

■ **Marktbericht:**
**Aktives Management statt
"Buy and Hold"**
SEITE 2

■ **Expertengespräch:**
**Echte Globalfonds
noch Mangelware**
SEITE 5

■ **Performance:**
**Renditen im Verlauf
Deutschland im Verkauf
Fondslabels im Vergleich**
SEITE 8

SCOPEANALYSIS

- REPORT -



OFFENE IMMOBILIENFONDS

GLOBALFONDS VON ANLAGEZIELEN NOCH WEIT ENTFERNT

MARKTBERICHT

**Von Renditesprintern,
Mittelfeldläufern und
Nachzüglern**

INTERVIEW

**Sonja Knorr,
Analystin Offener
Immobilienfonds**

STRATEGIEN

**Richtige Europäer
und
echte Globalisten**

SCOPEANALYSIS

- REPORT -

Noch vor ein paar Jahren ließ sich die Strategie der Offenen Immobilienfonds, die der Privatanleger in Deutschland erwerben konnte, vereinfachend mit zwei Worten beschreiben: Deutsche Büroimmobilien. Bis auf wenige Ausnahmen wie den Europa-Pionier CS EUROREAL, der seine Europa-Strategie konsequent verfolgte, war man überwiegend in heimischen

Landen investiert. Die Fonds-Dickschiffe von Deka, Union Investment RE, DEGI und CGI warfen Anfang 2005 eine Jahresrendite von maximal 3 Prozent ab. SEB und CSAM legten noch einen guten Prozentpunkt drauf. Das "Betongold im Depot" war keine aufregende, sondern bodenständig-deutsche Sache, aber mit Durchschlafgarantie. So schien es jedenfalls.

JAHRESRENDITE KLETTERT AUF 4,7 PROZENT

MIT MARS UND HERKULES GEGEN DEN RENDITESCHWUND

Heute steckt die Branche mitten in einem dramatischen Wandlungsprozess, dem sich die Fondsgesellschaften unter dem Druck der Ereignisse mit unterschiedlichem Erfolg unterziehen: Die Spanne der Fondsperformance hat sich erheblich ausgeweitet und reicht aktuell von null bis elf Prozent - Ausdruck einer ausgeprägten Selektion von Management- und Produktqualitäten. Einige Fonds, allen voran grundbesitz-invest, SEB ImmoPortfolio Target Return Fund und UBS 3 Kontinente Immobilien, haben ihre Engagements in heimischen Landen um stattliche

10 Prozentpunkte und mehr - in der Spitze bis zu 27 Prozentpunkte - reduziert. Die durchschnittliche Jahresrendite der Fonds stieg von 3,1 Prozent zum Jahresende 2005 auf 4,7 Prozent (28.02.2007). Die Renditegewinner unter den Fonds legten um durchschnittlich zwei Prozentpunkte gegenüber Februar 2005 zu. Die vorderen beiden Plätze belegte die DB Real Estate mit Renditesteigerungen von bis zu acht Prozentpunkten. Fast alle neueren Fonds schneiden ordentlich bis gut ab; sie können ihre Portfolios von Altbeständen unbelastet aufbauen.

*12 Fonds wollen inzwischen
global investieren*

Verfolgte die Branche früher eine "Buy and Hold-Strategie", werden heute die Portfolios aktiver gemanagt und auch kurzfristige Gewinnchancen genutzt.

Eine Menge Veränderungen. Was war geschehen? Um die gesetzlich vorgeschriebene Investitionsquote einzuhalten, hatten die Fondsgesellschaften die starken Mittelzuflüsse nach dem Aktiencrash vielfach in erstbeste, häufig aber zweitklassige Immobilien investiert. Das funktioniert, solange der Markt boomt und auch suboptimale Qualität noch Mieter findet.

Leerstand durchbricht bei einzelnen Fondsportfolios die 20 Prozent-Marke

Als der deutsche Büroimmobilienmarkt 2004/2005 in einer tiefen Talsohle ankommt, wird es für einige Fonds sehr schnell eng. Immobilien- und Mietpreise sind gefallen, überalterte Immobilien mit Renovierungstau und B-Lagen mit schlechter Anbindung finden keine Anschlussmieter mehr. Die Leerstandsrate in den Fondsimmobilen nimmt dramatisch zu, durchbricht bei einzelnen Fonds die 20 Prozent-Marke auf Portfolioebene.

Sogar bei Immobilien erstklassiger Qualität und Lage kommen die Mieteinnahmen unter Druck. Die Fondsrenditen erreichen mit einem Durchschnitt von 3,1 Prozent ihren Tiefpunkt. Die Sorge vor starkem Abwertungsbedarf bei vielen Immobilien und vor den unvermeidlich darauf folgenden Anteilspreissrückgängen führt bei zahlreichen Privatanlegern zu einer Massenfucht, zu Fondsschließungen und schließlich zu einem viele Monate anhaltenden Vertrauensverlust. Der Be-

ton hat seine Tragfähigkeit verloren, das Gold erweist sich als Legierung mit hohem Kupfer- und Zinkanteil.

Durchschnittsrendite der Fonds erreicht mit 3,1 Prozent den Tiefpunkt

Die Gesellschaften stehen mit dem Rücken an der Wand. Sie brauchen Cash, um ihre Anleger auszahlungen, und sie müssen sich von Immobilien zweiter Wahl trennen, um die Fondsrenditen wieder nachhaltig steigern zu können. Die Branche hat Glück. Ausländische Großinvestoren werden mit Geld überschwemmt und sind auf der Suche nach geeigneten Investitionsobjekten. Der ihrer Ansicht nach unterbewertete deutsche Immobilienmarkt bietet sich an. Eine Reihe deutscher Fondsgesellschaften reagiert schnell und schnürt große Immobilienpakete, die mit guten Gewinnen verkauft werden.

Auf dem Kriegspfad gegen den Renditeschwund

250 deutsche Immobilien gehen im Verlauf des Herbsts 2006 bei diesen Deals über den Ladentisch. Ein Viertel aller Büroobjekte und fast die Hälfte der gesamten Bürofläche, die im vergangenen Jahr in Deutschland bei Portfolioverkäufen den Besitzer wechselt, stammt aus dem Fondsvermögen der Offenen Immobilienfonds. Die Deutsche Bank macht mit ihrer Immobilien-Tochter DB Real Estate wieder einmal Schlagzeilen, verkauft Immobilien mit knapp einer Mio. Quadratmeter Bürofläche und einem Gegenwert von zwei Mrd. Euro. Bei den Paketnamen stehen griechische Götter und römische Kaiser Pate. In diesen Herbsttagen 2006 befindet sich die Branche auf dem Kriegspfad gegen den Renditeschwund.

SCOPEANALYSIS

- REPORT -

Nur sieben Prozent des gesamten Fondsvermögens sind in Amerika und Asien investiert

Nicht alle gehen aus dieser Bewährungsprobe gestärkt hervor. Die Krise führt zu einem Selektionsprozess, der auch im Frühjahr 2007 noch längst nicht abgeschlossen ist. Die Fondsgesellschaften sind in vielerlei Hinsicht auseinander gedriftet. Sie fahren unterschiedliche Investitionsstrategien, sie unterscheiden sich in der Absicherung der Währungsrisiken und im Umfang ihrer Kreditfinanzierungen. Manche Fonds sind weiter stark bürolastig, andere diversifizieren vermehrt auch in Einzelhandelsimmobilien, Hotels und andere Nutzungsarten.

Spannbreite der Renditen und Risiken steigt

Auch beim Putz ihrer Portfolios und beim Verkauf großer Immobilienpakete an ausländische Großinvestoren sind sie bei weitem nicht gleich erfolgreich. Dies gilt auch für die Feinsteuerung der Mittelzuflüsse. Einige haben neue Produkte mit speziellen Managementtechniken für vermögende Privatkunden und institutionelle Investoren auf den Markt gebracht, andere bleiben den klassischen Produktkonzepten treu. Die Jahresrenditen der Fonds reichen heute mit Sondereffekten von knapp über null Prozent beim EURO ImmoProfil von iii-investments bis zu über elf Prozent beim grundbesitz-invest von DB Real Estate. Die Spannbreite der Performance war nie so groß wie heute.

Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Fonds - und bestimmend für die mit der Anlage verbundenen Risiken - ist der Zielmarkt, auf den die Gesellschaften

ihre Offenen Immobilienfonds heute schwerpunktmäßig trimmen wollen. Von inzwischen 31 Fonds mit einer Historie von über einem Jahr investieren aktuell 13 Produkte schwerpunktmäßig in Immobilien innerhalb Europas bzw. der EU. Noch sechs Fonds bilden mit ihrer Fondsstrategie im Wesentlichen den deutschen Immobilienmarkt ab. Mit 12 Produkten stellen die global investierenden Fonds mittlerweile die zweitgrößte Gruppe dar. Sie steuern neben Europa auch verstärkt USA und Asien als Zielmärkte an.

Fondslabels und Fondsinhalte - wie stimmig sind sie heute?

Die veränderten Regelungen im deutschen Investmentgesetz hatten die Zielmärkte USA und Asien für Offene Immobilienfonds geöffnet. Die deutschen Fondsgesellschaften nutzen diese Möglichkeiten, zumindest auf dem Papier. Vom gesamten Fondsvermögen aller Offenen Immobilienfonds ist jedoch immer noch über ein Drittel in Deutschland investiert. Gerade einmal sechs Prozent des Fondsvermögens stecken in Immobilien auf dem amerikanischen Kontinent und ein Prozent im asiatisch-pazifischen Raum. Wie erfolgreich sind die Offenen Immobilienfonds inzwischen bei der Umsetzung ihrer Investitionsstrategien, wie steht es mit ihrer Produktklarheit und -wahrheit? Im Interview nimmt Sonja Knorr, Scope-Analystin für Offene Immobilienfonds, die Strategien der Fonds unter die Lupe.

Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus



SCOPEANALYSIS

- REPORT -

INTERVIEW

Haben sich die Offenen Immobilienfonds nach der Krise strategisch neu aufgestellt?

Knorr: In den Fondsportfolios hat sich in den vergangenen Monaten eine Menge getan. Die kommunizierten Investitionsschwerpunkte der Fonds haben sich bis auf eine Ausnahme - den früher stark in Deutschland investierten Fonds grundbesitz-invest - jedoch nicht grundlegend verändert. Eine Reihe von Fondsgesellschaften versucht

heute aber, diese Schwerpunkte auch wirklich im Fonds abzubilden. Beispielsweise hat der SEB ImmoInvest seinen Deutschlandanteil von 41 Prozent auf 32 Prozent abgebaut. Auch Deutschland-Fonds wählen den Weg der Diversifikation. So hat der WestInvest 1 von der gleichnamigen Kapitalanlagegesellschaft der Sparkassen-Finanzgruppe den Deutschland-Anteil von 85 Prozent (Herbst 2006) auf aktuell 77 Prozent reduziert.

OFFENE IMMOBILIENFONDS

ECHTE GLOBALFONDS NOCH MANGELWARE

Sind die Fondsgesellschaften nicht an ihren veröffentlichten Fondsschwerpunkt gebunden?

Knorr: Hier muss man unterscheiden. Spricht die Fondsgesellschaft in Marketing-Unterlagen wie Factsheets oder Produktbroschüren über ihren Fondsschwerpunkt, so ist das unverbindlich. Würde sie sich aber im gesetzlich verpflichtenden Verkaufsprospekt auf ihre Strategie festlegen und

zum Beispiel genaue Länderanteile angeben, dann wäre sie daran gebunden. Andernfalls kann das Fondsmanagement solange seine Gestaltungsfreiräume nutzen, wie die Rendite stimmt. Schwächelt der Fonds, dann wird normalerweise das gesamte Management kritisch betrachtet - also auch die tatsächliche Umsetzung der kommunizierten Fondsschwerpunkte.

"Noch haben die meisten nur ein globales Feigenblättchen."

Aus welchem Grund ist der Fondsschwerpunkt für den Anleger überhaupt wichtig? Letztlich kommt es dem Investor doch auf die Performance an.

Knorr: Der Schwerpunkt ist für die Produktentscheidung des Anlegers wichtig. Hier zählt eben nicht ausschließlich die Rendite für sich genommen, sondern auch das mit dem Investment verbundene Risiko. Ein Globalfonds, der in den USA und Asien investiert, hat natürlich andere Möglichkeiten, Rendite zu generieren, als ein rein auf Deutschland ausgerichteter Fonds. Er geht aber auch ganz andere Risiken, zum Beispiel Währungsrisiken ein. Wenn ein Anleger ein Produkt mit dem Label "global" kauft, um sein Portfolio gezielt zu ergänzen, möchte er auch einen echten Globalfonds haben und keinen Europa-Fonds mit globalem Feigenblättchen.

Gerade bei Fonds mit dem Anlageschwerpunkt "global" hat die Branche noch viel Nachholbedarf. Es gibt bisher wenig "echte" Globalfonds. Einer davon ist der hausInvest global von der CGI mit einem Kanada-Anteil von über 40 und einem Asien-Anteil von gut zehn Prozent. Auch der grundbesitz-invest ist auf dem Weg der Globalisierung; er hat seinen Asien-Anteil aktuell von neun auf 17 Prozent erhöht.

Echte Europafonds sind beispielsweise der CS EUROREAL und der AXA Immoselect.

Warum ist es für Offene Immobilienfonds denn so schwierig, außerhalb Europas zu investieren?

Knorr: Erst durch die Änderung des deutschen Investmentgesetzes im Jahr 2004 erhielten die Offenen Immobilienfonds Zugang zu Investments wie zum Beispiel in Asien.

Dass es nicht einfach ist, innerhalb weniger Jahre einen global diversifizierten Fonds aufzubauen, insbesondere wenn sich die Marktentwicklung schwierig gestaltet, sehen Sie an den in 2005 neu aufgelegten Produkten mit globaler Anlagestrategie wie Morgan Stanley P2 Value oder DEGI GLOBAL BUSINESS. Beide sind heute praktisch noch Europa-Fonds. Der Büroimmobilienmarkt in den USA ist überhitzt; alle Fondsgesellschaften stehen vor dem Problem, ertragsstarke Objekte zu vernünftigen Preisen zu erwerben.

Nach den Erfahrungen von 2006 ist man natürlich zu Recht vorsichtig geworden und will um jeden Preis vermeiden, sich heute bereits die Abwertung von morgen einzukaufen. Internationale Investoren heizen den Wettbewerb auf der Nachfrageseite weiter an und treiben die Preise nach oben.

Der schon genannte hausInvest global dagegen hat seine Einkaufstour auf dem amerikanischen Kontinent schon sehr früh begonnen und profitiert jetzt von dem Preisanstieg.

Wie frei sind Offenen Immobilienfonds in Amerika und Asien bei ihren Investitionsentscheidungen? Gibt es dort Anlagegrenzen?

Knorr: Ja, zum Beispiel beim Erwerb von Beteiligungen. Der Kauf von Objekten über Minderheitsbeteiligungen ist nur in begrenztem Rahmen zulässig; auch darf das Gesamtvermögen des Fonds nur bis zu einer bestimmten Quote aus Beteiligungen bestehen. In vielen neu erschlossenen Märkten ist es jedoch aus rechtlichen oder steuerlichen Gesichtspunkten nicht möglich oder nicht sinnvoll, Immobilien direkt zu erwerben. Dies stellt die Fondsgesellschaften neben den schon genannten Problemen, die durch die Märkte direkt vorgegeben werden, vor weitere Hindernisse bei der Umsetzung ihrer Fondsstrategie.

Allerdings ist hier Besserung in Sicht: Die Anlagegrenzen für diese sogenannten "Share Deals" Offener Immobilienfonds sollen für die neu geplante Fondskategorie "renditeorientierter" Fonds auf 60 Prozent ausgeweitet werden.

Bei einer Reihe von Gesellschaften haben wir in den Vorjahren eine Art Zellteilung in zahlreiche Produkte beobachtet. Was soll dieser Fondswirrwarr?

Knorr: Die DEGI und die Union Investment Real Estate, ehemals DIFA, haben inzwischen jeweils vier Offene Immobilienfonds am Markt, bei der Deka sind es drei Produkte. Bei der DEGI hat sich die Fondspalette erst ab 2005 verdoppelt; dort setzt man mit dem DEGI GLOBAL BUSINESS und dem DEGI GERMAN BUSINESS ganz gezielt auf institutionell gemanagte Produkte mit Cash Call Strategien, Rücknahmeabschlägen und hohen Mindestanlagesummen. Bei der Union Investment Real Estate und der Deka handelt es sich sämtlich um ältere Produkte, die 2004 und früher auf den Markt kamen. Das Ziel beider Fondsgesellschaften ist es, ihrem sehr breiten Kundenstamm auch eine entsprechend breite Fondspalette zur Verfügung zu stellen. Beide Häuser müssen ihre Fonds aber deutlich schärfer voneinander abgrenzen. Außerdem geht der Trend zu einer Reduktion der Fondsvolumina, damit die Fonds wieder präziser gesteuert werden können. Die Tanker müssen jetzt nicht nur wieder auf Kurs kommen; sie müssen künftig auch leichter manövrierbar werden.

"Die Tanker müssen leichter manövrierbar werden."

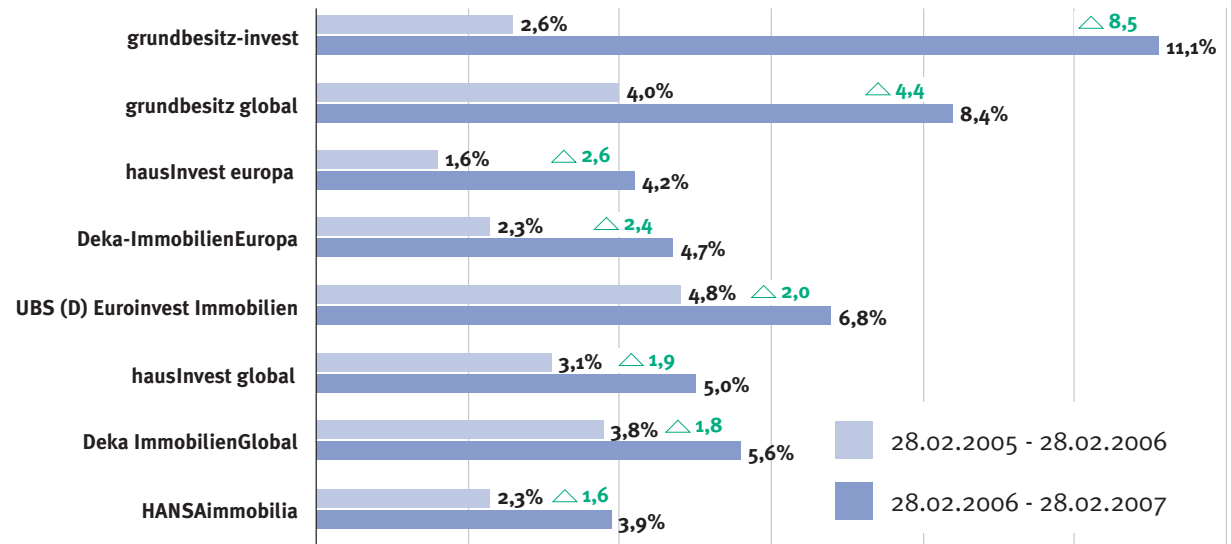
Einjahresperformance im Vergleich

SCOPEANALYSIS

- REPORT -

RENDITEN
IM VERGLEICH

DIE RENDITESPRINTER



Quelle: BVI

Die Fonds haben die schwierige Bergstrecke 2006 ganz unterschiedlich gemeistert.

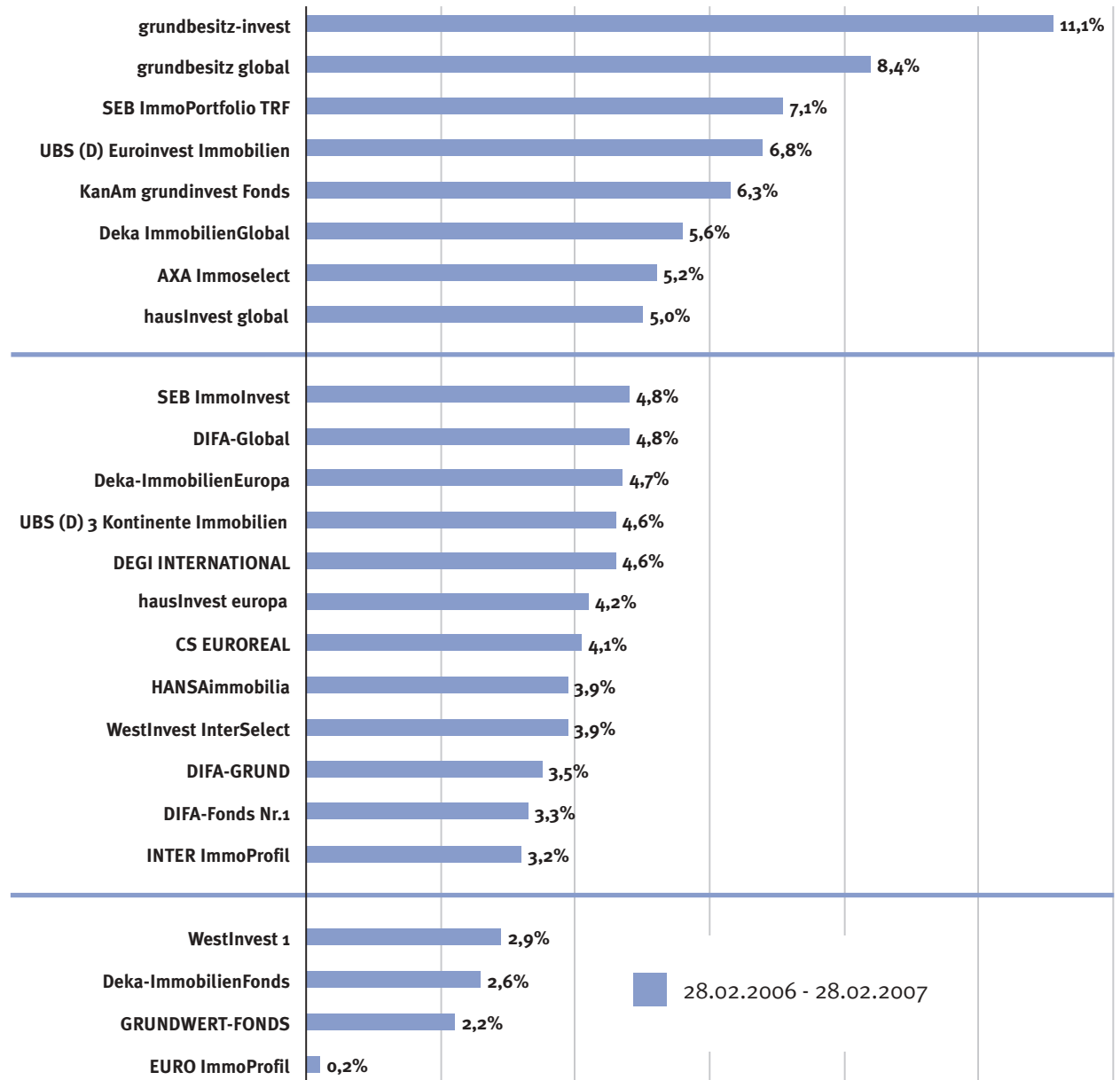
Auch ältere Fondsemester konnten reichlich Ballast abwerfen und laufen derzeit ein gutes Rennen. Die Jugend ist natürlich wie so häufig in guter Form. Und für manche heißt es nach wie vor 'dabei sein ist alles' - oder vielleicht doch nicht?

SCOPEANALYSIS

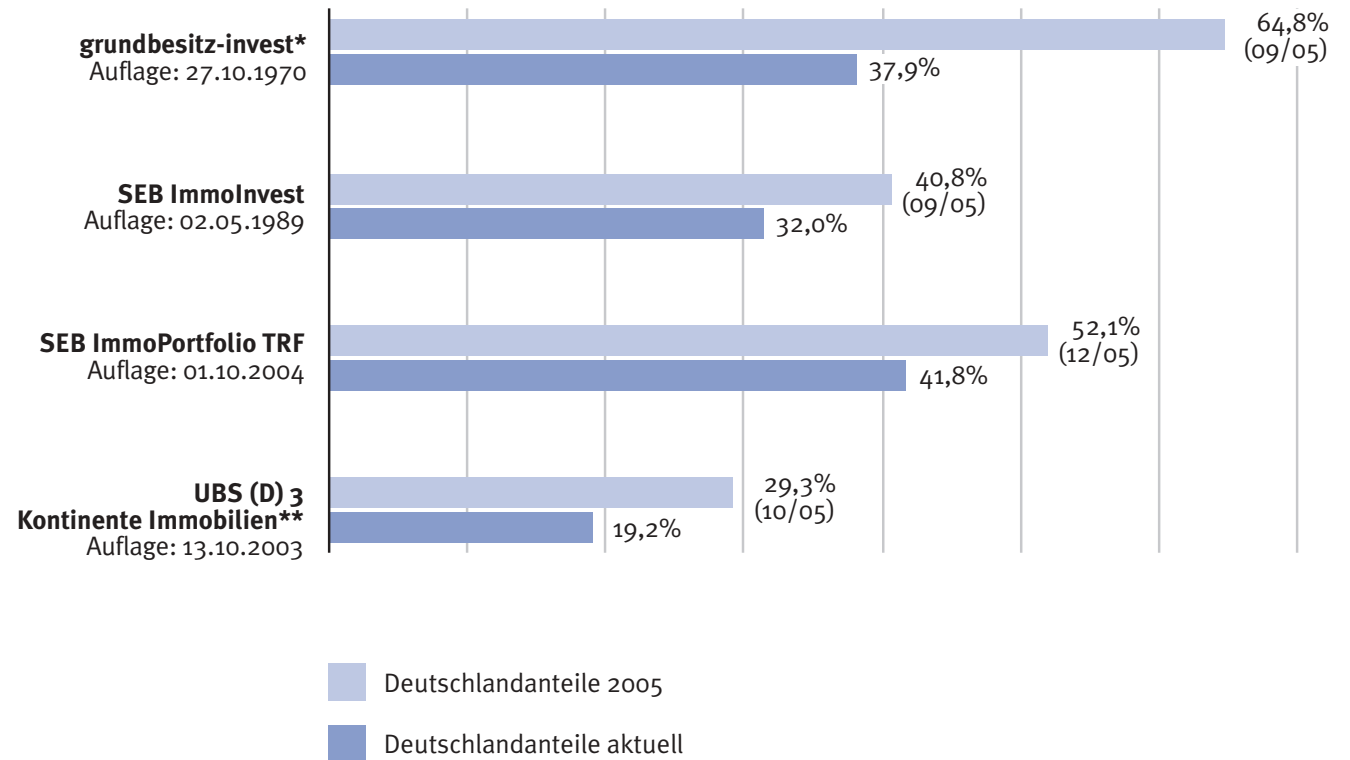
- REPORT -

RENDITEN
IM VERGLEICH

RENDITEGEWINNER - DAS MITTELFELD - NACHZÜGLER



DEUTSCHLAND ADE



Deutschland-Anteile sinken

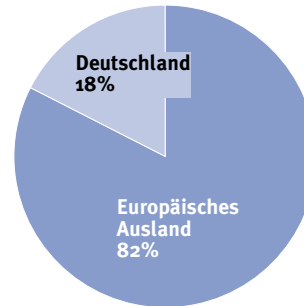
** Beim grundbesitz-invest der DB Real Estate sind die Bestandsübergänge aus dem Verkauf des Mars-Portfolios noch nicht komplett erfolgt.*

*** inklusive Bauvorhaben*

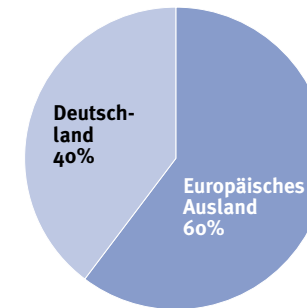
Bei diesen Fonds wird die Strategie erkennbar umgesetzt

ECHE TE EUROPÄER

AXA Immoselect



CS EUROREAL



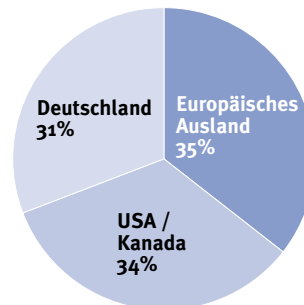
SCOPEANALYSIS

- REPORT -

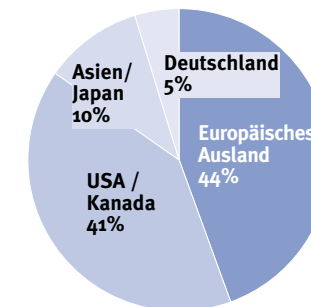
FONDSLABELS
IM VERGLEICH

RICHTIGE GLOBALISTEN*

DIFA-Global



hausInvest global



* Viele globale Fonds sind noch im Aufbau. Sie bilden regionale Klumpen, die weiter diversifiziert werden müssen, wie beim hausInvest global, oder sind von einer deutlichen Ausprägung außereuropäischer Investments noch entfernt. Der DIFA-Global ist nach dem hausInvest das Produkt mit dem aktuell größten internationalen Anteil.

SCOPE ANALYSIS REPORT

IMPRESSUM

- Herausgeber: Scope Holding GmbH
V.i.S.d.P.: Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus
Layout: Kathrin Schottstädt
- Kontakt /Abonnement:
Scope Group; Rosenthaler Straße 63-64
10119 Berlin
Tel. 030-27891-0; Fax: 030-27891-100
E-Mail: redaktion@scope.de
- Redaktionsschluss: 29.03.2007



INVESTMENTRATING

MANAGEMENT QUALITÄT

hervorragend	AAA	Hervorragende Qualität
sehr hoch	AA	Sehr hohe Qualität
hoch	A	Hohe Qualität
erhöht	BBB	Erhöhte Qualität
leicht erhöht	BB	Leicht erhöhte Qualität
mäßig	B	Mäßige Qualität
minder	CC	Mindere Qualität
gering	C	Geringe Qualität
sehr gering	D	Sehr geringe Qualität
+ / -	dient zur Kenntlichmachung von Tendenzen	

ANFRAGEN

info@scope.de

PRESSE

presse@scope.de

LIZENZPARTNER

service@scope.de

ABONNEMENT

redaktion@scope.de

STUDIEN & UMFRAGEN

research@scope.de

BEWERBUNGEN

karriere@scope.de

Haftungsausschluss

Innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens übernimmt Scope Holding ausdrücklich weder für den Inhalt dieser Scope Holding-Publikation noch für Schäden, die aus oder im Zusammenhang mit der Publikation entstehen, eine Haftung und schließt diese hiermit ausdrücklich aus. Dies und die nachfolgenden Ausführungen gelten für alle Informationen, Aussagen und Empfehlungen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Aussagen und Empfehlungen dienen ausschließlich der generellen Information. Hierauf sollten Sie sich hinsichtlich Ihrer Entscheidung für oder gegen eine Geldanlage nicht verlassen. Der Inhalt soll nicht als Anlageberatung gesehen werden und er stellt auch keine Anlageberatung dar. Kontaktieren Sie einen qualifizierten Finanzberater und lassen Sie sich umfassend beraten, bevor Sie sich für oder gegen eine Geldanlage entscheiden. Scope Holding kann für Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen keine Garantie übernehmen, dennoch ist Scope Holding in angemessener Weise bemüht, die Vollständigkeit und Richtigkeit sicherzustellen. Die Verwendung der Publikationen und der Informationen, Aussagen und Empfehlungen erfolgt auf eigenes Risiko. Für Verluste oder Schäden übernimmt Scope Holding keine Haftung. Sie sind selbst dafür verantwortlich, die nötigen Schritte einzuleiten, um Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen zu überprüfen. Da es sich ausschließlich um generelle Informationen, Aussagen und Empfehlungen handelt, sind diese nicht auf die Verwendung in individuellen Fällen abgestimmt und können daher auch für konkrete Anlageentscheidungen ungeeignet sein. Für die in den Publikationen enthaltene Anzeigen und Verweise zu externen Publikationen und zu verbundenen Warenzeichen oder Unternehmen wird weder für diese noch für deren Inhalt, Informationen, Aussagen, Empfehlungen, Güter oder Dienstleistungen eine Gewähr übernommen. Für Verluste oder Schäden, die Ihnen aufgrund der Verwendung dieser Seiten entstehen, übernimmt Scope Holding keine Haftung. Die Anzeigen und Verweise erfolgen lediglich um Ihnen zu diesen Informationen und Dienstleistungen Zugang zu ermöglichen, da diese gegebenenfalls für Sie interessant sein könnten.