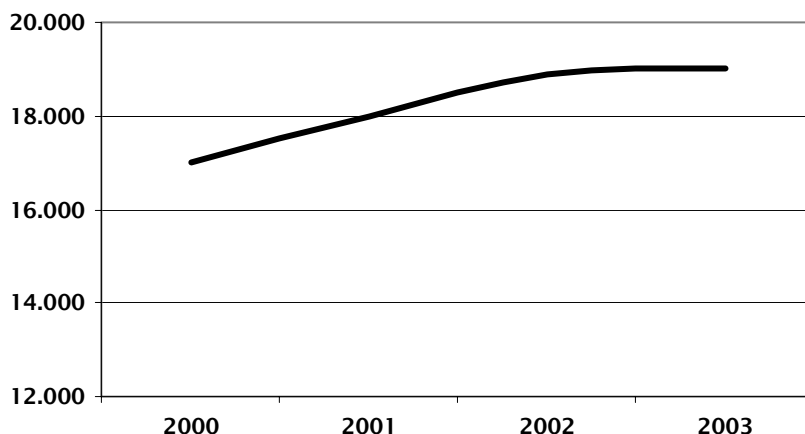
BUTIKSLEJEMARKEDET I KØBENHAVN

Stabile butiksl lejepriser på Strøget

Markedet for butiksljemål i det centrale København udvikler sig fortsat stabilt med en god efterspørgsel fra både danske og internationale butikskæder. Den relativt svage konjunkturudvikling og det forøgede udbud af butiksområder i forbindelse med etableringen af Field's i Ørestad samt udvidelser af flere betydende butikcentre i regionen har således ikke for alvor sat lejemarkedet for strøgbutikker under pres.

Toplejen for de primære arealer i de bedste butikker på Strøget ligger stabilt på omkring kr. 19.000 pr. m², og Sadolin & Albæk forventer, at lejen vil stabilisere sig på dette niveau i de kommende 1-2 år, mens det på længere sigt ikke kan udelukkes, at niveauet vil falde lidt.

Toplejeniveau (kr./m² pr. år) for butikker på Strøget



Kilde: Sadolin & Albæk

Ny erhvervslejelov har givet stigende lejepriser, men faldende nøglepenge

Den nye erhvervslejelov indførte fri bevisbedømmelse i lejesager fra 2003. Hvor markedslejen tidligere skulle dokumenteres ved fremlæggelse af sammenligningslejemål, er der nu åbnet op for muligheden for at dokumentere markedslejen på anden måde, herunder f.eks. ved syn og skøn.

Mens de ændrede regler naturligvis ikke har påvirket den opnåelige markedsleje ved nyudlejning, har de utvivlsomt betydet et stigende gennemsnitligt lejeniveau for butiksljemål på Strøget,

hvor stigninger i lejen på eksisterende kontrakter tidligere blev begrænset af, at de sammenligningslejemål, som kunne identificeres, ofte var udlejet til priser under lejeniveauet ved nyudlejning.

Til gengæld er der næppe tvivl om, at nøglepenge ved afståelse af strøgbutikker er faldet, idet nøglepengene nu primært bør afspejle den egentlige beliggenhedsgoodwill og kun marginalt det faktum, at lejen for en butik er under markedslejen ved nyudlejning.

Butikslejepriser kan gøres mere gennemskuelige ved indførelse af et "Zoning-system" efter engelsk forbillede

Butikslejepriserne på Strøget er vanskelige at analysere, og markedet er lidet gennemskueligt.

Der kan naturligvis være meget stor forskel på attraktiviteten af to forskellige beliggenheder på Strøget, idet kundefrekvensen er meget differentieret på de forskellige dele af Strøget.

Hertil kommer, at forhold som butiksudformning, størrelse, facade, adgangsforhold mv. er væsentlige faktorer.

Det er selvk klart, at de butiksarealer, der ligger nærmest facaden, er mere attraktive end de bagest beliggende arealer i en dyb butik med en smal facade.

I England har man udviklet et ganske velfungerende system for fastsættelse af lejepriser på butikslejemål på strøggader, det såkaldte "Zoning-system". Lejen for butikslejemål angives som den såkaldte "Zone A"-leje, der angiver lejen for de m², som ligger maksimalt (normalt) 30 feet fra facaden. Arealer, der ligger mere end 30 feet fra facaden, men mindre end 60 feet fra facaden, er "Zone B", hvor lejen er 50% af "Zone A"-lejen, mens arealer mere end 60 feet fra facaden er "Zone C" med en leje svarende til 25% af "Zone A"-lejen.

En butik på 100 m² med en "Zone A"-leje på 2.000 GBP/m² pr. år har således ikke nødvendigvis en samlet leje på 200.000 GBP pr. år. Den reelle totale leje afhænger af, hvilken andel af arealet, der ligger i de forskellige zoner.

Differentieringen af lejeniveauerne er selvsagt et udtryk for, at arealerne nærmest facaden altid er i stand til at generere en højere omsætning pr. m² end arealer længere bagud.

Det ville efter Sadolin & Albæks opfattelse være muligt at gøre lejepriserne på Strøggaderne mere gennemskuelige og sammenlignelige ved indførelse af et lejefastsættelsessystem efter engelsk forbillede, der reelt muliggør sammenligning af lejepriser på butikker med samme beliggenhed, men med en væsensforskellig udformning. Det kan i denne forbindelse nævnes, at boligretten ved sager om regulering til markedsleje i årevis i et vist omfang har anvendt tilsvarende principper.

INVESTERINGSEJENDOMSMARKEDET

Høj institutionel og udenlandsk efterspørgsel, men lavt udbud af egnede ejendomme

Danske institutionelle investorer og en række tyske fonde efterspørger i vidt omfang samme typer investeringsejendomme: Moderne og velbeliggende kontorejendomme, herunder ikke mindst nybyggerier, fuldt udlejet til en førsteklasses lejer på en lejekontrakt med 10 års uopsigelighed.

Det kraftige fald i nybyggeriet betyder imidlertid, at der ikke udbydes mange nye domicilejendomme eller forhåndsudlejede ejendomsprojekter til investeringsmarkedet.

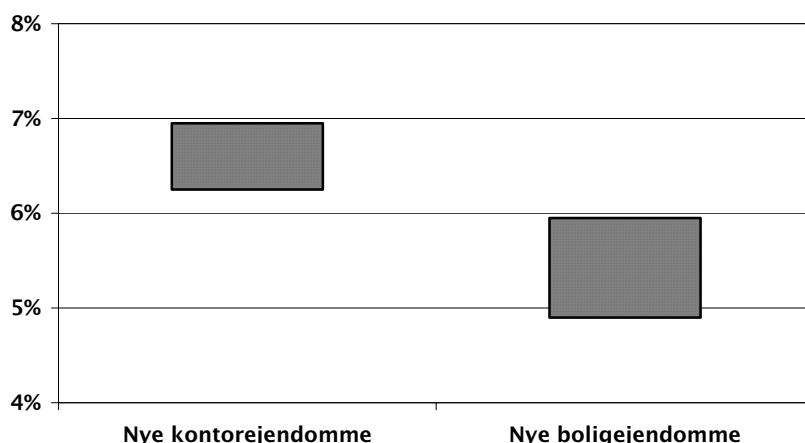
Det lave udbud af nye domicilejendomme betyder, at pensionskasser og livsforsikringsselskaber i stigende grad er tvunget til at rette deres investeringsinteresse mod andre typer ejendomme.

Nye boligudlejnings-ejendomme kan være attraktive investeringer

I de senere år har de institutionelle investorer kun i meget begrænset omfang investeret i boligudlejningsejendomme.

Det lave udbud af investeringsejendomme i form af nye kontorejendomme med lange lejekontrakter kombineret med det lave renteniveau vil imidlertid igen rette den institutionelle efterspørgsel mod nye boligejendomme, hvor startafkastet vel typisk er 100bp lavere end for kontorejendomme, men trods alt noget højere end den sikre rente, defineret som den effektive rente på 10-årige statsobligationer. Hertil kommer, at tomgangsrisikoen i boligejendomme i Storkøbenhavn på både kort og lang sigt reelt er ikke-eksisterende.

Nettostartafkast på nye kontor- og boligejendomme



Kilde: Sadolin & Albæk

Det er i denne forbindelse Sadolin & Albæks vurdering, at investorefterspørgslen i København især vil rette sig mod boliger i mellempriissegmentet, idet der i de senere år er opført så mange boligejendomme i topsegmentet, at efterspørgslen her må anses for at være mættet.

Institutionelle investorer sælger ud af ældre boligudlejnings-ejendomme

Ældre boligudlejningsejendomme, omfattet af reglerne om den omkostningsbestemte husleje, prifsættes ikke efter en sædvanlig nettostartafkastmodel, men snarere ud fra forventninger til, at afkastet på sigt vil kunne forbedres ved gennemgribende moderniseringer af ledige lejligheder.

Sådanne ejendomme omsættes derfor til priser, der pr. m² ofte er under det halve af prisen på nybyggeri, men hvor det løbende afkast er meget lavt, i København oftest mellem 1,25 og 3,75% af den investerede kapital.

Da flere betydende institutionelle investorer i øjeblikket fokuserer på det løbende afkast frem for værdistigningspotentialer, har betydelige frasalgs af ældre boligudlejningsejendomme kunnet registreres.

Ældre boligudlejningsejendomme efterspørges fortsat af enkelte pensionskasser, men i øvrigt primært af privatinvestorer, som har mindre fokus på det løbende afkast af investeringen.

I praksis er det imidlertid erfaringen, at mere end 90% af de ældre boligudlejningsejendomme, der omsættes i Storkøbenhavn, i dag overtages af lejerne som andelsboliger i medfør af den lovbestemte tilbudspligt.

Sandsynligheden for, at lejerne overtager en boligudlejningsejendom som andelsboligforening, er efterhånden så stor, at flere og flere investorer viger tilbage fra at byde på sådanne ejendomme, hvor de omkostninger, der er forbundet med en forsvarlig investeringsanalyse og due diligence, i langt de fleste tilfælde vil være afholdt forgæves. Efter Sadolin & Albæks opfattelse kan der derfor være god grund til i lejelovgivningen at indføre et krav om, at en andelsboligforening, som erhverver en ejendom i medfør af tilbudspligten, er forpligtet til at godtgøre den forsmåede købers rimelige omkostninger i forbindelse med de forgæves gennemførte undersøgelser.

Ejendomsinvesteringsmarkedet domineres aktuelt af privatinvestorer og ejendoms-

Markedet for investeringsejendomme, herunder ikke mindst ældre erhvervsejendomme, er i dagens marked i høj grad drevet af private investorer og ejendomsselskaber, der ikke har samme berøringsangst for en potentiel tomgangsrisiko som de fleste institutionelle investorer.

For butiksejendomme vægtes det skattemæssige

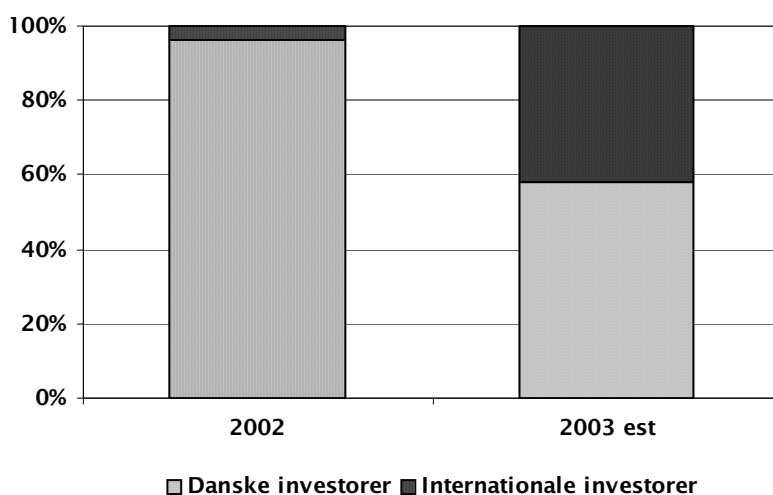
selskaber

afskrivningselement fortsat meget højt, men privatinvestorer efterspørger i stigende grad også kontorejendomme og blandede ejendomme, hvor der ikke eller kun i begrænset omfang kan foretages skattemæssige afskrivninger.

De internationale investorer er blevet vigtige spillere på investeringsejendomsmarkedet

Investeringsmarkedet i hovedstadsområdet har i de senere år tiltrukket sig betydelig interesse fra udenlandske investorer, men først i indeværende år er internationale ejendomsinvestorer for alvor blevet vigtige markedsdeltagere.

Ejendomsinvesteringernes fordeling på danske og internationale investorer



Kilde: Sadolin & Albæk

Som det fremgår af ovenstående figur, var de udenlandske investorers aktivitet på det storkøbenhavnske ejendomsmarked i 2002 forsvindende lille.

For 2003 vurderer Sadolin & Albæk imidlertid, at internationale investorer vil stå for mere end 40% af det volumen, som omsættes på investeringsejendomsmarkedet, og specielt ved meget store transaktioner over kr. 300-500 mio. registreres en betydelig international investorinteresse.

Flere investorer efterspørger ejendomsporteføljer frem for enkeltejendomme

I de seneste 10 år har omsætningen af investeringsejendomme i Danmark langt overvejende fundet sted som enkelttransaktioner frem for porteføljesalg.

Årsagen hertil har været, at købere af ejendomsporteføljer typisk har kalkuleret en vis porteføljerabat, begrundet i, at der for en køber normalt vil være ejendomme i en portefølje, som den pågældende investor finder mindre attraktive.

Dette forhold har tilskyndet ejere til at afdisponere ejendomsporteføljer ved salg af de enkelte ejendomme til individuelle købere. Herved har kunnet opnås bedre priser, som fuldt ud har kunnet kompensere for det forhold, at afvikling af en større ejendomsportefølje ved individuelle salg tager længere tid og typisk er mere omkostningskrævende.

Flere forhold taler imidlertid for, at der i de kommende år vil ses flere og flere porteføljetransaktioner.

Erhvervelse af en større ejendomsportefølje vil i mange tilfælde medføre en hensigtsmæssig risikospredning, som ofte vil betyde, at især udenlandske finansieringsinstitutter vil acceptere en mere aggressiv belåning end ved enkeltejendomme.

Hertil kommer, at udenlandske investorer, som er interesserede i det danske marked, altid vil søge at sikre sig en kritisk masse, som kan retfærdiggøre de etablerings- og administrationsomkostninger, der er forbundet med at investere i et nyt marked.

Som det har kunnet konstateres i det svenske ejendomsmarked, vil større ejendomsporteføljer derfor tiltrække sig interesse fra betydende udenlandske investorer, som ofte vil vige tilbage for individuelle investeringer.

Det er derfor Sadolin & Albæks opfattelse, at der nu – i modsætning til tidligere – vil kunne opnås samme eller endog bedre priser ved at sælge større ejendomsporteføljer samlet frem for ved individuelle salg.

Ejendomsporteføljer af sekundær kvalitet giver meget høje afkast ved gearing

Ejendomsporteføljer af mere sekundær kvalitet, f.eks. porteføljer af ældre kontor-, industri- og lagerejendomme med mere sekundære beliggenheder, prisfastsættes i dagens marked typisk til nettostartafkast på mellem 9 og 10%.

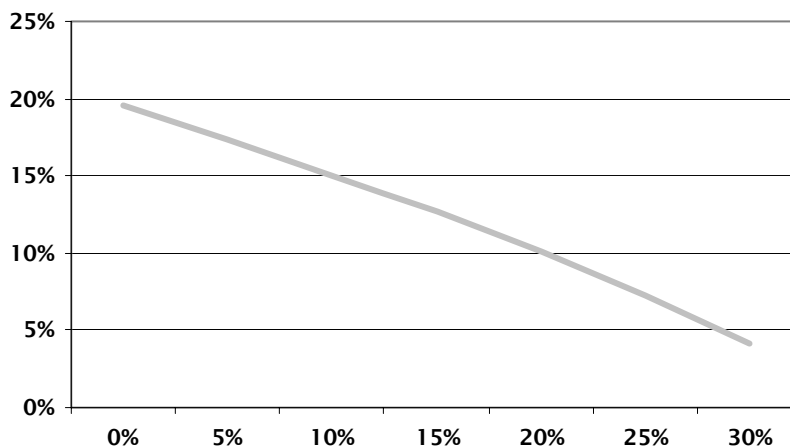
Med det nuværende renteniveau betyder disse startafkast, at der ved delvis lånefinansiering af sådanne investeringer kan opnås en meget høj forrentning af den investerede kapital. Dette gælder også, selv om der budgetteres med en ikke ubetydelig tomgang i porteføljen.

Sadolin & Albæk har på baggrund af en modelportefølje af sådanne ejendomme, købt til et nettostartafkast på 9,0%, indekseret med 2,0% p.a. og lånefinansieret med 60% af værdien til en fast rente på 5,5%, analyseret den interne rente af en sådan investering over en 10-årig periode.

Vi har i denne forbindelse forudsat, at porteføljens værdi efter 10 år modsvarer et nettoafkast på 10% af den faktiske nettodrift, dvs.

uden hensyntagen til værdien af ledige lokaler.

Intern rente af modelportefølje af sekundære ejendomme som funktion af tomgangen



Kilde: Sadolin & Albæk

Er porteføljen fuldt udlejet i analyseperioden, vil den interne rente af investeringen være knap 20% p.a.

Antages det, at tomgangen i hele analyseperioden er 10%, er den interne rente godt 15% p.a., og selv ved en tomgang på 20% vil porteføljen forrente den investerede kapital med 10,1% p.a.

Som det fremgår, bekræfter analysen, at der kan være god grund til at interessere sig for porteføljer af ejendomme af mere sekundær kvalitet og beliggenhed, hvor det relativt høje startafkast kan kompensere for en ganske betydelig tomgang.

Hvornår kommer de indirekte investeringer til Danmark

Ændringen af pensionsafkastbeskatningen for få år siden medførte en dobbeltbeskatning af institutionelle investorers indirekte investeringer i ejendomsmarkedet i form af børsnoterede eller unoterede ejendomsselskaber, medmindre selskabets ejerkreds er begrænset til danske institutionelle investorer.

I takt med, at der på alle betydende internationale ejendomsinvesteringsmarkeder inden for de seneste år er etableret skattemæssigt transparente ejendomsfonde, som muliggør indirekte investeringer i ejendomsmarkedet, har mange spurgt sig selv, hvornår sådanne investeringsmuligheder – der burde kunne tiltrække sig kapital fra både private (herunder private pensionsmidler), institutionelle og udenlandske investorer – ville fremkomme på det danske marked.

De første forsøg på at etablere sådanne indirekte og skattemæssigt transparente investeringsfonde (f.eks. i form af kommanditselskaber, interessentskaber eller partnerselskaber) har fundet sted. Det må imidlertid erkendes, at det danske marked for sådanne investeringer, i modsætning til stort set samtlige europæiske markeder, endnu ikke er et veletableret marked.

En forudsætning for, at der med succes kan etableres nye skattemæssigt transparente investeringsvirksomheder, vil være, at den pågældende virksomhed er i stand til inden for en kort tidshorizont at erhverve en relativ stor ejendomsportefølje. I modsat fald vil initialomkostningerne være prohibitive, investorerne vil ikke opnå en hensigtsmæssig risikospredning, og investeringsandelene vil være illikvide.

Også dette forhold taler for, at større ejendomsporteføljer på sigt vil blive omsat til priser, der ofte vil indebære en mindre præmie i forhold til de samlede værdier af de enkelte ejendomme.

Private pensionsopsparinger kan ikke investeres i ejendomme uden dobbeltbeskatning

For danske privatinvestorer findes der endnu ikke et likvidt instrument til at investere rate- og kapitalpensionsmidler i ejendomsmarkedet på vilkår, som skattemæssigt ligestiller afkastet fra ejendomsinvesteringer med afkastet fra obligationer og aktier.

I betragtning af, at det ud fra en samlet bedømmelse af risici og afkast på forskellige investeringsaktiver normalt anses for optimalt at allokere 10-15% af en langsigtet investeringsportefølje i fast ejendom, forekommer det mindre forståeligt, at der endnu ikke er etableret sådanne skattemæssigt transparente investeringsmuligheder i fast ejendom i Danmark, som private pensionsmidler kan investeres i.

DE UDENLANDSKE EJENDOMSMARKEDER

Der har på det seneste kunnet registreres en pænt stigende interesse blandt danske privatinvestorer, herunder 10-mands kommanditselskaber, for det tyske ejendomsmarked.

Som følge heraf har vi i dette NewsLetters omtale af udviklingen på de udenlandske ejendomsmarkeder valgt at koncentrere os om dette marked.

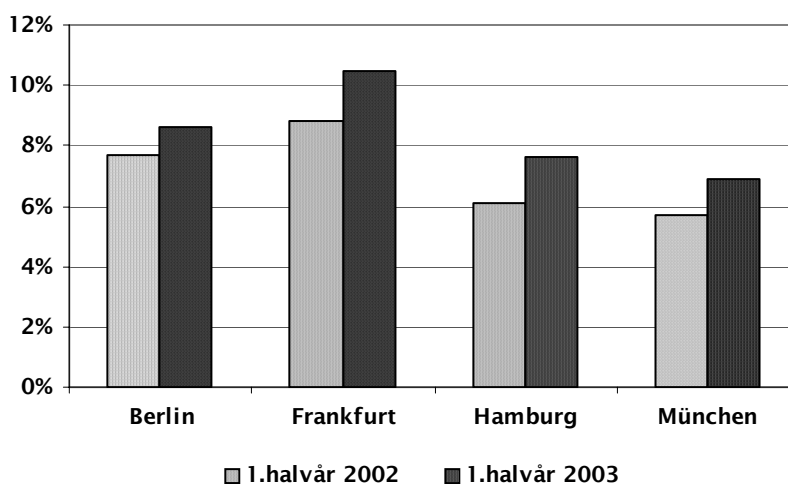
Stigende kontorledighed og faldende markedsleje i tyske kontormarkeder

Konjunkturudviklingen i Tyskland kan på ingen måde betegnes som positiv. Økonomien har i 2003 været på grænsen af en egentlig recession, og selv om der er visse signaler, der tyder på fremgang, betyder faldet i den amerikanske dollar overfor EURO'en, at den tyske eksport ikke vil kunne generere en nævneværdig vækst. Hertil kommer, at udviklingen i det tyske

privatforbrug er svag og præget af en generel pessimisme.

I lighed med alle andre væsentlige ejendomsmarkeder har tomgangen inden for kontorer derfor været stigende.

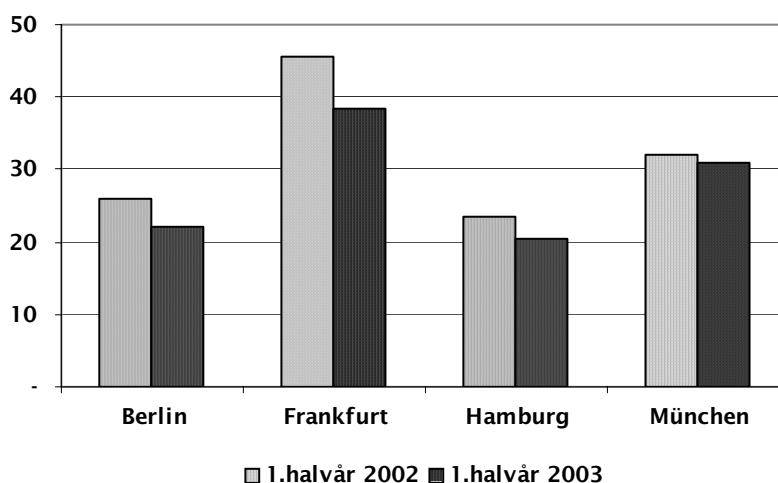
Udvikling i tomgang på tyske kontormarkeder



Kilde: ONCOR International

Som det fremgår af ovennævnte figur, er kontorledigheden i alle væsentlige tyske storbyer steget inden for det seneste år og udgør nu mellem 7% og 11%.

Topleje for kontorer i EURO pr. m² pr. måned



Kilde: ONCOR International

Det kan ikke undre, at den stigende tomgang har medført faldende lejepriser.

For moderne kontorer på de bedste adresser har udviklingen været mest dramatisk i Berlin og Frankfurt, hvor lejen er faldet med omkring 15% inden for de seneste år, mens München viser sig som det mest stabile marked med et fald i toplejen på kun 3%.

Den tyske banksektor er tilbageholdende med at finansiere ejendomme

De tyske banker har traditionelt været parat til en ganske aggressiv finansiering af både byggeprojekter og eksisterende ejendomme, og belåninger for tyske privatinvestorer og ejendomsselskaber på op til mellem 90 og 100% af investeringen har ikke været en usædvanlig foreteelse.

Den stigende tomgang og de faldende værdier inden for stort set alle sektorer på ejendomsmarkedet betyder derfor, at den tyske banksektor ligger inde med ganske store porteføljer af ejendomslån, hvor både det sikkerhedsmæssige grundlag og kundens betalingsevne er problematisk. Som følge heraf er bankerne i øjeblikket meget tilbageholdende med at finansiere ejendomme.

Salgspresses for ejendomme af sekundær kvalitet i mindre og mellemstore byer

Den restriktive holdning i den tyske banksektor har kun marginal betydning for investeringsmarkederne for moderne erhvervsjendomme i de største tyske byer. Disse markeder domineres helt overvejende af de åbne Immobilien-Fonde, der har et konstant stort placeringsbehov.

For mere sekundære markeder, specielt i de mindre og mellemstore tyske byer, kan udviklingen vise sig at blive meget mere dramatisk. Disse markeder domineres af privatinvestorer og ejendomsselskaber, og bankernes situation vil derfor slå langt kraftigere igennem her.

Det kan ikke udelukkes, at der som følge heraf vil opstå et ganske stort salgspres på sådanne markeder, dels fra investorer, som af bankerne bliver tvunget til at nedbringe deres ejendomsporteføljer, dels fra banker, som har overtaget ejendomme i forbindelse med nødlidende engagementer.

Krisen kan betyde, at der opstår interessante investeringsmuligheder inden for de kommende 1-2 år

I øjeblikket er omsætningen af investeringsejendomme i de mere sekundære tyske markeder ganske svag. De potentielle sælgere har fortsat ofte urealistiske prisforventninger, og de potentielle købere bliver i de tyske banker mødt med langt højere krav til egenkapitalandelen, end de har været vant til.

Det er endnu ikke muligt at vurdere, om de tyske banker, som har flest problematiske ejendomslån, vælger at søge en langsom nedbringelse af deres eksponering eller en mere drastisk model, f.eks. med frasalg af porteføljer af dårlige ejendomslån.

De amerikanske "vulturefunds", som investerer i problematiske ejendoms- og ejendomslåneporteføljer, er i øjeblikket i

venteposition, parat til at overtage sådanne porteføljer.

Vælger én eller flere af de største tyske banker inden for ejendomsfinansiering at frasælge dårlige ejendoms- og ejendomslåneporteføljer for at styrke balancen, vil det potentielt have en ganske dramatisk effekt på ejendomsmarkedet.

Købere af sådanne porteføljer vil på en langt mere aggressiv måde forvalte porteføljen med henblik på afvikling inden for en meget kort årrække. Det vil således øge skarpheden i markedets prisfastsættelse af ejendomme samt øge likviditeten og omsætningen i markedet.

Der kan således være god grund til at antage, at der inden for det kommende år eller to kan vise sig meget interessante investerings-muligheder på det tyske marked.

Modsat må det imidlertid erkendes, at der også er en vis risiko for, at markedet – nøjagtig som det japanske marked op gennem 1990'erne – kommer ind i en lang dvaletilstand, hvor omsætningen i markedet er svag, og hvor den finansielle sektor forsøger at holde markedet oppe ved at undlade at realisere tabene.

Sadolin & Albæk • ONCOR International