



Performancevergleich gewerblicher Immobilieninvestments in Deutschland nach Standort und Objekttypen

Studie im Auftrag der
aurelis Real Estate GmbH & Co. KG, Eschborn

IPD Investment Property Databank GmbH

Kirchgasse 2, 65185 Wiesbaden
Tel: +49 (0)611 3344 990
Fax: +49 (0)611 3344 999

Mail: info@ipd.com

www.ipd.com/germany

Kontakt für die Studie:

Dr. Andri Eglitis

Mail: andri.eglitis@ipd.com

Tel: +49 (0)611-3344 983

Wiesbaden, 15. August 2012

1. Zielstellung

Das Portfolio der aurelis Real Estate GmbH & Co. KG zeichnet sich aufgrund seiner Historie durch zahlreiche Objekte bzw. Standorte aus, die nicht zu den klassischen, von risikoaversen Investoren bevorzugten „core“-Standorten zählen. Die Präferenzen bestimmter Investoren(typen) sagen allerdings wenig über die objektive Performance von Immobilieninvestments aus.

Ziel der nachfolgenden Analyse der IPD Investment Property Databank GmbH („IPD“) für die aurelis Real Estate GmbH & Co. KG („aurelis“) ist eine Gegenüberstellung von Performance-Kennzahlen zu Immobilien, die einerseits vergleichbar sind mit dem Bestand der aurelis und andererseits typische „core“-Objekte sicherheitsorientierter Investoren repräsentieren.

Als Datenbasis für die Analyse dienen der IPD aggregierte Performance-Daten aus dem IPD Portfolio Analyse Service, z.B. Total Return oder Wertänderungsrendite. Die zugrunde liegenden Einzelobjektdaten stammen aus den Portfolio-Management-Systemen institutioneller Investoren.

In die Analyse des deutschen Immobilienmarktes gehen für den Betrachtungszeitraum 1997-2011, für den IPD-Daten verfügbar sind, insgesamt über 11.000 Einzelobjekte ein; aufgrund von Verschiebungen in den Portfolios liegen für diese Objekte jedoch nicht über den gesamten Zeitraum Daten vor, d.h. die Datengrundlage unterliegt auf lange Sicht Veränderungen. Grundsätzlich bilden die Daten der IPD nur einen Teil des Gesamtmarktes bzw. einer Region oder Stadt ab, so dass zwar kein abschließender, vollständiger Befund, wohl aber eine repräsentative Indikation des (regionalen) Marktgeschehens und der Marktstrukturen gegeben werden kann. Im Gegensatz zu den publizierten Daten des DIX Deutscher Immobilien Index auf Basis von Bestandsobjekten gehen in die nachfolgende Untersuchung auch Zu- und Verkäufe sowie Projektentwicklungen mit ihren Performancekennziffern ein. Die Ergebnisse zum Gesamtmarkt können sich daher von den Daten des DIX unterscheiden.

Untersuchungsdesign

Kern der Untersuchung sind vergleichende Betrachtungen von Standort- und Objekttypen anhand ausgewählter Parameter, wodurch die Unterschiede von „core-Objekten“ und „aurelis-typischen Objekten“ dargestellt werden. Die Analyse erfolgt nach einem zweistufigen Ansatz.

1) Vergleich von Nutzungsarten auf nationaler und regionaler Ebene

Nach einer allgemeinen Übersicht erfolgt eine regionale Differenzierung nach Top7-Standorten, B-Standorten (insgesamt 21 Großstädte) sowie „sonstigen Regionen“, für welche jeweils die Nutzungsarten Büro, Handel und Wohnen betrachtet werden. Die Sektoren „Industrial“ und „Hotel“ werden auf nationaler Ebene analysiert.

Als Parameter gehen in die Betrachtung ein:

- Immobilienperformance (Total Return, Wertänderungs- und Netto-Cashflow-Rendite) sowie die Volatilität dieser Kenngrößen,
- Komponenten der Netto-Cashflow-Rendite mit dem Wachstum der Brutto-Mieteinnahmen, dem wirtschaftlichen Leerstand sowie den nicht umlegbaren Bewirtschaftungskosten,
- Komponenten der Wertänderungsrendite mit der Veränderung der nachhaltigen Roherträge und dem Bewertungseffekt.

2) Vergleich von Kernlagen der Top5-Standorte und Industrieimmobilien

Risikoaverse institutionelle Investoren konzentrieren ihre Anlagestrategie häufig auf die Kernlagen der Hauptimmobilienmärkte, speziell in Büroobjekte der Top-Lagen. Da viele Objekte im Portfolio der aurelis Real Estate GmbH & Co. KG im Gegensatz dazu zu industriell / gemischt genutzten Objekten in dezentralen Lagen zählen, werden diese Objekttypen gezielt analysiert.

Der Sektor „Industrial“ wird in Lager-/Logistik- sowie sonstige Industrieliegenschaften differenziert, wobei Objekte aus dem gesamten Bundesgebiet in die Betrachtung eingehen.

Für die Top5-Standorte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München werden die Performancekennziffern für den Bürosektor stufenweise auf folgenden Ebenen analysiert:

- Büroteilmärkte jedes Standorts
- Gesamtmarkt der jeweiligen Stadt
- Aggregation der Top5-Standorte
- Bürosektor Deutschland gesamt

Weiterer Bestandteil der Analyse der jeweiligen Büroteilmärkte ist ein Backtesting. Beurteilt wird dabei die historische Performance innerhalb der vergangenen 10 Jahre für ein Marktportfolio mit einer Investmentstruktur analog der aktuellen Performancerangfolge der einzelnen Teilmärkte. Ausgangspunkt ist ein Ranking der Teilmärkte entsprechend ihrer Performance im Jahr 2011, dem die Werte über einen 3-, 5- und 10-Jahres-Zeitraum gegenüber gestellt werden.

Ein Blick auf andere europäische Hauptbürostandorte ordnet die Ergebnisse zu Performance und Volatilität in den breiteren internationalen Kontext ein.

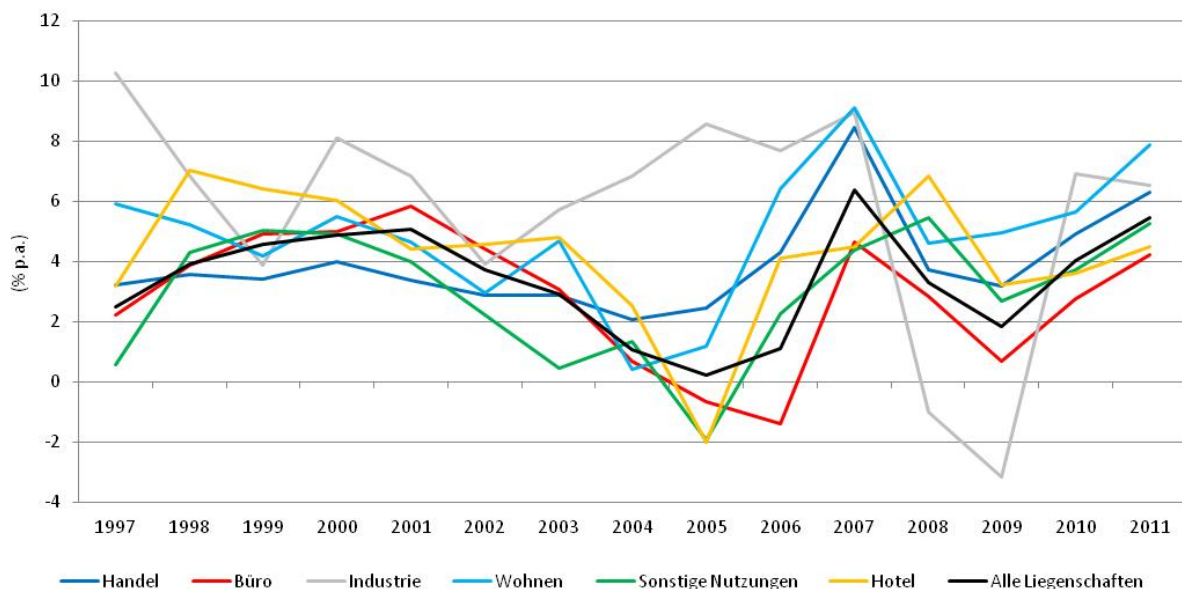
2. Vergleich von Nutzungsarten auf nationaler und regionaler Ebene

In einem ersten Schritt werden verschiedene Regionstypen mit dem Ziel betrachtet, Standorte mit überdurchschnittlicher Performance über einen langfristigen Zeitraum zu identifizieren. Der Untersuchungszeitraum beläuft sich i.d.R. auf 15 Jahre; wenn die Datenbasis keine ausreichende Repräsentativität erreicht, wird ein kürzerer Zeitraum (10 Jahre) genutzt.

2.1 Gesamtmarktübersicht

Ein Vergleich der Performance der verschiedenen Nutzungsarten auf nationaler Ebene zeigt bereits einige wichtige Trends, die nachfolgend vertiefend zu untersuchen sind.

Abb. 1: Total Return nach Nutzungsarten in Deutschland¹



Als erste Ergebnisse lassen sich aus Abb. 1 folgende Entwicklungen der vergangenen Jahre hervorheben:

- eine starke Performance in den Sektoren Wohnen und Handel
- eine laufende Underperformance des Sektors Büro
- eine starke Volatilität bei insgesamt starker Performance von Industrie- und Logistikliegenschaften²

¹ Da sämtliche in der Studie genutzten Daten aus den IPD-Datenbanken stammen, wird bei den Abbildungen und Tabelle auf den Quellenhinweis verzichtet.

² Sofern in der allgemeinen Marktsicht die Nutzungsart „Industrie“ genannt wird, meint dieser Begriff die Zusammenfassung von Logistik- sowie Industrieliegenschaften. In Kapitel 2.2 wird bei der Unterscheidung von Lager-/Logistikobjekten und sonstigen Industrieliegenschaften die Nutzungsart konkret bezeichnet.

Tab. 1: Performancemaße für den Immobilienmarkt Deutschland 1997-2011 (% p.a.)

Total Return

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	Volatilität 10 J.	Volatilität 15 J.
Handel	6,3	4,8	5,3	4,1	3,9	2,0	1,6
Büro	4,2	2,6	3,0	2,1	2,9	2,2	2,2
Industrie	6,5	3,4	3,6	5,1	5,8	4,1	3,6
Hotel	4,5	3,8	4,5	3,7	4,2	2,3	2,2
Wohnen	7,9	6,2	6,4	4,8	4,9	2,7	2,2
Sonstige Nutzungen	5,2	3,9	4,3	2,6	3,0	2,3	2,1
Alle Liegenschaften	5,5	3,8	4,2	3,0	3,4	2,0	1,8

Netto-Cashflow-Rendite

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	Volatilität 10 J.	Volatilität 15 J.
Handel	5,5	5,3	5,2	4,9	5,0	0,3	0,3
Büro	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	0,3	0,2
Industrie	7,6	7,5	7,3	7,3	7,4	0,5	0,4
Hotel	5,1	5,1	5,2	4,7	4,9	0,7	0,7
Wohnen	4,4	4,0	3,8	3,9	4,1	0,3	0,5
Sonstige Nutzungen	5,8	5,3	5,2	4,8	4,8	0,5	0,5
Alle Liegenschaften	5,2	5,0	4,9	4,7	4,7	0,3	0,2

Wertänderungsrendite

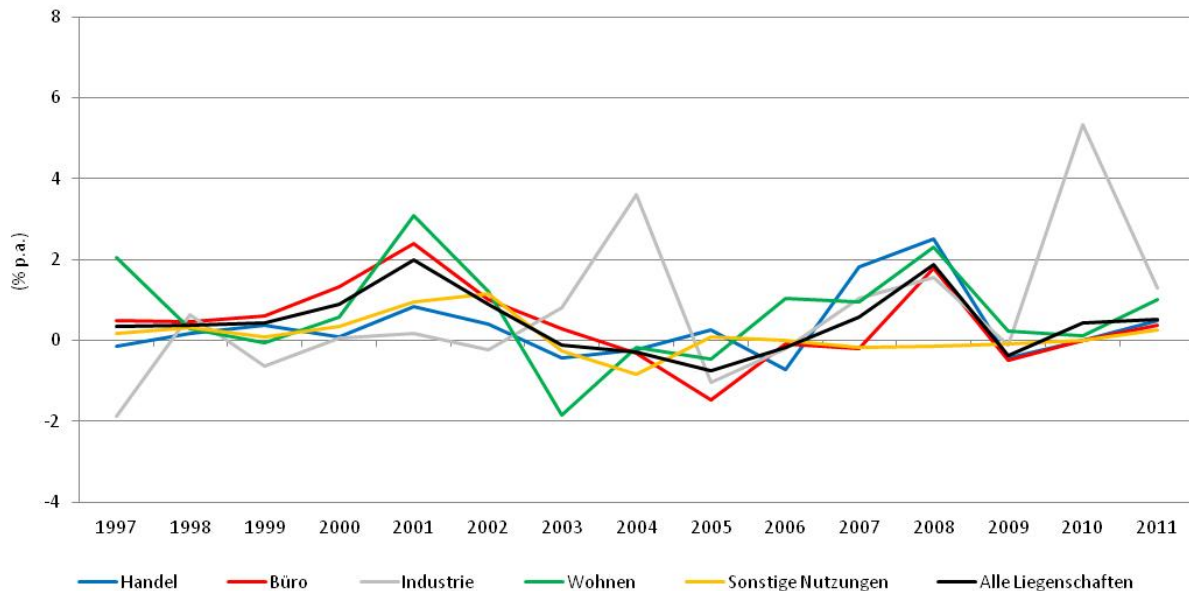
	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	Volatilität 10 J.	Volatilität 15 J.
Handel	0,7	-0,5	0,1	-0,8	-1,0	1,8	1,5
Büro	-0,5	-2,2	-1,6	-2,4	-1,7	1,9	2,0
Industrie	-1,0	-3,8	-3,5	-2,1	-1,5	3,7	3,3
Hotel	-0,5	-1,3	-0,6	-1,0	-0,7	2,0	1,8
Wohnen	3,3	2,1	2,5	0,8	0,7	2,7	2,2
Sonstige Nutzungen	-0,5	-1,4	-0,9	-2,2	-1,7	1,8	1,8
Alle Liegenschaften	0,3	-1,2	-0,7	-1,7	-1,3	1,8	1,6

Die Gesamtperformance (Total Return) der verschiedenen Nutzungsarten zeigt für die kurze bis mittlere Sicht von 5 Jahren einen Outperformance des Sektor Wohnen, gefolgt vom Einzelhandel. Auf lange Sicht von 10 bzw. 15 Jahre setzt sich der Sektor Industrie an die Spitze, gefolgt von den Wohnimmobilien. Während die Volatilität der Total Returns der meisten Sektoren auf ähnlichem Niveau liegt, so ist zum einen die unterdurchschnittliche Volatilität im Handelssektor, zum anderen jedoch die im Vergleich zum Gesamtmarkt doppelt so große Schwankungsbreite im Industriesektor hervorzuheben.

Mit Blick auf die beiden Komponenten des Total Return - Netto-Cashflow-Rendite und Wertänderungsrendite - ist für die Cashflow-Seite eine sehr geringe Volatilität zwischen den Nutzungsarten zu verzeichnen. Bezüglich der Performance treten allerdings markante Unterschiede hervor: Bei einer jährlichen Netto-Cashflow-Rendite des Gesamtmarktes von 4,7% erzielen Industrieobjekte im Durchschnitt über die letzten 15 Jahre einen Wert von 7,4%, Wohnimmobilien hingegen nur 4,1%. Insgesamt zeigt sich, dass die Netto-Cashflows für die Performance die entscheidende, stabilisierende Komponente darstellen, da die Wertänderungsrendite mit Ausnahme des Sektors Wohnen über den Betrachtungszeitraum von 15 Jahren negativ ist. Es bleibt festzuhalten, dass Immobilien allgemein als „Verzehrut“ gelten können, die i.d.R. einem laufenden Wertverlust unterliegen. Dies betrifft in überdurchschnittlichem Maße nicht nur den Industriesektor, sondern stärker den Bürobereich sowie die „sonstigen Nutzungen“.

Bei einem näheren Blick auf die Einflußgrößen der Netto-Cashflow-Rendite seien an dieser Stelle die Komponenten Brutto-Mieteinnahmen und Leerstand näher betrachtet.

Abb. 2: Wachstum der Brutto-Mieteinnahmen nach Nutzungsarten in Deutschland

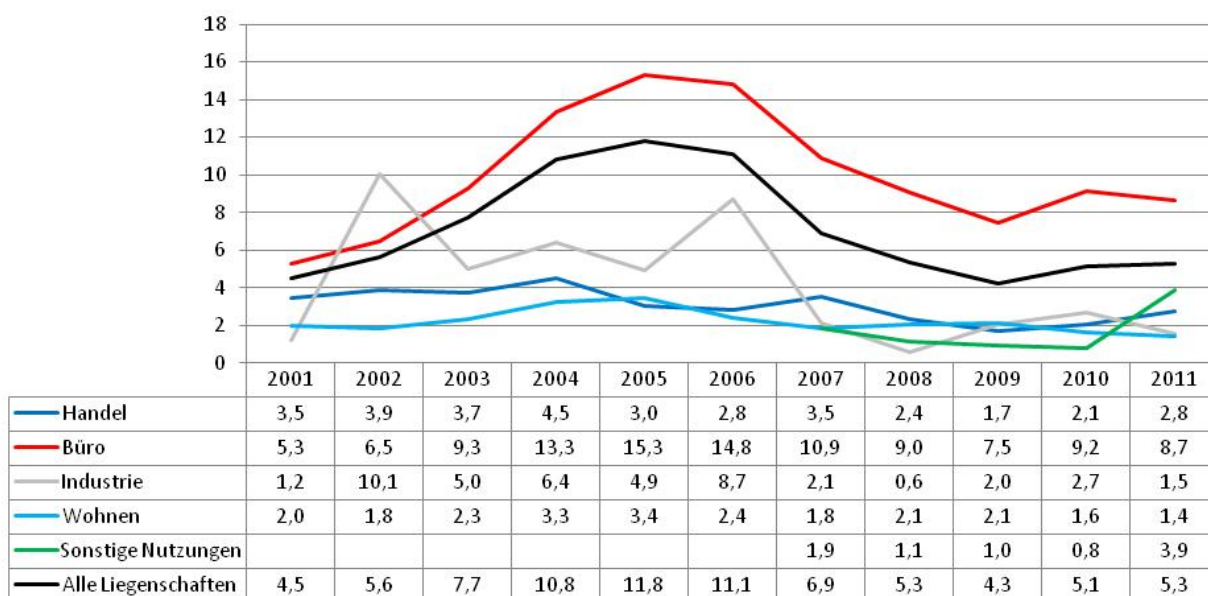


Das jährliche Wachstum der Brutto-Mieteinnahmen verdeutlicht für den Gesamtmarkt und das Gros der Sektoren grundsätzlich moderate zyklische Schwankungen (s. Abb. 2). Herauszustellen ist jedoch der Industriesektor mit deutlichen Zuwächsen der Mieteinnahmen in einigen Jahren (2004, 2010). Über die letzten 5 Jahre können darüber hinaus die Sektoren Handel und Wohnen mit knapp 1% p.a. überdurchschnittliche Steigerungen der Brutto-Mieteinnahmen verzeichnen.

Deutliche Unterschiede zwischen den Nutzungsarten treten auch bei einem Vergleich der Leerstandsquoten auf, wie nachstehend Abb. 3 zeigt. Bei der Betrachtung ist zu berücksichtigen, dass hier nicht ein flächenbezogener Leerstand dargestellt wird (wie aus vielen Publikationen von Beratungshäusern bekannt), sondern der wirtschaftliche Leerstand, d.h. die entgangenen Mieteinnahmen, in den Objekten der institutionellen Investoren aus der IPD-Datenbank ausgewiesen werden. Es besteht somit kein Anspruch den jeweiligen Markt vollständig abzubilden.

Die Nutzungsart Büro weist langfristig die höchste Leerstandsrate der betrachteten Sektoren auf, auch wenn der Leerstand in den vergangenen Jahren – dem Zyklus entsprechend – gesenkt werden konnte. Mit Blick auf die letzten 5 Jahre zeigen die Nutzungsarten Handel, Wohnen, Industrie nur geringe Leerstände unter 4%, nachdem der Sektor Industrie in der ersten Hälfte des Jahrzehnts deutlich höhere, z.T. volatile Leerstandsquoten verzeichnete.

Abb. 3: Wirtschaftlicher Leerstand nach Sektoren (in %)



2.2 Analyse von Spezialimmobilien auf nationaler Ebene

Für die spezialisierten Nutzungsarten Industrie, zu untergliedern nach Lager/Logistik und sonstigen Industrieliegenschaften, sowie Hotel wird im Gegensatz zu der detaillierten regionalen Differenzierung der Hauptnutzungsarten Büro, Handel und Wohnen (s. Abschnitt 2.3) eine Betrachtung des bundesweiten Marktes durchgeführt, da für die einzelnen Regionstypen keine repräsentative Datenbasis gewährleistet werden kann.

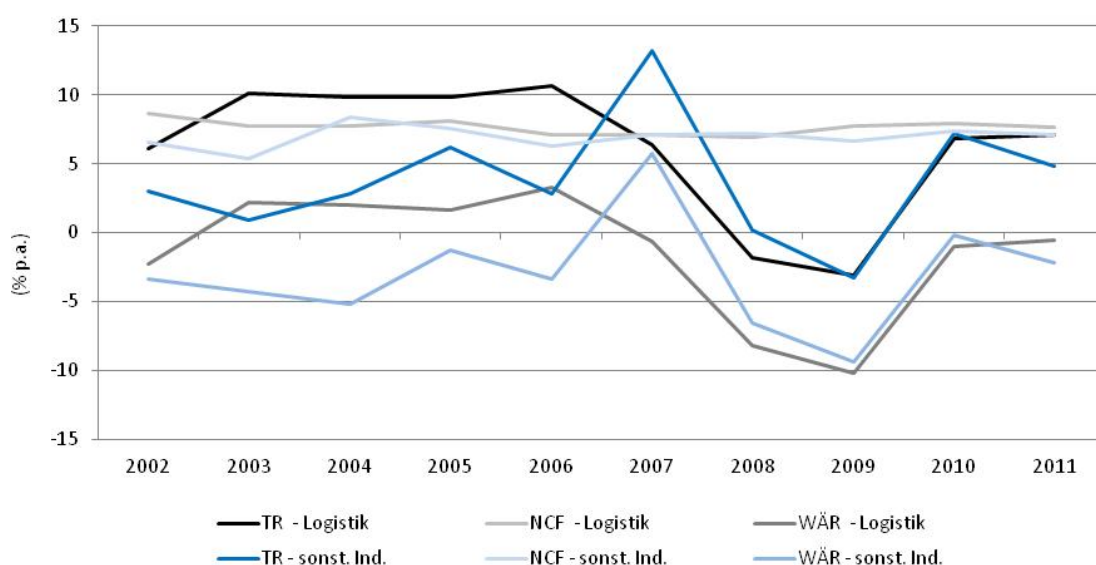
Den Industriesektor in seiner Gesamtheit zeichnet – wie in Abschnitt 2.1. dargestellt – auf lange Sicht eine Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt bei überdurchschnittlicher Volatilität aus. Nunmehr soll näher untersucht werden, ob und in welchem Umfang sich Lager/Logistik-Immobilien und sonstige Industrieliegenschaften unterscheiden. Aufgrund der Datenlage wird die Betrachtung auf einen Zeitraum von 10 Jahren (2002-2011) begrenzt.

Tab. 2: Performancemaße für Logistik- und Industrieliegenschaften

	Nutzungsart	Performance				Volatilität
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre
Total Return	Lager/Logistik	7,1	3,6	3,1	6,2	4,9
	sonstige Industrie	4,8	2,9	4,4	3,8	4,5
	Industrie gesamt	6,5	3,4	3,6	5,1	4,1
Netto-Cashflow-Rendite	Lager/Logistik	7,7	7,8	7,5	7,7	0,5
	sonstige Industrie	7,1	7,1	7,1	7,0	0,8
	Industrie gesamt	7,6	7,5	7,3	7,3	0,5
Wertänderungsrendite	Lager/Logistik	-0,5	-3,9	-4,1	-1,4	4,5
	sonstige Industrie	-2,2	-3,9	-2,5	-3,0	4,1
	Industrie gesamt	-1,0	-3,8	-3,5	-2,1	3,7

Die Auswertungen zeigen, dass der Total Return von Lager/Logistik-Immobilien auf Sicht von 10 Jahren deutlich über dem Niveau für sonstige Industrieobjekte liegt – oder vorsichtiger formuliert liegen kann: Die Outperformance von 250 bp des Logistik-Segments mit einem Total Return von 6,2% p.a. fällt deutlich aus; allerdings führt die erhebliche Zyklik dieses Marktes dazu, dass auf 5-Jahres-Sicht der durchschnittliche Total Return auf 3,1% p.a. sinkt, während für diesen Zeitraum die Gesamtperformance für das Segment der sonstigen Industrieliegenschaften mit 4,4% p.a. auf einem höheren Niveau liegt.

Abb. 4: Performance von Logistikimmobilien und sonstigen Industrieliegenschaften



Die Netto-Cashflow-Renditen werden dabei von den allgemeinen Marktschwankungen kaum berührt. Die Werte sind besonders für die Logistikimmobilien mit über 7,5% p.a. außerordentlich hoch, aber im Zeitverlauf überaus stabil, wie auch die Darstellung in Abb. 4 veranschaulichen kann. Als klarer Treiber der Volatilität ist somit die Wertänderungsrendite zu fokussieren.

Die Wertänderungsrendite wird zum einen vom Wachstum der nachhaltigen Roherträge, zum anderen vom Bewertungseffekt bestimmt, wobei der Bewertungseffekt Änderungen des Liegenschaftszinses oder der Restnutzungsdauer sowie sonstige Zu- und Abschläge des Bewerter zusammenfasst.

In Tab. 3 werden die Komponenten der Wertänderungsrendite für die Segmente Lager/Logistik, sonstige Industrieliegenschaften sowie den Gesamtsektor Industrie zusammengefasst. Die Übersicht verdeutlicht den erheblichen Einfluss des Bewertungseffekts auf die Wertänderungsrendite. Die Änderung der nachhaltigen Roherträge zeigt z.B. in den Krisenjahren 2008/2009 die Korrektur der Einschätzung zu den am Markt erzielbaren Mieten, besonders für das Segment „sonstige Industrie“.

Allerdings ist der Effekt sonstiger Änderungen bewertungsrelevanter Größen, z.B. zum Liegenschaftszins stärker ausgeprägt.

Tab. 3: Komponenten der Wertänderungsrendite für Logistik- und Industrieliegenschaften

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Lager/Logistik	Rohtragswachstum	0,0	-1,4	4,2	-5,7	-1,9	-0,9	0,1	-2,8	3,1	1,0
	Bewertungseffekt	-2,3	3,6	-2,3	7,3	5,3	0,3	-8,3	-7,3	-4,1	-1,5
	Wertänderungsrendite	-2,3	2,2	2,0	1,7	3,3	-0,6	-8,2	-10,2	-1,0	-0,5
sonstige Industrie	Rohtragswachstum	-0,5	-0,7	-1,9	-1,2	-0,7	-0,9	-6,5	0,6	6,9	6,7
	Bewertungseffekt	-2,9	-3,6	-3,3	-0,1	-2,6	6,6	-0,1	-10,0	-7,0	-8,9
	Wertänderungsrendite	-3,3	-4,3	-5,2	-1,3	-3,4	5,8	-6,6	-9,4	-0,2	-2,2
Industrie gesamt	Rohtragswachstum	-0,3	-1,1	1,7	-3,6	-1,3	-0,9	-3,3	-1,3	4,4	2,7
	Bewertungseffekt	-2,7	0,2	-2,8	4,3	2,0	2,7	-4,2	-8,5	-5,2	-3,7
	Wertänderungsrendite	-3,0	-0,9	-1,1	0,6	0,8	1,8	-7,6	-9,8	-0,8	-1,0

Mit dem Hotelmarkt wird nachfolgend ein weiterer Typus von Spezialimmobilien betrachtet, dessen Performance einerseits in Vergleich zum Gesamtmarkt, andererseits zum Sektor Industrie gestellt werden soll. Der Total Return für das Hotelsegment erreicht auf Sicht von 10 Jahren mit 3,7% p.a. nicht den Spitzenwert des Sektors Industrie, kann jedoch auf mittlere Sicht den Gesamtmarkt leicht outperformen. Die Stabilität von Hotelinvestments unterstreicht die geringe Volatilität, die nur geringfügig über dem Niveau für den Gesamtmarkt liegt.

Tab. 4: Einordnung von Performancekennziffern des Hotelsegments

Total Return

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Volatilität 10 J.
Hotel	4,5	3,8	4,5	3,7	2,3
Industrie	6,5	3,4	3,6	5,1	4,1
Alle Liegenschaften	5,5	3,8	4,2	3,0	2,0

Netto-Cashflow-Rendite

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Volatilität 10 J.
Hotel	5,1	5,1	5,2	4,7	0,7
Industrie	7,6	7,5	7,3	7,3	0,5
Alle Liegenschaften	5,2	5,0	4,9	4,7	0,3

Wertänderungsrendite

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Volatilität 10 J.
Hotel	-0,5	-1,3	-0,6	-1,0	2,0
Industrie	-1,0	-3,8	-3,5	-2,1	3,7
Alle Liegenschaften	0,3	-1,2	-0,7	-1,7	1,8

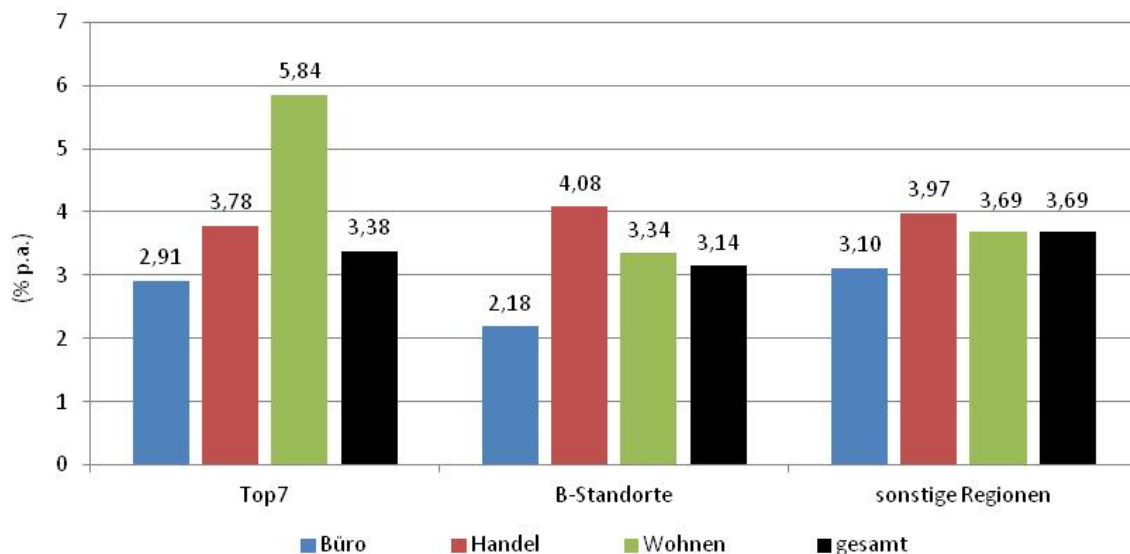
Auf die Komponenten des Total Return herunter gebrochen, zeigt die Auswertung, dass das Hotelsegment in Bezug auf die Netto-Cashflow-Rendite auf kurze wie lange Sicht nahezu dem Gesamtmarkt entspricht. Die Outperformance erwächst aus der Wertänderungsrendite – auf Sicht von 10 Jahren unterlagen Hotels im Schnitt einem geringeren Wertverlust als die Gesamtheit der analysierten Immobilien.

2.3 Vergleich von Regionstypen

Für eine detaillierte räumliche Analyse werden nachfolgend die Standorte nach den Kategorien Top7 (A-Standorte), B-Standorte sowie sonstige Städte / Regionen differenziert, um die Hypothese zu prüfen, ob die von institutionellen, risikoaversen Investoren bevorzugten A-Standorte tatsächlich eine höhere Performance als die übrigen Standorttypen erzielen. Die konkrete Zuordnung von Städten zeigt die Übersicht „Regionale Definitionen“ im Anhang.

Abb. 5 zeigt in einem ersten Vergleich der 3 Standortkategorien den durchschnittlichen jährlichen Total Return über einen Zeitraum von 15 Jahren. Über alle Nutzungsarten gerechnet, erreichen die „sonstigen Regionen“ mit 3,69% den höchsten jährlichen Return, gefolgt von den Top7- sowie den B-Standorten. In einzelne Nutzungsarten differenziert, zeigt sich die Stärke der „sonstigen Regionen“ im Bürobereich, während B-Standorte eine Outperformance in Handelsbereich und die Top7-Standorte eine –deutliche– Stärke im Wohnbereich aufweisen.

Abb. 5: Total Return in verschiedenen Standorttypen über 15 Jahre (% p.a.)



Allerdings verdeutlicht Tab. 5, dass auf kürzere Betrachtungszeiträume die Top7-Standorte den jeweils höchsten Total Return aufweisen und damit keine eindeutige Dominanz bestimmter Standorttypen vorliegt. Hervorzuheben sind mit Blick auf die „sonstigen Regionen“ allerdings zwei recht eindeutige Befunde: zum einen weisen sie über alle Betrachtungszeiträume die höchste Netto-Cashflow-Rendite auf, zum anderen ist ein spürbarer Wertverlust über die Jahre zu verzeichnen. Die Wertänderungsrendite ist zwar für alle Standorttypen –nahezu– durchgängig negativ, aber der Verlust bleibt in den Top7-Standorten über alle Nutzungsarten gesehen am geringsten.

Tab. 5: Performancemaße nach Regionstypen über alle Nutzungsarten

	Region	Performance					Volatilität	
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	10 Jahre	15 Jahre
Total Return	Top7	5,7	3,8	4,3	3,0	3,4	2,2	2,0
	B-Standorte	4,2	3,4	3,7	2,9	3,1	1,3	1,2
	sonstige Regionen	5,4	3,9	4,1	3,3	3,7	2,1	1,8
Netto-Cashflow-Rendite	Top7	4,7	4,7	4,6	4,4	4,4	0,3	0,2
	B-Standorte	5,4	5,2	5,2	5,1	5,0	0,3	0,2
	sonstige Regionen	6,3	6,0	5,8	5,5	5,6	0,4	0,4
Wertänderungsrendite	Top7	0,9	-0,8	-0,3	-1,4	-1,0	2,0	1,9
	B-Standorte	-1,1	-1,7	-1,4	-2,1	-1,8	1,3	1,1
	sonstige Regionen	-0,8	-2,0	-1,5	-2,1	-1,8	2,0	1,6

Ein weiteres zusammenfassendes Ergebnis, auf welches an dieser Stelle zu verweisen ist, betrifft die Volatilität der Standorttypen: Es zeigt sich, dass die Top7-Standorte über Betrachtungsräume von 10 und 15 Jahren die größten Schwankungen zeigen, gefolgt von den „sonstigen Region“; eine auffällige Stabilität ist für die B-Standorte zu verzeichnen.

Nachfolgend werden Merkmale der Hauptnutzungsarten Büro, Handel und Wohnen herausgestellt, wobei die Betrachtung aufgrund einer breiteren Datenbasis gegenüber dem 15-Jahres- auf einem 10-Jahres-Zeitraum beruht.

Bürosektor

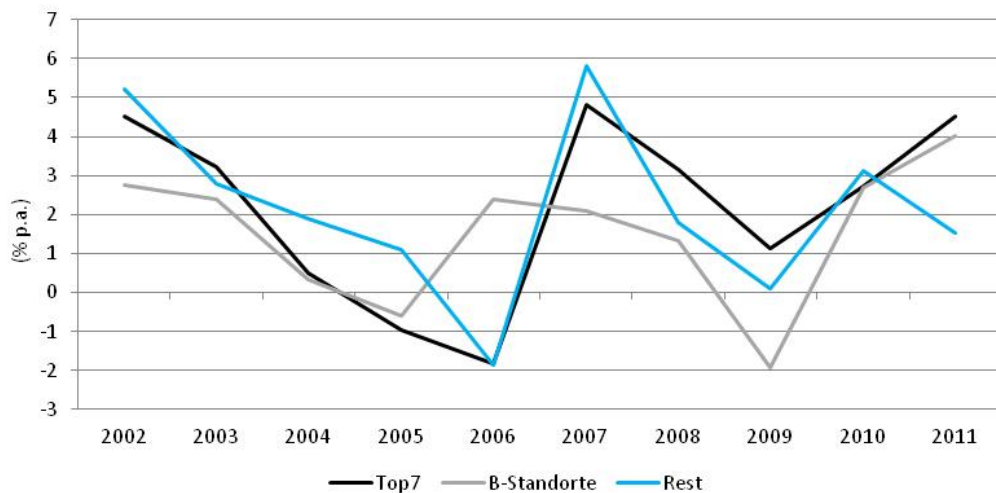
Wie einleitend beschrieben, liegen die Standorttypen „Top7“ und „sonstige Regionen“ bei langfristiger Betrachtung nahezu gleichauf, wobei die Top7-Standorte von einem unterdurchschnittlichen Wertverlust, die „sonstigen Regionen“ von überdurchschnittlichen Netto-Cashflow-Renditen profitieren.

Tab. 6: Performancemaße nach Regionstypen im Bürosektor

Bürosektor	Region	Performance				Volatilität
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre
Total Return	Top7	4,5	2,8	3,3	2,2	2,4
	B-Standorte	4,0	1,6	1,6	1,5	1,8
	sonstige Regionen	1,5	1,6	2,5	2,2	2,3
Netto-Cashflow-Rendite	Top7	4,6	4,7	4,6	4,5	0,3
	B-Standorte	5,5	5,4	5,3	5,2	0,2
	sonstige Regionen	5,5	5,6	5,4	5,4	0,3
Wertänderungsrendite	Top7	-0,1	-1,8	-1,2	-2,2	2,1
	B-Standorte	-1,4	-3,6	-3,5	-3,5	1,7
	sonstige Regionen	-3,8	-3,8	-2,8	-3,1	2,1

Die B-Standorte können sich dagegen vor allem aufgrund deutlich höherer Wertverluste nicht gegenüber der Konkurrenz behaupten: rund -3,5% p.a. auf 3-, 5- und 10- Jahres-Sicht ergeben einen recht eindeutigen Befund. Dabei heben sich die B-Standorte mit Netto-Cashflow-Renditen über 5% p.a. deutlich von den Top7 ab und erreichen nahezu die Werte der „sonstigen Regionen“.

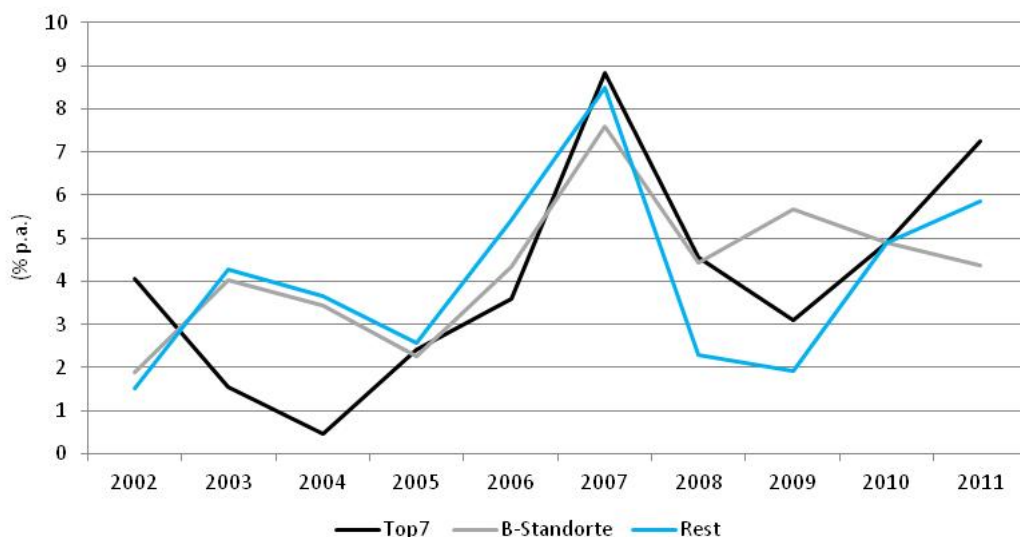
Abb. 6: Total Return im Bürosektor nach Regionstyp



Handelssektor

Im Vergleich zum Bürosektor wird mit Blick auf Abb. 6 und Abb. 7 erkennbar, dass der Sektor Handel über den Zeitraum 2002-2011 tendenziell eine positive Entwicklung der Performance genommen hat. Die durchschnittlichen jährlichen Total Returns sind über einen 5-Jahres-Horizont in allen Standorttypen jeweils höher als die Werte über einen 10-jährigen Zeitraum.

Abb. 7: Total Return von Handelsimmobilien nach Regionstyp



Allerdings hat sich die Rangfolge der Standorttypen in diesem Sektor zugunsten der B-Standorte verschoben – zumindest auf Sicht von 10 Jahren. Getrieben durch einen starken Total Return im Jahr 2011 (7,3%) erreichen die Top7 aber über 3 und 5 Jahre die Spitzenposition, so dass sich mittelfristig eine Verschiebung im Ranking andeuten könnte.

Tabelle 7: Performancemaße nach Regionstypen für Handelsimmobilien

Handelssektor	Region	Performance				Volatilität
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre
Total Return	Top7	7,3	5,1	5,7	4,1	2,5
	B-Standorte	4,4	5,0	5,4	4,3	1,6
	sonstige Regionen	5,9	4,2	4,7	4,1	2,2
Netto-Cashflow-Rendite	Top7	5,1	4,8	4,7	4,4	0,4
	B-Standorte	5,2	5,2	5,1	5,1	0,4
	sonstige Regionen	6,3	6,1	5,9	5,7	0,3
Wertänderungsrendite	Top7	2,1	0,3	1,0	-0,3	2,2
	B-Standorte	-0,8	-0,2	0,3	-0,7	1,6
	sonstige Regionen	-0,4	-1,8	-1,1	-1,5	2,1

Analog zum Bürosektor erreichen die „sonstigen Regionen“ mit deutlichem Abstand auch im Handelssektor über alle Zeiträume Spitzenwerte der Netto-Cashflow-Rendite um 6% p.a. Hinsichtlich der Wertänderungsrendite zeigen die Top7-Standorte Stärke mit einem Wertzuwachs von 1% p.a. im Zeitraum 2007-2011 und nur geringfügigen Verlusten auf Sicht von 10 Jahren.

Wohnsektor

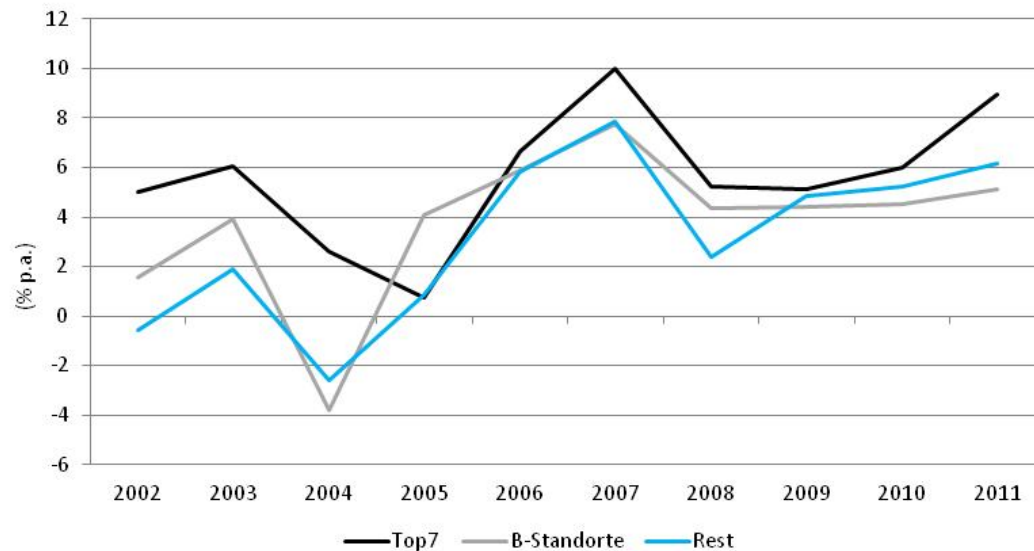
Im Wohnsektor erzielen die Top7-Standorte eine deutliche Outperformance gegenüber den übrigen Standorttypen, die sich auf 5- und 10-Jahres-Sicht auf rund 200 bp beläuft. Bei jeweils schwächster Netto-Cashflow-Rendite beruht die starke Performance auf laufend steigenden Immobilienwerten: die Wertänderungsrendite liegt auf 5 Jahre durchschnittlich bei ca. 3%, auf 10 Jahre bei ca. 2%.

Tabelle 8: Performancemaße nach Regionstypen für den Wohnsektor

Wohnsektor	Region	Performance				Volatilität
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre
Total Return	Top7	9,0	6,7	7,1	5,6	2,7
	B-Standorte	5,1	4,7	5,2	3,8	3,1
	sonstige Regionen	6,2	5,4	5,3	3,2	3,3
Netto-Cashflow-Rendite	Top7	4,3	3,8	3,7	3,8	0,3
	B-Standorte	4,6	4,2	4,3	4,1	0,3
	sonstige Regionen	4,7	4,1	3,9	4,1	0,5
Wertänderungsrendite	Top7	4,5	2,8	3,2	1,8	2,6
	B-Standorte	0,5	0,4	0,9	-0,3	2,9
	sonstige Regionen	1,4	1,2	1,3	-0,9	3,4

B-Standorte und „sonstige Regionen“ verzeichnen hingegen auf 10-Jahres-Sicht leichte Wertverluste, wobei mit dem steigenden Interesse für Wohninvestments in den vergangenen Jahren auf Sicht bis zu 5 Jahren auch diese Standorttypen positive jährliche Wertänderungsrenditen aufweisen. Dabei ist zu betonen, dass die „sonstigen Regionen“ in den letzten 3 Jahren eine Outperformance von knapp 1% gegenüber den B-Standorten erzielen.

Abb. 8: Total Return von Wohninvestments nach Regionstyp



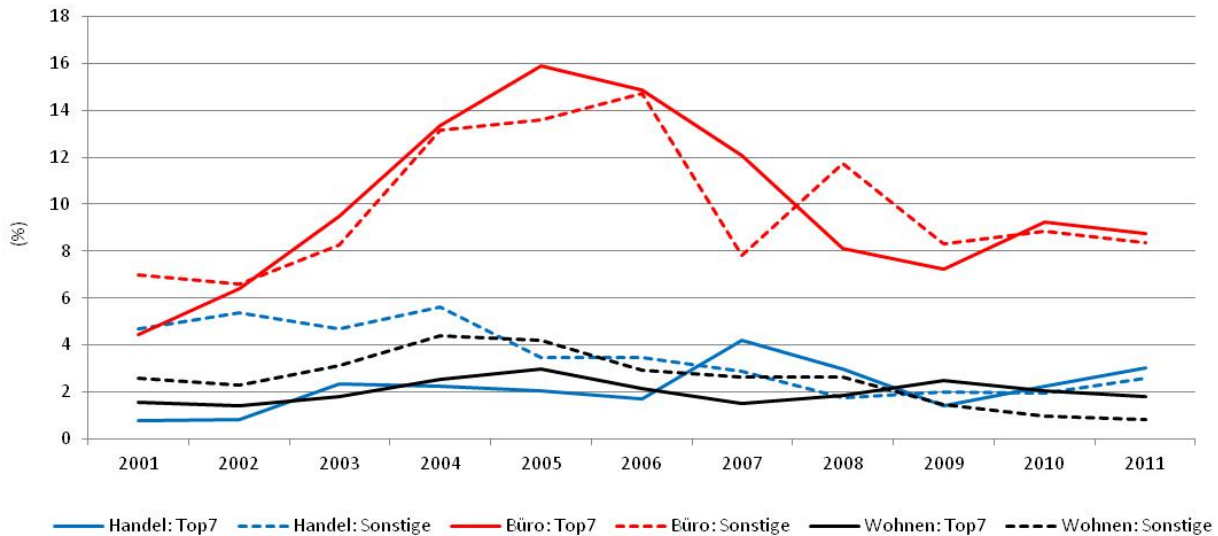
Niedrig bleiben im Wohnsektor die Netto-Cashflow-Renditen. Dies betrifft vor allem die „sonstigen Standorte“, die in den Sektoren Büro und Handel überdurchschnittliche Ergebnisse weit über 5% erreichen. In diesem Fall hingegen bleibt die Cashflow-Rendite von rund 4% auf mittlere und lange Sicht sogar hinter dem Wert für die B-Standorte zurück.

Einflussgrößen der Performance

Die Gegenüberstellung der Hauptnutzungsarten in Bezug auf den Standorttyp soll nachfolgend durch einige Strukturmerkmale unterlegt werden, die Einfluss auf die Performance nehmen könn(t)en.

Nach gängiger Markteinschätzung wird vielfach unterstellt, dass kleinere Standorte geringere (flächenbezogene) Leerstände aufweisen als die Hauptbürostandorte. Die Auswertung der Portfolios institutioneller Investoren bezüglich des Leerstands (hier erneut der wirtschaftliche Leerstand entgangener Mieteinnahmen) zeigt jedoch, dass sich die Leerstandsquoten für die betrachteten Nutzungsarten im Vergleich der Top7-Standorte sowie zusammengeführten Gruppe der B-Standorte und „sonstigen Regionen“ auf vergleichbarem Niveau bewegen (s. Abb. 9). Damit bietet der Leerstand wenig Erklärungsgehalt für einen höheren, stabileren Cashflow außerhalb der A-Standorte.

Abb. 9: Leerstandsquoten nach Regionstyp und Nutzungsart (%)

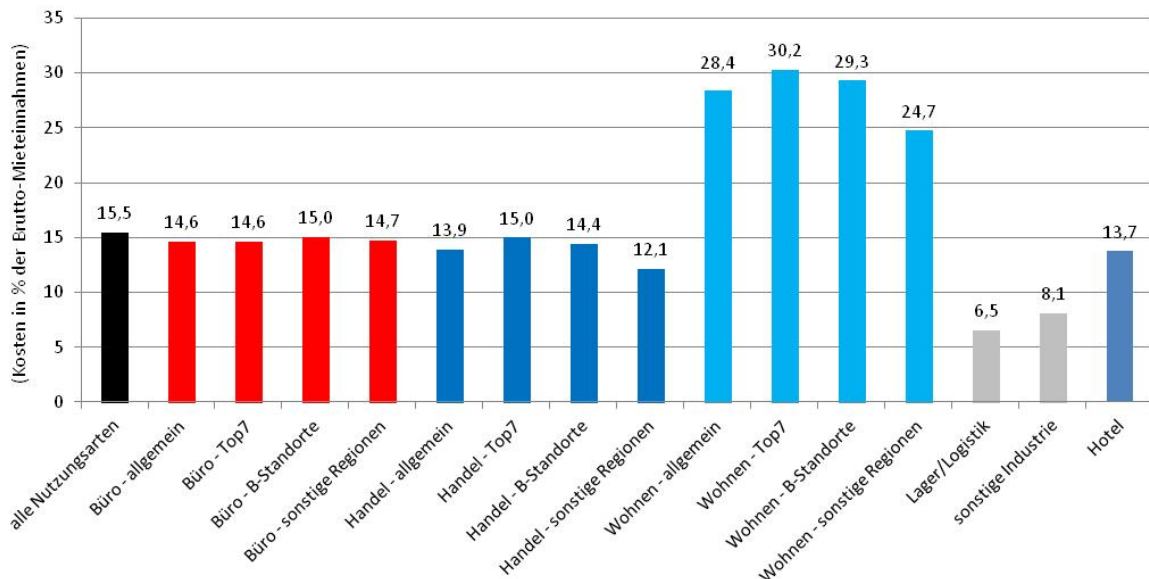


Über den Betrachtungszeitraum von 2001 bis 2011 wird erkennbar, dass in den Sektoren Handel und Wohnen die Leerstandsquoten außerhalb der Top7 reduziert werden konnten und seit einigen Jahren unter dem Niveau der Hauptimmobilienmärkte liegen.

Die Netto-Cashflow-Rendite wird neben Brutto-Mieteinnahmen und dem Leerstand durch die Bewirtschaftungskosten beeinflusst, wobei aus Sicht des Investors den nicht umlegbaren Kosten („Netto-Bewirtschaftungskosten“) die entscheidende Rolle zukommt.

Abb. 10 zeigt die durchschnittlichen jährlichen Netto-Bewirtschaftungskosten über den Zeitraum von 5 Jahren (2007-2011). Dargestellt werden nicht die absoluten Werte, sondern der prozentuale Anteil der nicht umlegbaren Kosten an den Brutto-Mieteinnahmen. Auf diese Weise können die unterschiedlichen Miethöhen bei den verschiedenen Nutzungsarten berücksichtigt werden.

Abb. 10: Netto-Bewirtschaftungskosten in % der Brutto-Mieteinnahmen (5-J.-Durchschnitt p.a.)



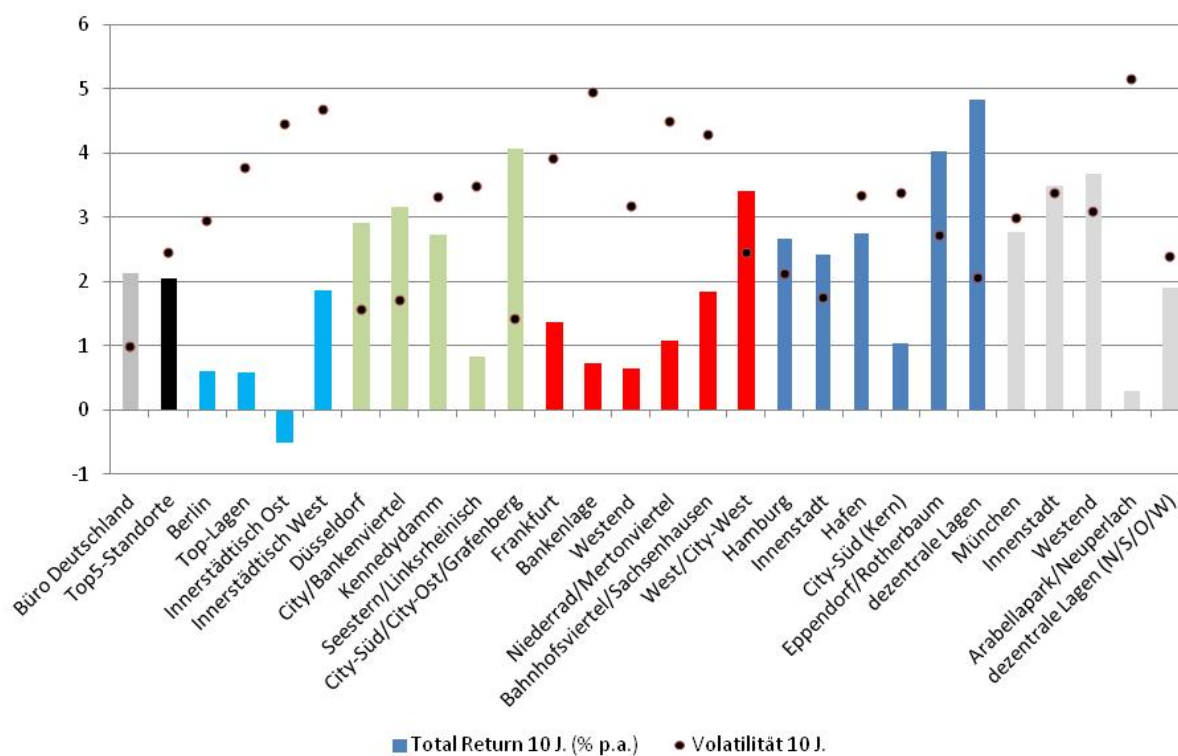
Die Übersicht verdeutlicht, dass zwischen den einzelnen Nutzungsarten deutliche Unterschiede auftreten, so v.a. im Vergleich von Wohn- und Logistik-Immobilien (zu erklären v.a. durch die überdurchschnittlichen Instandhaltungs- und Verwaltungskosten im Wohnsektor). Die regionalen Differenzen innerhalb einzelner Nutzungsarten bleiben demgegenüber gering. Eine geringere Kostenbelastung in den „sonstigen Regionen“ könnte unterstellt werden; allerdings basieren die in der Abbildung ersichtlichen Unterschiede im Handels- wie Wohnsektor auf „Ausreißern“ in einzelnen Jahren, so dass eine Generalisierung der Aussage nicht erfolgen sollte.

3. Vergleich von Kernlagen der Top5-Standorte und Industrieimmobilien

3.1. Analyse der Top5-Büromärkte

In der folgenden Betrachtung werden die Top5-Bürostandorte in ihrer Gesamtheit und vor allem mit Blick auf die Entwicklung in ausgewählten Teilmärkten detailliert analysiert.³ Ein wesentlicher Punkt ist in diesem Zusammenhang der Vergleich von Rendite und Risiko (Volatilität) in den Top-/Innenstadtlagen sowie den dezentralen Lagen.

Abb. 11: Total Return und Volatilität von Bürostandorten und Teilmärkten im Vergleich



³ Es können nicht alle Büroteilmärkte der Top5 einzeln dargestellt werden, weil aus Gründen der Vertraulichkeit der Daten und / oder zu geringen Stichproben keine fundierten Aussagen möglich sind. Daher stehen ausgewählte Teilmärkte im Fokus, die sich in ihrer Struktur bzw. Lage voneinander unterscheiden.

Über einen Zeitraum von 10 Jahren zeigt sich, dass die Top5-Standorte in der Gesamtperformance in etwa auf dem Niveau des nationalen Bürosektors liegen, wobei die Volatilität deutlich höher ausfällt, was die stabilisierende Wirkung von Investments in B-Standorte und „sonstige Regionen“ bestätigt.

Im Vergleich der Top5 untereinander sind auf kurze wie mittlere Sicht (1 bis 10 Jahre) spürbare Unterschiede in den Performancekennziffern zu verzeichnen, die sich in den letzten Jahren tendenziell verfestigt haben. Der durchschnittliche jährliche Total Return von Düsseldorf, München und Hamburg ist im 10-Jahres-Zeitraum um über 100 bp höher als in Frankfurt und sogar über 200 bp über dem Niveau von Berlin. Dabei hat sich über die letzten 5 Jahre der Büromarkt München von der Konkurrenz an Elbe und Rhein absetzen können, v.a. im Jahr 2011 mit einem Total Return von 7,3%.

Tab. 9: Performancedaten der Top5-Standorte im Bürosektor

Total Return														
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Vola 10 J.
Büro Deutschland	4,3	2,4	0,8	-0,4	-0,3	3,5	2,4	1,2	3,2	4,3	2,9	2,9	2,1	0,9
Top5-Standorte	4,4	3,3	0,2	-1,1	-2,1	4,7	3,2	0,8	2,6	4,5	2,6	3,2	2,1	2,5
Berlin	3,8	1,5	0,4	-3,6	-4,9	0,5	4,6	0,3	1,0	2,5	1,3	1,8	0,6	2,9
Düsseldorf	4,7	4,4	1,8	1,5	0,1	4,0	3,1	1,5	4,0	3,9	3,2	3,3	2,9	1,6
Frankfurt	4,9	5,5	-0,9	-1,7	-5,0	6,9	0,8	-2,8	2,7	3,4	1,1	2,2	1,4	3,9
Hamburg	3,5	-1,9	1,1	1,7	2,5	2,9	5,9	2,9	3,0	5,1	3,6	3,9	2,7	2,1
München	4,1	2,8	0,3	-2,6	-0,7	5,9	3,5	2,9	4,1	7,3	4,8	4,7	2,8	3,0
Netto-Cashflow-Rendite														
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Vola 10 J.
Büro Deutschland	5,3	5,0	4,7	4,5	4,5	4,6	4,9	5,0	5,0	4,9	5,0	4,9	4,8	0,1
Top5-Standorte	4,9	4,5	4,2	4,1	4,1	4,2	4,5	4,5	4,7	4,5	4,6	4,5	4,4	0,3
Berlin	4,2	3,8	3,8	3,7	4,2	3,9	4,4	4,5	4,6	4,3	4,5	4,4	4,2	0,3
Düsseldorf	5,2	4,9	4,4	4,3	4,4	4,1	4,1	5,0	5,0	5,1	5,0	4,7	4,6	0,4
Frankfurt	4,9	4,5	4,3	4,0	3,8	3,8	4,5	4,4	4,8	4,0	4,4	4,3	4,3	0,4
Hamburg	4,9	4,5	4,4	4,3	4,6	4,9	5,4	4,6	4,6	4,6	4,6	4,8	4,7	0,3
München	5,0	4,8	4,4	4,2	4,1	4,5	4,0	4,8	4,7	5,1	4,9	4,6	4,6	0,4
Wertänderungsrendite														
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	Vola 10 J.
Büro Deutschland	-1,0	-2,5	-3,7	-4,7	-4,6	-1,1	-2,4	-3,7	-1,7	-0,5	-2,0	-1,9	-2,6	1,0
Top5-Standorte	-0,4	-1,1	-3,9	-5,0	-6,0	0,5	-1,2	-3,6	-2,0	0,0	-1,9	-1,3	-2,3	2,2
Berlin	-0,4	-2,2	-3,3	-7,0	-8,7	-3,3	0,2	-4,1	-3,5	-1,7	-3,1	-2,5	-3,4	2,7
Düsseldorf	-0,4	-0,4	-2,5	-2,6	-4,2	0,0	-0,9	-3,4	-0,9	-1,1	-1,8	-1,3	-1,7	1,4
Frankfurt	0,0	1,0	-5,0	-5,5	-8,5	2,9	-3,5	-6,9	-2,1	-0,5	-3,2	-2,0	-2,8	3,7
Hamburg	-1,3	-6,1	-3,2	-2,5	-2,0	-2,0	0,5	-1,7	-1,6	0,5	-0,9	-0,9	-1,9	1,9
München	-0,8	-2,0	-3,9	-6,5	-4,7	1,4	-0,4	-1,8	-0,6	2,1	-0,1	0,1	-1,7	2,7

Der wesentliche Treiber der Performance-Unterschiede ist –erwartungsgemäß– die Wertänderungsrendite, allerdings ist zu beachten, dass die Underperformer Berlin und Frankfurt auf kurze wie mittlere Sicht auch eine –geringfügig– niedrigere Netto-Cashflow-Rendite aufweisen als die übrigen Standorte. Bezüglich der Wertänderung ist herauszustellen, dass selbst der Markt in München über die letzten 10 Jahre einen durchschnittlichen Wertverlust von -1,7% pro Jahr zu verzeichnen hatte.

Wie stellt sich jedoch die Situation innerhalb eines Marktes im Vergleich der Teilmärkte dar? Die Auswertung diverser Teilmärkte in den Top5 zeigt hinsichtlich Rendite- und Risiko-Struktur kein einheitliches Bild, aber es lassen sich bei Betrachtung eines 10-Jahres-Zeitraums einige Trends / Strukturen erkennen, die sich verallgemeinern lassen:

- Der Total Return in den Top-Lagen (Standorte höchster Büromieten) erreicht zwar in München und Düsseldorf höhere Werte als für die Gesamtstadt; in Berlin, Hamburg und v.a. Frankfurt liegt der Wert jedoch darunter.
- Die Volatilität der Total Returns überschreitet (mit Ausnahme von Hamburg) in den Top-Lagen das Niveau des jeweiligen Gesamtmarktes.

Tab. 10: Performancedaten der Top5-Standorte auf Ebene ausgewählter Teilmärkte

	Total Return (10 J.)		Netto-Cashflow-Rendite (10 J.)		Wertänderungsrendite (10 J.)	
	(% p.a.)	Volatilität	(% p.a.)	Volatilität	(% p.a.)	Volatilität
Büro Deutschland	2,1	1,0	4,8	2,0	-2,6	2,7
Top5-Standorte	2,1	2,5	4,4	0,3	-2,3	2,2
Berlin	0,6	2,9	4,2	0,3	-3,4	2,7
Top-Lagen	0,6	3,8	3,8	0,4	-3,1	3,5
Innerstädtisch Ost	-0,5	4,5	2,9	0,7	-3,3	4,2
Innerstädtisch West	1,9	4,7	5,7	1,0	-3,6	4,4
Düsseldorf	2,9	1,6	4,6	0,4	-1,7	1,4
City/Bankenviertel	3,2	1,7	3,9	0,6	-0,7	1,4
Kennedydamm	2,7	3,3	5,1	0,6	-2,2	3,3
Seestern/Linksrheinisch	0,8	3,5	4,1	1,9	-3,2	2,3
City-Süd/City-Ost/Grafenberg	4,1	1,4	5,7	0,4	-1,5	1,6
Frankfurt	1,4	3,9	4,3	0,4	-2,8	3,7
Bankenlage	0,7	5,0	3,7	0,8	-2,9	4,6
Westend	0,6	3,2	4,4	0,5	-3,7	2,9
Niederrad/Mertonviertel	1,1	4,5	4,5	1,5	-3,3	3,8
Bahnhofsviertel/Sachsenhausen	1,8	4,3	4,1	1,1	-2,2	3,8
West/City-West	3,4	2,5	5,0	0,7	-1,6	2,3
Hamburg	2,7	2,1	4,7	0,3	-1,9	1,9
Innenstadt	2,4	1,8	4,2	0,3	-1,8	1,7
Hafen	2,7	3,3	4,6	0,4	-1,8	3,1
City-Süd (Kern)	1,0	3,4	4,5	1,1	-3,3	2,6
Eppendorf/Rotherbaum	4,0	2,7	5,0	0,5	-0,9	2,5
dezentrale Lagen	4,8	2,1	5,9	0,6	-1,0	1,8
München	2,8	3,0	4,6	0,4	-1,7	2,7
Innenstadt	3,5	3,4	4,4	0,7	-0,9	3,0
Westend	3,7	3,1	4,5	0,8	-0,8	2,2
Arbellapark/Neuperlach	0,3	5,2	4,5	0,7	-4,1	4,6
dezentrale Lagen (N/S/O/W)	1,9	2,4	4,9	0,9	-2,9	1,7

- Die Büroteilmärkte in dezentraler Lage bzw. am Cityrand erzielen überdurchschnittliche Total Returns. Besonders deutlich zeigt sich dieser Befund an den Standorten Düsseldorf, Frankfurt und Hamburg (für Berlin können diesbezüglich keine Daten ausgewiesen werden). Gegen den Trend zeigt sich die Situation in München, wo die zentralen Teilmärkte Innenstadt und Westend deutlich besser performen als die dezentralen Lagen.
- Dezentrale Standorte weisen eine geringe Volatilität der Gesamtperformance auf; eine Ausnahme bleibt der Markt Berlin, wo die innerstädtischen Märkte größere Schwankungen zeigen als die Top-Lagen (die Eigenschaft „dezentral“ gilt in diesem Fall aber auch nur eingeschränkt).
- Eine schwache Performance zeigen unter den nicht-zentralen Lagen die typischen „Bürostädte“, z.B. Niederrad / Mertonviertel in Frankfurt, Seestern in Düsseldorf, CitySüd in Hamburg oder Arbellapark / Neuperlach in München. Dabei liegen die Netto-Cashflow-Renditen nahezu auf

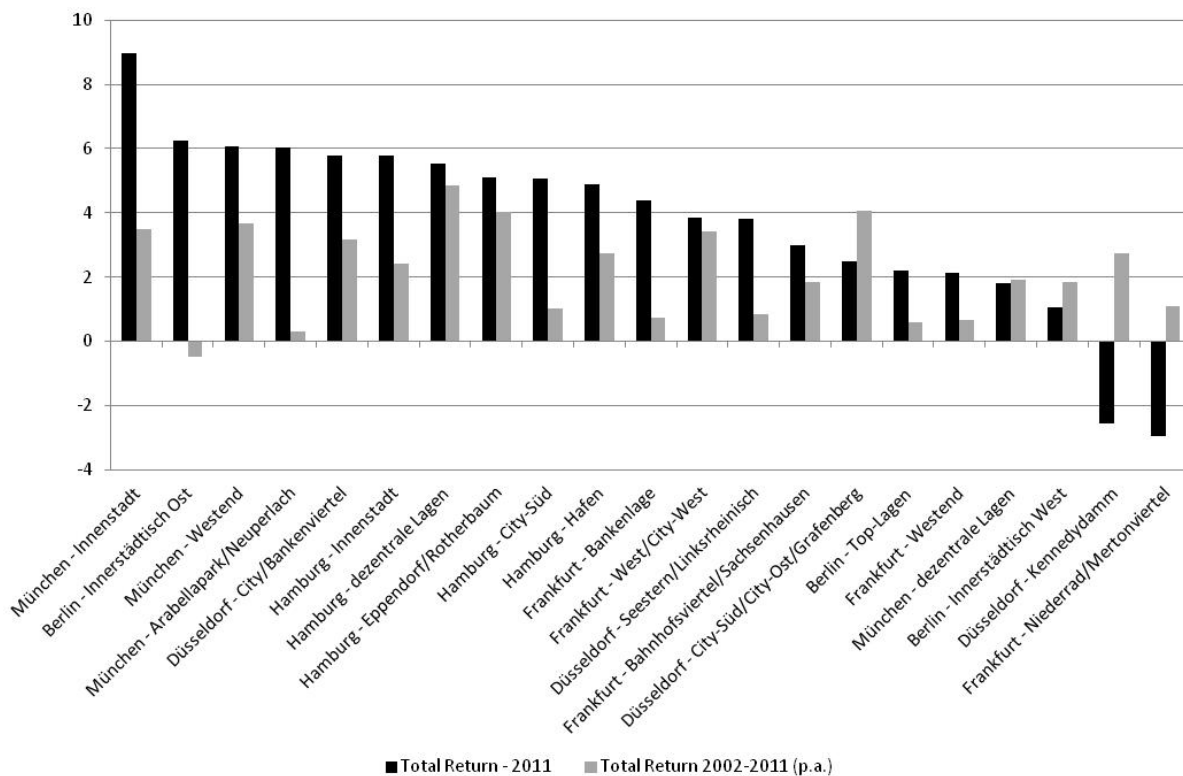
Niveau des Gesamtmarktes; der negative Effekt geht v.a. auf überdurchschnittliche Wertverluste der Objekte zurück.

- Dezentrale Standorte sind durch überdurchschnittliche / hohe Netto-Cashflow-Renditen gekennzeichnet – analog zu dem Befund zu den „sonstigen Regionen“ in der nationalen Betrachtung.

3.2 Backtesting – Büroteilmärkte im historischen Vergleich

Büroteilmärkte können mittel- und langfristig ihre Bedeutung im Gesamtmarkt verändern; ebenso sind einzelne Jahre mit Sondereffekten bei einzelnen oder mehreren Objekte möglich. Daher soll nachstehend mit Hilfe eines Backtesting untersucht werden, wie die Performance an den ausgewählten Büroteilmärkten der Top5 über die letzten 10 Jahre zu beurteilen ist. Parameter für die Betrachtung ist der annualisierte Total Return.

Abb. 12: Total Return von Büroteilmärkten im 1- und 10-Jahres-Vergleich



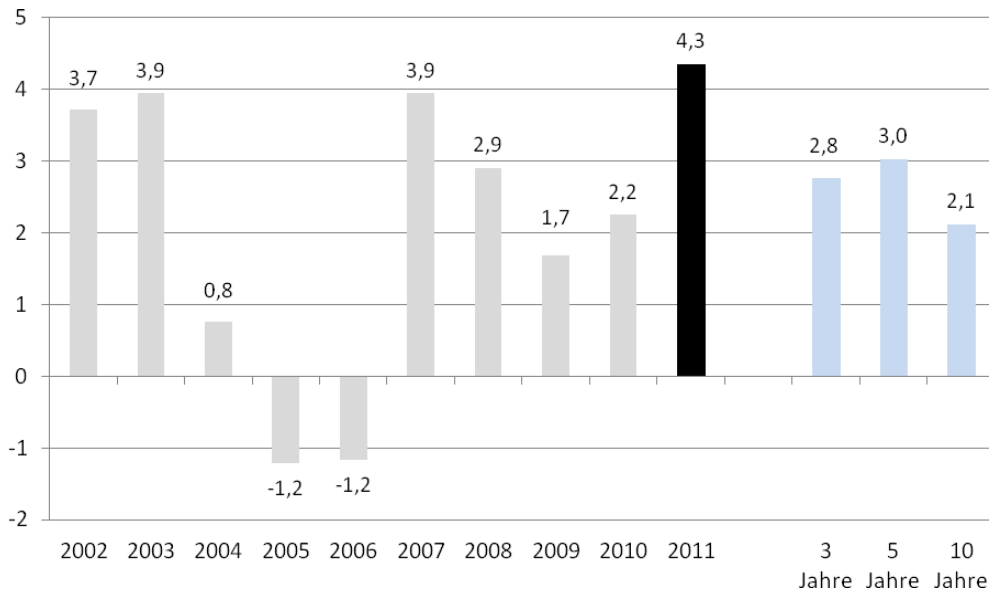
Der grobe Überblick in Abb. 12 zeigt, dass ein kurzfristiges Abbild eines Marktes und die langfristige Entwicklung für einige Märkte in Übereinstimmung stehen, in den meisten Fällen jedoch gravierende Verschiebungen zu konstatieren sind, wie die Darstellung des Rangplatzes jedes Marktes in Tab. 11 klarer präsentieren kann.

Tab. 11: Ranking der Büroteilmärkte in langfristiger Perspektive

	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
München - Innenstadt	1	1	1	5
Berlin - Innerstädtisch Ost	2	12	17	21
München - Westend	3	2	4	4
München - Arabellapark/Neuperlach	4	9	13	20
Düsseldorf - City/Bankenviertel	5	5	6	7
Hamburg - Innenstadt	6	7	10	10
Hamburg - dezentrale Lagen	7	3	2	1
Hamburg - Eppendorf/Rotherbaum	8	4	3	3
Hamburg - City-Süd	9	10	12	15
Hamburg - Hafen	10	17	9	8
Frankfurt - Bankenlage	11	14	14	17
Frankfurt - West/City-West	12	6	8	6
Düsseldorf - Seestern/Linksrheinisch	13	20	21	16
Frankfurt - Bahnhofsviertel/Sachsenhausen	14	15	18	13
Düsseldorf - City-Süd/City-Ost/Grafenberg	15	8	7	2
Berlin - Top-Lagen	16	13	15	19
Frankfurt - Westend	17	16	16	18
München - dezentrale Lagen	18	18	19	11
Berlin - Innerstädtisch West	19	11	5	12
Düsseldorf - Kennedydamm	20	19	11	9
Frankfurt - Niederrad/Mertonviertel	21	21	20	14

Einen weiteren Ansatz, die Performance der Büroteilmärkte historisch darzustellen, bildet die Kalkulation des Total Return eines fiktiven Portfolios für einen Zeitraum von 10 Jahren. Es wird ein Portfolio gebildet, das in alle o.g. Teilmärkte investiert, wobei eine Gewichtung entsprechend den aggregierten Verkehrswerten aller erfassten Objekte im jeweiligen Teilmarkt im Jahr 2011 zugrunde gelegt wird. Die jährlichen Total Returns für das Portfolio werden aus den jährlichen Total Return jedes Teilmarktes berechnet, wobei die Gewichtung konstant gehalten wird. Auf diese Weise soll verdeutlicht werden, welche Performance sich mit dem gewählten Portfolio in jedem Einzeljahr, aber auch auf Sicht von 3, 5 oder 10 Jahren erzielen lässt. Das Ergebnis der Berechnungen zeigt Abb. 13. Demnach erreicht das Portfolio mit einem Total Return von 4,3% im Jahr 2011 den Spitzenwert im 10-Jahres-Zeitraum, der sich nur in wenigen Jahren der Vergangenheit annähernd erzielen ließ, während die Gesamtperformance im langjährigen Durchschnitt lediglich 2,1% erreichte.

Abb. 13: Total Return der Büroteilmärkte in einem fiktiven Portfolios (% p.a.)

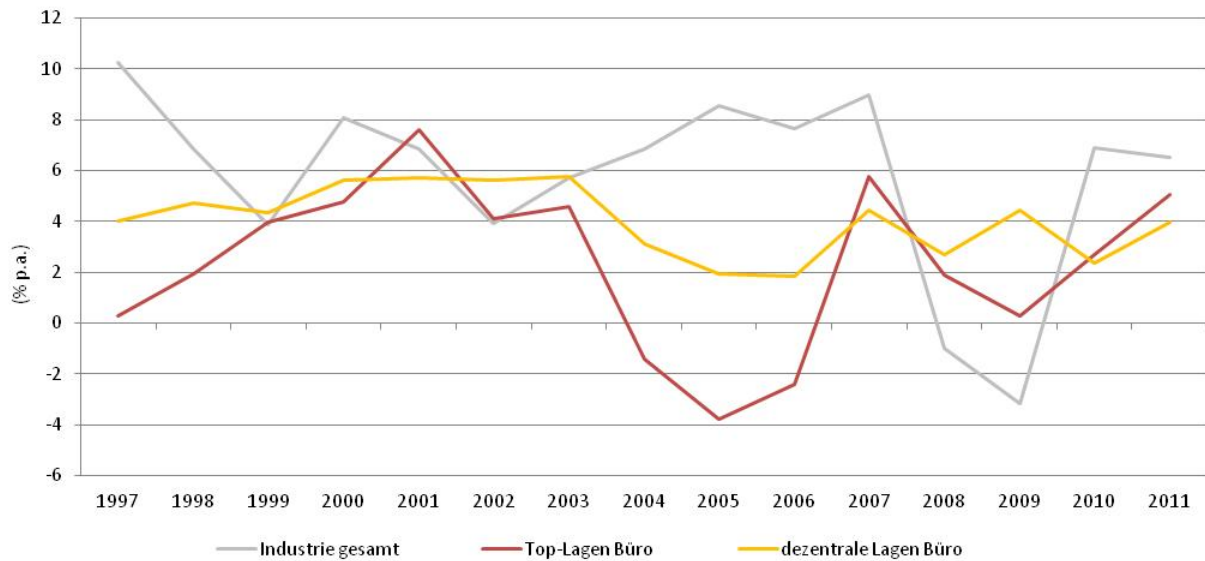


3.3 Vergleich von Industrieimmobilien und Büroobjekten in den Top-Lagen der Top5-Märkte

Abschließend werden Logistik- und Industrieimmobilien im gesamten Bundesgebiet sowie die Top-Büroteilmärkte in den Top5 gegenübergestellt, wodurch zum einen das Portfolio der aurelis Real Estate GmbH, zum anderen die bevorzugten Investmentobjekte institutioneller, risikoaverser Investoren repräsentiert werden sollen. Hinzugefügt werden zur Einordnung auch die Ergebnisse für dezentrale Teilmärkte in den Top5-Büromärkten.

Als Top-Bürolagen werden die Teilmärkte City-Ost, Potsdamer Platz und Charlottenburg 1a in Berlin, City und Bankenviertel in Düsseldorf, Bankenviertel und Westend in Frankfurt sowie „Innenstadt“ in Hamburg und München zusammengefasst. In die Vergleichsgruppe der dezentralen Lagen gehen die Teilmärkte City-Süd, City-Ost und Grafenberg in Düsseldorf, City-West und West in Frankfurt sowie die dezentralen Lagen in Hamburg und München ein.

Abb. 14: Total Return von Industrie- und Büroimmobilien im Vergleich



Ein unmittelbarer Blick auf die langfristige Entwicklung der jährlichen Total Returns von Industrieimmobilien in ihrer Gesamtheit sowie Büroobjekten in den definierten Top- sowie dezentralen Lage ergibt auf den ersten Blick kein eindeutiges Ergebnis – vor allem die Sektoren Industrie und Top-Lagen Büro weisen eine starke Volatilität auf (s. Abb. 14). Dagegen stehen die dezentralen Bürolagen mit relativ stabilen Returns – aber auf moderatem Niveau.

Tab. 12: Performancedaten von Industrie- und Büroimmobilien

	Nutzungsart	Performance					Volatilität	
		1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	10 Jahre	15 Jahre
Total Return	Industrie gesamt	6,5	3,4	3,6	5,1	5,8	4,1	3,6
	Top-Lagen Büro	5,0	2,7	3,1	1,7	2,3	3,4	3,2
	dezentrale Lagen Büro	4,0	3,6	3,6	3,6	4,0	1,4	1,4
Netto-Cashflow-Rendite	Industrie gesamt	7,6	7,5	7,3	7,3	7,4	0,5	0,4
	Top-Lagen Büro	4,3	4,4	4,2	4,0	3,8	0,4	0,5
	dezentrale Lagen Büro	4,8	5,1	5,1	5,3	5,5	0,3	0,4
Wertänderungsrendite	Industrie gesamt	-1,0	-3,8	-3,5	-2,1	-1,5	3,7	3,3
	Top-Lagen Büro	0,8	-1,6	-1,1	-2,2	-1,4	3,0	2,9
	dezentrale Lagen Büro	-0,8	-1,4	-1,4	-1,6	-1,3	1,3	1,3

Bei Betrachtung der zugrunde liegenden Kennzahlen wird bestätigt, dass die Total Returns sowohl bei Industrieimmobilien als auch bei Büros in dezentralen Lagen über denen von Büroimmobilien in den Top-Lagen liegen. Vor allem die Industrieobjekte profitieren von den hohen Netto-Cashflow-Renditen, da die Wertverluste auch in diesem Sektor nicht zu vernachlässigen sind. Büros in dezentralen Lagen erzielen ebenfalls überdurchschnittliche Cashflow-Renditen, erweisen sich darüber hinaus aber auch –geringfügig– wertstabiler als die Pendanten in den Top-Lagen, wie Ergebnisse mittel- und langfristiger Perspektive verdeutlichen können.

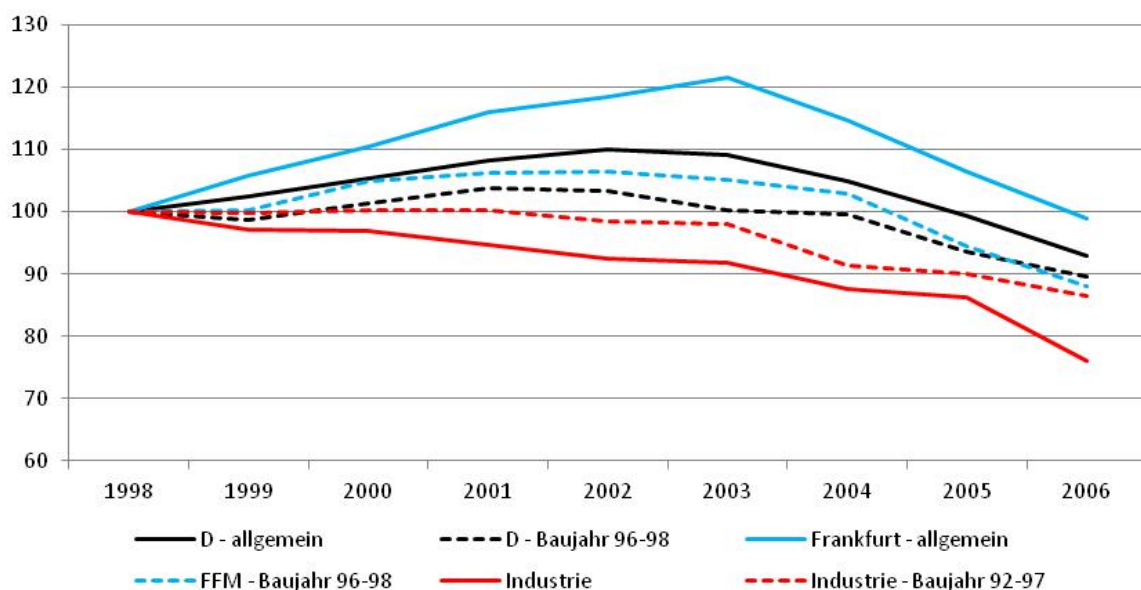
Ergänzung 1

Ein weiterer Ansatz zur Prüfung der Wertentwicklung von Büro- und Industrieimmobilien betrifft die Hypothese, dass Neubauten mit / nach Ablauf des ersten, i.d.R. langfristigen Mietvertrags spürbar an Wert verlieren, sofern nicht eine adäquate Nachvermietung / Verlängerung erfolgt (die allgemeine Marktlage dürfte darüber hinaus überlagernd einen nicht zu verachtenden Einfluss nehmen können).

Für die Analyse bedeutet dies, die Entwicklung von Performance bzw. Verkehrswert einer festen Gruppe von Objekten über einen langen Zeitraum, hier im Idealfall 1997 bis 2011, zu betrachten, wobei Objekte herausgefiltert werden, die im Zeitraum 1996-1998 fertiggestellt worden sind. Von besonderem Interesse ist demgemäß bei unterstellten 10-Jahres-Mietverträgen die Entwicklung in den Jahren 2007-2010, wo deutliche Veränderungen erwartet werden können. Den regionalen Schwerpunkt bildet der Büromarkt Frankfurt; ein Vergleich zum Büromarkt im gesamten Bundesgebiet sowie ein Vergleich mit der Nutzungsart Industrie wird gezogen.

Ein klares Ergebnis zu der oben skizzierten Fragestellung lässt sich angesichts einiger Einschränkungen aus den IPD-Daten nicht ermitteln. Der Blick auf die Entwicklung von Performance, vor allem der Netto-Cashflow-Rendite, und Verkehrswert bei Einzelobjekten unterstützt die o.g. Hypothese. Allerdings lässt sich bei zahlreichen weiteren Objekten kein Zusammenhang nachweisen, d.h. die Performancekennziffern bleiben stabil bzw. zeigen keine signifikante Abweichung vom allgemeinen Markttrend. Für eine fundierte Aussage ist jedoch die Gesamtzahl der in der IPD-Datenbank verfügbaren Objekte mit langer bzw. ungebrochener Historie zu gering; eine exakte Zuordnung von Laufzeiten der Mietverträge ist zudem nicht möglich. Schließlich kann der Einfluss bzw. die Überlagerung von allgemeinen Markttrends nicht sauber ausgegliedert werden.

Abb. 15: Entwicklung der Verkehrswerte von Büro- und Industrieimmobilien in Deutschland und am Büromarkt Frankfurt am Main (indexiert auf Basisjahr 1998)



In Abb. 15 werden Objekte mit mehrjähriger Historie in ihrer Entwicklung in vergleichender Betrachtung dargestellt. Dabei werden für den gesamten Büromarkt Deutschland sowie den Büromarkt Frankfurt jeweils die indexierte Entwicklung von Verkehrswerten aller Objekten und jener Objekte gegenüber gestellt, die ein historisches Baujahr 1996-1998 haben. Somit liegt die Annahme zugrunde, dass die letztgenannten Objekte in den Jahren 2004 bis 2006 aufgrund auslaufender 10-Jahres-Verträge „unter Druck geraten“ könnten. Die Ergebnisse der Auswertung können diese Annahme jedoch nicht bestätigen. Wie der Gesamtmarkt haben die 1996-98 fertig gestellten Objekte rund 10 Jahre später deutliche Wertverluste zu verzeichnen.

Tab. 13: Wertentwicklung von Neubaubъекten 1996-98 und Gesamtmarkt im Vergleich

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Frankfurt - allgemein	5,7	4,4	5,1	2,1	2,7	-5,6	-7,1	-7,3
FFM - Baujahr 96-98	0,2	4,8	1,2	0,3	-1,4	-2,0	-8,2	-6,8

Industrieimmobilien schneiden im Vergleich zu Büroobjekten nicht besser ab. Der bereits herausgearbeitete Befund, dass Industrieliegenschaften von hohen Netto-Cashflow-Renditen profitieren, aber einen überdurchschnittlichen Wertverlust aufweisen, bestätigt die vorliegende Betrachtung.

Ergänzung 2

Als Abschluss der Betrachtung der Wertentwicklung von Büroimmobilien werden die Verkehrswerte im Vorfeld eines Verkaufs der Immobilie sowie der erzielte (Brutto-) Verkaufspreis in Vergleich gesetzt. Es wird die Hypothese aufgestellt, dass der erzielte Verkaufspreis i.d.R. unter dem letzten Verkehrswert liegt oder das Objekt im Jahr vor dem Verkauf durch Abwertung auf ein marktgerechtes Niveau gebracht wurde.

Für die Analyse wurde folgender Ansatz genutzt: Die Stichprobe bilden die von institutionellen Investoren verkauften Büroobjekte in den Top-Teilmärkten der Big5-Standorte in Deutschland. Das Jahr des Verkaufs wird mit t_{trans} bezeichnet; darüber hinaus gehen die 3 vorhergehenden Jahre in die Betrachtung ein. Besonderes Augenmerk wird auf den Vergleich von Verkaufspreis und Verkehrswert des jeweiligen Vorjahres gelegt ($\% t_{trans} / t_{-1}$). In Tab. 14 werden die Ergebnisse dieser Auswertung für die Jahre 2001 bis 2011 dargestellt. Um Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden die Verkehrswerte indexiert, wobei das Jahr 3 vor dem Verkaufsjahr als Basis dient.

Tab. 14 Entwicklung der Verkehrswerte und Verkaufspreise für Büroobjekte in den Big5

Jahr des Verkaufs (t_{trans})	t_3	t_2	t_1	t_{trans}	% t_{trans} / t_1
2001	100	105,1	105,0	112,5	7,13%
2002	100	107,0	111,7	111,7	-0,01%
2003	100	98,0	98,4	92,8	-5,77%
2004	100	98,5	98,7	97,1	-1,63%
2005	100	92,4	85,7	84,0	-1,98%
2006	100	97,4	93,8	81,7	-12,92%
2007	100	91,4	88,5	98,0	10,69%
2008	100	93,3	92,0	92,1	0,14%
2009	100	88,8	99,3	96,8	-2,50%
2010	100	99,2	89,3	93,0	4,10%
2011	100	98,2	98,9	102,2	3,27%

Die Interpretation der Daten ergibt kein eindeutiges Bild, u.a. weil die Zyklen des Immobilien-Investmentmarktes die Betrachtung überlagern. Der Wertzuwachs zwischen letzter Bewertung und Verkaufspreis lässt sich in den Jahren 2001, 2007 oder 2011 durch das positive Investmentklima erklären. Demgegenüber steht vor allem die schwache Marktphase 2005/2006. Dabei deuten die Verkehrswerte der Verkaufsfälle des Jahres 2005 darauf hin, dass im Jahr 2004 (t_1) möglicherweise deutliche Abwertungen vorgenommen wurden, um die Objekte „marktfähig“ zu machen (im Hinterkopf ist dabei die damalige Diskussion, dass v.a. ausländische Investoren nicht bereit waren, in den deutschen Markt einzusteigen, solange die Verkaufspreise nicht reduziert würden). Gleiches Vorgehen kann für das Verkaufsjahr 2006 unterstellt werden, in dem eine erhebliche Differenz zwischen Verkehrswert 2005 und Verkaufspreis 2006 festzustellen ist – dabei ist zu berücksichtigen, dass IPD keine Daten zu einer möglichen Bewertung, d.h. Abwertung, im Jahr 2006 vorliegen, die ggf. im Vorfeld des Verkaufs stattgefunden hat.

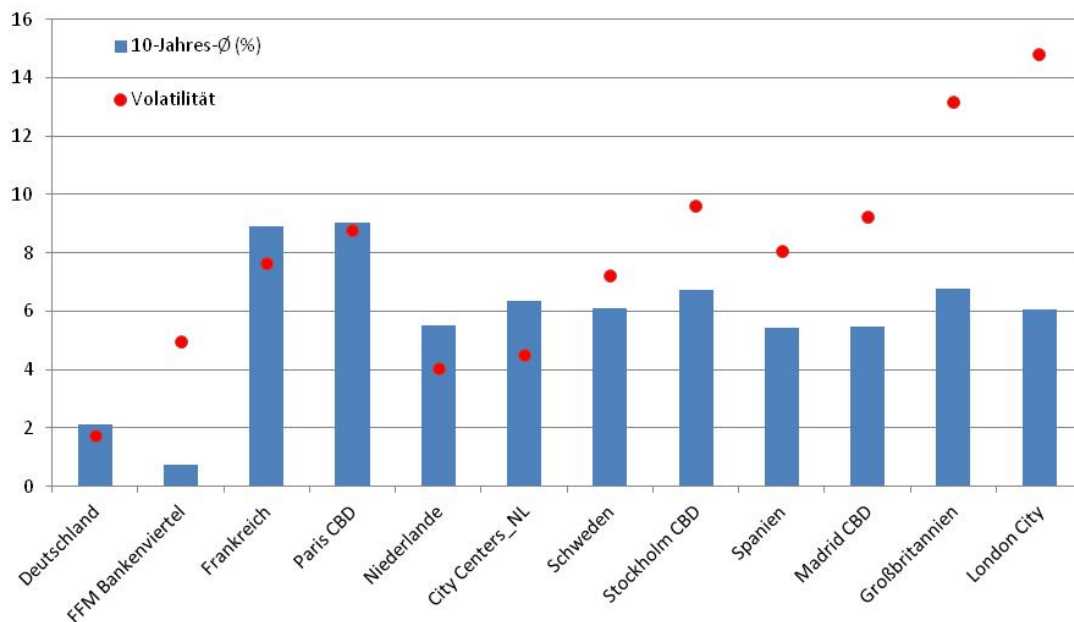
Grundsätzlich zeigt die Aufstellung für den Großteil der betrachteten Jahre, dass Büroobjekte in den Top-Lagen der Big5 durchschnittlich erheblich an Wert verloren haben, wobei zu betonen ist, dass die Wertverluste weniger im Verkaufsjahr bzw. durch den Verkauf als vielmehr in den Jahren zuvor realisiert wurden.

4. Einordnung in den internationalen Kontext⁴

In Ergänzung zum Vergleich der Nutzungsarten auf der nationalen Ebene werden abschließend einige Aspekte der Auswertung im internationalen Kontext betrachtet. Auf diese Weise soll verdeutlicht werden, dass es sich bei den dargestellten Trends / Ergebnissen nicht um nationale Besonderheiten handelt, sondern die Immobilienmärkte insgesamt durch diese Entwicklungen bestimmt werden.

Als wichtiges Ergebnis für den Bürosektor wurde die schwache Performance der Top-Lagen bei gleichzeitig überdurchschnittlicher Volatilität herausgestellt. Für einige europäische Länder werden daher die Total Returns und deren Volatilität von Gesamtmarkt sowie einem Top-Büroteilmarkt verglichen.

Abb. 16: Total Return im Bürosegment – internationale Märkte und Top-Lagen im Vergleich



Die Betrachtung der Märkte Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Niederlande, Schweden und Spanien zeigt kein eindeutiges Bild, aber einige deutliche Trends. Für alle Länder ist über den Zeitraum 2002-2011 die höhere Volatilität der Top-Standorte hervorzuheben; besonders gilt dies für die Beispiele Frankfurt und Stockholm. Das höhere Rendite-Risiko-Profil der Top-Standorte wird jedoch vor allem erkennbar, wenn die durchschnittliche jährliches Performance einbezogen wird: nicht nur in Frankfurts Bankenlage, sondern auch in der Londoner City ist der Total Return geringer als für den Gesamtmarkt des Landes. In den Fällen Paris und Madrid liegen die Returns nahezu

⁴ Die Untersuchung auf internationaler Ebene beruht nur auf Daten zu Bestandsobjekten; daher sind leichte Abweichungen zu den Werten in der Analyse zu Deutschland möglich.

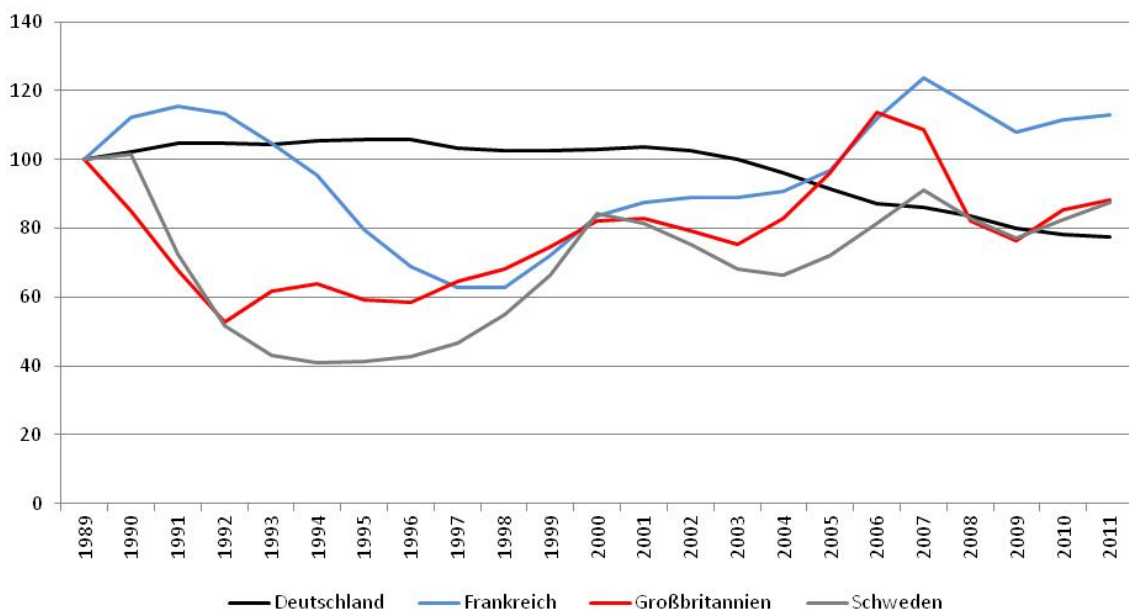
gleichauf, während nur für Stockholm und die niederländischen Großstädte eine Outperformance von rund 75 Basispunkten zu verzeichnen ist.

Die für Deutschland dargelegte, langfristig negative Wertänderungsrendite von Immobilien, v.a. im Bürosegment, ist keine Besonderheit für den deutschen Immobilienmarkt.

Werden lange Zeitreihen (1989-2011) für die Märkte Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Schweden genutzt, so zeigen sich folgende Befunde:

- Die Stabilität des deutschen Marktes im Vergleich zu den anderen europäischen Märkten
- Ein nahezu kontinuierlicher Wertrückgang von Büroimmobilien in Deutschland
- Allerdings sind langfristig auch Wertverluste in Großbritannien und Schweden zu verzeichnen; lediglich der französische Markt konnte nach Wertrückgängen in den 1990er Jahren wieder zulegen und bis 2011 ins Plus drehen

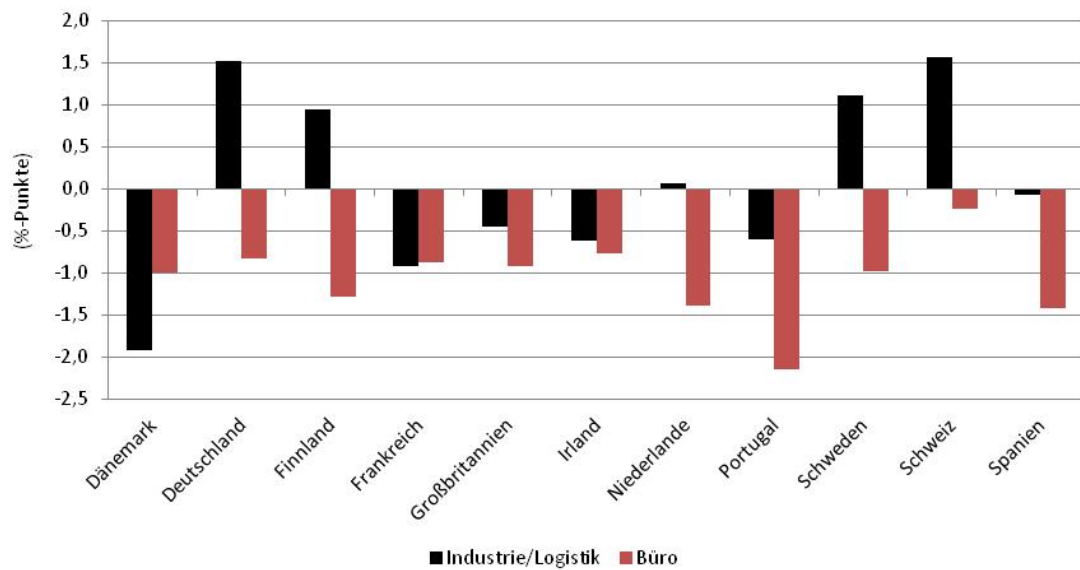
Abb. 17: Wertänderungsrendite im Bürosegment 1989-2011 – indiziert



Ein weiterer Ansatz betrifft die Hypothese, dass „Spezialimmobilien“ wie z.B. das Segment Industrie/Logistik gegenüber den klassischen Nutzungsarten, im vorliegenden Beispiel Büroimmobilien, eine Outperformance erzielen.

Bei Betrachtung der europäischen Immobilienmärkte, für die eine 10-jährige Historie gezeichnet werden kann, zeigt der durchschnittliche jährliche Total Return des Gesamtmarktes im Vergleich zu den Sektoren Büro und Industrie folgendes Ergebnis.

Abb. 18: Relative Performance des Sektoren Büro bzw. Industrie gegenüber dem Gesamtmarkt



Der Hypothese entsprechend zeigen die annualisierten Total Returns der IPD für Büroimmobilien im Zeitraum 2002-2011 in allen betrachteten Ländern eine Underperformance gegenüber dem Gesamtmarkt und bestätigen die negative Einschätzung dieser Assetklasse.

Dagegen ist das Ergebnis für den Sektor Industrie/Logistik uneinheitlich: Während z.B. in Deutschland, der Schweiz sowie den nordischen Märkten Finnland und Schweden eine deutliche Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt zu verzeichnen ist, bewegt sich der Sektor in den Niederlanden und Spanien auf Marktniveau. In den übrigen Märkten zählt der Sektor Industrie/Logistik zu den Underperformern, erreicht jedoch mit Ausnahme von Dänemark (und Frankreich) ein besseres Ergebnis als der Bürosektor.

5. Zusammenfassung

IPD Investment Property Databank leistet keine Beratung, z.B. zu Investmentstandorten oder -objekten. Folgende Zusammenfassung soll daher keine Schlussfolgerungen ziehen, sondern ausgewählte Ergebnisse der Auswertung der Daten aus den IPD-Datenbanken betonen.

- Im Vergleich der Nutzungsarten zeigt der Bürosektor gegenüber dem Gesamtmarkt eine Underperformance. Die Sektoren Handel und Wohnen erreichen höhere Total Returns bei geringerem Risiko (Volatilität).
- Für den Sektor Industrie gilt hingegen ein ausgeprägtes Rendite-Risiko-Profil mit überdurchschnittlichen Returns bei gleichzeitig hoher Volatilität.
- Investments in Top-Standorte oder Top-Lagen innerhalb eines Immobilienmarktes erzielen in vielen Fällen keine überdurchschnittlichen Renditen.
- Top-Standorte weisen eine höhere Schwankung der Wertentwicklung im Vergleich zu „sonstigen Regionen“, vor allem jedoch B-Standorten auf.
- Investmentstandorte in „sonstigen Regionen“ erreichen überdurchschnittliche Netto-Cashflow-Renditen; zugleich liegt jedoch der jährliche Wertverlust der Immobilien über dem Gesamtmarktniveau.

Disclaimer

IPD gibt keine Anlageempfehlung, sondern spiegelt lediglich die Ergebnisse verschiedener Auswertungen der IPD-Datenbank wider. IPD übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden, die aus dem Gebrauch dieser Informationen resultieren.

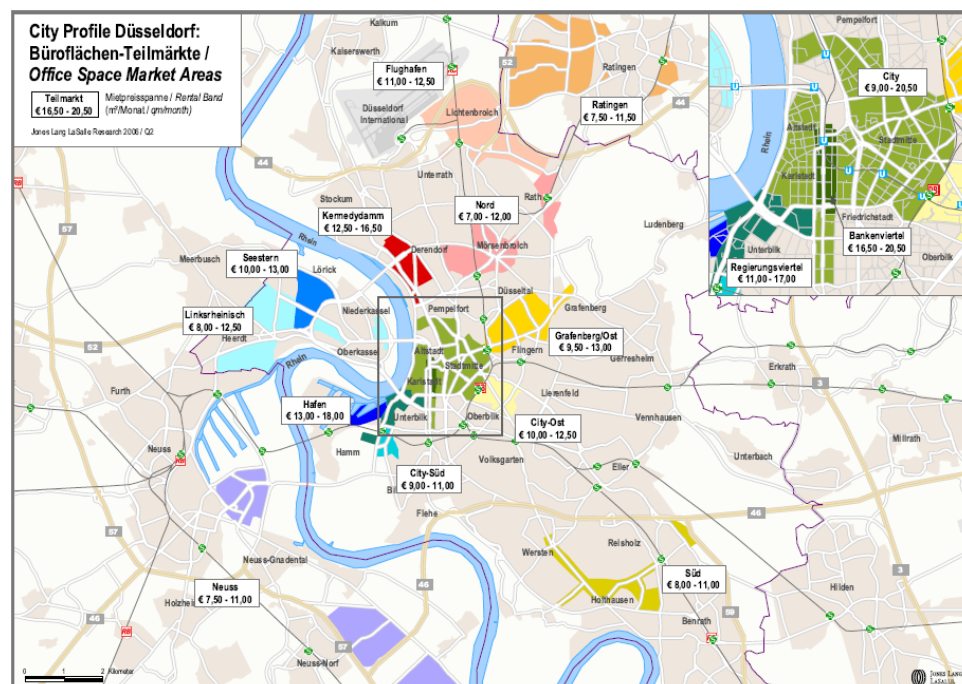
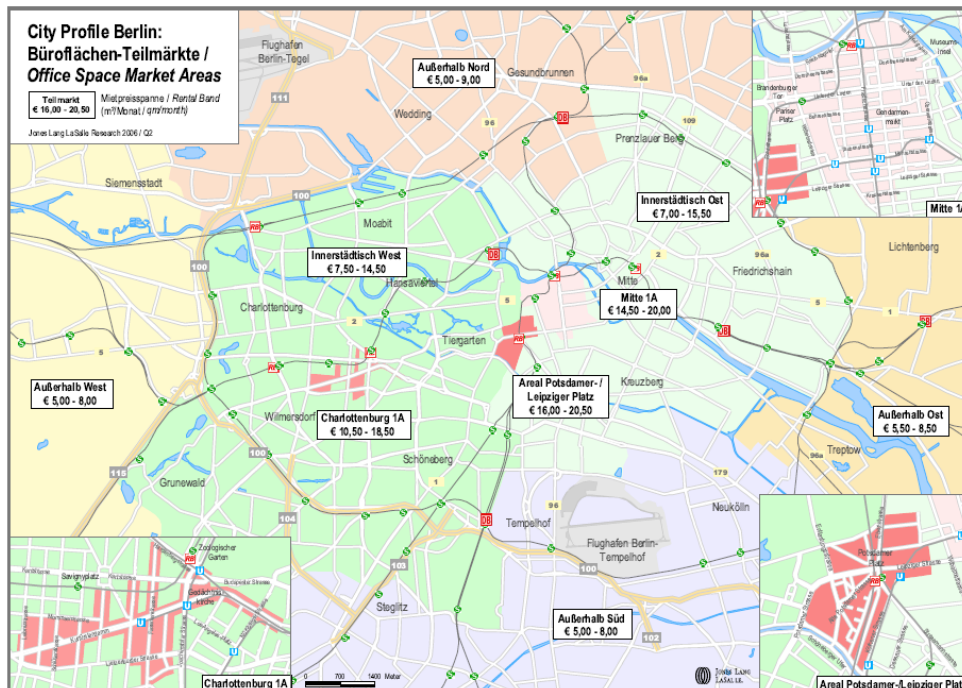
Anhang

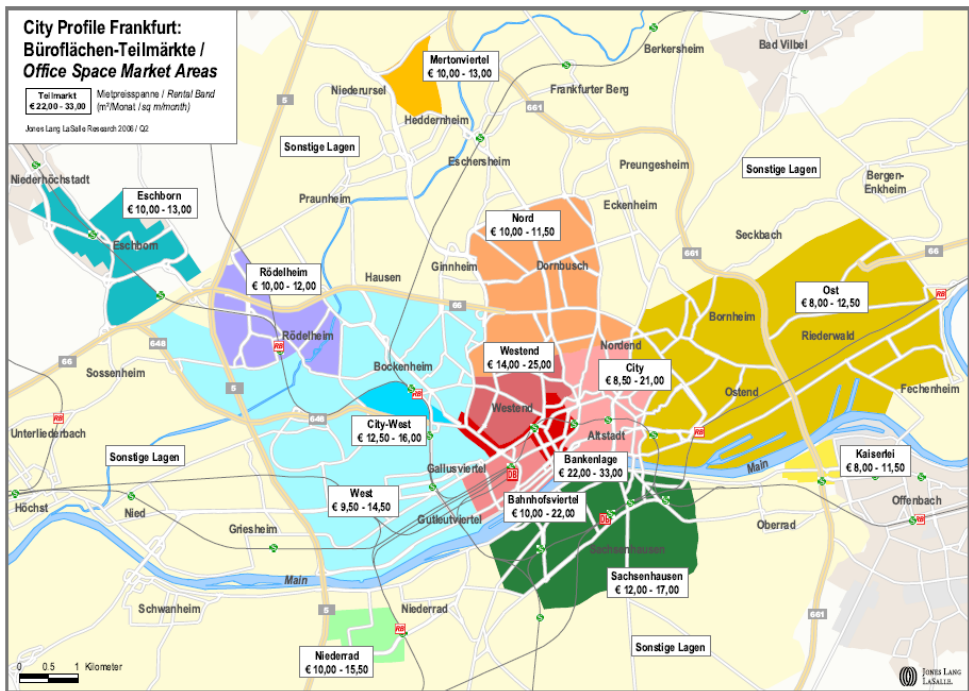
Regionale Definitionen

A-Standorte: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München, Stuttgart

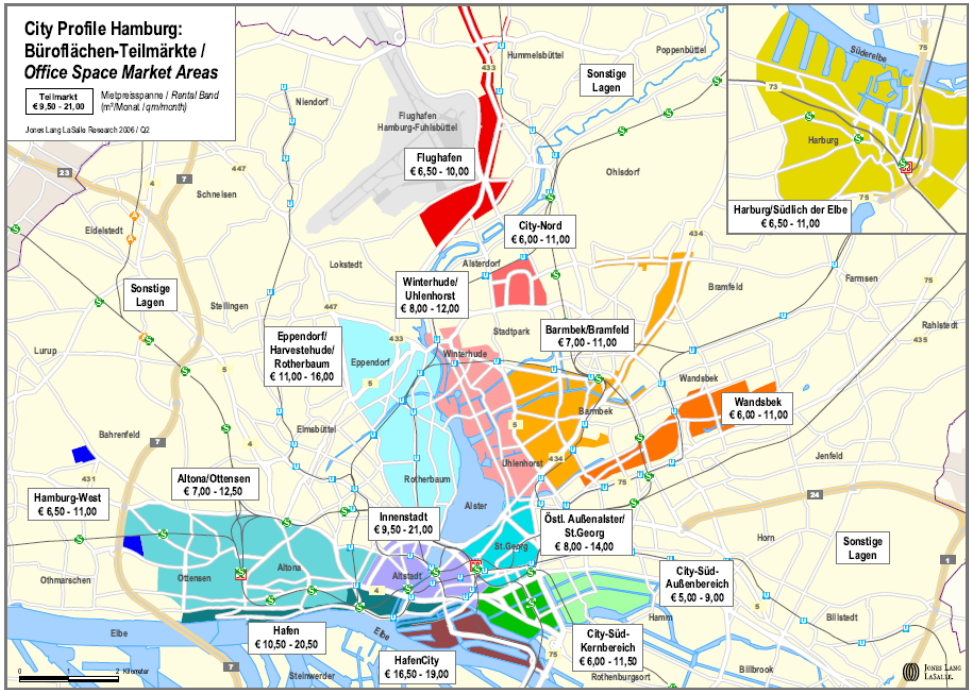
B-Standorte: Aachen, Augsburg, Bielefeld, Bochum, Bonn, Braunschweig, Bremen, Chemnitz, Dortmund, Dresden, Essen, Hannover, Karlsruhe, Kiel, Leipzig, Magdeburg, Mannheim, Mönchengladbach, Münster, Nürnberg, Wiesbaden

Büromarkt Deutschland – Teilmärkte der Big5





Abgrenzung Büroteilmärkte Hamburg:
 „dezentral“ fasst die folgenden Teilmärkte zusammen: Altona/Ottensen, Barmbek/Bramfeld, City Nord, Flughafen, Harburg/südlich der Elbe, Wandsbek, West, Winterhude/Uhlenhof, sonstige Lagen



Abgrenzung Büroteilmärkte München:

„dezentral“ fasst die folgenden Teilmärkte zusammen: Norden, Westen, Osten, Süden

