



ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

Bewertungsrisiken bei Offenen Immobilienfonds überwiegend abgearbeitet

Auslaufende Mietverträge bergen Gefahren für Cash Flows

- Geringerer Flächenbedarf der Mieter drückt Vermietungsquote branchenweit
- HANSAimmobilia mit dem höchsten Leerstand • Auslaufende Mietverträge können künftige Fondsperformance weiter drücken • KanAm grundinvest Fonds auf Spitzenplatz bei Vermietungsparametern

Berlin / Frankfurt, 23. September 2009 – Vordem Hintergrund der sich fortsetzenden Bewertungsdiskussion hat Scope Analysis zum Halbjahr 2009 die Bewertungsniveaus der Offenen Immobilienfonds in Deutschland geprüft. Dabei konnte bei den Produkten aktuell keine auffällige Überbewertung auf Portfolioebene festgestellt werden. Bei einer Reihe von Fonds sind bereits in den vergangenen Monaten Bewertungskorrekturen bei zahlreichen Objekten erfolgt.

Gleichzeitig haben Insolvenzen und Personalabbau von Mietern die Leerstände branchenweit ansteigen lassen. Deutlich erkennbare Risiken, die noch nicht in den Fondsrenditen eingepreist sind, stecken in auslaufenden Mietverträgen der kommenden zwei bis drei Jahre – dies je nach Fonds teilweise in erheblichem Umfang. Grundlage der Analyse war eine detaillierte Datenabforderung auf Einzelobjektbasis an die Kapitalanlagegesellschaften und ihre Auswertung durch Scope Analysis.

Leerstände branchenweit angestiegen

Nach den Ergebnissen der Scope-Analyse zeigen die Portfolios der Offenen Immobilienfonds deutlich erkennbar die Auswirkungen von Mieterinsolvenzen bzw. des geringeren Flächenbedarfs von Mietern aufgrund von Stellenabbau. Die Vermietungsquote auf Branchenebene ist erkennbar rückläufig. Sie beträgt aktuell 94,89 Prozent; dies ist ein Minus von 25 Basispunkten gegenüber dem Stand vom 1. Quartal 2009.

Jüngere Fonds profitieren in der aktuellen Situation zum einen von den erst vor wenigen Jahren abgeschlossenen, langlaufenden Mietverträgen. Darüber hinaus können sie die Vorteile ihrer Immobilien, die in der Regel ein geringeres wirtschaftliches Alter aufweisen, sich flexibler an den Mieterbedarf anpassen lassen und von geringeren Bewirtschaftungskosten geprägt sind, jetzt ausspielen. Dies schlägt sich auch bei der Besetzung der Spitzenplätze bei der Vermietungsquote nieder. Der Fonds mit dem aktuell geringsten Leerstand ist ein institutionelles Produkt – der WestInvest ImmoValue.

Am besten vermietete Fondsportfolios

Fondsname	Vermietungsquote	Stichtag
KanAm grundinvest Fonds	98,85%	31.07.09
TMW Immobilien Weltfonds	98,80%	30.06.09
DEGI INTERNATIONAL	98,02%	31.07.09

Quelle: Scope Analysis

Basis: Bruttomietsoll; Datenlieferungen oder letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften
Nur Publikumsfonds ohne Mindestanlagesumme berücksichtigt, Stand: 31.07.2009



ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

HANSAimmobilia mit höchstem Leerstand der Branche

Bei den Fonds mit den schlechtesten Vermietungsquoten handelt es sich ausnahmslos um ältere Fonds, die Modernisierungsbedarf bzw. -stau eines Teils ihrer Immobilien zu bewältigen haben. Bemerkenswert ist die besonders ungünstige Situation beim HANSAimmobilia, der in dieser Hinsicht sogar das schon traditionelle Schlusslicht der Branche, den EURO ImmoProfil, übertrifft.

Am schlechtesten vermietete Fondsportfolios

Fondsname	Vermietungsquote	Stichtag
HANSAimmobilia	85,90%	30.06.09
EURO ImmoProfil	86,60%	30.06.09
Deka-ImmobilienEuropa (Neu)	92,90%	31.07.09

Quelle: Scope Analysis

Basis: Bruttomietsoll; Datenlieferungen oder letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften
Nur Publikumsfonds ohne Mindestanlagesumme berücksichtigt, Stand: 31.07.2009

Die unbefriedigende Vermietungsquote beim HANSAimmobilia ist vor allem auf hohe Leerstände in deutschen und belgischen Objekten zurückzuführen. Der Leerstand in diesen Ländern beträgt bei diesem Fonds im Durchschnitt über 30 Prozent.

Mit deutlichem Abstand folgt der Deka-ImmobilienEuropa (Neu); die Vermietungssituation des neuen Europa-Fonds der Deka belasten Leerstände des früheren Deka-ImmobilienFonds bei Zusammenlegung beider Produkte.

Mietvertragsstrukturen lassen erhöhte Risiken erkennen

Die aktuellen Leerstände mindern bereits heute die Fondseinnahmen und sind in den Fondsrenditen berücksichtigt. Einerseits enthalten sie Upside-Potenzial für den betreffenden Fonds, wenn eine Neuvermietung zu attraktiven Preisen erreicht werden kann. Gelingt dagegen die Neuvermietung nur zu schlechteren Konditionen, kann sich der negative Effekt auf die Fondsrendite über Jahre hinaus verfestigen.

Die Risiken der in den kommenden Jahren auslaufenden Mietverträge sind dagegen in der Regel noch nicht in der Performance der Produkte eingepreist. Gefährdet sind hier insbesondere Fonds mit starkem Asien-Fokus, da Mietverträge in dieser Region in der Regel nur auf Sicht von zwei bis drei Jahren abgeschlossen werden. In der aktuellen Situation führen auslaufende Mietverträge aber auch im Rahmen der Neuvermietung häufig zu geringeren Cash Flows für den Fonds, da die Miete bei der Verlängerung auf das niedrigere Marktniveau angepasst wird.

Hoher Anteil auslaufender Mietverträge in den kommenden 3 Jahren

Fondsname	unbefristet, 2009, 2010 und 2011	Stichtag
HANSAimmobilia	65,20%	30.06.09
EURO ImmoProfil	50,80%	31.12.08
hausInvest global	44,30%	30.06.09

Quelle: Scope Analysis

Basis: Jahresnettomietsoll; Datenlieferungen oder letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften
Nur Publikumsfonds ohne Mindestanlagesumme berücksichtigt, Stand: 31.07.2009



ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

Risiken für Cash Flow bei Nachvermietungsbedarf in den nächsten drei Jahren

Mit 65,20 Prozent hat der HANSAimmobilia den höchsten Anteil auslaufender Mietverträge. 38,80 Prozent davon stehen bereits im kommenden Jahr zur Nachvermietung an. Mit 50,80 Prozent laufen auch beim EURO ImmoProfil über die Hälfte der Mietverträge in den kommenden 3 Jahren aus. In Kombination mit den hohen Leerständen der beiden Fonds ist das sich daraus ergebende maximale Neuvermietungs-pensum erheblich.

Beim hausInvest global müssen in den kommenden drei Jahren über 40 Prozent der Mieteinnahmen für die Zukunft gesichert werden. 15 Prozent des Nachvermietungsbedarfs konzentrierten sich auf das Jahr 2010, das erwartungsgemäß ein schwieriges Jahr auf den Mietmärkten werden dürfte. Das bedeutet ein erhöhtes Risiko für den Cash Flow des Fonds, das sich mit Blick auf die geografische Aufteilung lokalisieren lässt. Der Fonds besitzt mit einem Portfolioanteil von 37,10 Prozent einen ausgeprägten Schwerpunkt in Asien, dies insbesondere in den Märkten Japan und Singapur. Diese Märkte gehören zu den entwickelten Regionen Asiens, die besonders unter dem Abschwung gelitten haben. Weiterhin ist dort mit fallenden Marktmieten zu rechnen.

KanAm grundinvest Fonds und grundbesitz europa mit guten Vermietungsparametern

Geringer Anteil auslaufender Mietverträge der kommenden 3 Jahre

Fondsname	unbefristet, 2009, 2010 und 2011	Stichtag
KanAm grundinvest Fonds	6,95%	31.07.09
UBS (D) 3 Kontinente Immobilien	14,80%	31.07.09
grundbesitz europa	16,64%	31.07.09

Quelle: Scope Analysis

Basis: Jahresnettomietsoll; Datenlieferungen oder letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften
Nur Publikumsfonds ohne Mindestanlagesumme berücksichtigt, Stand: 31.07.2009

Hoher Anteil langlaufender Mietverträge

Fondsname	2019 und länger	Stichtag
grundbesitz europa	31,05%	31.07.09
KanAm grundinvest Fonds	31,00%	31.07.09
Unilmmo: Europa	24,46%	31.07.09

Quelle: Scope Analysis

Basis: Jahresnettomietsoll; Datenlieferungen oder letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften
Nur Publikumsfonds ohne Mindestanlagesumme berücksichtigt, Stand: 31.07.2009



ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

Insgesamt nimmt damit bei den Vermietungsparametern der KanAm grundinvest Fonds den ersten Platz vor dem grundbesitz europa von RREEF ein. Einschränkend ist allerdings zu vermerken, dass hier die unbefristeten und daher sofort kündbaren Mietverhältnisse nicht gesondert ausgewiesen werden.

Alle Ratings der Fonds, die nach der letzten Bewertungsrunde im Februar 2009 die Rücknahme der Anteilscheine wieder aufgenommen haben, überprüft Scope Analysis derzeit, um der veränderten Situation in den Fonds Rechnung zu tragen. Dies gilt für die Fonds AXA Immoselect, CS EUROREAL, SEB ImmoInvest, KanAm grundinvest Fonds sowie UBS (D) Euroinvest Immobilien. Überprüft wird auch das Rating des Deko-ImmobilienEuropa sowie des WestInvest InterSelect wegen ihrer Zusammenlegung mit den jeweiligen Deutschland-Produkten. Ebenfalls der Überprüfung unterzieht Scope Analysis das Rating des Morgan Stanley P2 Value aufgrund der Neubewertung des Portfolios. Ergebnisse werden in der Scope-Halbjahresstudie „Offene Immobilienfonds“ enthalten sein, die Mitte Oktober 2009 erscheinen wird.

Bewertungsanalyse

Über die Analyse der Vermietungssituation hinaus hat Scope Analysis ebenfalls die Bewertung der Fondsportfolios einer Überprüfung unterzogen.

Im Zentrum der Scope-Analyse stand der sogenannte „Vervielfältiger“ oder „immobilienwirtschaftliche Bewertungsfaktor“. Auf Objektebene handelt es sich bei diesem Vervielfältiger um den Kehrwert der Bewertungsrendite der Immobilie. Je höher er ausfällt, desto höher ist das Objekt im Verhältnis zu seiner langfristig erzielbaren Jahresmiete bewertet. Um eine Überbewertung des Objekts festzustellen, ist dabei der Vervielfältiger der Einzelimmobilie mit dem am jeweiligen Standort üblichen Bewertungsniveau zu vergleichen.

Methodik der Scope-Bewertungsanalyse

Nach einer Befragung sämtlicher Kapitalanlagegesellschaften und der anschließenden detaillierten Datenübermittlung durch die KAGen DEGI, Deko Immobilien, RREEF Investment, Commerz Real, KanAm Grund, Morgan Stanley, Union Investment RE sowie WestInvest hat Scope Analysis auf Basis der gutachterlich festgestellten nachhaltigen Mieten und der Verkehrswerte der Objekte zunächst sämtliche Renditen auf Objektebene berechnet. Als zweiten Schritt hat Scope Analysis die Renditen der Einzelobjekte mit ihren Verkehrswerten gewichtet und anschließend für jeden Fonds einen durchschnittlichen Bewertungsfaktor auf Portfolioebene errechnet. In der nächsten Analysestufe, welche in die Mitte Oktober vorliegende Halbjahresstudie einfließt, wird Scope Analysis schließlich die Portfolios nach den wichtigsten Investmentmärkten unterteilen und die Bewertungsniveaus der Fondsobjekte innerhalb dieser Standorte einem Vergleich unterziehen.

Unilmmo: Europa mit niedrigstem Bewertungsfaktor auf Portfolioebene

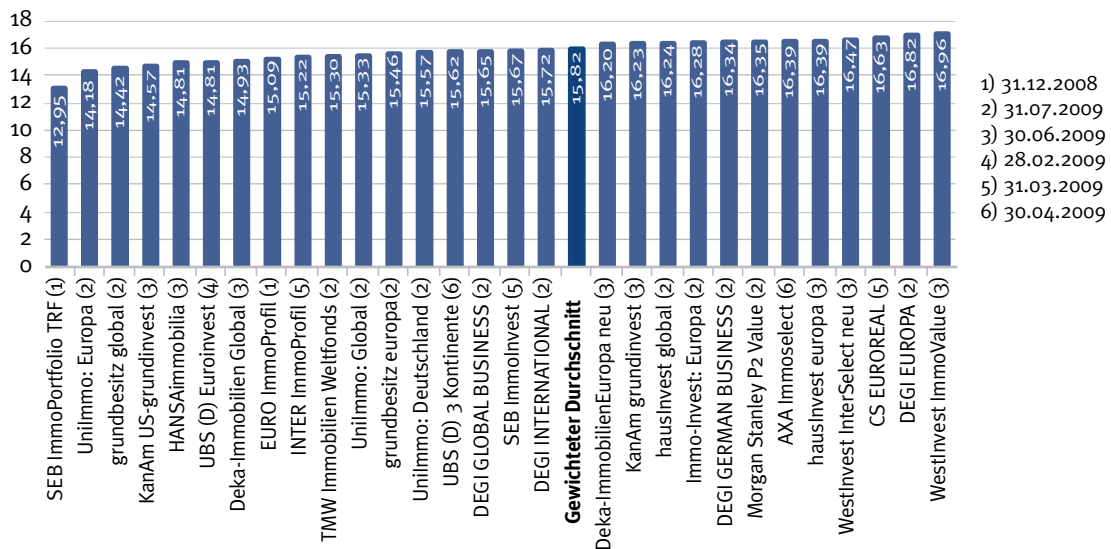
Die Untersuchung ergab, dass die Fonds Anpassungen ihrer Wertansätze im Wesentlichen bereits vorgenommen haben. Auf Portfolioebene lässt sich aktuell überwiegend eine durchschnittliche bis konservative Bewertung feststellen. Der Bewertungsfaktor auf Portfolioebene liegt im Branchenmittel gewichtet nach Verkehrswertvolumen bei 15,82. Das entspricht einer durchschnittlichen Rendite aller bei den Fonds in den Büchern stehenden Immobilien von 6,3 Prozent. Zum Vergleich: Die durchschnittlichen Vervielfältiger / Anfangsrenditen bei Spitzenobjekten im Bürosektor liegen in London City bei 14,3 / 7,0 Prozent, im Paris Central Business District bei 16,1 / 6,2 Prozent, in Frankfurt bei 19,2 / 5,2 Prozent, in Singapur City bei 20,8 / 4,8 Prozent und in Tokio bei 27,0 / 3,7 Prozent.

ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

Bei dem Publikumsfonds mit dem niedrigsten Bewertungsniveau auf Portfolioebene handelt es sich um den Unilmmo: Europa (Bewertungsfaktor 14,18). In der Riege der Globalfonds heben sich der grundbesitz global und der Deko-ImmobilienGlobal mit Bewertungsfaktoren auf Portfolioebene von 14,42 bzw. 14,93 ab. Bei der Bewertung im Mittelfeld der Branche liegt mit 16,20 beispielsweise der Deko-ImmobilienEuropa (Neu). Der am höchsten bewertete Publikumsfonds ist mit 16,82 der DEGI EUROPA. Der Morgan Stanley P2 Value lag vor seiner Neubewertung bei einem Bewertungsniveau von 18; inzwischen beträgt sein durchschnittlicher Bewertungsfaktor aufgrund deutlicher Abwertungen einzelner Immobilien 16,35.

Bewertungsfaktoren auf Portfolioebene



Quelle: Scope Analysis

Basis: Datenlieferungen oder letzte Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften

Stand: 31.07.2009

Wertanpassungen sichtbar in den Fondsrenditen eingepreist

Da sich die Bewertungsfaktoren je nach Standort und immobilien-spezifischen Parametern unterscheiden, ist in der durch Scope vorgenommenen Verdichtung auf Portfolioebene naturgemäß keine valide Vergleichbarkeit von Produkten mit unterschiedlichen Strategien und Investitionsstandorten gewährleistet. Fonds, die sich auf 1A-Lagen konzentrieren, weisen naturgemäß durch ihre höheren Immobilienpreise vergleichsweise höhere Bewertungsniveaus auf. Auf der anderen Seite sind Produkte mit stärkeren Beimischungen von B-Lagen oder Logistikinvestments in der Regel eher niedriger bewertet. Ausgeprägtere Risikofaktoren führen ceteris paribus zu höheren Renditeerwartungen und damit zu geringeren Bewertungsfaktoren auf Portfolioebene. Währungskursänderungen bilden eine weitere Unschärfe in der Betrachtung.

Es kann jedoch die Aussage getroffen werden, dass kein signifikanter Abwertungsbedarf auf Portfolioebene vorliegt und erfolgte Anpassungen nach unten bei vielen Portfolios bereits erkennbar sind. Dies spiegelt sich auch in den Renditeentwicklungen wider – dies in einigen Fällen sogar recht deutlich.



ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

Vor allem durch sinkende Mieteinnahmen, fallende Verkehrswerte und die niedrige Verzinsung der Liquiditätsanlagen sind die Renditen der Offenen Immobilienfonds teilweise schon erheblich gesunken. Hier ist kurzfristig noch keine Trendwende erkennbar. Die höchsten Renditerückgänge verzeichnet der Morgan Stanley P2 Value, der sein gesamtes Immobilienportfolio auf einen Schlag neu bewertete und die in der Geschichte der Offenen Immobilienfonds geringste Fondsrendite ausweist. Seine aktuelle Rendite liegt per 31.08.2009 bei minus 11,9 Prozent. Der EURO ImmoProfil gehört mit einer negativen Rendite von 6,4 Prozent ebenfalls zu den Schlusslichtern der Branche. Auch der zweite Publikumsfonds dieser Kapitalanlagegesellschaft, der INTER ImmoProfil, liegt mit 0,7 Prozent Performance nur knapp im positiven Bereich. Mit Abstand folgen dann mit 2,5 Prozent der HANSA Immobilien, mit 2,9 Prozent der UBS (D) 3 Kontinente Immobilien und der Grundbesitz global der RREEF. Auf Branchendurchschnitt mit 3,0 Prozent liegt der AXA ImmoSelect.

Übersicht über die Renditeveränderungen

Fondsname	Wertentwicklung 1 Jahr 08/2009 in Prozent	Veränderung Wertentwicklung Vorjahr in Prozentpunkten
Morgan Stanley P2 Value	-11,9	-16,8
EURO ImmoProfil	-6,4	-5,9
INTER ImmoProfil	0,7	-2,7
WestInvest 1	2,4	-1,3
HANSA Immobilien	2,5	-3,3
UBS (D) 3 Kontinente Immobilien	2,9	-3,7
grundbesitz global	2,9	-2,9
BVI Durchschnittswert	3,0	-2,1
AXA IMMOSELECT	3,0	-1,7
WestInvest InterSelect	3,0	-1,7
DEGI EUROPA	3,4	-2,3
TMW Immobilien Weltfonds	3,4	-2,0
Deka-ImmobilienEuropa	3,5	-1,8
WestInvest ImmoValue	3,8	-1,1
Deka-ImmobilienFonds	3,8	0,2
DEGI GLOBAL BUSINESS	3,9	-1,6
DEGI INTERNATIONAL	3,9	-1,1
hausInvest global	4,0	-2,1
CS EUROREAL A EUR	4,0	-0,8
Unilmmo: Deutschland	4,0	-0,1
Unilmmo: Global	4,1	-1,3
grundbesitz europa	4,2	-1,3
UBS (D) Euroinvest Immobilien	4,3	-2,5
KanAm grundinvest Fonds	4,3	-1,4
Unilmmo: Europa	4,3	-1,1
hausInvest europa	4,5	-1,9
SEB ImmoInvest	4,5	-0,6
Deka-ImmobilienGlobal	4,8	-0,9
DEGI GERMAN BUSINESS	4,8	-0,4
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	5,7	-1,5

Quelle: Scope Analysis; Datenbasis: BVI; Stand: 31.08.2009



ANALYSEMITTEILUNG

23. SEPTEMBER 2009

Haftungsausschluss

Innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens übernimmt Scope Analysis ausdrücklich weder für den Inhalt dieser Scope Analysis-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 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 Analysis kann für Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen keine Garantie übernehmen, dennoch ist Scope Analysis 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 Analysis 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 Analysis 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.

Alle weiteren Pflichtangaben zum Ratingverfahren für Offene Immobilienfonds finden Sie als Download unter www.scope.de.

Informationen zur Scope Group

Die deutsche Ratingagentur Scope mit Sitz in Berlin und Frankfurt hat sich auf die systematische Recherche, Analyse und Bewertung von internationalen Kapitalanlagen und ihren Anbietern spezialisiert. Das Unternehmen setzt seinen Fokus auf das Rating von Offenen und Geschlossenen Fonds sowie auf das Rating von Zertifikaten. Kunden der Scope Group sind Kredit- und Allfinanzinstitute sowie Vermögensverwalter und Anlageberater. Die Scope Group beschäftigt 50 Mitarbeiter.

Kontakt

Scope Group	Telefon: +49 (30) 27891 0
Frau Dr. Claudia Vogl-Mühlhaus	Telefax: +49 (30) 27891 100
Rosenthaler Straße 63 – 64	www.scope-group.com
D - 10119 Berlin	presse@scope.de