

Portfolio-Rating

29.07.2005

GRUNDWERT
F O N D S

RCP & Partners GmbH

DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1 Bewertung.....	4
2 Evaluation.....	5
3 Immobilienportfolio.....	6
3.1 Inland.....	6
3.1.1 Bestandsobjekte.....	6
3.1.1.1 Performance/Vermietungserfolg.....	7
3.1.1.2 Objektqualität.....	8
3.1.1.3 Standortattraktivität.....	8
3.1.2 Transaktionen.....	9
3.1.3 Projektentwicklungen.....	9
3.2 Ausland.....	10
3.2.1 Bestandsobjekte.....	10
3.2.1.1 Performance/Vermietungserfolg.....	10
3.2.1.2 Objektqualität.....	10
3.2.1.3 Standortattraktivität.....	10
3.2.2 Transaktionen.....	11
3.2.3 Projektentwicklungen.....	11
3.3 Grundstücksgesellschaften.....	11
3.4 Latente Steuern.....	11
3.5 Portfolioeffekt.....	11
4 Liquidität.....	14
4.1 Formen der Liquiditätsanlage.....	14
4.1.1 Bankguthaben.....	14
4.1.2 Geldmarktinstrumente.....	14
4.1.3 Investmentanteile.....	14
4.1.4 Wertpapiere.....	14
4.1.5 Liquiditätsquote.....	14
4.2 Währungssicherungsinstrumente.....	15
4.3 Fremdfinanzierung.....	15
4.4 Total Expense Ratio.....	15
4.5 Gesamtbeurteilung der Liquidität.....	16
5 Gesamtergebnis Portfolio Rating.....	17

Abbildungsverzeichnis

<i>Abbildung 1: Geographische Verteilung des Immobilienportfolios inkl. Grundstücksgesellschaft</i>	<i>6</i>
<i>Abbildung 2: Zielallokation</i>	<i>6</i>
<i>Abbildung 3: Beurteilung einzelner Segmente</i>	<i>7</i>
<i>Abbildung 4: Transaktionsaktivitäten in Prozent des Gesamtverkehrswertes.....</i>	<i>9</i>
<i>Abbildung 5: Prozentualer Anteil der Segment-VW am Gesamtportfolio-VW in Deutschland</i>	<i>11</i>
<i>Abbildung 6: Portfoliostruktur in Prozent des Verkehrswertes</i>	<i>12</i>
<i>Abbildung 7: Kurssicherung Großbritannien</i>	<i>15</i>
<i>Abbildung 8: Endfälligkeit der Kredite</i>	<i>15</i>
<i>Abbildung 9: Zinsbindungsfristen</i>	<i>15</i>
<i>Abbildung 10: Darstellung des Gesamtergebnisses</i>	<i>17</i>
<i>Abbildung 11: Immobilienportfolio in Deutschland</i>	<i>18</i>
<i>Abbildung 12: Immobilienportfolio in Großbritannien</i>	<i>18</i>
<i>Abbildung 13: Immobilienportfolio in Italien.....</i>	<i>18</i>
<i>Abbildung 14: Immobilienportfolio in den Niederlanden</i>	<i>18</i>

GRUNDWERT FOND S

3 + Gut

Parameter

Datum	29.07.2005
Einheiten	Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH (DEGI)
Assetklassen	Offene Immobilienfonds
Produkte	GRUNDWERT-FONDS

Kontakt

Rated Party	Bärbel Schomberg (Sprecherin der Geschäftsführung), ☎ +49-69-263-13824, baerbel.schomberg@degi.com
Analysten	Stefan Götsche (Chief Analyst, verantwortlich), ☎ +49-611-33449-81, goettsche@dix.de Stefan Motz (Analyst), ☎ +49-611-33449-86, motz@dix.de Gerry F. Dietel (Analyst), ☎ +49-611-33449-85, dietel@dix.de Michael Roth (Senior Analyst), ☎ +49-611-33449-84, roth@dix.de

Ergebnisse

Bewertung

Ratingskala	
+ 1	Exzellent
- 2	Sehr gut
+ 3	Gut
- 4	Befriedigend
+ 5	Mangelhaft
- 6	Ungenügend

Portfolio Rating 3 +	Immobilien 3 + Liquidität 2	Performance/Vermietungserfolg	3 -
		Standortattraktivität	2 -
		Objektqualität	2
		Portfolioeffekt	3 -

Alle Rechte vorbehalten. Die Quellen zu den Fakten in diesem Portfolio-Rating Report halten wir für zuverlässig, können deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit jedoch nicht garantieren. RCP/DID übernehmen keine Verantwortung für Verluste oder Schäden aufgrund von Fehlern oder vorgenommenen Wertungen. Ratings und Einschätzungen können sich ändern und sollten nicht alleinige Grundlage für Investmententscheidungen sein.

GRUNDWERT F O N D S

3 + Good

Parameters

Date	2005-07-29
Units	Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH (DEGI)
Asset Classes	Open-end Real Estate Funds
Products	GRUNDWERT-FONDS

Contact

Rated Party	Bärbel Schomberg (Speaker of the Management Board), ☎ +49-69-263-13824, baerbel.schomberg@degi.com
Analysts	Stefan Götsche (Chief Analyst, responsible), ☎ +49-611-33449-81, goettsche@dix.de Stefan Motz (Analyst), ☎ +49-611-33449-86, motz@dix.de Gerry F. Dietel (Analyst), ☎ +49-611-33449-85, dietel@dix.de Michael Roth (Senior Analyst), ☎ +49-611-33449-84, roth@dix.de

Results

Evaluation

Rating Scale	
+ 1	Excellent
- 2	Very good
+ 3	Good
- 4	Satisfactory
+ 5	Inadequate
- 6	Weak

Portfolio Rating 3 +	Real Estate 3 + Liquidity 2	Total Return/Rental Success 3 -
		Locational Quality 2 -
		Property Quality 2
		Portfolio Effect 3 -

All rights reserved. Facts in this portfolio rating report are taken from sources believed reliable, but RCP&DID cannot warrant their accuracy and or completeness. RCP&DID accepts no liability for any loss or damage arising from errors or matters of opinion expressed. Ratings and views presented are subject to revision and should not solely be relied upon for investment decisions.

3 Immobilienportfolio

Der **GRUNDWERT-FONDS** wies zum 31.03.05 ein Fondsvolumen in Höhe von 5.773,0 Mio. EUR auf. 98,0% des Fondsvolumens entfielen auf Immobilien (Verkehrswerte), 13,5% auf Liquiditätsanlagen und 2,2% auf sonstige Vermögensgegenstände, was einem Wert von 6.565,7 Mio. EUR entspricht. Hiervon werden die Verbindlichkeiten in Höhe von 792,7 Mio. EUR subtrahiert, so dass sich gemessen am Fondsvolumen eine Verbindlichkeitsquote von 13,7% ergibt (Die Auslastung der Kreditgrenze zum 31.03.2005 nach §37 KAGG betrug 10,1%).

Die 75 gehaltenen Objekte hatten einen Verkehrswert von insgesamt 5.613,1 Mio. EUR. Hierin enthalten ist eine Beteiligung an einer italienischen Grundstücksgesellschaft in Höhe von 136,4 Mio. EUR.

Der GRUNDWERT-FONDS erzielte im vergangenen Kalenderjahr eine Fondspersformance von 2,6%, wobei die Ausschüttungsrendite 3,5% betrug. Über die vergangenen zehn Kalenderjahre konnte der GRUNDWERT-FONDS kumuliert betrachtet eine Performance von 48,5% erwirtschaften, was einer durchschnittlichen jährlichen Verzinsung von 4,0% entsprach – die Ausschüttungsrendite alleine belief sich auf 4,7%. Die gesamte reale Verzinsung betrug damit im Durchschnitt der letzten 10 Jahre 2,6% p.a.

Der Investitionsschwerpunkt des GRUNDWERT-FONDS liegt auf Büro- und Handelsimmobilien in Europa, wobei der Fokus bisher klar auf Deutschland lag. Langfristige Mietverträge und bonitätsstarke Mieter sind wesentliche Kriterien bei der Objektauswahl. Immobilieninvestments außerhalb des EWR dürfen laut §2 Abs. 2 BVB i.V.m §27 Abs.3 KAGG im GRUNDWERT-FONDS 49,0% des Sondervermögens nicht übersteigen. Primäres Ziel ist es, dem Anleger ein wertbeständiges Immobilieninvestment mit attraktiver Rendite bei geringem Risiko anzubieten.

Die aktuelle Portfoliosituation (31.03.2005) des GRUNDWERT-FONDS zeigt, dass 83,8% des Immobilienportfolios in deutschen Liegenschaften investiert sind. Großbritannien, die Niederlande und Italien weisen einen Anteil von insgesamt 16,2% auf. Bei den Auslandsobjekten liegt der Fokus eindeutig auf Großbritannien.

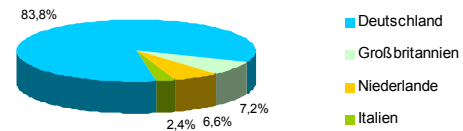


Abbildung 1: Geographische Verteilung des Immobilienportfolios inkl. Grundstücksgesellschaft

Die DEGI strebt mit einer Allokation von 60,0% der Liegenschaften in Deutschland und 40,0% in europäischen Kernmärkten eine Neuausrichtung der Investitionsstrategie des GRUNDWERT-FONDS an. Um dieses Ziel zu erreichen soll der Auslandsanteil über einen Zeitraum von 4 Jahren kontinuierlich erhöht werden. Es sind in diesem Zeitraum Verkäufe deutscher Immobilien im Wert von ca. 700 Mio. EUR und eine Neuakquisition europäischer Immobilien im Wert von ca. 1.700 Mio. EUR beabsichtigt.

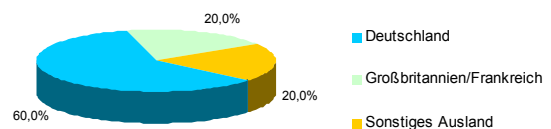


Abbildung 2: Zielallokation

Zum 31.03.2005 betrug der Marktwert der direkt gehaltenen Immobilien 5.476,7 Mio. EUR, des Weiteren wurden 136,4 Mio. EUR über Grundstücksgesellschaften gehalten. Im Vergleich zum selben Zeitpunkt des Vorjahres hat der Verkehrswert der Immobilien um ca. 1.330,0 Mio. EUR abgenommen. Dies ist im Wesentlichen auf die starken Verkaufsaktivitäten des letzten Geschäftsjahres zurückzuführen.

Der durchschnittliche Objektwert der direkt gehaltenen Immobilien betrug 74,0 Mio. EUR und erhöhte sich somit gegenüber dem Vorjahr um ca. 22,0 Mio. EUR je Objekt. Der durchschnittliche Einzelobjektwert ist damit als hoch anzusehen.

3.1 Inland

3.1.1 Bestandsobjekte

Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich auf die 62 in Deutschland gelegenen Bestandsgrundstücke. Zu diesen zählen ausschließlich Objekte, die während des gesamten Jahres 2004 im Bestand des Portfolios gehalten wurden.

3.1.1.1 Performance/Vermietungserfolg

Zur Berechnung des Kriteriums Performance/Vermietungserfolg wird die Performancebetrachtung für das Kalenderjahr 2004 zur Bestimmung der IST-Situation herangezogen. Basierend auf Prognosewerten für die nächsten 36 Monate wird ein möglicher Wert für den zukünftigen Performance/Vermietungserfolg abgeleitet. Unter Performance wird im Folgenden die Gesamtertragsrendite als Total Return bestehend aus Netto-Cash-Flow-Rendite und Wertänderungsrendite analysiert. Die Differenz aus Bruttomieteinnahmen und nicht umgelegten Bewirtschaftungskosten im Verhältnis zum durchschnittlich gebundenen Kapital stellt dabei die Netto-Cash-Flow-Rendite dar. Die Wertänderungsrendite ergibt sich aus dem Verhältnis der Veränderungsrate der Verkehrswerte der Immobilien zum durchschnittlich gebundenen Kapital. Bei der Beurteilung des Vermietungserfolgs werden der derzeitige Leerstand, die Restlaufzeit der Mietverträge und die aktuellen Mietverträge analysiert. Mit der Performance und dem Vermietungserfolg wird der Status quo sowie die angestrebte Entwicklung hinsichtlich des finanziellen Erfolges des GRUNDWERT-FONDS analysiert. Als Benchmark dient die DID Datenbank, die den größten Teil der Immobilien institutioneller Investoren in Deutschland repräsentiert. In dieser Datenbank befinden sich zur Zeit 3.490 Objekte mit einem Marktwert von ca. 61.052,0 Mio. EUR.

Die deutschen Bestandsgrundstücke des GRUNDWERT-FONDS erzielten im Jahr 2004 einen Relativen Return in Höhe von 0,4%, d.h. sie erreichten im Vergleich zur Benchmark eine um 0,4% höhere Performance.

Aufgrund der negativen Entwicklung des Büroimmobilienmarktes war die relative Wertänderungsrendite mit -0,2% unterdurchschnittlich. Dies ist insbesondere auf den starken Fokus des GRUNDWERT-FONDS auf Büroimmobilien zurückzuführen. Vor allem durch höhere Mieteinnahmen und infolgedessen einer im Vergleich zum Gesamtmarkt besseren Relativen Netto-Cash-Flow-Rendite (+0,6%) konnte der negative Effekt aus der Wertentwicklung im GRUNDWERT-FONDS überkompensiert werden.

Bei einer Betrachtung über einen Zeitraum von drei Jahren erzielten die deutschen Bestandsobjekte des GRUNDWERT-FONDS eine um 0,2% höhere und im 5-Jahreszeitraum eine um -0,3% niedrigere Rendite gegenüber der Benchmark.

In der nachfolgenden Grafik sind die Einzelergebnisse pro Segment dargestellt. Der Marktdurchschnitt, der zu einem Wert von 3,5 führen würde, ist als rote Linie dargestellt.

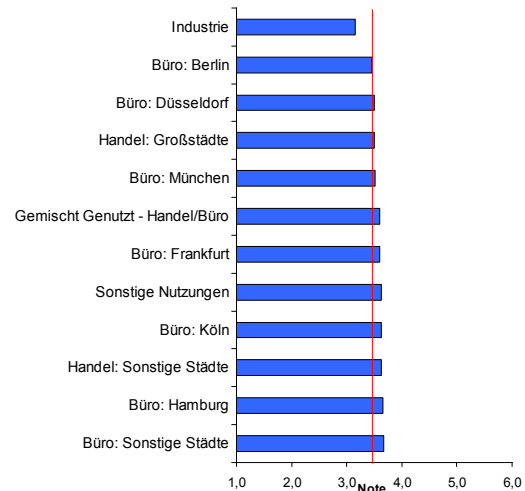


Abbildung 3: Beurteilung einzelner Segmente

Das Segment „Industrie“ erzielte im Bereich Performance/Vermietungserfolg das beste Ergebnis, gefolgt von den Büroimmobilien in Berlin. Ausschlaggebend für das gute Ergebnis war jeweils die überdurchschnittliche Wertentwicklung der Objekte gegenüber der Benchmark.

Bestehende Mietverträge in Verbindung mit dem aktuellen Leerstand können eine Indikation geben, welche Entwicklung das Immobilienportfolio im kurz- bis mittelfristigen Zeithorizont nehmen wird. Somit wird der Beurteilung des Leerstandes und der aktuellen Mietvertragssituation besondere Bedeutung zugemessen.

Die Leerstandsrate gemessen in Prozent des entgangenen Rohertrages bei den Objekten des GRUNDWERT-FONDS liegt im Vergleich zur DID Benchmark, um 1,6 Prozentpunkte höher. Das Marktsegment „Büro Köln“ hatte dabei mit 0,4% in 2004 den geringsten Leerstand. Im Gegensatz dazu hatten die Objekte des Grundwert-Fonds im Segment Büro Hamburg mit 33,7% einen hohen Leerstand zu verzeichnen.

Ca. 10,5% des nachhaltigen Rohertrages werden in 2005 in Deutschland zur Nachvermietung anstehen. Zu den folgenden Jahren stellen sich die Werte für die Nachvermietung wie folgt dar:

- 2006 – ca. 8,9%
- 2007 – ca. 20,7%
- 2008 – ca. 12,2%
- 2009 – ca. 4,6%
- 2010 – ca. 8,0%

Es wird deutlich, dass im Zeitraum 2005 - 2007 mehr als 40,0% und bis 2010 ca. 65,0% des nachhaltigen Rohertrages zur Neuvermietung

kommen werden. In Deutschland bergen die kurzfristig auslaufenden Mietverträge des GRUNDWERT-FONDS relativ hohe Risiken aufgrund der aktuellen Vermietungssituation. Dennoch bestehen hier auch Chancen, falls langfristige Mietverträge abgeschlossen werden können und somit ein nachhaltiger Ertrag erzielt wird. Durch Vertragsverlängerungen und Neuvermietungen konnten im ersten Halbjahr 2005 72.100 m² vermietet werden.

Aus den oben genannten Punkten ergibt sich eine Performance/Vermietungserfolgs Beurteilung für **Bestandsobjekte** in Deutschland von **gut minus**. Diese Note setzt sich aus den

- Bestandteilen des Total Returns,
- der Leerstandsquote,
- der Restlaufzeit der Mietverträge,

zusammen. Der GRUNDWERT-FONDS strebt bei der Entwicklungsbetrachtung über einen Zeitraum von 36 Monaten einen Wert von **gut** an. Diese Beurteilung ergibt sich aus der Analyse der prognostizierten Total Returns sowie deren Komponenten der Netto-Cash-Flow-Rendite und der Wertänderungsrendite. Aus der Neuausrichtung der Investitionsstrategie sowie einer erwarteten positiven Entwicklung an Nebenstandorten wird eine leichte Verbesserung des Kriteriums Performance/Vermietungserfolg angenommen.

3.1.1.2 Objektqualität

Zur Bestimmung der Objektqualität wurde ein Scoringverfahren verwendet, so dass eine qualitative Beurteilung der Liegenschaften vorgenommen wurde. Es erfolgte eine Aufteilung in eine IST- und ZUKUNFT- Betrachtung, um eine mögliche Entwicklung bzw. Veränderung der Objektqualität zu analysieren.

Zur Bestimmung der Objektqualität für Büro-, Handels- und Wohnimmobilien werden die individuellen Anforderungen an die Nutzungsart geprüft, diese werden anschließend nach IST-Situation und Entwicklungs-Perspektive (ZUKUNFT) der Immobilien untergliedert.

Die IST-Situation wird mit Hilfe folgender Kriterien beurteilt:

- Repräsentativität und Architektur,
- Ausstattung,
- Wirtschaftlichkeit und Effizienz,
- Objektzustand,
- Drittverwendungsfähigkeit und

- Investitionen (z.B. Aufwendungen für Modernisierungsmaßnahmen).

Die Kriterien werden nutzungsartenspezifisch gewichtet. Die Teilergebnisse für die Entwicklungsperspektive bestimmen sich aus dem Potential jedes einzelnen Objektes. Die Ergebnisse aus der Beurteilung der IST-Situation und die Einschätzung der zukünftigen Entwicklung ergeben die Gesamtbeurteilung der Objektqualität.

Das Scoring der Objektqualität wurde durch die Besichtigungen von ausgewählten Objekten verifiziert.

Die Gesamtbetrachtung der Qualität aller Objekte ergibt eine positive IST-Situation. Bei der zukünftigen Entwicklung wird von DEGI die Aufrechterhaltung einer gleich bleibend hohen Objektqualität angestrebt.

Die besten Einzelergebnisse für die IST-Situation erzielten die Büroobjekte des GRUNDWERT-FONDS in Düsseldorf, dicht gefolgt von den Objekten in München. Dagegen lagen die Objekte in Berlin am unteren Ende der Wertskala.

Die Beurteilung von **sehr gut minus** ist dabei sowohl durch einen überdurchschnittlichen Objektzustand gepaart mit einer guten Objektausstattung als auch hoher Repräsentativität bedingt.

3.1.1.3 Standortattraktivität

Analog zur Objektqualität diente zur Beurteilung der Standorte ein Scoringverfahren. Die Betrachtung der aktuellen IST-Situation sowie die mögliche Entwicklung eines Standortes (ZUKUNFT-Situation) sind in die Beurteilung der Standortattraktivität eingeflossen.

Die Analyse des Standortes ist zum einen bezüglich der mittelfristigen Verkäuflichkeit der Immobilie sowie im Hinblick auf die Attraktivität für die Mieter für jede Objektbeurteilung von großer Bedeutung. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass ein Standort nicht duplizierbar ist. Sinnvollerweise werden Lagen dabei zunächst in Makro- und Mikrostandorte unterteilt. Hieraus lassen sich so dann Kriterien ableiten, welche eine individuelle Beurteilung erlauben. Kennzeichnend für einen Makrostandort sind das großräumige Gebiet (Land, Stadt, Region etc.), in dem sich die Liegenschaft befindet.

Die Teilergebnisse für den Makrostandort setzt sich aus den Kriterien

- gesamtwirtschaftliche Entwicklung,
- internationale Attraktivität,
- Leerstandsrate im Markt,

- Flächenumsatz,
- Marktgröße und
- Marktphase

zusammen.

Das unmittelbare Umfeld des Objektes wird auf Mikroebene hinsichtlich der folgenden Kriterien analysiert:

- Lage,
- allgemeine Verkehrsanbindung,
- Nahversorgungsinfrastruktur und
- Image.

Die Standortattraktivität aller Objekte im GRUNDWERT-FONDS wird durch eine gute Beurteilung für die gewählten Makrostandorte in Höhe von **gut plus** beschrieben. Ebenso ergibt sich eine sehr gute Note für die Mikrostandorte mit **sehr gut**.

Es wird deutlich, dass der GRUNDWERT-FONDS die Investitionsstrategie verfolgt, vorzugsweise in den großen Immobilienhochburgen zu agieren. Damit verringert sich aufgrund der höheren Marktliquidität an diesen Standorten das Exit-Risiko bei einem möglichen Verkauf. Auch bei den Mikrolagen wurde vorzugsweise in 1A-Lagen investiert.

Bei einer näheren Betrachtung der einzelnen Marktsegmente wird deutlich, dass insbesondere Objekte im Sektor "Gemischt Genutzt – Handel/Büro" sowie in den Bürosegmenten Frankfurt und München in Bezug auf die Standortqualität oberhalb des Durchschnitts lagen.

3.1.2 Transaktionen

Im Kalenderjahr 2004 wurden neben 71 Verkäufen drei Zukäufe an den Standorten Berlin, Köln und Unterföhring getätigt. Aus diesen Transaktionen resultiert ein gegenüber dem Markt weit überdurchschnittliches Nettoinvestitionsvolumen von ca. -1.200,0 Mio. EUR. Damit sank der Wert des Immobilienportfolios um ca. 26,0%.

Im Segment „Büro Berlin“ wurde durch den Zukauf eines Objektes im Vergleich zum Teilmarkt überdurchschnittlich investiert. Die Verkaufsaktivitäten führten bei dem am stärksten gewichteten Segment, „Büro Frankfurt“, trotz der massiven Verkäufe zu keiner relevanten Gewichtsreduktion im Immobilienportfolio. Bei Beobachtung der Verkäufe wird ersichtlich, dass die Veräußerungserlöse, gemessen am Verkehrswert zum Jahresende, mehr als das Dreifache gegenüber dem Mittelfluß für Zukäufe betrug.

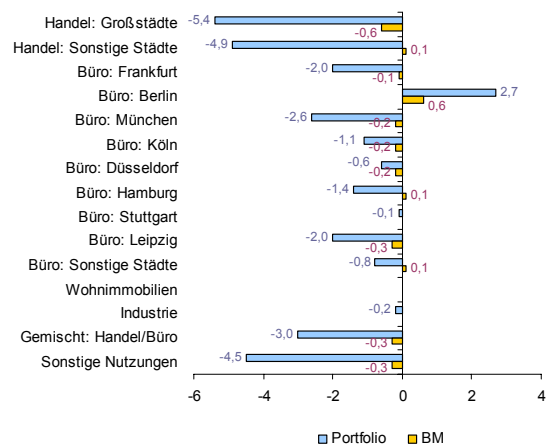


Abbildung 4: Transaktionsaktivitäten in Prozent des Gesamtverkehrswertes

Die Veräußerung deutscher Objekte reflektiert die aktuelle Strategie beim GRUNDWERT-FONDS den Anteil deutscher Objekte zu verringern. Jedoch wurden drei vollvermietete Objekte mit langfristigen Mietverträgen in Deutschland erworben. Hierbei handelt es sich um die Hauptverwaltung der Bayerischen Versicherungsbank AG/Allianz Versicherungs-AG in Unterföhring, sowie Liegenschaften in Köln und Berlin, welche von der Allianz Versicherungs-AG langfristig gemietet sind.

3.1.3 Projektentwicklungen

Im Deutschlandportfolio des GRUNDWERT-FONDS befinden sich im Jahr 2004 keine Projektentwicklungen. Diese Entscheidung nicht in Projektentwicklungen zu investieren, ist als eine risikoaverse Investitionsstrategie zu interpretieren und steht damit im Einklang mit der geplanten Ausrichtung des GRUNDWERT-FONDS.

3.2 Ausland

3.2.1 Bestandsobjekte

Der GRUNDWERT-FONDS ist mit 10 Objekten und damit mit 16,2% des Immobilienvermögens im Ausland investiert, dies entspricht einer absoluten Investitionssumme von ca. 909,0 Mio. EUR. Diese Investments setzen sich nach Ländern gegliedert wie folgt zusammen:

- 4 Objekte in Großbritannien
- 5 Objekte in den Niederlanden
- 1 Objekt in Italien (gehalten über Grundstücksgesellschaft, siehe 3.3)

3.2.1.1 Performance/Vermietungserfolg

Die Bestandsobjekte in Großbritannien erzielten in 2004 eine geringere Performance als die entsprechende Benchmark, die sich aus allen Objekten des gleichen Segments zusammensetzt. Als Referenzbenchmark dienten die Segmentwerte des IPD UK Annual Index für Großbritannien mit 243 betrachteten Portfolios, 11.000 Liegenschaften und einem Marktwert von 121.000 Mio. GBP.

Bei genauerer Betrachtung der Abweichung zur Länderbenchmark wird ersichtlich, dass insbesondere die geringeren Wertänderungsrenditen ursächlich dafür waren. Bei vier Objekten des GRUNDWERT-FONDS veränderte sich der Verkehrswert nicht. Dagegen betrug die Wertänderung der Benchmark in Großbritannien 7,8 Prozentpunkte. Die Netto-Cash-Flow-Rendite der Fondsobjekte liegt leicht über der Benchmark, was auf eine grundsätzlich sehr gute Objektauswahl und –verwaltung schließen lässt.

Die Investments in den Niederlanden entwickelten sich, gemessen am Total Return, etwas schlechter als die entsprechende Benchmark. Eine höhere Netto-Cash-Flow-Rendite im Vergleich zur Benchmark konnte jedoch die schwächere Wertänderungsrendite nicht ausgleichen. Das Investment in Italien performte im Vergleich zum Markt unterdurchschnittlich, was ausschließlich aus der niedrigeren Netto-Cash-Flow-Rendite resultierte. Auf der Wertseite des Objektes gab es in 2004 keine Veränderungen. Damit ergab sich für das Kriterium Performance/Vermietungserfolg ein Wert von **gut minus** für die ausländischen Bestandsobjekte.

Die Unterperformance über alle ausländischen Objekte hinweg resultierte hauptsächlich aus

einer geringeren Wertänderungsrendite gegenüber den einzelnen Länderbenchmarks.

Die Auslandsinvestments des GRUNDWERT-FONDS werden aufgrund der Annahme einer Verbesserung der Marktentwicklung in den berücksichtigten Ländern mit **sehr gut** eingeschätzt.

3.2.1.2 Objektqualität

Die Investmentobjekte in Großbritannien erhielten die Beurteilungen **sehr gut minus** für die IST-Situation der Objektqualität. Es ist von einer leicht negativen Entwicklung des Wertes auszugehen.

In den Niederlanden erreichte der GRUNDWERT-FONDS den Wert **sehr gut** für die aktuelle Objektqualität. Diese wird bei der Entwicklungsbetrachtung vermutlich auf dem gleichen Niveau bleiben.

Das italienische Investment erzielt eine Beurteilung für die Objektqualität mit **sehr gut** für die aktuelle Situation, es wird eine konstant bleibende Entwicklung angestrebt.

Die Objektqualität aller ausländischen Investments ergab einen Wert von **sehr gut minus**. Für die Zukunft wird von einer stabilen Entwicklung der Objektqualität ausgegangen.

3.2.1.3 Standortattraktivität

Aus der Makrostandort-Wahl der ausländischen Objekte ist zu erkennen, dass der GRUNDWERT-FONDS nur in Objekte investiert, welche sich in europäischen Metropolen befinden. Dies macht deutlich, dass eine risikoarme Investmentstrategie im Bezug auf die Regionalauswahl bei der Anlage in ausländischen Märkten verfolgt wird.

Die gegenwärtige Situation an den ausländischen Investitionsstandorten wurde mit **sehr gut minus** bewertet. Die Entwicklungschancen werden leicht besser gesehen und ergaben eine Beurteilung von **sehr gut**.

Die europäischen Metropolen als Investitionsstandorte erhalten gute bis sehr gute Beurteilungen hinsichtlich der IST-Situation und der Entwicklung des Makrostandortes. Dies ist vor allem auf die Kriterien gesamtwirtschaftliche Entwicklung und internationale Attraktivität beim Makrostandort zurückzuführen. Für die Einschätzung der Mikrostandortbeurteilung entscheidet die unmittelbare Umgebung eines Grundstückes. Im Portfolio des GRUNDWERT-FONDS erzielten die ausländischen Objekte eine überdurchschnittliche Mikrostandortbeurteilung in der IST-Situation sowie in der Entwicklungs-Perspektive.

Beim Mikrostandort resultiert die überdurchschnittliche Beurteilung aus dem Image und der Lage des Standortes.

3.2.2 Transaktionen

In Europa verkaufte der GRUNDWERT-FONDS eine Immobilie in Großbritannien.

Im Jahr 2004 wurden des Weiteren zwei Objekte in den USA verkauft. Damit hat sich der GRUNDWERT-FONDS komplett aus dem amerikanischen Immobilienmarkt zurückgezogen. Dies ist als Spezialisierung auf den europäischen Immobilienmarkt zu interpretieren. Insgesamt wurden dabei 325,0 Mio EUR Verkaufserlöse erzielt.

3.2.3 Projektentwicklungen

Im Auslandsportfolio des GRUNDWERT-FONDS befinden sich im Jahr 2004 keine Projektentwicklungen.

3.3 Grundstücksgesellschaften

In Deutschland werden keine Liegenschaften über Grundstücksgesellschaften gehalten. Im Ausland wird das italienische Objekt mit einer Beteiligungsquote von 60,0% vom GRUNDWERT-FONDS gehalten. Diese Gestaltung trägt zur steuerlichen Optimierung im Fonds bei. Die restlichen 40,0% der Beteiligung werden vom Sondervermögen DEGI INTERNATIONAL gehalten.

3.4 Latente Steuern

Latente Steuern sind Steuern, die im Falle eines Verkaufs einer ausländischen Liegenschaft auf den möglichen Veräußerungsgewinn (Capital Gains Tax) anfallen. Der Veräußerungsgewinn wird dabei als Differenz zwischen dem Verkehrswert und dem steuerlichen Restbuchwert zum jeweiligen Stichtag ermittelt, wobei bei der Berechnung der steuerlichen Bemessungsgrundlage ausländische steuerliche Verlustvorträge berücksichtigt werden. Die Bildung der Rückstellung verringert das Fondsvermögen und wirkt sich performancemindernd aus. Da Steuern auf Veräußerungsgewinne nur im Fall eines Verkaufes der entsprechenden Liegenschaften anfallen, sind die dafür gebildeten Rückstellungen als Vorsorge für eine künftige Steuerbelastung zu bewerten. Da sowohl Höhe als auch Zeitpunkt der möglichen Steuerpflicht unbekannt sind, ist jeder Rückstellungssatz eine Annahme. In Ermangelung einer einheitlichen Regelung wird die Höhe der Steuerrückstellung derzeit in der Branche von jeder Kapitalanlage-

gesellschaft selbst festgelegt, wodurch es zu unterschiedlichen Ansätzen kommt.

Beim GRUNDWERT-FONDS werden derzeit auf mögliche ausländische Veräußerungsgewinne direkt gehaltener Liegenschaften Rückstellungen in Höhe von 50,0% des potentiellen Veräußerungsgewinnes gebildet. Zum Stichtag 31.03.2005 beträgt die Gesamthöhe der Rückstellungen für Capital Gains Taxes 13,1 Mio. EUR.

Da aktives Portfoliomanagement heißt aktive Chancen zu nutzen, würde eine Berücksichtigung von 100,0% des potentiellen zu versteuernden Veräußerungsgewinns die Flexibilität weiter erhöhen. Da es bisher noch keine allgemeine Regelung von Seiten des BVI gibt, ist eine Rückstellungsquote von 50,0% derzeit vertretbar.

3.5 Portfolioeffekt

Bei der folgenden Analyse wird das Immobilienportfolio als ganzes betrachtet. Durch die Kombination unterschiedlicher Objekte an diversen Standorten und verschiedenen Nutzungsarten kann das Gesamtrisiko des Portfolios gesenkt werden. Mittels einer Diversifikationsstrategie ist regelmäßig das Risiko des Immobilienportfolios geringer als die Summe der Risiken der einzelnen Immobilien.

Bezüglich der **Portfoliostruktur** ist das Deutschlandportfolio des GRUNDWERT-FONDS mit 71,2% oder ca. 4.000,0 Mio. EUR, gemessen am prozentualen Anteil des Verkehrswertes, überdurchschnittlich im Bürosegment investiert. Hieran hat der Bürostandort Frankfurt mit knapp 50,0% den höchsten Anteil.

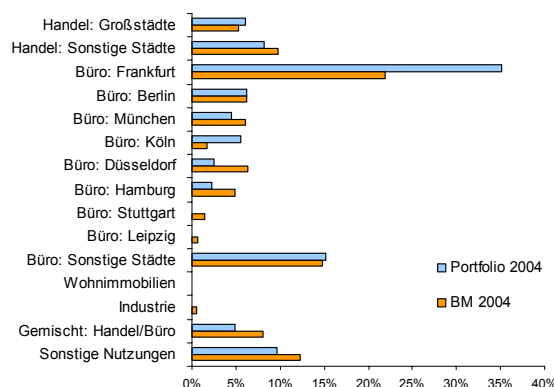


Abbildung 5: Prozentualer Anteil der Segment-VW am Gesamtportfolio-VW in Deutschland

Weiterhin ist der GRUNDWERT-FONDS in Büroimmobilien an den Standorten Berlin, München, Köln, Düsseldorf und Hamburg investiert,

die zusammen einen Anteil von 21,0% am gesamten Immobilienbestand einnehmen. Die Investitionen in Büroimmobilien in kleineren und mittleren Städten sind mit insgesamt 15,2% der gesamten Immobilieninvestitionen im Portfolio gewichtet. Im Vergleich zum Vorjahr ist das Volumen des Segmentes Berlin durch den Zukauf um das fast 2½-fache gewachsen und entspricht 2004 etwa der Benchmarkgewichtung. Die Strukturveränderungen in München, Köln, Düsseldorf und Hamburg bewegen sich im Rahmen von einem Prozentpunkt. Während der stark übergewichtete Portfolioanteil „Büro Köln“ die Benchmark übertrifft, verhält sich das Segment „Büro Düsseldorf“ umgekehrt und liegt einige Prozentpunkte unter der Benchmark. Einen deutlichen Unterschied gegenüber der Benchmark weist das Segment „Büro Hamburg“ mit einer erheblichen Untergewichtung auf. Der GRUNDWERT-FONDS ist in den Segmenten „Büro Leipzig“ und „Wohnimmobilien“ 2004 nicht vertreten. Zwar ist er auch im Segment „Büro Stuttgart“ nicht mit einer reinen Büroimmobilie vertreten, hat jedoch mit dem Zeppelin Carré ein Objekt im Segment Sonstige Nutzung, welches neben dem Steigenberger Hotel auch über einen beträchtlichen Anteil an Büroflächen verfügt.

Die beiden Segmente „Handel“ und „Gemischt Handel/Büro“ sind 2004 im Portfolio beide schwächer gewichtet als im Vorjahr. Die Gewichtungsdifferenz liegt im Rahmen von 2-3 Prozentpunkten.

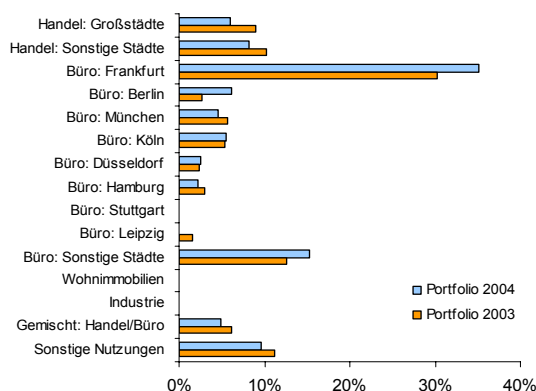


Abbildung 6: Portfoliostruktur in Prozent des Verkehrswertes

Bei der Betrachtung sämtlicher oben dargestellten Faktoren ergibt sich somit für das Deutschland Portfolio aufgrund des hohen Büroanteils insbesondere in Berlin ein leicht negativer Portfolioeffekt.

Die Untersuchung der vorhandenen **Mieterstruktur** zeigt, dass ein beträchtlicher Anteil der Mieter aus dem Allianz Konzernverbund kom-

men. Als Mutterkonzern der DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH sind mit der Allianz Versicherung, der Dresdner Bank AG, GIM Grundwert Immobilien Management GmbH sowie des DIT Deutscher Investment Trust ca. 12,4% der Vertragsmiete bzw. 9,4% des nachhaltigen Rohertrages der in Deutschland belegenen Objekte in konzernverbundenen Mietern gebunden. Dies stellt eine hohe Abhängigkeit zu den Mutter- bzw. Tochtergesellschaften dar. Es zeigt sich, dass diese langfristigen Vertragsverhältnisse eindeutig im Overrented-Bereich liegen.

Der Mieter mit dem höchsten Anteil an der Einzelvertragsmiete ist die Europäische Zentralbank (EZB). Weitere Großmieter sind American Express, Clifford Chance, DB Services Immobilien GmbH, Zürich Versicherungs AG Deutschland sowie die Arcor AG & Co. KG.

Bei der weiteren Analyse der Mieterstruktur wird ersichtlich, dass Mietverträge in Deutschland mit einer Jahresmiete >500.000 EUR ca. 66,0% der Vertragsmieten darstellen.

Bei näherer Betrachtung der Branchenstruktur zeigt sich, dass bei den Großmietern ab 500.000 EUR Jahresmiete ca. 31,0% aus dem Sektor Bank und 14,0% aus dem Sektor Versicherung stammen, somit kann die Abhängigkeit von diesen beiden Sektoren beim GRUNDWERT-FONDS als hoch angesehen werden.

Betrachtet man die **Verkehrswerte** der größten 10 Immobilien im Portfolio, so wird sichtbar, dass diese einen Gesamtwert von ca. 2.400,0 Mio. EUR repräsentieren. Im Vergleich zum gesamten Verkehrswert der Immobilieninvestments zum 31.03.2005 entspricht dies einem Anteil von ca. 42,9%. Diese Ausrichtung kann zur Inflexibilität führen, da der Nachfragemarkt für Einzelobjekte mit einer derart hohen Kapitalbindung je Einzelobjekt als begrenzt angesehen werden kann. Des Weiteren könnte diese Fokussierung ein Klumpenrisiko bergen.

Die **Baujahresstruktur** des Portfolios, gemessen am wirtschaftlichen Baujahr, ergibt im arithmetischen Mittel einen Wert von ca. 1987, was einem wirtschaftlichen Baualter von 18 Jahren entspricht. Dies deutet auf eine höheres Instandhaltungs- bzw. Modernisierungsrisiko hin und führt unter Umständen zu höheren Kosten für Mieterausbauten, welcher zumindest in der momentanen Marktphase bei Büroimmobilien vom Eigentümer vorgenommen wird.

Bei den ausländischen Investments zeigt sich, dass sowohl die Immobilien in Großbritannien als auch in den Niederlanden infolge der gezielten Investitionen in ausgewählte Objekte an sehr guten Standorten einen positiven Effekt auf die Gesamtperformance des GRUNDWERT-FONDS haben. Durch die beabsichtigte Fokus-

sierung auf Immobilien in Europäischen Kernmärkten könnte sich dieser Effekt noch weiter verstärken.

Aus der Kombination aller vorgenannten Kriterien ergibt sich insbesondere aufgrund der starken Gewichtung von Frankfurter Büroobjekten mit hohen Einzelwerten sowie der Mieterstruktur und der Altersstruktur der Objekte eine Gesamtbeurteilung des Portfolioeffektes von **gut minus**.

4 Liquidität

4.1 Formen der Liquiditätsanlage

Die gesamte Liquidität des GRUNDWERT-FONDS beträgt zum Stichtag 31.03.2005 781,9 Mio. EUR, was einer Liquiditätsquote von 13,5% entspricht. Sie ist angelegt in Bankguthaben, Geldmarktinstrumenten, Investmentanteilen und Wertpapieren.

4.1.1 Bankguthaben

Das Bankguthaben des GRUNDWERT-FONDS beträgt zum 31.03.2005 90,9 Mio. EUR, was einem Anteil von 11,6% an der gesamten Liquidität entspricht. Davon entfallen 70,9 Mio. EUR auf täglich fällige Bankguthaben und 20,0 Mio. EUR auf Festgelder. Der Fremdwährungsanteil am Bankguthaben beträgt 4,4 Mio. EUR.

4.1.2 Geldmarktinstrumente

Zum 31.03.2005 sind 225,1 Mio. EUR oder 28,8% der Liquidität in Geldmarktinstrumenten angelegt. Hierbei handelt es sich ausschließlich um variabel verzinsliche Wertpapiere (Floating Rate Notes) unterschiedlicher Emittenten, die an den 3 bzw. 6-Monats EURIBOR gekoppelt sind. Die durchschnittliche Restlaufzeit beläuft sich auf 3,1 Jahre, die durchschnittliche Nominalverzinsung beträgt 2,2%.

4.1.3 Investmentanteile

GRUNDWERT-FONDS hat zum Stichtag 31.03.2005 312,5 Mio. EUR in Investmentanteilen investiert. Das entspricht 40,0% der gesamten Liquidität. Sie werden von der PIMCO (Pacific Investment Management Company LLC) als Spezialfonds „dbi GWF Money Market“ gemanagt. Die PIMCO ist weltweit eine der führenden Managementgesellschaften für Rentenfonds und gehört, wie die DEGI, zum Allianz Konzern.

Der dbi GWF Money Market Fonds ist zum 31.03.2005 wie folgt investiert: 46,9% Pfandbriefe, 44,0% Staatsanleihen, 7,0% Festgeld und 2,1% Bankguthaben. Über 87,2% der Emissionen verfügen über ein Rating mit der höchsten Bonität (AAA). Die im Portfolio enthaltenen Papiere weisen eine modifizierte Duration von 0,18 sowie eine durchschnittliche Restlaufzeit von 0,21 Jahren aus. Die Tagesrendite beträgt zum Stichtag 2,3%, der durchschnittliche Kupon 1,7%. Das Geldmarktsondervermögen fungiert zur Abdeckung der Mindestliquidität.

Der Geldmarkt Spezialfonds weist eine risikoarme Investitionsstrategie auf. Durch die Investition in festverzinsliche Wertpapiere mit einer relativ kurzen Restlaufzeit sowie einer niedrigen

Duration ist das Kursänderungsrisiko auf Grund einer Zinsänderung sehr gering.

4.1.4 Wertpapiere

Zum 31.03.2005 hat der GRUNDWERT-FONDS direkt in festverzinsliche Wertpapiere mit einem Volumen von 153,4 Mio. EUR investiert; das entspricht 19,6% der gesamten Liquidität. Die durchschnittliche Nominalverzinsung beläuft sich auf 4,2%, während die durchschnittliche Restlaufzeit 1,8 Jahre beträgt. Die Emittenten der Wertpapiere verfügen auch hierbei zu einem großen Anteil über beste Bonität.

Zur Absicherung eines Teils der Wertpapierposition ist ein Bund-Future Kontrakt mit Laufzeit Juni 2005 über 25,5 Mio. EUR als offene Position ausgewiesen. Durch die Zinsprognose des Research, die insbesondere im mittleren Laufzeitenbereich von leichten Zinssteigerungen ausgehen, ist – unter der Maßgabe einer risikarmen Liquiditätsstrategie – ein teilweises Hedging als sinnvoll anzusehen.

4.1.5 Liquiditätsquote

Die Liquiditätsquote per 31.03.2005 beträgt 13,5% (781,9 Mio. EUR) nach 20,7% (1.264,6 Mio. EUR) zum 1.10.2004. Sie hat sich somit im ersten Geschäftshalbjahr um 38,2% verringert. Die Ursachen dafür liegen im Wesentlichen in der in diesem Zeitraum erfolgten Ausschüttung von 229,7 Mio. EUR, einem Nettomittelrückfluss in Höhe von 167,7 Mio. EUR sowie Nettoinvestitionen von 115,9 Mio. EUR. Die Liquiditätsquote liegt über der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestliquidität in Höhe von 5,0% sowie unterhalb der zulässigen Höchstgrenze von 49,0%. Im Branchenvergleich der älteren Immobilienfonds (Gründung vor 1995) im Zeitraum 30.09.2004 bis 31.03.2005 lag die Liquiditätsquote bei statischer Betrachtung im Median bei 15,8% und im arithmetischen Mittel bei 20,4%. Der GRUNDWERT-FONDS liegt mit 13,5% Liquiditätsquote leicht unterhalb des Median und deutlich unter dem arithmetischen Mittel.

Es sind von Seiten der DEGI für den GRUNDWERT-FONDS bei verschiedenen Kreditinstituten Kreditlinien in beträchtlicher Höhe jederzeit abrufbar, so dass gegebenenfalls etwaige Mittelabflüsse bedient werden könnten.

4.2 Währungssicherungsinstrumente

Für Vermögenspositionen außerhalb von Euro-land besteht ein potentielles Währungsrisiko. Beim GRUNDWERT-FONDS betrifft dies die Position im Britischen Pfund (GBP), die zu einem überwiegenden Anteil abgesichert wird. Zum 31.03.2005 beträgt die abzusichernde Position insgesamt 285,2 Mio. GBP, wobei 277,1 Mio. GBP auf Liegenschaften, 2,8 Mio. GBP auf Bankguthaben sowie 5,3 Mio. GBP auf die sonstigen Vermögensgegenstände entfallen. Die Fremdfinanzierung von Liegenschaften in Höhe von insgesamt 121,0 Mio. GBP, die im Wesentlichen aus steuerlichen Gründen erfolgt, hat den Nebeneffekt, dass sie in diesem Umfang als Absicherung der Devisenposition fungiert. Darüber hinaus werden 147,0 Mio. GBP aktiv über Devisentermingeschäfte gehedged; ein Anteil von 8,5 Mio. GBP, das entspricht 3,0% der gesamten GBP-Position, ist ungesichert. Die gesamte Absicherungsquote von 97,0% des UK-Portfolios zeigt ein sehr sicherheitsorientiertes Währungsmanagement.

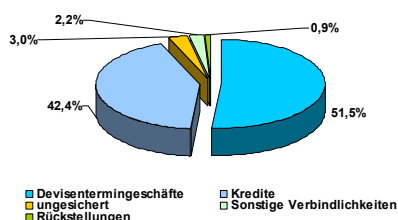


Abbildung 7: Kurssicherung Großbritannien

4.3 Fremdfinanzierung

Fremdfinanzierungen für ausländische Liegenschaften können insbesondere aus steuerlichen Gründen zu einem positiven Leverageeffekt führen; darüber hinaus fungieren sie zusätzlich als Absicherungsinstrument für mögliche Währungsrisiken. In welchem Umfang Fremdfinanzierungen zu den gewünschten positiven Effekten führen, hängt von der Gesetzgebung der einzelnen Staaten sowie der Zinsstruktur ab und muss daher für jedes Land separat ermittelt werden. Ein Kreditportfolio sollte in Abhängigkeit der jeweiligen Zinsentwicklung sowie der Immobilienstrategie aufgebaut werden. Im Rahmen der Endfälligkeiten, die sich nach der jeweiligen geplanten Haltedauer der Immobilien richten sollten, sind hier insbesondere die Zinsbindungsfristen Stellschraube der Zinsprognose.

Zum 31.03.2005 belaufen sich die Kredite des GRUNDWERT-FONDS auf 569,7 Mio. EUR, was einem Anteil von 10,1% am gesamten Liegenschaftsvermögen incl. Beteiligungen entspricht. Auf Euro-land-Kredite entfallen insgesamt 394,2 Mio. EUR (69,2% des Kreditportfolios), während Kredite im Nicht-Euro-land mit 175,5 Mio. EUR (30,8% des Kreditportfolios) auf Großbritannien entfallen.

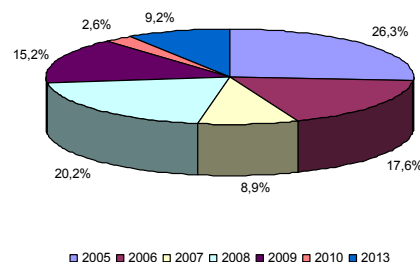


Abbildung 8: Endfälligkeit der Kredite

Die obere Grafik zur Endfälligkeit der Kredite beim GRUNDWERT-FONDS zeigt, dass 52,8% innerhalb von 3 Jahren fällig werden, weitere 35,4% in 4 bis 5 Jahren und immerhin 9,2% haben eine Endfälligkeit in 8 Jahren. Längerfristige Kredite sind nicht vorhanden.

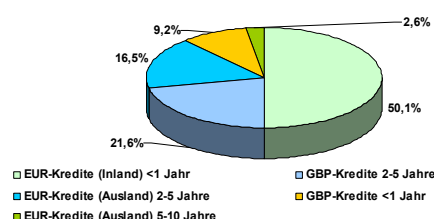


Abbildung 9: Zinsfestschreibung

Die zum 31.03.2005 geltenden Zinsfestschreibungen zeigen, dass die Kredite des GRUNDWERT-FONDS zu einem hohen Anteil im kurzfristigen Bereich liegen. Insgesamt werden bei 59,3% der Kredite innerhalb eines Jahres die jeweiligen Zinssätze neu festgeschrieben, bei 38,1% wird dies in einer Spanne von 2 bis 5 Jahren der Fall sein. Nur ein kleiner Anteil von 2,6% hat eine Zinsbindungsfrist von länger als 5 Jahren. Durch den hohen Anteil an kurzlaufenden Zinsfestschreibungen ist das Fondsmanagement in der Lage, bei der aktuell niedrigen Zinssituation flexibel zu reagieren.

4.4 Total Expense Ratio

Die Total Expense Ratio (TER) ist definiert als die Summe aller Fondsverwaltungskosten bezogen auf das durchschnittliche Fondsvermögen. Sie beinhaltet im Einzelnen die Fondsverwaltungsgebühr, die Depotbankvergütung, die

Sachverständigenkosten sowie die Sonstigen Aufwendungen. Transaktionskosten, die gemäß §20 BVB für Liegenschaftskäufe, -verkäufe sowie Umbaumaßnahmen in Höhe von max. 1,0% berechnet werden können, werden dabei nicht berücksichtigt. Da die TER jeweils zum Geschäftsjahresende veröffentlicht wird, sind im folgenden Vergleich der Marktteilnehmer (21 Offene Immobilienfonds mit einem Fondsvolumen von ca. 83,0 Mrd. EUR) die jeweiligen Daten der Stichtage im Zeitraum 30.06.2004 bis 31.03.2005 verwendet. Der GRUNDWERT-FONDS weist zum 30.09.2004 eine TER von 0,75% aus. Der Median liegt bei allen Offenen Fonds bei 0,7%, das 3. Quartil bei 0,8%. Somit liegt der GRUNDWERT-FONDS in dieser statistischen Betrachtung zwischen Median und 3. Quartil. Das bedeutet, dass die TER beim GRUNDWERT-FONDS über dem Durchschnitt liegt. Demzufolge wird die Total Expense Ratio mit **gut minus** beurteilt.

4.5 Gesamtbeurteilung der Liquidität

Insgesamt ist festzustellen, dass der GRUNDWERT-FONDS in der Auswahl der Liquiditäts-Investments sicherheitsorientiert handelt. Dies zeigt sich sowohl in der Auswahl der Anlagemöglichkeiten, der Emittenten (Bonität) als auch in der Restlaufzeit der verschiedenen Liquiditätsanlagen. Auch der hohe Anteil der Währungsrisikoabsicherung sowie die Zinsfestschreibung des Kreditportfolios sind unter dem Aspekt Sicherheit zu sehen. Die sicherheitsorientierte Anlagestrategie der Liquidität korrespondiert insofern mit der Anlageform Offener Immobilienfonds und somit ergibt sich für die Gesamtbeurteilung der Liquidität ein **sehr gut**.

5 Gesamtergebnis Portfolio Rating

Nachfolgend wird ein Überblick über die Ergebnisse aus den Teilbereichen Immobilien und Liquidität sowie eine Gesamtbeurteilung des Portfolio-Rating des GRUNDWERT-FONDS gegeben.

Die Beurteilung des **Immobilienportfolios** ergibt sich aus den gewichteten Teilwerten Performance/Vermietungserfolg, Objektqualität und Standortqualität.

Zur Verifizierung der Kriterien wurden 13 Objekte besichtigt.

- Fünf Büroobjekte in Frankfurt,
- zwei Büroobjekte in Berlin,
- jeweils ein Shoppingcenter in Kiel und Hürth,
- zwei gemischt genutzte Objekte, welche unter anderem über eine Hotelnutzung verfügten, sowie
- jeweils eine Büroimmobilie in Köln und Düsseldorf.
- Zu dem wurde die Immobilie in Mailand besichtigt.

Mit einem aktuellen Performance/Vermietungserfolg für Bestandsobjekte und Transaktionen von **gut minus** befindet sich der GRUNDWERT-FONDS auf einem leicht über dem Durchschnitt liegenden Niveau. Dabei sind konstant hohe Netto-Mieteinnahmen sowie der hohe Anteil an bonitätsstarken Mietern positiv hervorzuheben. Kritisch zur Beurteilung beigetragen haben die hohe Gewichtung des Investitionsvolumens in Frankfurt sowie der relativ hohe durchschnittliche Verkehrswert der Objekte in Deutschland. Die aktuelle Mieterstruktur ist stark auf den Banken- und Versicherungssektor fokussiert. Die Objektqualität wurde mit **sehr gut** beurteilt. Dies ist dabei sowohl auf einen überdurchschnittlichen Objektzustand gepaart mit einer guten Objektausstattung als auch hoher Repräsentativität zurückzuführen. Die Investitionsstrategie in den großen Immobilienhochburgen und in 1a Mikrolagen zu agieren, wird in der Beurteilung der Standortqualität reflektiert, welche mit **sehr gut minus** beurteilt wird.

Für den GRUNDWERT-FONDS verringert sich infolge der höheren Marktliquidität an diesen Standorten das sog. Exit-Risiko bei einem möglichen Verkauf.

Die Ergebnisse sind in der nachfolgenden Würfelmatrix dreidimensional dargestellt:

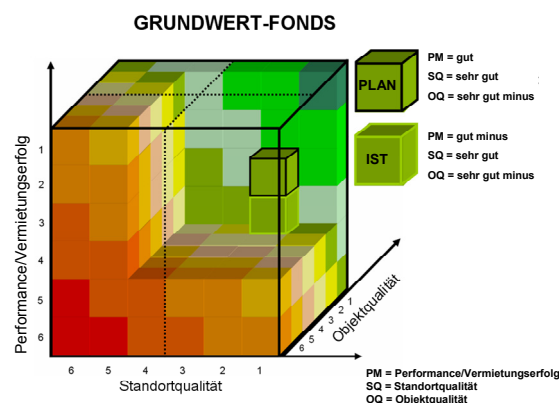


Abbildung 10: Darstellung des Gesamtergebnisses

Für das Immobilienportfolio des GRUNDWERT-FONDS wird ersichtlich, dass sich die Position des „IST - Portfolio“, infolge der positiven Einschätzung, auf der Performance/Vermietungserfolgs Achse um einen Einheit nach oben verschiebt. Diese neue Position stellt das „ZUKUNFT - Portfolio“ dar, basierend auf Prognosen für die nächsten 36 Monate. Bezüglich Objektqualität und Standortqualität wird erwartet, dass das hohe Niveau beibehalten wird. Somit kann bei entsprechend positiver Entwicklung für die Zukunft von einer sehr guten Objekt- und Standortqualität der Liegenschaften im GRUNDWERT-FONDS ausgegangen werden. Zu beachten gilt, dass hier verschiedene Einflussfaktoren die geplante Entwicklung des Mikro- und Makrostandortes sowohl positiv als auch negativ beeinflussen können. Insbesondere volkswirtschaftliche Entwicklungen, Veränderungen der Nachfragersituation, Konkurrenzprodukte oder infrastrukturelle Maßnahmen seien als Beispiele genannt.

Für das Immobilienportfolio des GRUNDWERT-FONDS ergibt sich eine Gesamtbeurteilung von **gut plus**.

Die **Liquiditätsbeurteilung** wurde beim GRUNDWERT-FONDS mit **sehr gut** eingestuft.

Zur Berechnung der Gesamtbeurteilung, sowohl für die Immobilien- als auch die Liquiditätsbeurteilung, werden die Gewichtungen in der Vermögensaufstellung herangezogen.

Der GRUNDWERT-FONDS erzielte über das **gesamte Rating** des Portfolios den Wert **gut plus**.

Die folgenden Abbildungen geben einen Überblick über die einzelnen Immobilienmärkte in denen der GRUNDWERT-FONDS zurzeit Immobilien hält und deren angestrebte Entwicklung.

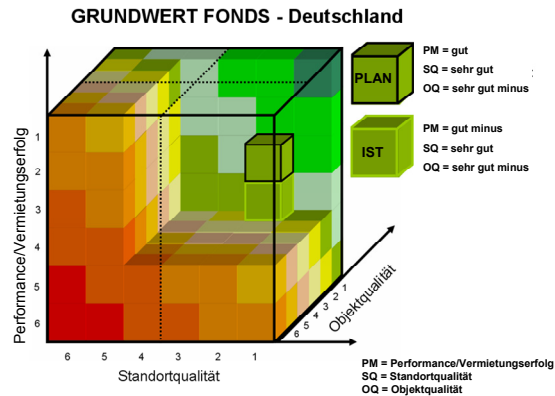


Abbildung 11: Immobilienportfolio in Deutschland

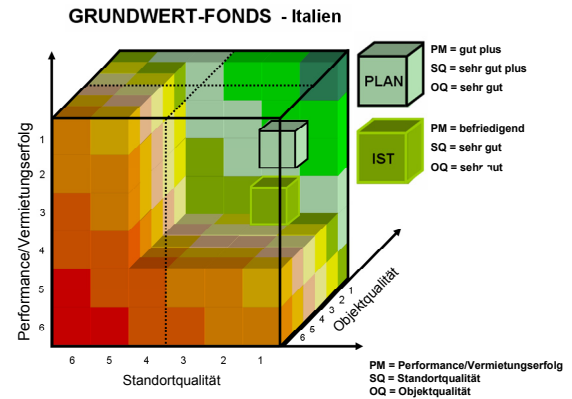


Abbildung 13: Immobilienportfolio in Italien

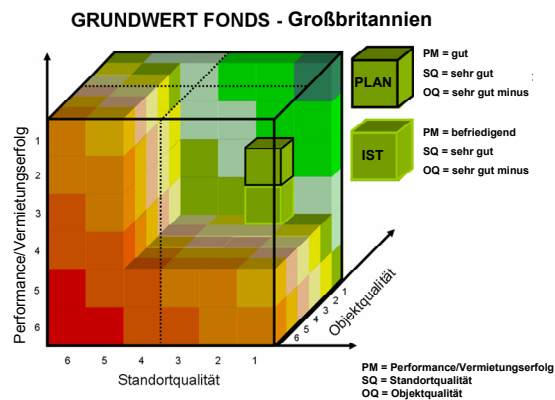


Abbildung 12: Immobilienportfolio in Großbritannien

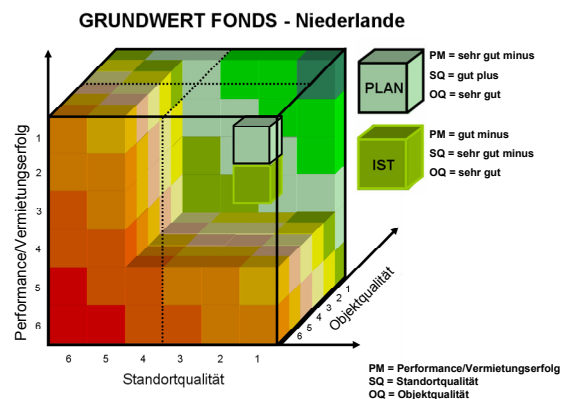


Abbildung 14: Immobilienportfolio in den Niederlanden