

# alpha<sup>+</sup>

# 2109

Das SEB Asset Management Magazin

## **Mit Eigentum ins Miteigentum**

Alles unter Dach und Fach

## **Offene Immobilienfonds –**

eine aktuelle Experteneinschätzung

## **Quo vadis, Aktienmarkt?**

Dr. Jürgen Meyer über Finanzmarktkrise,  
Trends und Marktzyklen

## **Was ist im Rentenbereich sinnvoll –**

ETF oder aktiv verwaltete Fonds?

The SEB logo is located in the bottom right corner of the page. It consists of the letters 'S', 'E', and 'B' in a bold, white, sans-serif font, each letter separated by a vertical white line. The logo is set against a solid green rectangular background.



**6 Mit Eigentum ins Miteigentum – „Sieben Vorteile auf einen Streich“**

Masterfonds für institutionelle Investoren: Mit der Übertragung des Modells der Miteigentumlösung aus dem Wertpapier- ins Immobiliengeschäft entsteht für Anleger und Kapitalanlagegesellschaft eine Win-win-Situation.



**12 Offene Immobilienfonds – nicht alle über einen Kamm scheren**

Mittlerweile decken Offene Immobilienfonds eine größere Bandbreite im Rendite-Risiko-Verhältnis ab. Entscheidend für die Position ist dabei die gewählte Strategie und die konsequente Umsetzung des Fondsmanagements. Die Anleger sind aufgefordert, genau hinzuschauen, denn die Anlagemöglichkeiten sind größer als je zuvor.



**16 Quo vadis, Aktienmarkt?**

„Buy low, sell high“ – kaufe zu Tiefstkursen, verkaufe zu Höchstkursen, lautet die oberste Grundregel. Doch den richtigen Zeitpunkt zu treffen, zählt bekanntlich an den Finanzmärkten zu den großen Herausforderungen für Anleger. Dr. Jürgen Meyer spricht über die Finanzmarktkrise, Trends und Marktzyklen.

**18 ETF oder aktiv verwaltete Fonds: Was ist im Rentenbereich sinnvoll?**

Die Banken- und KAG-Gemeinde arbeitet sich gerade mühsam aus dem Jammertal der letzten beiden Jahre heraus. Ein Marktsegment hat sich in Deutschland etabliert und behauptet sich in widrigem Umfeld als Krisengewinner: börsennotierte Indexfonds.



**INHALT**

**1 EDITORIAL**

**EINBLICKE**

**2 It's time to shop**

Fünf Fragen an Choy-Soon Chua, Geschäftsführer der SEB Asset Management

**4 Risikoadjustierte Performance- maße für Offene Immobilienfonds**

Welchen Einfluss hat die Definition des Risikobegriffes auf das Performance- ranking?

**6 Mit Eigentum ins Miteigentum – „Sieben Vorteile auf einen Streich“**

Masterfonds für institutionelle Investoren

**IM FOKUS**

**8 Was erwartet uns mit UCITS IV?**

**12 Offene Immobilienfonds – nicht alle über einen Kamm scheren**

**15 Social Networks: SEB Asset Management erweitert Informationsangebot im Internet**

**MÄRKTE**

**16 Quo vadis, Aktienmarkt?**

Interview mit Dr. Jürgen Meyer

**18 ETF oder aktiv verwaltete Fonds: Was ist im Rentenbereich sinnvoll?**

**21 Kräftig zugelegt: REITs reloaded!**

**24 Das Immobilien-Standortbarometer**

**26 FONDSPORTRÄTS**



**Liebe Leserinnen, liebe Leser,**

der Baum steht als Symbol für Wachstum und Stärke. Seine kräftigen Wurzeln lassen ihn auch in stürmischen Zeiten aufrecht stehen. So kann der Baum als Sinnbild für eine optimale Anlagestrategie gelten. Die Wurzeln bilden das solide Fundament, der Stamm steht für nachhaltiges Wertwachstum, und die Früchte sind die Erträge, die der Anleger erntet. Entscheidend ist dabei, dass der Baum fest und sicher auf seinem Grund steht. Damit sind wir beim Schwerpunktthema dieser Ausgabe: der Immobilie.

**Wir leben nachhaltiges Wachstum**

Immobilienfonds als Anlageform sind keine Erfindung der jüngeren Finanzgeschichte, ihre Wurzeln reichen vielmehr 50 Jahre zurück. Seitdem bilden sie einen unverzichtbaren Baustein zur Optimierung eines jeden Anlageportfolios. Allen Turbulenzen zum Trotz sind Immobilien ein stabilisierendes Element. Substanzwert, berechenbare Erträge, Inflationshedge und Wertstabilität sind die Stichworte.

Die Stabilität ist jedoch keineswegs naturgegeben, sondern braucht ständige Hege und Pflege: ein solides und nachhaltiges Immobilien-Asset-Management. Entscheidend ist also die Qualität des Asset-Managers – er schafft den Wertzuwachs. Er managt das Gebäude, um das in der Immobilie ruhende Wertsteigerungspotenzial zu identifizieren und auszuschöpfen. Zu den Kernkompetenzen erfolgreicher Asset-Manager gehören deshalb ein aktives Mietermanagement, die Revitalisierung, Neupositionierung, Umbau- und Ausbaubeschlüsse sowie der An- und Verkauf von Objekten. Wer die besten Mitarbeiter hat, hat auch die besten Chancen, sich einen Spitzenplatz auf den Märkten dieser Welt zu sichern.

Herzliche Grüße  
Ihre

Barbara A. Knoflach  
CEO, SEB Asset Management AG

# It's time to shop

Fünf Fragen an Choy-Soon Chua,  
für Immobilien-Investments zuständiger Geschäftsführer  
bei der SEB Asset Management, Frankfurt



**Herr Chua, nachdem die Immobilienmärkte in den letzten zwölf Monaten nahezu ausgetrocknet waren, scheint sich das Blatt nun zu wenden. Investoren interessieren sich verstärkt für Immobilien. Geld für Investments ist da. Wie weit steht das Investitionsfenster denn schon offen?**

**C.-S. C.:** Die meisten europäischen Märkte – darunter beispielsweise Spanien – haben die Trendwende noch nicht erreicht. Zu den zyklischen Vorreitern gehört Großbritannien. Insbesondere in London haben die Mieten und Renditen sowohl früher als auch deutlich stärker reagiert als in anderen Märkten.

Der US-amerikanische Markt befindet sich in einem lethargischen Zustand. Interessante Perspektiven könnten sich im Zuge der Refinanzierungen ergeben, die in den kommenden drei Jahren ihren Höhepunkt erreichen werden. Strukturell qualifiziert sich Australien durch seine im Vergleich zu anderen Ländern im asiatisch-pazifischen Raum hohe politische Stabilität und erfüllt mit einem AAA-Rating das von uns vorgegebene Qualitätskri-

terium. Insofern bietet Australien gute Investitionsbedingungen, die den Ansprüchen eher sicherheitsorientierter Anleger entsprechen. Aus zyklischer Sicht bietet die aktuelle Entwicklung die besten Kaufgelegenheiten, denn ist der Aufschwung erst einmal in Sicht, dürften potenzielle Verkäufer bestrebt sein, ihre „Kronjuwelen“ zu behalten. Kurzum: Yes, it's time to shop.

**Shoppem um jeden Preis?**

**C.-S. C.:** Nein. Allerdings haben Investoren in den letzten zwei, drei Jahren für die Risiken oft einen viel zu geringen Preis einkalkuliert. Gerade in der Boomphase 2006 / 2007 wurde nicht auf Basis von Cashflow-Potenzial eingekauft, sondern dank günstiger Zinsen Werte gehandelt. Genau diese extrem hohen Finanzierungsgrößen in Verbindung mit der Erwartung, man könne noch höhere Renditen bei geringem Risiko erzielen, indem man Kreditforderungen in sehr komplexe und äußerst intransparente Verbriefungen verpackt, stellten viele Eigentümer vor große Herausforderungen. So hat

die Finanzmarktkrise auch einen gesunden Perspektivwechsel bewirkt: Zurück zur Immobilie und einem fundamentalen Arbeiten. Wir lassen uns am risikoadjustierten Ertrag nach Kosten messen.

**Trotz globaler Strategie investieren Sie aber weiterhin in Deutschland?**

**C.-S. C.:** Selbstverständlich. Deutschland gehört weltweit zu den größten und stabilsten Märkten. Im Gegensatz zu anderen Städten haben deutsche Standorte keine Überhitzungstendenzen auf der Mietseite gezeigt und stellen daher eine wichtige Basis für Investitionen in andere Wachstumsregionen wie Asien und Osteuropa dar. Genau aus diesem Grund haben wir Anfang 2008 das Quartier Potsdamer Platz in Berlin erworben, ein aufgrund seiner Mischung sowie besonderen Objektqualität äußerst attraktives Prime-Portfolio mit stabilem Cashflow und auch Wertsteigerungspotenzial.

**Beim Fonds SEB ImmoInvest fällt auf, dass das Portfolio in den vergangenen Jahren deutlich umgeschichtet wurde.**

**C.-S. C.:** Ja, auch als Langfristinvestor, der wir sind, gehört es dazu, den Bestand regelmäßig zu überprüfen. In den vergangenen Jahren haben wir u. a. den kompletten Fondsbestand in Großbritannien und Spanien verkauft. Bereits 2005 / 2006 haben wir die außerordentlich gute Entwicklung des New Yorker Immobilienmarktes zur Optimierung des US-Portfolios genutzt.

**Sie sprachen von einschneidenden Veränderungen. Was meinen Sie konkret damit?**

**C.-S. C.:** Die Steigerungen der Immobilienwerte werden nicht mehr aus der Cap-rate resultieren, wie wir es vor allem in den vergangenen Jahren erlebt haben. Entscheidend für erfolgreiche Immobilieninvestoren sind die Qualität und die Erfahrung des Managements sowie der Zugang zu Informationen. Nehmen wir Asien. Hier hat die Zukunft gerade erst begonnen. Die asiatischen Länder bieten langfristig spannende Investitionsperspektiven. Dynamik bedeutet Veränderung, und die bedeutet Investitionschancen. Es geht um Wohnungen, Büroflächen, Einkaufs-

möglichkeiten und Infrastruktur. Es gibt heute rund 100 Millionenstädte in China, bis 2030 müssen diese Städte für mindestens 350 Millionen neue Einwohner fit werden!

Mehr als in allen anderen Märkten ist jedoch in Fernost der persönliche Kontakt, lokales Know-how sowie Vertrauen entscheidend. In Singapur haben wir ein fünfköpfiges Team und gehören mit mittlerweile rund 1,2 Mrd. EUR Investitionsvolumen zu den bedeutenden Investoren in Asien. Bereits 2007 sind wir beispielsweise mit dem ersten rein asiatischen Immobilien-Spezialfonds an den Start gegangen. Das größte Risiko ist nicht der Markt, sondern sich nicht ausreichend auf einen Markteintritt sowie den Immobilienerwerb vor-

zubereiten. Für die Chinesen sind Chancen und Risiken die beiden Seiten einer Medaille. Im Chinesischen gibt es daher für den Begriff Krise auch nur ein Schriftzeichen („wei-ji“), das aus diesen beiden Begriffen besteht. Damit wird klar ausgedrückt, dass Risiken Chancen bergen und ständig miteinander abgewogen werden müssen.

**Vielen Dank für das Gespräch.**

危机

Im Chinesischen setzt sich die Entsprechung des Begriffs „Krise“ aus zwei Ideogrammen zusammen: „wei“ steht für „Gefahr / Risiko“ und „ji“ weist auf „Gelegenheit / Chance“ hin.

# Risikoadjustierte Performancemaße für Offene Immobilienfonds

## Welchen Einfluss hat die Definition des Risikobegriffes auf das Performanceranking?

Während sich die Renditen der Offenen Immobilienfonds in den zurückliegenden Jahrzehnten vergleichsweise homogen entwickelt haben, sind in der jüngeren Vergangenheit immer deutlichere Unterschiede zwischen einzelnen Fonds auszumachen. Gerade im Juli 2009 machte der Morgan Stanley P2 Value Fonds negative Schlagzeilen, als im Zuge einer Neubewertung sämtlicher Immobilien eine Fondsrendite von -13,9 % auf Monatsbasis ausgewiesen wurde.

Einen ähnlich starken Renditeauschlag, wengleich in entgegengesetzter Richtung, hat es innerhalb der 50-jährigen Geschichte der Offenen Immobilienfonds in Deutschland nur ein weiteres Mal gegeben. Anfang 2007 erzielte der Fonds grundbesitz europa in Folge eines Portfolioverkaufs zwei aufeinander folgende Monatsrenditen von mehr als 4 %, was zu einer Rekordrendite

auf Jahresbasis von 15,4 % führte. Innerhalb der klassischen Performancemessung fließen die extremen Renditeausschläge in beiden genannten Fällen in gleicher Weise in die Risikomessung (Renditevolatilität) ein, wengleich die durchschnittlichen Renditen im ersten Fall stark negativ und im zweiten Fall stark positiv beeinflusst werden. Da jedoch bei verbreiteten Performancemaßen wie der hier dargestellten Sharpe Ratio die Renditeausschläge im Unterschied zu den Überrenditen quadriert berücksichtigt werden, führte die sehr hohe Rendite des grundbesitz europa im Jahr 2007 zu einer erheblichen Verschlechterung der zehnjährigen Sharpe Ratio.

Die nachstehende Grafik stellt die Renditen, Volatilitäten und Sharpe Ratios sämtlicher Offener Fonds dar, die seit mindestens zehn Jahren auf dem Markt sind. Es ist im Interesse des Anlegers, wenn die Rendite und

die Sharpe Ratio hoch sind und die Volatilität niedrig ist. Neben den 13 Offenen Fonds mit mindestens zehnjähriger Renditehistorie zeigt die Abbildung auch die Performancekennzahlen des von IPD berechneten OFIX-10. Der Index ist gemäß der Marktkapitalisierung der einzelnen Fonds gewichtet und dient als Vergleichsmaßstab.

Obwohl die Renditen des grundbesitz europa in den vergangenen zehn Jahren knapp 5 % pro Jahr im Durchschnitt betragen und der Fonds somit hinter dem SEB ImmoInvest die zweithöchsten Renditen erwirtschaftet hat, liegt er im Ranking nach der Sharpe Ratio nur im Mittelfeld hinter Fonds mit wesentlich geringeren Renditen. Die schlechte Rankingposition ist auf die vergleichsweise sehr hohe Volatilität der Renditen zurückzuführen, welche wiederum maßgeblich durch die hohen Renditen im Jahr 2007 beeinflusst ist.

Um der „Bestrafung“ sehr hoher positiver Einzelrenditen in der varianzbasierten Performancemessung entgegenzuwirken, kann an Stelle der Sharpe Ratio deren Weiterentwicklung, die Sortino Ratio, für das Performanceranking verwendet werden. Die Sharpe Ratio berechnet als klassische Performancekennzahl die Überrendite einer Geldanlage in Relation zu ihrem Risiko. Die Sortino Ratio stellt eine Modifikation der Sharpe Ratio dar, bei der nur die Returns als riskant betrachtet

werden, die unterhalb des minimal akzeptablen Returns (MAR) liegen. Technisch gesehen berücksichtigt die Sortino Ratio im Nenner nur das „downside risk“, also die Standardabweichung der Returns, die unterhalb des minimal akzeptablen Returns (hier: Euribor als risikoloser Zinssatz) liegen.

Bei der Mehrzahl der Fonds liegt die Sharpe Ratio unterhalb der Sortino Ratio, lediglich beim grundbesitz europa führt die Nichtberücksichtigung der sehr hohen Renditen im Jahr 2007 dazu, dass der Fonds eine höhere Sortino Ratio als Sharpe Ratio aufweist. Seine Rankingposition verbessert sich im Vergleich zum Ranking nach der Sharpe Ratio von Rang sechs auf Rang vier. Bei den beiden Fonds mit den höchsten Sharpe Ratios im Betrachtungszeitraum ergibt sich durch die semivarianzbasierte Risikodefinition eine veränderte Rangfolge: Während der SEB ImmoInvest nach der klassischen Sharpe Ratio knapp hinter dem CS EUROREAL rangiert, erlangt er nach der Sortino Ratio den ersten Rang.

Bei aller Begeisterung für die historische Zeitreihenanalyse darf die Betrachtung aktueller Portfolioent-

wicklungen jedoch nicht vernachlässigt werden. Der eingangs erwähnte Fall des Morgan Stanley P2 Value macht es deutlich: In den 37 Monaten von seiner Auflegung Ende 2005 bis Ende 2008 hat der Fonds keine einzige nominell negative Rendite erzielt. Der Renditeeinbruch im Juli 2009 mit -13,9 % war aus der bisherigen Zeitreihe keinesfalls zu erahnen.

Sicherlich sollte eine Zeitreihe von drei Jahren nicht zur unreflektierten Exploration von möglichen zukünftigen Entwicklungen herangezogen werden. Der von IPD als Benchmark der Offenen Fonds berechnete OFIX-10 Index berücksichtigt aus genau diesem Grund nur die Fonds, die über mindestens zehn Jahre Renditehistorie verfügen und somit zumindest einen Immobilienzyklus abbilden. Dennoch macht das Beispiel deutlich, dass die Beurteilung der aktuellen Portfoliostruktur von ebenso großer Wichtigkeit ist wie die Betrachtung der historischen Renditen.

Mit Blick auf die aktuell anstehende Wiederöffnung einiger Offener Fonds, die im Zuge starker Mittelabflüsse vorübergehend die Anteil-scheinrücknahme ausgesetzt hatten,

erscheint eine Beschränkung des Risikobegriffes auf negative Renditeausschläge sinnvoll.

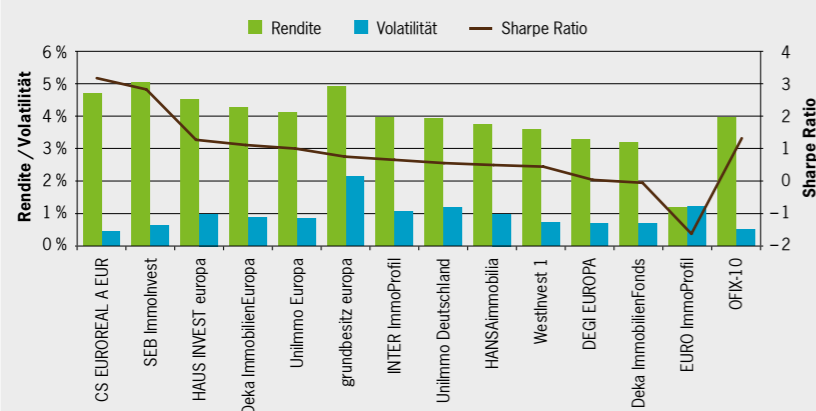
### Zusammenfassung

- Die teilweise erheblichen Veränderungen bezüglich der Renditevolatilität einiger Fonds in den vergangenen drei Jahren stellen die klassische varianzbasierte Performancemessung vor Herausforderungen.
- Die Nichtberücksichtigung starker positiver Renditen bei der Definition des Risikobegriffes erscheint aus Sicht des Anlegers plausibel.
- Die Berücksichtigung der Semivarianz als Risikodefinition resultiert in einigen Fällen in erheblichen Rankingpositionsveränderungen.
- Auch wenn in vielen Fällen varianz- und semivarianzbasierte Performancekennzahlen ähnliche Rankingergebnisse liefern, lassen die vereinzelt deutlichen Abweichungen die Verwendung asymmetrischer Performancemaße überlegen erscheinen.

### Sebastian Gläser

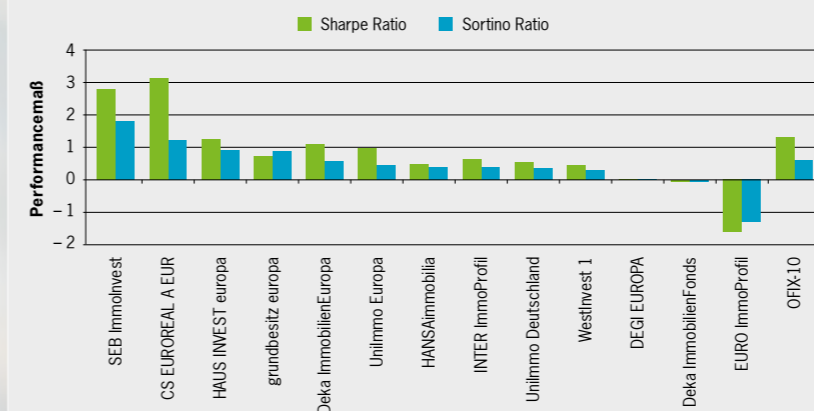
IPD Investment Property Databank GmbH, Wiesbaden

Rendite, Volatilität und Sharpe Ratio OFIX-10 Fonds (1999 bis 2008)



Quelle: IPD

Sharpe Ratio vs. Sortino Ratio OFIX-10 Fonds (1999 bis 2008)



Quelle: IPD

# Mit Eigentum ins Miteigentum – „Sieben Vorteile auf einen Streich“

Mit der Übertragung des Modells der Miteigentumlösung aus dem Wertpapier- ins Immobiliengeschäft entsteht für Anleger und Kapitalanlagegesellschaft eine Win-win-Situation.

Seit Mitte der 90er-Jahre haben viele institutionelle Anleger ihren Immobilien-Direktanlagebestand im Rahmen der Treuhandlösung in so genannte Einbringungsfonds übertragen, an denen sie alleinige Anteilscheinhaber waren. Auf diese Weise konnten sie einen klassischen Aktiv-Tausch in ihrer Bilanz vornehmen (von „Grundstücke“ in „Investmentanteile“). Vier wesentliche Vorteile sprachen und sprechen noch immer für eine derartige Lösung:

**1.** Durch den Verkauf an das Sondervermögen werden stille Reserven realisiert (aus der Differenz zwischen Buchwert und Übertragungswert).

**2.** Da sich die Immobilien nicht mehr im Direktbestand des Anlegers befinden, werden in seiner Gewinn- und Verlustrechnung die Mieterträge nicht mehr um die planmäßigen Abschreibungen reduziert und vermindern so nicht mehr die buchhalterischen Erträge.



**Roland Maria Döhn**  
Real Estate Special Mandates  
SEB Asset Management, Frankfurt

**3.** Während beim Direktbestand das Zufluss-Prinzip gilt, bietet ein Einbringungsfonds die Möglichkeit, die Ausschüttung der Erträge zeitlich zu steuern.

**4.** Bei Immobilienfonds besteht die Möglichkeit, Fremdkapital aufzunehmen, wodurch sich höhere Renditen erzielen lassen („Leverage-Effekt“). Allerdings ist den meisten institutionellen Anlegern, wie zum Beispiel Versicherungsunternehmen, die direkte Kreditaufnahme gesetzlich untersagt.

Der einzige Wermutstropfen bei derartigen Konstruktionen war bisher das Anfallen der Grunderwerbsteuer. Sie ließ sich nicht vermeiden, weil sich der Eigentümer im Grundbuch änderte, obwohl der Anleger weiterhin der wirtschaftlich Begünstigte blieb.

Nachdem aber durch die Ende 2007 erfolgte Novellierung des Investmentgesetzes nun auch für Immobilienfonds die so genannte Miteigentumlösung möglich ist, besteht

die Option, die Grunderwerbsteuer zu vermeiden. So kommt zu den genannten Vorteilen ein weiterer, wesentlicher hinzu:

**5.** Der Anleger überträgt zwar seine Immobilien in ein Sondervermögen, bleibt aber rechtlicher Eigentümer der Gebäude. Und wo kein Eigentumsübergang, da auch keine Grunderwerbsteuer und keine üblichen Nebenkosten (Notargebühren etc.).

Dies bedeutet eine Ersparnis von ca. 5 % des Immobilienwertes – bei einem angenommenen Immobilienportfolio von 500 Mio. EUR immerhin rund 25 Mio. EUR.

## Miteigentum im Masterfonds

Auch der Bereich Real Estate Special Mandates der SEB Asset Management beschäftigt sich seit dem Frühjahr 2009 damit, Miteigentumlösungen unter dem Dach von Masterfonds anzubieten, und steht zusammen mit weiteren Mitbewerbern im Rennen um Miteigentums-Fonds für institutionelle Anleger. Erfahrungen mit einem klassischen Immobilien-Masterfonds gibt es bei der SEB Asset Management bereits seit 2008. In einem Einanleger-Fonds werden u. a. von Dritten gemanagte Zielfonds im Volumen von aktuell ca. 430 Mio. EUR verwaltet.

In den neuen Miteigentums-Fonds sollen jetzt neben Beteiligungen an Immobiliengesellschaften und Anteilen an Immobilienfonds von Drittanbietern zusätzlich auch die bisher direkt gehaltenen Immobilien von Anlegern und deren Immobilienaktien gemanagt werden. Auf diese Weise wird alles, was direkt und indirekt mit Immobilien zu tun hat, über die Miteigentumlösung in Masterfonds unter einem Dach zusammengefasst.

Damit bietet der Masterfonds zwei weitere entscheidende Vorteile:

**6.** Durch die Aggregation der Zielfondsergebnisse im Masterfonds ergibt sich für den Anleger eine Glättung seiner Gesamt-Immobilienperformance. Selbst einzelne volatile Zielinvestments können im Gesamtportfolio geglättet werden, sodass zum Schluss alles dem Charakter der Immobilie als Langfristanlage entspricht.

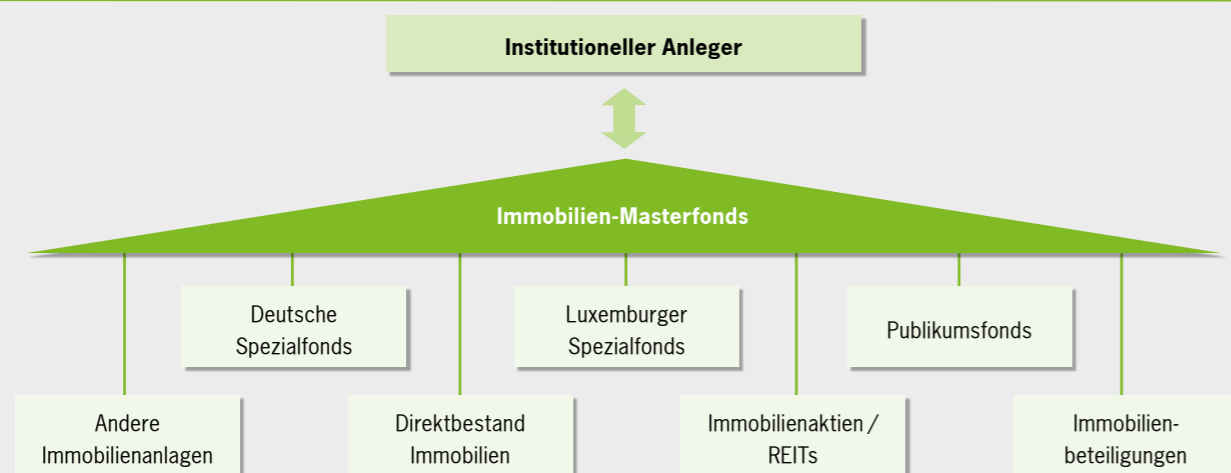
**7.** Musste der Anleger bisher die Zielinvestments für den Masterfonds einzeln in seiner Bilanz aufführen, so hat er künftig nur noch den Anteilscheinpreis des Masterfonds zu bilanzieren. Damit hat der Investor nicht nur „one face to the customer“, sondern auch noch „one price for the customer.“

Bei so vielen Vorteilen stellt sich natürlich die Frage nach eventuellen Nachteilen. Selbstverständlich wird ein derart neues Produkt vorher intensiv „inhouse“ untersucht, vor allem aber extern, von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern und, „last but not least“, vom institutionellen Anleger selbst, intensiv geprüft.

## Unisono lautet das Ergebnis:

„Risiken und Nebenwirkungen sind bisher nicht bekannt“ – und wie üblich im institutionellen Geschäft: „Bei auftretenden Zweifeln oder Problemen fragen Sie Ihren Wirtschaftsprüfer oder Fondsmanager.“

## Alles unter einem Dach



## Was erwartet uns mit UCITS IV?

Stellen Sie sich eine deutsche Kapitalanlagegesellschaft vor, die einen (eigenen) Luxemburger Investmentfonds verwaltet.<sup>1</sup> Dieser Investmentfonds ist ein milliardenschwerer Masterfonds, der von zahlreichen Feederfonds aus anderen europäischen Ländern gefüttert wird, die ebenfalls von der deutschen Kapitalanlagegesellschaft grenzüberschreitend verwaltet werden: Das ist UCITS IV, wenn es alle richtig machen ...

Stellen Sie sich zudem einen Anleger vor, der in einen dieser Feederfonds investiert hat und aufgrund eines zweiseitigen Dokuments in verständlicher Sprache ohne Fachbegriffe vollständig über Vor- und Nachteile des Investments in den UCITS informiert wurde und diesen problemlos durch andere, ebenso aufgebaute Dokumente mit anderen UCITS vergleichen konnte: Das ist UCITS IV, wenn es funktioniert ...

Bis Juli 2011 soll die so genannte UCITS IV Directive (oder OGAW-IV-Richtlinie) weitestgehend in nationales Recht überführt werden. Hierdurch wird es zu einer Veränderung der Investmentwelt und einer Verschiebung auf Seiten von Anbietern und Angebot kommen.

Nachdem nun die UCITS-Richtlinie im Jahr 2007 gerade erst durch die so genannte „Eligible Assets Directive“ im Hinblick auf die für einen UCITS

erwerbenden Vermögensgegenstände konkretisiert worden war, bestand kein Anlass, in diesem Punkt weitere Änderungen vorzunehmen. UCITS IV hat aus diesem Grund andere Ziele:

- Administrative Hindernisse für den grenzüberschreitenden Vertrieb von UCITS abbauen;
- eine Alternative zum als nicht zielführend erkannten vereinfachten Verkaufsprospekt entwickeln;
- grenzüberschreitende Fondsverschmelzungen ermöglichen;
- Master-Feeder-Strukturen regeln;
- Eine Angleichung der UCITS-Richtlinie an die MiFID;
- eine bessere Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden erreichen.

Die in der UCITS-IV-Richtlinie generell geregelten Komplexe werden durch so genannte „Level-2-Maßnahmen“ in einigen Bereichen eine Konkretisierung erfahren.



**Dr. Caroline Herkströter**  
Partnerin  
Norton Rose LLP

Nach der laufenden Konsultation hat der europäische Wertpapieraufseher CESR endgültige Vorschläge für Ende Oktober 2009 angekündigt.

Die wichtigsten Neuerungen werden nachfolgend zusammengefasst.

### 1. Key Investor Information (KII)

KII ist kurz gesagt das Dokument, welches den vereinfachten Verkaufsprospekt ersetzen soll. Auf zwei (bei komplexen Produkten maximal drei) Seiten sollen in streng vorgegebener Form, verständlicher Sprache und (noch) lesbarer Schriftgröße alle wesentlichen Informationen über das Investment für den Anleger zusammengefasst werden. Hier geht es neben den Angaben zum Fonds und der Verwaltungsgesellschaft auch um eine Darstellung der Kosten, Performance sowie der Anlagestrategie und Investitionsziele. Auch Chancen und Risiken sowie die entsprechenden (Warn-)Hinweise sind aufzunehmen.

In Bezug auf die Chancen- und Risikodarstellung favorisiert CESR eine Darstellung in Form eines Indikators (Einordnung des Fonds erfolgt in eine von nach dem jetzigen Verfahrensstand sechs vorgesehenen Risikoklassen) anstelle von einer reinen Textformaufklärung. Dies soll dem Anleger eine verbesserte

Vergleichbarkeit ermöglichen. Die Probleme in der Praxis liegen auf der Hand, da es hier darum gehen wird, möglichst europaweit einheitliche Determinanten zur Ermittlung des Indikators zu finden.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass die KII schon aufgrund ihrer Komprimiertheit nur zusammen mit dem Hauptprospekt umfassend informieren und im Rahmen einer Anlageberatung auf keinen Fall als ausreichend betrachtet werden können.

### 2. Produktpass

Auch im Bereich des grenzüberschreitenden Fondsvertriebs werden Fristen und Wege gestrafft. Es soll nunmehr so sein, dass spätestens zehn Arbeitstage nach dem Melde-schreiben der Investmentgesellschaft die Herkunftslandbehörde das Schreiben an die Aufsichtsbehörde des Vertriebslandes weiterzuleiten hat. Ab diesem Datum kann die Aufnahme des Vertriebs erfolgen. Eine nachgelagerte Kontrolle der

Vertriebstätigkeiten erfolgt dann durch die Aufsichtsbehörde des Aufnahmestaats. Durch diese Änderung der Vorschriften wird das „time to market“ erheblich reduziert werden, was von den Marktteilnehmern wohl durchweg als positiv bewertet werden wird.

### 3. Grenzüberschreitende Verschmelzungen

Man hat auf europäischer Ebene die Notwendigkeit erkannt, grenzüberschreitende Fondsfusionen zuzulassen. Davon ausgehend, dass viele kleinere Fonds auch für den Anleger aus Kostengesichtspunkten eher nachteiliger sind als weniger Fonds mit größerem Volumen, soll es nunmehr drei verschiedene Arten der Fondsverschmelzung geben.

(1.) Die vollständige Aufnahme eines Fonds oder mehrerer Fonds durch einen anderen existierenden Fonds, mit der Folge, dass die aufgenommenen Fonds aufgelöst werden und die Anteilsinhaber Anteile an dem neuen Fonds erhalten. (2.) Verschmel-

<sup>1</sup>Die entsprechenden Länder sind rein zufällig gewählt.

zung eines oder mehrerer existierender Fonds auf einen neu gegründeten Fonds, wobei die Anteilhaber der verschmolzenen Fonds Anteile an dem neuen Fonds erhalten, und (3.) Übertragung des Nettovermögens eines oder mehrerer aufgehender Fonds in einen anderen bestehenden Fonds, wobei die Fonds bestehen bleiben, bis sämtliche ihrer Verbindlichkeiten getilgt sind.

Bei allen Verschmelzungsvarianten sind den Anlegern ausreichend geeignete und präzise Informationen über die geplante Verschmelzung zu übermitteln. Künftig ist es möglich, Fonds mit einer unterschiedlichen Anlagepolitik zu verschmelzen, vorausgesetzt, dass die Anleger auf die unterschiedliche Anlagepolitik hingewiesen worden sind. Dem Schutz der Anleger wird dadurch Rechnung getragen, dass jedem Anteilhaber grundsätzlich ein kostenloses Rückgaberecht einzuräumen ist. Ebenfalls aus Anlegerschutzgründen ist die Zustimmung der Aufsichtsbehörde des aufgehenden Fonds erforderlich. Sofern kein unabhängiger Rechnungsprüfer die Ordnungsmäßigkeit des Umtauschverhältnisses, der Bewertungsmethoden und ggf. eines Barwertausgleiches bestätigt, ist dies nunmehr eine neue Aufgabe der Depotbank.

Völlig ungeklärt sind zurzeit die steuerlichen Auswirkungen einer solchen Verschmelzung. Von der steuerlichen Ausgestaltung wird somit wohl auch die praktische Akzeptanz und Relevanz abhängen.

#### 4. Master-Feeder-Strukturen

Bislang sind Master-Feeder-Strukturen in Deutschland aufgrund der Anlagegrenzen nicht möglich. Durch UCITS IV wird nunmehr eine explizite Regelung für solche Struk-

turen geschaffen. Mindestens 85 % seines Vermögens soll ein Feeder nun in einen Masterfonds investieren müssen. 15 % des Fondsvermögens können in andere liquide Instrumente oder bestimmte Derivate investiert werden (bei Gesellschaftsform des Fonds auch in unbewegliches Vermögen, welches für die Geschäftsausübung unerlässlich ist). Der gesamte Regelungskomplex ist so gefasst, dass er der Tatsache Rechnung trägt, dass es für den Anleger eher auf den Master- als den Feederfonds ankommt. Dieses spiegelt sich auch in der KII-Regelung wider.

#### 5. EU-Pass für Verwaltungsgesellschaften

Eigentlich gibt es ihn schon – den EU-Pass für Verwaltungsgesellschaften. Nur funktioniert hat er aufgrund zahlreicher nationaler Vorschriften und Interessen bisher nicht. So gab es auch nachhaltigen Widerstand, bevor eine Regelung in die neue Richtlinie Einzug halten konnte. UCITS IV soll Unklarheiten beseitigen und den EU-Pass durch klare Regelungen beleben. Vergleichbar ist die Regelung über den EU-Pass für Verwaltungsgesellschaften nun mit der für Banken oder Wertpapierdienstleister. Es wird damit

möglich, die grenzüberschreitende Tätigkeit als Verwaltungsgesellschaft anzuzeigen, um in einem anderen europäischen Staat einen UCITS nach dem dort geltenden Recht zu verwalten.

Diese Möglichkeit hat man auf europäischer Ebene sogleich ergriffen, um nahezu eine Gleichschaltung mit den MiFID-Vorschriften zu erreichen. Durch die Level-2-Maßnahmen werden nunmehr auch Wohlverhaltensregeln für Verwaltungsgesellschaften eingeführt, die mit denen der MiFID fast identisch sind. Soweit also Kapi-

talanlagegesellschaften nicht schon im Rahmen der MiFID eine Anpassung ihrer Strukturen, insbesondere in Bezug auf Interessenkonflikte, Zuwendungen, Dokumentation etc., vorgenommen haben, wird es hier zu einer Umstrukturierung der internen Abläufe kommen müssen.

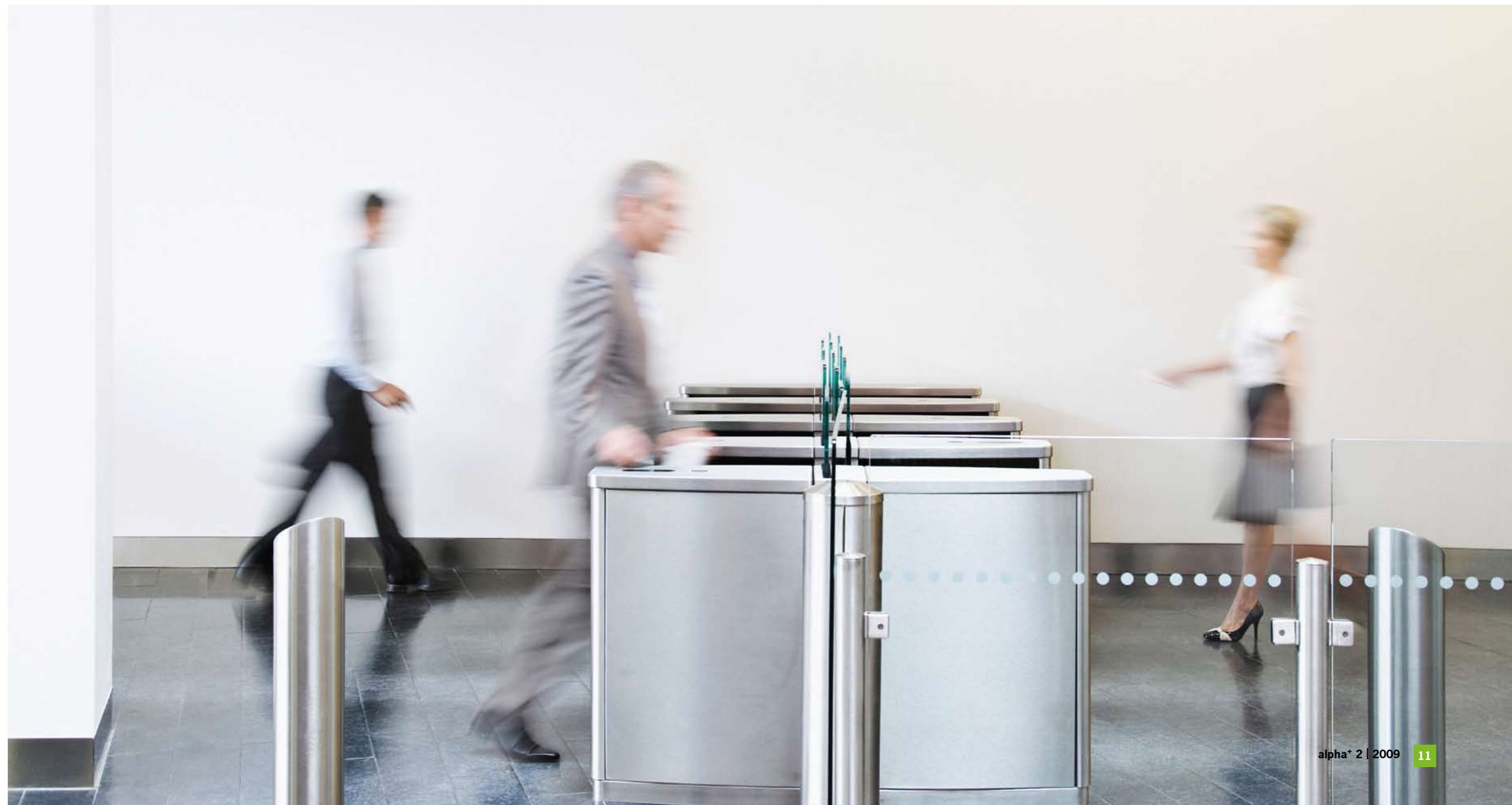
#### 6. Aufgabenteilung der Behörden

Hieraus folgt auch die der MiFID-Regelung vergleichbare Aufgabenteilung der Behörden. Die Verwaltungsgesellschaft und ihre Organisation sollen von der Herkunftslandbehörde beaufsich-

tigt werden. Der Fonds selbst unterliegt dann der Aufsicht und den Regelungen des Aufnahmestaates.

#### 7. Ein kurzer Ausblick

Es ist davon auszugehen, dass UCITS IV die Investmentwelt verändern wird. In welchem Umfang, hängt sicherlich von den Marktteilnehmern, aber auch den Rahmenbedingungen ab, die nicht auf europäischer Ebene geklärt werden. Die steuerliche Behandlung, aber auch das zivilrechtliche Umfeld mag eine Gesellschaft in ihren Entscheidungen beeinflussen.



## Offene Immobilienfonds – nicht alle über einen Kamm scheren



**Prof. Dr. Steffen Sebastian**

Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung  
an der IREBS International Real Estate Business School und  
Direktor am Center of Finance der Universität Regensburg

**Offene Immobilienfonds zeichnen sich im Vergleich zu anderen Anlageprodukten durch stabile Renditen in sich verändernden Märkten aus. Sie bieten ein grundsätzlich risikoaverses Investment und liefern Renditeergebnisse im mittleren einstelligen Prozentbereich. In der Vergangenheit konnte der Eindruck entstehen, dass sich die Offenen Immobilienfonds verschiedener Anbieter im Hinblick auf ihr Rendite-Risiko-Profil nicht oder nur wenig voneinander unterscheiden. Diese Zeiten sind allerdings vorbei.**

Im Juli 2009 überraschte ein Fondsanbieter Anleger und Branchenmitglieder mit der über zehnpromtigen Abwertung des Immobilienportfolios seines Offenen Immobilienfonds. Insbesondere fragten sich viele Anleger, ob nun auch bei den anderen Offenen Immobilienfonds mit Abwertungen in vergleichbarer Höhe zu rechnen sei.

Damit ist nicht zu rechnen – auch weil Offene Immobilienfonds noch immer nicht differenziert genug betrachtet werden. Bei Fonds anderer Asset-Klassen würden viele auch nicht pauschal vermuten, dass die Renditeentwicklung eines Fonds notwendigerweise Rückschlüsse auf die anderer Fonds zulässt.

### **Portfoliostruktur**

Kernmerkmal Offener Immobilienfonds ist die breit gestreute – diversifizierte – Immobilienanlage. Die Diversifikation eines Immobilienportfolios kann sich zum Beispiel über Regionen, Nutzungsarten, Gebäudealter, Objektgrößen und Mietlaufzeiten erstrecken. Die Anbieter Offener Immobilienfonds

nutzen die Ebenen in unterschiedlichem Ausmaß. Manche investieren global, andere nur in Europa oder Deutschland. Einige spezialisieren sich primär auf eine oder wenige Nutzungsarten. Andere achten vor allem auf die Objektgrößen oder die Struktur der Mietausläufe.

Je ausgewogener ein Immobilienportfolio diversifiziert ist, desto wahrscheinlicher ist eine stabile Wertentwicklung. Je größer ein Fonds ist, desto leichter kann das Fondsmanagement den Grundsatz der Risikostreuung umsetzen. Deswegen bieten größere Fonds tendenziell ein höheres Maß an Stabilität in sich verändernden Märkten.

### **Fondsalter**

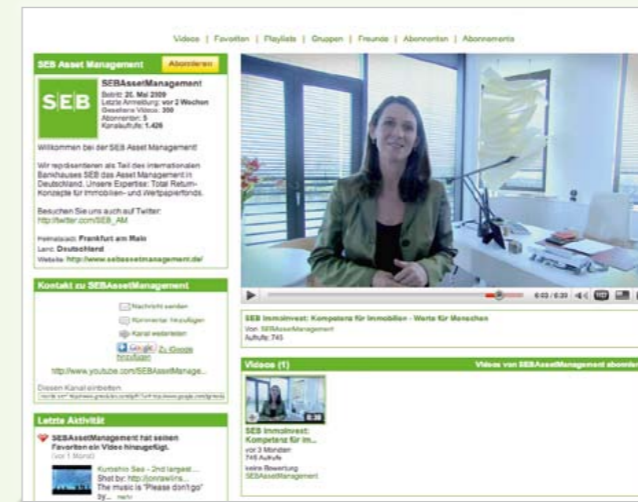
Nahtlos knüpft hier der Aspekt des Alters eines Offenen Immobilienfonds an. Je älter der Immobilienfonds ist, desto diversifizierter sind die Einkaufszeitpunkte der Immobilien. Ein seit Jahrzehnten bestehender Fonds hat seinen Bestand über viele Marktzyklen hinweg aufgebaut. Interessant ist hierbei die Beobachtung, dass die Mittelzuflüsse der

Offenen Immobilienfonds in der Vergangenheit in rezessiven Phasen besonders hoch waren. Dies ist keine Überraschung. In einer Rezession können Anleger am Aktienmarkt nicht viel verdienen, und eine sichere, vielleicht etwas langweilige Renditeentwicklung ist plötzlich attraktiv. Automatisch haben die Manager Offener Immobilienfonds damit in den Zeiten Investitionsmittel bekommen, in denen die Preise und Mieten niedrig sind – sie wurden zwangsläufig zu antizyklischen Investoren.

In den Boomphasen flossen die Gelder der Anleger in andere Anlageprodukte. Dieser Zusammenhang wurde während der letzten wirtschaftlichen Hochphase (2004 bis 2007) außer Kraft gesetzt. Die Mittelzuflüsse schwächten sich zwar zunächst ab, zogen aber ab 2006 – auf dem Höhepunkt des Booms – wieder an.<sup>1</sup> Zudem stieg die Anzahl der Offenen Immobilienfonds laut BVI von 2004 bis 2007 von 30 auf 42, d. h. um 40 %. Die Fonds, die in diesem Zeitraum aufgelegt wurden, haben ausschließlich während der Boomphase eingekauft.

<sup>1</sup>Fondsvermögen Offener Immobilienfonds in 2006: 75,5 Mrd. EUR, 2007: 83,4 Mrd. EUR, 2008: 84,3 Mrd. EUR. Quelle: BVI

# Social Networks: SEB Asset Management erweitert Informationsangebot im Internet



Die SEB Asset Management hat ihr Informationsangebot im Internet um Twitter und YouTube erweitert. Getwittert werden u. a. aktuelle TV- und Radio-Interviewtermine, Veröffentlichungen von Publikationen und News. Twitter bietet die Möglichkeit, zusätzlich zu den bereits bestehenden Informationskanälen Nachrichten schnell und unkompliziert zu kommunizieren. Auf YouTube präsentieren wir den SEB ImmoInvest-Film „Kompetenz für Immobilien – Werte für Menschen“.

Sie finden die neuen Angebote unter folgenden Adressen:

**Twitter:** [http://twitter.com/SEB\\_AM](http://twitter.com/SEB_AM)

**YouTube:** <http://www.youtube.com/SEBAssetManagement>

## Was ist Twitter und wie funktioniert es?

Twitter ist ein so genanntes Social Network – ein weltweit genutzter Informationsdienst, der angemeldete Nutzer auf Basis von Online-Kurzmeldungen, „Tweets“, miteinander vernetzt.

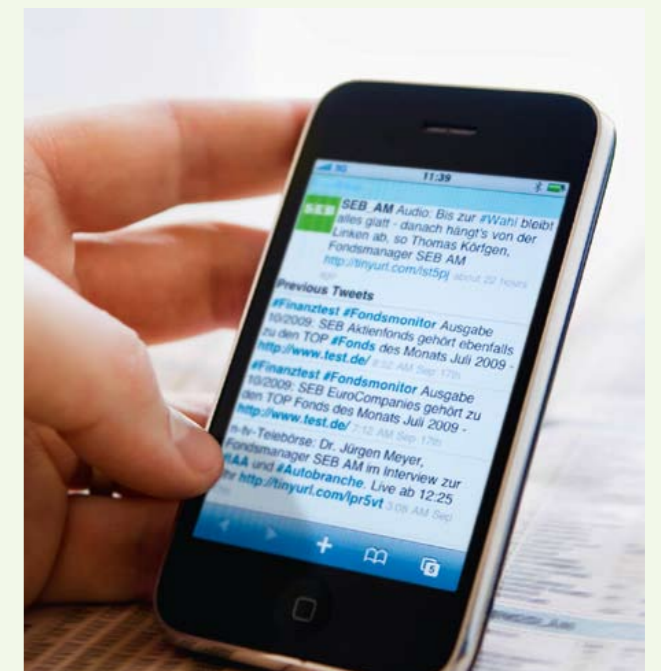
Benutzer können Tweets versenden und abonnierte Meldungen in ihrem Twitter-Eingang – am PC oder auch unterwegs per internetfähigem Mobiltelefon – empfangen.

Unter dem Benutzernamen „SEB\_AM“ werden unsere „News“ über Twitter veröffentlicht und mit den entsprechenden Hintergrundinformationen im Internet verlinkt.

Für die Kernaussage der Webnews einschließlich des Links stehen max. 140 Zeichen zur Verfügung. Dabei wird der Originallink häufig in eine Kurz-URL umgewandelt, um Platz zu sparen.

## Und YouTube?

YouTube ist ein Internet-Videoportal, auf dem die Besucher kostenlos Film- und TV-Ausschnitte, Musikvideos sowie selbst gedrehte Filme ansehen können. Die Videos lassen sich online im Webbrowser betrachten. Hierfür ist die Installation des für alle gängigen Browser kostenlos verfügbaren Adobe Flash Plug-ins erforderlich.



Weitere interessante Infos als Video gibt es hier:

## How to use Twitter?

<http://help.twitter.com/portal>

## Microblogging: Leben in 140 Zeichen

<http://www.elektrischer-reporter.de/elr/video/83/>

## Strategie des Fondsmanagements

Letztlich entscheidend für die Rendite-Risiko-Position eines Fonds ist die gewählte Strategie des Fondsmanagements und deren konsequente Umsetzung. Eine auf Stabilität ausgerichtete Investmentstrategie („Core“) konzentriert sich auf die Erzielung nachhaltiger Mieterträge. Schon beim Einkauf liegt der Fokus der Fondsmanager bei der Beurteilung der Immobilie auf der Mietrendite. Mögliche Wertsteigerungen sind hingegen in einer Core-Strategie kein hinreichender Investitionsgrund, sondern lediglich eine potenzielle zusätzliche Komponente des Total Returns. Historisch betrachtet, verfolgten die Manager Offener Immobilienfonds Core-Strategien – wenn auch mit unterschiedlichen Investmentsschwerpunkten. Deswegen

haben sich die Rendite-Risiko-Profile der Fonds nicht stark unterschieden. In den vergangenen Jahren haben sich die Strategien der Fondsmanager jedoch ausdifferenziert.

Sie mischten ihren Core-Portfolios Projektentwicklungen bei oder volatileren Nutzungsarten oder investierten in Länder, in denen kurzläufige Mietverträge üblich sind (Core / Core-plus-Strategien). Einige setzten ganz offen auf Wertsteigerungspotenziale von Immobilien (Value-Strategie). Es blieb nicht aus, dass sich die Rendite-Risiko-Positionen der „offensiveren“ Fonds von denen ihrer stabilitätsorientierten Pendanten zu unterscheiden begannen und sie sich volatiler entwickelten. Für diese Fonds bestand die Chance, dass sie die Core-Fonds bei der Renditeentwicklung deutlich

übertreffen können – genauso wie das Risiko, deutlich darunter zu liegen.

Fakt ist: Die Ausdifferenzierung der Strategien der Fondsmanager hat nachhaltig dazu geführt, dass Offene Immobilienfonds mittlerweile eine größere Bandbreite im Rendite-Risiko-Diagramm abdecken. Das heißt, wer heute einen Offenen Immobilienfonds kauft, legt damit eben nicht mehr automatisch ein Core-Produkt in sein Depot. Genauso wie bei jeder anderen Asset-Klasse auch, gilt es, genau hinzuschauen und dann eine informierte Entscheidung zu treffen. Die Anlagemöglichkeiten für den Anleger sind jedenfalls größer als je zuvor.

# „Seitdem der letzte Skeptiker seine Aktien verkauft hat, steigen die Kurse.“



**Dr. Jürgen Meyer**, Head of Euroland Equities bei SEB Asset Management, Frankfurt, managt seit 2006 einen der größten deutschen Aktienfonds. Im Gespräch mit alpha+ spricht der überzeugte Value-Manager über die Finanzmarktkrise, Trends und Marktzyklen, Marktführer sowie über den Rebound der Märkte und warum „Zeit Zeitpunkt“ schlägt.

**Quo vadis, Aktienmarkt? Noch weiter aufwärts, oder ist die Kursralle bereits vorbei? Ist der Moment für einen nachhaltig positiven Trend bereits gekommen? „Buy low, sell high“ – kaufe zu Tiefstkursen, verkaufe zu Höchstkursen, lautet die oberste Grundregel. Doch den richtigen Zeitpunkt zu treffen, zählt bekanntlich an den Finanzmärkten zu den großen Herausforderungen für Anleger.**

**Es gab lange vor der Finanzmarktkrise warnende Stimmen. War diese Krise vorhersehbar?**

**J. M.:** Im Nachhinein scheint immer alles so klar zu sein. Das war es leider nicht. Dass es in einigen Immobilien- und Rohstoffmärkten der Welt Spekulationsblasen gab, war bekannt. Einige wenige Banken hatten kraft starker Marktstellung ein einträgliches Geschäftsmodell. Bei vielen anderen musste fehlende Ertragskraft durch kreative Buchführung kompensiert werden. Da dies außerhalb der Bilanzen geschah, war es zwar für Außenstehende nicht direkt zu beleugen, aber doch plausibel zu vermuten. Weitaus schwieriger zu prognostizieren waren hingegen das Ausmaß dieser Luftbuchungen, insbesondere bei Instituten, die eigentlich nicht darauf angewiesen waren, ihr ohnehin profitables Kerngeschäft zusätzlich aufzublasen, und der Dominoeffekt, mit dem die „guten“ Banken durch ihre Forderungen gegen die „schlechten“ Banken mitgerissen wurden.

Es gab Indikatoren, die dem Kurssturz 1987 vorausdeuteten, es gab Indikatoren, die den Crash nach 2000 angezeigten

hatten, und es gab natürlich auch Indikatoren, die die jetzige Krise angekündigt haben. Allerdings waren es jedes Mal andere! Um auf die Frage zurückzukommen: Dass auf einige ein Problem zukommen könnte, war vorhersehbar – dass das Ganze in eine Welt-Wirtschaftskrise münden würde, nicht. Ich vergleiche solche Krisen gern mit Erdbeben: Deren genauer Ort und Zeitpunkt lässt sich auch nicht prognostizieren. Man kann aber erdbebensicher bauen.

**Was bedeutet dies für Aktienengagements?**

**J. M.:** Übertragen auf Aktien heißt dies: Konzentration auf Aktien von marktführenden Unternehmen mit niedriger Verschuldung und niedriger Bewertung. Die können sich in einem Sell-off wie letztes Jahr zwar auch schnell einmal halbieren, dürften aber nach der Krise in überschaubarer Zeit ihre alten Höchststände übertreffen.

**Wenn solche Krisen schon nicht prognostizierbar sind, worauf können Anleger achten, um von der nächsten Krise weniger hart getroffen zu werden?**

**J. M.:** Wenn diese Krise eines offengelegt hat, dann dies: Es gibt nur ganz wenige „unkorrelierte Asset-Klassen“. In dem Moment, wo eine Asset-Klasse als „unkorreliert“ identifiziert und akzeptiert ist, ändert sich die Korrelation. Das mussten all die erfahren, die zur Portfolio-streuung in Rohstoffe, ABS-Anleihen, Pfandbriefe, Schiffsbeteiligungen etc. investiert hatten, um die Volatilität zu senken. Mit Ausnahme von Staatsanleihen war in dieser Finanzkrise nahezu jede Anlageform kontraproduktiv. Historische Korrelationen sind offenbar kein geeigneter Maßstab für die Zukunft. Gleiches gilt für als „sicher“ identifizierte und akzeptierte Aktien von Telekommunikationsanbietern oder Versorgern.

Obwohl deren operatives Geschäft durch die Krise nicht nennenswert tangiert wurde, brachen ihre Aktienkurse teilweise dramatischer ein als der Gesamtmarkt. Selbst ein krisenfestes Geschäftsmodell schützt nicht davor, dass in Liquiditätsnöten

geratene Mitinvestoren durch Zwangsverkäufe die Kurse zumindest temporär in die Knie zwingen. Aktien sollte nur besitzen, wer solche Schwächephase durchstehen kann – und zwar sowohl mental als auch finanziell. Bei anderen Anlageformen nennt man das „Fristenkongruenz“.

**Die Fristenkongruenz betrifft einen Aktienanleger jedoch gar nicht ...**

**J. M.:** Nicht primär, das ist richtig. Aber wer eine Aktie nicht zehn Jahre lang besitzen will, sollte sie auch nicht zehn Minuten lang im Bestand halten. Und wer eine Anleihe mit 50 Jahren Laufzeit kauft, sollte mental bereit sein, sie auch 50 Jahre zu behalten. Dieser Grundsatz wurde offenbar in der Illusion „liquider“ Märkte fallen gelassen.

**Die letzte Krise liegt erst sechs Jahre zurück. Kann es sein, dass sich die Zyklen verkürzen?**

**J. M.:** Der Eindruck ist nicht von der Hand zu weisen. Da es immer mehr freie Liquidität gibt, die offenbar immer prozyklischer investiert und deinvestiert wird, scheinen die Ausschläge immer heftiger zu werden. Das Ganze trägt Züge eines Schneeballsystems. Glücklicherweise auch rückwärts. Seitdem der letzte Skeptiker im März seine Aktien verkauft hat, steigen die Kurse ...

**Schönes Stichwort: Viele meinen, die Kurse seien seit März zu schnell gestiegen!**

**J. M.:** Zu schnell für wen? Und wer hatte zuvor gewarnt, die Kurse seien zu schnell und zu tief gefallen? Es verblüfft mich, dass plötzlich viele, die die Krise nicht haben kommen sehen, jetzt wissen wollen, dass alles noch viel schlimmer kommt. Was mich zuversichtlich stimmt: Im Gegensatz zum Jahr 2000 gab es diesmal beim DAX-Stand von 8.000 mit Ausnahme einiger Modethemen keinen überbewerteten Aktienmarkt. Wie überhaupt diese Finanzkrise nicht primär eine Aktienkrise ist. Ist es sinnvoll, dass aufgrund von Kursverlusten die Dividendenrenditen von Telekommunikationsunternehmen und Versorgern heute doppelt so hoch sind wie die Renditen von zehnjährigen Bundesanleihen?

**Sind das Ihre „Favoriten“?**

**J. M.:** Verglichen mit zehnjährigen Bundesanleihen, ja. Verglichen mit Aktien von Allianz, BMW, VW und Porsche, BASF, Henkel oder Deutsche Bank, nein!

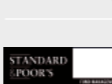
**Da sind aber einige Zykliker dabei, denen der Wind heftig ins Gesicht bläst.**

**J. M.:** Eben. Und die verdienen selbst in diesem Umfeld Geld, wo maßgebliche Wettbewerber vom Markt verschwanden und vielleicht weitere verschwinden werden. Das stimmt mich optimistisch für die Zeit nach der Krise. Die Exporteure waren übrigens die ersten, die vom Nachfrageeinbruch in den USA getroffen wurden. Es erscheint mir plausibel, dass diese die ersten Profiteure eines Aufschwungs sein könnten.

## Auszeichnung & Ratings SEB Aktienfonds



Morningstar  
Qualitative Rating



S & P Fund  
Management: A



Sauren  
Fondsmanager-Rating  
Aktien Deutschland 2009

**„Deutsche Aktien, gerade die marktführenden Standardwerte, sind attraktiv, weil sie in der Mehrzahl wirtschaftlich und finanziell robust, trotz jüngster Kurserholung noch unterbewertet und mit guten Perspektiven aufgestellt sind.“**



## ETF oder aktiv verwaltete Fonds: Was ist im Rentenbereich sinnvoll?

Die Banken- und KAG-Gemeinde arbeitet sich gerade mühsam aus dem Jammertal der letzten beiden Jahre heraus, das sinkende Börsenwerte, austrocknende Liquidität und Mittelabflüsse gebracht hat. Doch ähnlich dem berühmten kleinen gallischen Dorf gibt es ein Segment, das sich in widrigem Umfeld behauptet hat und als großer Krisengewinner gilt: börsennotierte Indexfonds (Exchange Traded Funds, kurz: ETF).

Auslöser war hier die Enttäuschung über die Wertentwicklung aktiv verwalteter Produkte. Die starken Verluste insbesondere an den Aktienmärkten trieben institutionelle, aber auch private Anleger in ETF. Momentan schwappt diese Welle, die im Aktienbereich begonnen hat, auch auf den Rentenbereich über. Zahlreiche Erfolgsmeldungen in der Presse und einige unzweifelhafte Vorzüge dieser Produkte haben jedoch dazu geführt, dass eine kritische Auseinandersetzung mit dem Thema ETF fast nicht stattfand. Dies soll zumindest ansatzweise dieser Beitrag leisten.

### Kostenfrage: alles relativ?

Für die meisten Investoren ist das wichtigste Argument pro ETF die geringere Gebührenbelastung: Der Ausgabeaufschlag entfällt und auch die Verwaltungsvergütung ist meist niedriger als bei aktiv verwalteten Produkten. Dies wiegt umso schwerer, als Letztere ihre selbst definierte Benchmark oft nicht schlagen.

Der Vorteil einer geringeren Verwaltungsvergütung gilt aber bei Rentenfonds nur bedingt. Solange der Anbieter eines Renten-ETF nicht über einen Fonds von enormer Größe verfügt, ist die Abbildung eines Index hier wesentlich schwieriger und damit auch teurer als bei einem Aktienfonds.

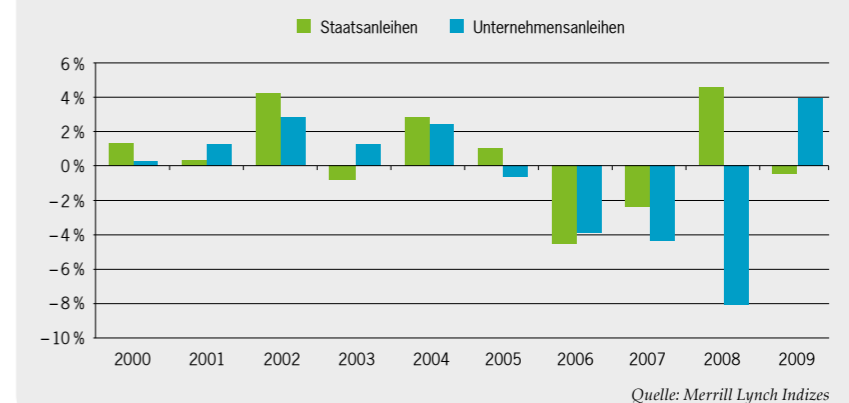
Während nämlich beispielsweise ein DAX-ETF lediglich aus 30 Titeln besteht, umfassen gängige Indizes für Euro-Staatsanleihen rund 300 Einzeltitel, für Unternehmensanleihen sogar bis zu 2.000.

Der Kauf dieser Anleihen und die große Umschlagshäufigkeit durch die monatliche Indexanpassung können zu einer spürbaren Kostenbelastung führen. Verteuernd wirkt außerdem die Tatsache, dass Bewertungskurse im Index und realisierte Handelskurse im Rentenbereich teilweise deutlich auseinanderklaffen. Handelskosten werden jedoch nicht in der Verwaltungsvergütung oder der so genannten Total Expense Ratio (TER) erfasst und sind daher für den Investor zunächst nicht sichtbar. Meist werden auch nicht

alle im Index enthaltenen Anleihen gekauft, sondern nur eine bestimmte Auswahl, von der man hofft, dass sie sich möglichst wie der Index verhält.

Erst der Unterschied in der Wertentwicklung von Index und Fonds bringt hier im Laufe der Zeit ans Licht, wie gut der Index wirklich nachgebildet wurde. Die Handelskostenkomponente fällt dabei umso stärker ins Gewicht, je intransparenter ein Markt ist: Anleihen werden ja, anders als Aktien, nicht über die Börse gehandelt. Der Unterschied in der Verwaltungsvergütung zwischen ETF und aktiven Fonds im Rentenbereich relativiert sich daher stark, für institutionelle Investoren spielt er in der Praxis gar keine Rolle mehr.

Preisentwicklung europäischer Anleihen seit 2000



### Frank Laufenburg

Head of Core Euro Fixed Income,  
SEB Asset Management, Frankfurt





### Indexorientierung im Rentenbereich: gut für Privatanleger?

Wichtiger als die Kostenfrage ist hier, ob ein Index überhaupt der Erwartungshaltung eines Investors an einen Fonds entspricht. Bei Aktien ist das oft, wenn auch nicht immer der Fall. Wer als Privatanleger in deutsche, europäische oder amerikanische Aktien investieren will, wird gegen die Anbindung an einen der gängigen Indizes wenig einzuwenden haben. Es muss sich nur um einen Performance- und nicht um einen Preisindex handeln (in Letzterem sind die wieder angelegten Dividenden nicht enthalten).

Eine Voraussetzung ist dabei, dass Verlustjahre von vornherein akzeptiert werden und das Geld in einem solchen Fall nicht abgezogen werden muss. Während den meisten Anlegern bei Aktien klar sein dürfte, dass Verlustphasen schmerzhaft und auch langwierig sein können, ist dies für viele Anleger im Rentenbereich noch eine recht neue Erfahrung.

Insbesondere deutsche Investoren verbinden mit Rentenfonds oft relativ stabile Ausschüttungen bei geringen Kursschwankungen. Diese Zeiten sind jedoch seit einigen Jahren vorbei. Vor allem die Phase nach dem Verlassen eines „Zinstals“ kann hier verlustreich sein, wie die Jahre 2006 und 2007 bewiesen haben. Die Grafik „Preisentwicklung europäischer Anleihen seit 2000“ auf Seite 19 zeigt die um die Ausschüttung bereinigte jährliche Kursentwicklung eines typischen europäischen Staatsanleihe- und eines Unternehmensanleiheindex.

Damit stellt sich die Frage, ob der Einstieg in Renten-ETF gerade jetzt in der Niedrigzinsphase überhaupt sinnvoll ist. Das darf vor allem dann bezweifelt werden, wenn die Erwartungshaltung der Anleger unverändert auf Stabilität gerichtet ist.

### Fazit: Drum prüfe, wer sich bindet!

ETF haben sich zu Recht zu einem etablierten Marktsegment in Deutschland entwickelt. Doch wie bei jedem Produkt sollte man sich hier nicht blind von der öffentlichen bzw. veröffentlichten Meinung treiben lassen. Jeder muss für sich selbst überlegen, ob Produkt und Erwartungshaltung zueinander passen. Denn wenn uns die langsam auslaufende Krise eines Lehren sollte, dann ist es, Modetrends nicht blind zu folgen und stets die Risiken im Auge zu behalten.

## Kräftig zugelegt: REITs reloaded!

**Blickt man auf die letzten anderthalb Jahre der börsennotierten Immobilienunternehmen zurück, könnte einem das Schlagwort „Abwrackprämie“ für REITs in den Sinn kommen. Sollte tatsächlich alles, was bis dahin über Real Estate Investment Trusts und Immobilienaktien gesagt wurde, plötzlich nicht mehr gelten? Ganz und gar nicht! REITs sind ein Megatrend und können durch die Kursverluste weniger Monate, noch dazu angetrieben durch externe Faktoren, nicht in Frage gestellt werden. REITs und Immobilienaktien sind panikartig verkauft worden, aber: Wer einmal innehält und die fundamentalen Fakten dieser Wertpapiere analysiert, wird die Kaufchancen erkennen. Der Aufschwung der börsennotierten Immobilienwerte ist bereits im vollen Gange. Und der eigentliche Aufschwung der börsennotierten Wertpapiere steht erst noch bevor.**

### Vorteil: klares Geschäftsmodell

REITs haben ein klares, transparentes Geschäftsmodell. Vergleicht man etwa einen REIT mit einem großen Industrie- oder Technologieunternehmen, wird dies offensichtlich. REITs können regional präzise zugeordnet werden. Damit sind sie der einzige Markt, in dem einzelne Immobilien, Regionen oder Länder aktiv selektiert werden können. Wer kann dagegen Siemens oder Nokia so eindeutig lokalisieren? Gibt es für diese Gesellschaften einen relevanten Heimatmarkt? Welche volkswirtschaftlichen



**Thomas Körfgen**  
Geschäftsführer und Fondsmanager  
SEB Asset Management, Frankfurt

Entwicklungen bestimmen den Unternehmenserfolg? Und wie errechnet sich der Börsenwert solcher Unternehmen? REITs schütten über 80 % ihrer aus Mieteinnahmen stammenden Erträge an die Aktionäre aus – aus diesem Ertragsfluss und dem Immobilienwert lässt sich weitestgehend der jeweilige Wert bestimmen.

Die drastischen Kurseinbrüche der letzten beiden Jahre haben für eine Verunsicherung der meisten Marktteilnehmer gesorgt, doch muss man an der Börse lernen, gegen sein Bauchgefühl zu agieren. Zumindest dann, wenn man auf erfolgreiche Zuwächse hofft. Die „Subprime-Krise“ war der Auslöser der größten Finanz- und Wirtschaftskrise, die fast alle heutigen Akteure je erlebt haben. Diese „Subprime-Problematik“ wurde in einem Atemzug mit den



US-Immobilienmärkten genannt. Dabei handelte es sich zum einen um ein Finanzierungsproblem der Banken und zum anderen zunächst allein um den Markt für Eigenheime. REITs vergeben keine Kredite und engagieren sich nicht in der privaten Eigenheimfinanzierung. Sie sind größtenteils im gewerblichen Immobilienmarkt zu Hause.

In der Krise blieb nun aber das Negativimage an den Immobilienmärkten generell haften. Und selbst Investoren, die sich allein von Bank- und Finanzwerten trennen wollten, verkauften teils ungewollt REITs, da diese oft fälschlicherweise in den jeweiligen Indizes geführt werden. REITs sind nun nicht die einzige Anlageklasse, die unbeschadet durch die Krise kam, und Kursverluste sind auch nicht nur Fehlspekulationen geschuldet. REITs waren jedoch erst dann betroffen, als die Finanzkrise sich auf die Realwirtschaft auswirkte. Sinkende Mieten und steigende Leerstandsquoten drohten den Ertrag für Anleger zu schmälern.

**Immobilie statt Aktienanlage**

Die teilweise enorme Diskrepanz zwischen Börsenwert und fundamentalem Unternehmenswert spricht aktuell für den idealen Einstiegszeitpunkt in REITs. Dass börsennotierte Immobiliengesellschaften sich kurzfristig mit den Aktienmärkten bewegen und deren Volatilität unterliegen können, zeigt ein Blick auf die Kursbewegungen der letzten Monate. Langfristig sind REITs jedoch eher als Immobilien- denn als Aktienanlage einzuordnen. In der jetzigen Situation wird dies zur idealen Mischung. Nach den Kursstürzen lassen sich aktienseitig nun Gewinne erzielen, während auf der Immobilienseite die gut aufgestellten Gesellschaften intakte Immobilienbestände mit hohen laufenden Ausschüttungen haben.

**Immobilienaktien vs. Aktien**

REITs und Immobilienaktien	Herkömmliche Aktien
spiegeln die Assetklasse Immobilien in deren liquider Form der Aktie wider	gehören ihrer eigenen Assetklasse Aktien an
REITs besitzen weltweit einheitliche Eigenschaften	keine globale Reglementierung
sind grundsätzlich regional zuordenbar	sind zumeist global tätig
sachwertorientiertes Investment	oftmals dienstleistungsorientiert
regelmäßige, unabhängige Bewertung des inneren Wertes durch externe Gutachter	Substanzwerte werden nicht extern ermittelt
höchste Ansprüche an Transparenz und Corporate Governance	Transparenz und Corporate Governance stehen nicht im Vordergrund der Betrachtung
stehen am Anfang ihrer Entdeckung	gesättigter Markt

Darüber hinaus verfügen insbesondere in der Euro-Zone Immobilienaktiengesellschaften und REITs mittlerweile wieder über sehr attraktive Dividendenrenditen.

Ein weiterer Punkt ist der steigende Emissionsdruck. Gerade in Deutschland besitzen die öffentliche Hand und Unternehmen hohe Immobilienbestände, die in aktives Vermögen umgesetzt werden müssen. Der Liquiditätsdruck und das Streben nach Konzentration auf das Kerngeschäft werden viele Unternehmen dazu veranlassen, sich von ihren Beständen zu trennen. In den nächsten Jahren dürften wir den noch ausstehenden Durchbruch der REITs dann auch in Deutschland erleben.

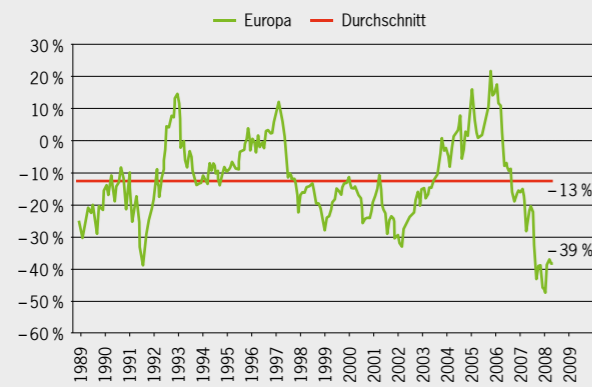
Mittlerweile befinden wir uns in einer Phase, in der sich die Spreu vom Weizen trennt. Wie gut ist die Lage der Immobilien, wie die Qualität der Mieter? Nicht nur Lage und Leerstand können zum Verhängnis werden.

Oft genug reicht die noch vor nicht allzu langer Zeit so beliebte hohe Fremdfinanzierungsquote. Für manche Gesellschaften werden die ausgetrockneten Kreditmärkte jedoch zur existenziellen Bedrohung. Stärkere Unternehmen mit hohem Eigenkapital können hingegen von der diffizilen Marktsituation profitieren, indem sie in der Lage sind, ihr Immobilienportfolio zu historisch günstigen Preisen zu erweitern. Professionelles Fondsmanagement und die Auswahl der richtigen Titel zählt daher jetzt mehr denn je und macht seit einem guten Jahr den Unterschied.

Während sich der Markt für REITs nur etwas bewegte, verzeichnete der SEB Real Estate Equity Global per Ende September 2009 einen Wertzuwachs von 63,3% und lag damit 32,8% über der Benchmark. Der aktive Managementansatz des Fonds hat sich bewährt.



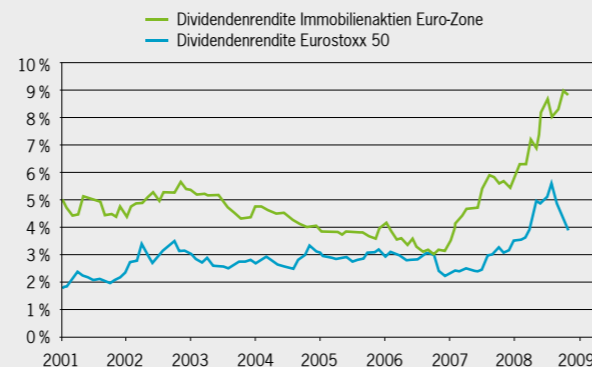
**Europa: Abschlag zum veröffentlichten NAV**



Quelle: EPRA

**Hohe Dividendenrendite**

Dividendenrendite vom 15.07.2001 bis 15.05.2009



Quelle: Kempen

# Das Immobilien-Standortbarometer

Die Weltwirtschaft zeigt aktuell überraschend deutliche Anzeichen einer Erholung. Der IWF und die OECD erklärten die tiefste Rezession der Nachkriegszeit bereits für beendet. Die Mehrheit der Auguren hat ihre Konjunkturprognosen für 2010 leicht angehoben. Aufgrund der noch nicht abgeschlossenen Anpassungsprozesse in der Wirtschaft, insbesondere im Finanzsektor, sowie der „künstlichen“ Stützung durch die Wirtschaftspolitik stehen jedoch hinter der Stärke und der Nachhaltigkeit des Aufschwungs noch einige Fragezeichen.

Die Vermietungsmärkte reagieren üblicherweise verzögert auf konjunkturelle Entwicklungen. So ist die Nachfrage nach Büroflächen in vielen Märkten weiterhin rückläufig, und die Unternehmen versuchen, Bestandsflächen effektiver zu nutzen und wo möglich unterzuvermieten.

Dies liefert auch eine Erklärung dafür, dass in einigen Metropolen die Vermietungsaktivitäten nach einem starken Rückgang im Sommer einen leichten Anstieg, zumindest jedoch eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau verzeichneten. Andererseits sind die Leerstandsquoten in allen Märkten weiter gestiegen. Dies wurde noch dadurch verstärkt, dass in Boomzeiten projektierte Flächen in mehr oder minder großem Ausmaß an den Markt kamen. Im Ergebnis waren die Mieten in den meisten Büromärkten noch rückläufig. In einigen zyklisch vorausseilenden Märkten wie London zeigen sich jedoch vereinzelt erste Stabilisierungstendenzen.

Der Trend steigender Leerstandsquoten und rückläufiger Mieten sollte sich wegen der verzögerten Reaktion der Vermietungsmärkte weiter fortsetzen. Die positiveren

Standortbarometer Immobilienmarkt			
Trend 2009 / 2010	Vermietung	Leerstand	Spitzenmiete
<b>Westeuropa</b>			
Amsterdam	▼	▲	▼
Brüssel City	▼	▲	▼
Berlin	▼	▲	▼
Düsseldorf	▼	▲	▼
Frankfurt City	▼	▲	▼
Hamburg	►	▲	▼
Köln	▼	▲	▼
München City	►	▲	▼
London West End	►	▲	▼
Paris Zentrum	►	▲	▼
Lyon	►	▲	▼
Rom	▼	▲	▼
Mailand	▼	▲	▼
Wien	►	▲	▼
<b>Nordeuropa</b>			
Helsinki	▼	▲	▼
Oslo	▼	▲	▼
Stockholm	►	▲	▼
<b>Osteuropa</b>			
Budapest	▼	▲	▼
Prag	►	▲	▼
Warschau	►	▲	▼
<b>USA</b>			
New York Midtown	▼	▲	▼
Chicago	▼	▲	▼
San Francisco	▼	▲	▼
<b>Asien</b>			
Singapur	►	▲	▼
Schanghai	►	▲	▼
Tokio	►	▲	▼

▲ steigend    ► stabil    ▼ fallend  
 ■ positiv    ■ negativ    ■ neutral

Konjunkturprognosen lassen jedoch erwarten, dass das Ausmaß der Korrektur weniger stark ausfällt und auch der zyklische Tiefstand bei den Mieten etwas früher erreicht wird als im Frühjahr noch erwartet. Auch hier wären die „üblichen Verdächtigen“ wie London und Paris zu nennen oder Büromärkte, die in ihrer Struktur einen hohen Verwaltungsanteil aufweisen, der traditionell wenig zyklisch reagiert – obgleich die leeren Staatskassen hier für die fernere Zukunft nichts Gutes verheißen. Angebotsseitig gestützt werden die Märkte zunehmend auch dadurch, dass geplante Projekte aufgrund der Restriktionen an den Kreditmärkten verschoben oder gestrichen werden.

Das Standortbarometer zeigt Ihnen, wie wir die Entwicklung der Büromärkte für 2009 / 2010 grundsätzlich einschätzen – fokussiert auf die zentralen Kennzahlen der Nutzermärkte. Diese Einschätzung ist die Basis für erfolgreiche Immobilieninvestitionen und ein aktives Management unseres Bestandsportfolios. Denn jede Phase des Immobilienzyklus bietet unterschiedliche Potenziale und Risiken, die wir im Rahmen unserer Aktivitäten berücksichtigen.

- Vermietung: Summe aller vermieteten Flächen als Indikator für die Nachfrage nach Büroflächen
- Leerstand: als Kennzahl für das bestehende Angebot an Büroflächen
- Spitzenmieteniveau: als Indikator für die Ertragsentwicklung von Immobilieninvestitionen

## Impressum

**Herausgeber:**  
SEB Asset Management AG  
Rotfeder-Ring 7  
60327 Frankfurt am Main  
Telefon: (0 69) 2 72 99-10 00  
Telefax: (0 69) 2 72 99-0 90  
E-Mail: info@sebam.de  
www.sebassetmanagement.de

**Redaktion:**  
Brigitte Schroll  
E-Mail: brigitte.schroll@sebam.de

**Textbeiträge:**  
Paul Dylla  
Norbert Schley  
Brigitte Schroll

**Gestaltung:**  
Baxter & Baxter Werbeagentur GmbH  
www.baxterundbaxter.de

## Rechtliche Hinweise:

In dieser Broschüre werden Fonds der SEB Investment GmbH in Frankfurt am Main und der SEB Asset Management S.A. in Luxemburg erwähnt. Die SEB Investment GmbH ist Kapitalanlagegesellschaft folgender in dieser Ausgabe erwähnter Fonds: SEB Aktienfonds, SEB Real Estate Equity Global, SEB ImmoInvest, SEB Total Return Bond Fund. Die SEB Asset Management S.A. ist Kapitalanlagegesellschaft für folgende erwähnte Fonds: SEB Asset Selection Fund und SEB deLuxe balance sowie SEB de Luxe classic plus.

Diese Broschüre dient ausschließlich Informationszwecken. Soweit sie Bezüge auf bestimmte Fondsprodukte enthält, ist sie eine Werbeinformation im Sinne des § 31 Abs. 2 Wertpapierhandelsgesetz. Sie stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf der dargestellten Produkte dar. Alleinverbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentanteilen ist der jeweils gültige Verkaufsprospekt in Verbindung mit dem jeweils letzten Jahres- und / oder Halbjahresbericht des Fonds. Diese Unterlagen können Sie kostenlos direkt über das Internet, bei einer Geschäftsstelle der SEB AG oder Ihrem Berater / Vermittler erhalten. Beratungsleistungen werden von SEB Asset Management AG nicht erbracht. Vor dem Kauf sollte eine ausführliche und an der individuellen Kundensituation ausgerichtete Beratung durch Steuer-, Rechts- und / oder Anlageberater erfolgen.

Anlagen in Fonds sind sowohl mit Chancen als auch mit Risiken verbunden. Der Marktwert einer Anlage kann sowohl steigen als auch fallen. In der Vergangenheit erzielte Renditen und Wertentwicklungen bieten keine Gewähr für die Zukunft; in manchen Fällen können Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen. Die Berechnung der Wertentwicklung erfolgt nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlages. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren und Provisionen sind in den Darstellungen nicht berücksichtigt.

Bei Anlagen in Auslandsmärkten können Wechselkursschwankungen den Gewinn beeinflussen. Soweit gesetzlich zulässig, wird keine Gewähr dafür übernommen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Ergebnisse und Ertragsprognosen erreicht werden. Soweit gesetzlich zulässig, wird ebenfalls keine Gewähr dafür übernommen, dass alle Annahmen, die für die Erreichung der Ergebnisse oder Ertragsprognosen relevant sind, berücksichtigt oder erwähnt worden sind. Nähere steuerliche Informationen und ausführliche Risikohinweise enthält der Verkaufsprospekt.

Der Inhalt dieser Broschüre stammt aus öffentlich zugänglichen Quellen, die als verlässlich angesehen werden. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen oder jeglicher Bedingungen eines zukünftigen Geschäftsangebots unter den hier genannten Voraussetzungen kann keine Gewähr übernommen werden, und weder die Weitergabe dieser Broschüre noch die Zurverfügungstellung weiterer Materialien begründet irgendwelche Aufklärungs- und Informationspflichten außerhalb der investimentrechtlichen Vorschriften. Insbesondere besteht keine Verpflichtung, Angaben, die sich ex post als falsch herausstellen, zu korrigieren. Die in dieser Broschüre zum Ausdruck gebrachten Meinungen externer Autoren müssen nicht unbedingt der Meinung von SEB Asset Management AG entsprechen.

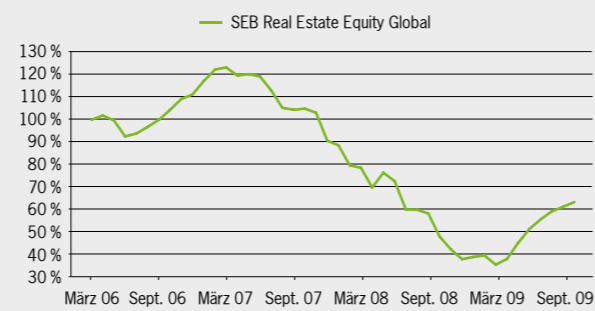
Die Verbreitung der hier enthaltenen Informationen sowie das Angebot der hier genannten Investmentanteile ist in vielen Ländern unzulässig, sofern nicht von der Verwaltungsgesellschaft des Sondervermögens eine Anzeige bei den örtlichen Aufsichtsbehörden eingereicht bzw. eine Erlaubnis von den örtlichen Aufsichtsbehörden erlangt wurde. Bitte nehmen Sie gegebenenfalls mit einer örtlichen Vertriebsstelle Verbindung auf. Diese Broschüre darf nicht in den USA verbreitet werden und die darin enthaltenen Produkte dürfen nicht von US-Personen erworben werden.

alpha\* wurde redaktionell am 15.10.2009 abgeschlossen.

## REITs reloaded. Das Beste aus zwei Welten.

12 Länder, 43 Unternehmen, 16.836 Immobilien – der SEB Real Estate Equity Global kann bei der Renditejagd aus einem breiten Universum schöpfen und hat in diesem Jahr bereits deutlich zugelegt. Der Aufschwung der börsennotierten Immobilienwerte ist in vollem Gange. Doch fundiertes Research ist ein Muss, denn weltweit gibt es große Unterschiede zwischen den Immobilienmärkten. Fondsmanager Thomas Körfgens (siehe Beitrag ab Seite 21) und sein Team berücksichtigen in einem kombinierten Top-down-/Bottom-up-Investmentprozess sowohl quantitative als auch qualitative Aspekte.

**Wertentwicklung vom 06.03.2006 bis 30.09.2009**  
(auf 100 indexiert)



Quelle: eigene Berechnungen

Die zentralen Antriebskräfte der großen Immobilienaktienmärkte in den Regionen Europa, Nordamerika und Asien-Pazifik werden mit einer starken Titelauswahl kombiniert. Nachdem asiatische Aktien lange Zeit besonders günstig bewertet waren, ist der Fonds aktuell stärker in fundamental günstigen Werten aus den USA unterwegs. „Unabhängig von den Regionen setzen wir aber auch in den nächsten Monaten auf Unternehmen mit starker Bilanz und niedrigen Refinanzierungsbedürfnissen“, so lautet Körfgens Strategie für die weitere Fondsausrichtung.

### SEB Real Estate Equity Global

ISIN	DE000A0B7JG6
Fondskategorie	Immobilienaktienfonds
Fondsmanager	Thomas Körfgens
Auflage	06.03.2006
Fondsvolumen	24,3 Mio. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	- 36,76 %
TER	1,56 %

Stand: 30. September 2009

Alle Fonds: Werbemitteilung im Sinne des § 32 Abs. 2 WpHG. Für weitere Informationen und Hinweise vgl. Seite 25. Wertentwicklung nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags. Wertentwicklungen der Vergangenheit ermöglichen keine Prognosen für die Zukunft.

## Relativ gut reicht nicht aus. Strukturiert und systematisch.



Fondsmanager:  
Jürgen Dreier

Neue Renten braucht das Land. Aus der Kombination von fundamentalen Markt- und Emittenteneinschätzungen als Basis einer langfristigen Anlageentscheidung mit der Unterstützung durch quantitative Modelle ist ein interessantes „neues Produkt“ geschaffen worden. Der SEB Total Return Bond Fund hat die Möglichkeit, fast das gesamte Spektrum des Rentenmarktes zu nutzen.

Durch aktive Durationssteuerung und Laufzeitauswahl soll bei jeder denkbaren Marktentwicklung ein positiver Ertrag erwirtschaftet werden. Ferner kommen, je nach Attraktivitätsgrad, Unternehmensanleihen mit Investmentqualität zum Einsatz. Aktuell ist das Portfolio hauptsächlich in ausgewählten Staatsanleihen und Pfandbriefen mit hoher Bonität und kurzen Restlaufzeiten investiert. Die Duration – sie liegt im Moment bei 1,3 Jahren und kann sowohl positiv als auch

negativ sein – wird mittels Finanzderivaten gesteuert. Die Steuerung erfolgt mithilfe eines quantitativen Modells zur Trenderkennung. Ein besonderer Fokus liegt auf dem Risikomanagement; die SEB-Fondsmanager arbeiten mit einer Risikobudgetierung und einem „value at risk“-Ansatz. Für das Anlagekonzept des Fonds bedeutet das eine Rendite nach Kosten, die nachhaltig 50 Basispunkte über 3-Monats-Euribor liegt. Mit Erfolg. Jürgen Dreier hat es in 2009 bisher geschafft, bei einer Wertentwicklung von rund 4,2 % die Volatilität deutlich unter 2 % p. a. zu halten.

### SEB Total Return Bond Fund

ISIN	DE0008473414
Fondskategorie	Rentenfonds
Fondsmanager	Jürgen Dreier
Auflage	15.08.1988
Fondsvolumen	166 Mio. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	188,77 %
TER	0,56 %

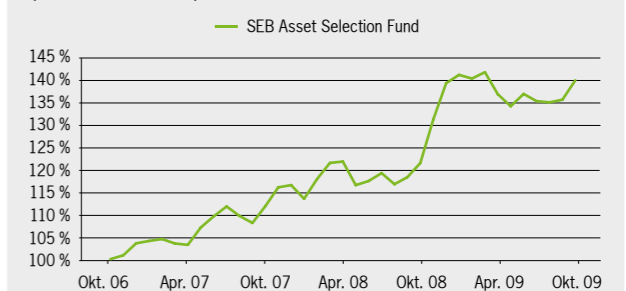
Stand: 30. September 2009

## Erfolgreicher Allrounder. Selektion im Zeichen der Märkte.

Zeichen erkennen und rechtzeitig handeln, die Veränderungen der Märkte durch Anpassung der Asset-Allokation aufgreifen – das ist das Erfolgsrezept von Hans-Olov Bornemann. Der „Fondsmanager des Jahres 2009“ geht seinen „eigenen Weg“.

„Die optimale Asset-Allokation bestimmt ein von uns entwickeltes quantitatives Modell, das auf fundamentalen, technischen und verhaltensorientierten Faktoren basiert. Wir fokussieren uns auf die wichtigen Allokationsentscheidungen zwischen, aber auch innerhalb von vier Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffe), um aus kurzzeitigen Kursschwankungen Kapital zu schlagen“, so Bornemann. Auf der Grundlage eines Basisportfolios von Geldmarktpapieren investiert er in Futures und andere derivative Instrumente, um die gewünschte Long- oder Short-Gewichtung zu erreichen. Über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren strebt er einen Wertzuwachs von 5 % über dem risikofreien Zins an. Das dabei angestrebte Risikoniveau liegt bei 10 % p. a. Sein hochgestecktes Ziel konnte Bornemann seit Auflegung erreichen: 11,9 % Performance pro Jahr, während der risikolose Zins (1-Monats-Euribor) 3,4 % betrug. Neu am Start: SEB Asset Selection Defensive (ISIN: LU0425992988). Das durchschnittliche Renditeziel dieser defensiven Variante: den risikolosen Zins um 2 % pro Jahr zu schlagen, das Risikoniveau soll bei durchschnittlich 5 % liegen.

**Wertentwicklung vom 03.10.2006 bis 30.09.2009**  
(auf 100 indexiert)



Quelle: eigene Berechnungen

### SEB Asset Selection Fund

ISIN	LU0256624742
Fondskategorie	Total Return Fonds
Fondsmanager	Hans-Olov Bornemann
Auflage	03.10.2006
Fondsvolumen	1,5 Mrd. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	40,06 %
TER	3,40 %

Stand: 30. September 2009

Alle Fonds: Werbemitteilung im Sinne des § 32 Abs. 2 WpHG. Für weitere Informationen und Hinweise vgl. Seite 25. Wertentwicklung nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags. Wertentwicklungen der Vergangenheit ermöglichen keine Prognosen für die Zukunft.

**Gestern Gold, heute High Yields, morgen XYZ. Flexibilität, die sich rechnet.**



Fondsmanager: A. Bichler, J. Kummer, D. Krzizok

Diversifikation allein ist nicht der Schlüssel zum Erfolg, denn Anleger müssen zur richtigen Zeit in den richtigen Märkten engagiert sein. Erst dann lohnt sich die Diversifikation. Eine solche dynamische, hoch liquide Anlagestrategie bieten die SEB deLuxe Fonds. Im Mittelpunkt steht die Erzielung einer positiven Rendite über gleitende 12 Monatsrenditen. Dabei soll ein Verlust von mehr als 2 % (im SEB deLuxe classic plus) und 10 % (im SEB deLuxe balance) in 12 Monaten nicht überschritten werden. Eine klare Zielvorgabe, die das Fondsmanagement seit Anwendung der Multi-Asset-Total-Return-Strategie erfüllt hat. Der Erfolg beruht auf einer regelbasierten Strategie, die auf die marktübergreifende Ausnutzung fehlbewerteter Risikoprämien ausgelegt ist. Beide „MATR-Fonds“ können innerhalb weniger Tage ihre Portfolios entsprechend der Marktentwicklung frei umbauen. Die

**„Think like an owner.“**

**Werte mit Substanz und Rendite finden.**

Abseits von Mainstream und Benchmark. Bei der Zusammenstellung des Portfolios verfolgt Fondsmanager Dr. Jürgen Meyer (siehe Interview ab Seite 16) einen aktiven und wertorientierten Investmentansatz, bei dem das Geschäftsmodell und Markteintrittsbarrieren im Zentrum stehen. Meyer investiert in günstig bewertete Unternehmen, die langfristig Wert schaffen und über künftige Gewinne den heutigen Kaufpreis amortisieren können. Damit verbunden sind eine überdurchschnittlich lange Haltedauer sowie ein konzentriertes Portfolio von 25 bis 30 Titeln.

Der überzeugte Value-Fondsmanager unterscheidet zwischen zwei Arten von Unternehmen. Seine Favoriten sind Premium-Unternehmen mit einem starken Wiedererkennungswert der Marke und hohen Markteintrittsbarrieren – und niedrigen Kursen. Wegen der weltweiten Krise im Automobilsektor wird der Sektor von vielen Anlegern momentan noch gemieden. Zumindest im Fall der deutschen Premium-Anbieter zu Unrecht. Deren Aktien haben aktuell ein Gewicht von 20 % im

Risikoparameter werden bewusst kurzfristig gewählt, um auf Veränderungen am Kapitalmarkt rasch reagieren zu können. Einzelne Anlageklassen können dabei stark übergewichtet oder auch komplett weggelassen werden.

**SEB deLuxe classic plus**

ISIN	LU0135018314
Fondskategorie	Multi Asset Total Return
Fondsmanager	Bichler / Kummer / Krzizok
Auflage	03.09.2001
Fondsvolumen	40,1 Mio. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	10,28 %
TER	1,70 %

Stand: 30. September 2009

**SEB deLuxe balance**

ISIN	LU0122754046
Fondskategorie	Multi Asset Total Return
Fondsmanager	Bichler / Kummer / Krzizok
Auflage	02.01.2001
Fondsvolumen	28,6 Mio. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	10,20 %
TER	2,00 %

Stand: 30. September 2009

SEB Aktienfonds. Im DAX kommt die Automobilindustrie auf 10 %. Sein Favorit ist BMW, bei denen er langfristig an deutliche Effizienzsteigerungen glaubt. Seine Stock-Picker-Qualitäten hat er in 2009 bewiesen. Mit 9,4 % Outperformance gegenüber dem DAX in den ersten neun Monaten konnte Meyer offenbar die Spreu gut vom Weizen trennen.

**SEB Aktienfonds**

ISIN	DE0008473471
Fondskategorie	Aktienfonds Deutschland
Fondsmanager	Dr. Jürgen Meyer
Auflage	15.08.1988
Fondsvolumen	783,1 Mio. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	220,49 %
TER	0,95 %

Stand: 30. September 2009

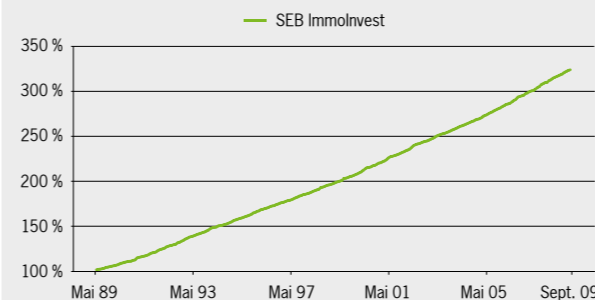
*Alle Fonds: Werbemitteilung im Sinne des § 32 Abs. 2 WpHG. Für weitere Informationen und Hinweise vgl. Seite 25. Wertentwicklung nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags. Wertentwicklungen der Vergangenheit ermöglichen keine Prognosen für die Zukunft.*

**Von Grund auf wertbeständig. Der Klassiker für Stabilität.**

Stabile überdurchschnittliche Rendite bei möglichst geringer Volatilität ist das Hauptmerkmal des SEB ImmoInvest. Dem Fondsmanagement ist es in den vergangenen 20 Jahren gelungen, den Fonds sicher und stabil durch unterschiedliche Marktphasen zu steuern. Die konservative, ertragsorientierte Strategie hat sich einmal mehr bewährt, das Immobilien-Flaggschiff zeigt sich unverändert stabil.

Vor allem dank der vorausschauenden Umschichtung des Immobilienbestandes von volatilen Märkten wie Großbritannien und Spanien zugunsten stabilerer Märkte – allen voran Deutschland – sowie gerade in konjunkturellen Schwächephasen zeichnet sich der Fonds durch seine nachhaltige Portfoliostruktur aus: 146 Objekte in 18 Ländern an über 60 Standorten, 1.500 Mietverträge, 2,1 Mio. qm Mietfläche. Auf Core-Objekte und die Erzielung stabiler Mieterträge will Fondsmanagerin Barbara Knoflach auch in Zukunft bauen. Mit Blick auf die Trendwende an den Märkten sieht sie in den kommenden Monaten gute Einkaufsmöglichkeiten zur Stärkung des Ertragspotenzials.

**Wertentwicklung vom 02.05.1989 bis 30.09.2009 (auf 100 indexiert)**



Quelle: eigene Berechnungen

**SEB ImmoInvest**

ISIN	DE0009802306
Fondskategorie	Offener Immobilienfonds
Fondsmanager	Barbara Knoflach
Auflage	02.05.1989
Fondsvolumen	6,1 Mrd. EUR
Wertentwicklung seit Auflage	225,48 %
TER	0,60 %

Stand: 30. September 2009

*Alle Fonds: Werbemitteilung im Sinne des § 32 Abs. 2 WpHG. Für weitere Informationen und Hinweise vgl. Seite 25. Wertentwicklung nach BVI-Methode, d. h. ohne Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags. Wertentwicklungen der Vergangenheit ermöglichen keine Prognosen für die Zukunft.*



# Wir leben nachhaltiges Wachstum.

Alte Prinzipien sind gute Prinzipien. In der Natur hat sich das nachhaltige Wachstum seit Millionen von Jahren bewährt. Wir sehen darin die Leitidee für Total Return im Asset Management: unabhängig von Märkten und Benchmarks dauerhaft eine positive Zielrendite anzustreben.

Rund 60 Prozent unserer Assets managen wir nach diesem Ansatz. Unsere Konzepte basieren auf Immobilien, Fixed Income und Multi Asset.

**Nutzen Sie unsere Stärke zu Ihrem nachhaltigen Vorteil.**

[www.sebassetmanagement.de](http://www.sebassetmanagement.de)



Beste Immobilienfondsgesellschaft Deutschlands



SEB Asset Selection Fund  
Fondsmanager  
Hans-Olov Bornemann



SEB Aktienfonds

SEB deLuxe balance

SEB deLuxe classic plus

SEB Total Return Bond Fund

SEB Total Return Quant Fund

**SEB**