

**DIE THEMEN HEUTE**

I. AKTUELLE GELD- UND ZINSPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK	1
II. ZINSEN AUF TALFAHRT – HOHE RISIKOAUFSCHLÄGE BEI VERMÖGENSWERTEN	1
III. IMMOBILIEN-INVESTMENTMARKT (DEUTSCHLAND) – UNTERTEILUNG DER STANDORTE IN A-, B-, C- UND D-STÄDTE IST KEINE INVESTMENTKLASSIFIZIERUNG	2
IV. „SCHEININVESTMENTSICHERHEIT“ A-STÄDTE - PRÄFERENZ GROSSER UND INTERNATIONALER INVESTOREN BIRGT ERHÖHTES RENDITERISIKO	3
V. ATTRAKTIVE B-, C- UND D-STÄDTE ALS PORTFOLIO-STABILITÄTSANKER	3

**I. AKTUELLE GELD- UND ZINSPOLITIK DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK**

Mit der jüngsten Entscheidung (3. September 2015) belässt die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei rekordniedrigen 0,05 %, 0,30 % bzw. -0,20 %.

Sie bestätigt ferner, die bisherigen Ankäufe von Staatsanleihen konstant fortzuführen. Dies zusammen wird ein weiteres mehr oder

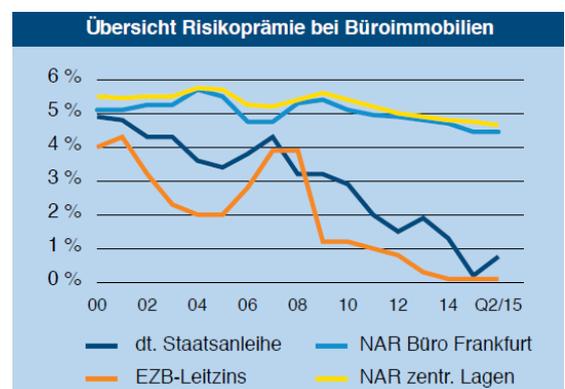
weniger spürbares Absinken der Renditen über alle Anleihelaufzeiten bewirken. Im privaten Bankensektor ist zudem eine Ausweitung der Negativzinsen auf große Sichteinlagen sowie eine Absenkung der Schwellenwerte zu verzeichnen.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass auf absehbare Zeit eine signifikante Zinssteigerung über alle Laufzeiten hinweg nicht eintreten wird.

**II. ZINSEN AUF TALFAHRT – HOHE RISIKOAUFSCHLÄGE BEI VERMÖGENSWERTEN**

Angetrieben von der expansiven Geldpolitik und dem signifikanten Mangel an sicheren Kapitalanlagen liegen die deutschen Staatsanleihen (Bundesanleihen) – die als mündelsicher und damit ohne Ausfallrisiko gelten – auf einem Niveau von unter **1 Prozent** (nach kurzfristigem und offenkundig technisch bedingtem Wiederanstieg). **Die Risikoprämie befindet sich nahe ihres All-Time-Highs.** Die Differenz zwischen Nettoanfangsrenditen Immobilieninvestmentmarkt NAR und Staatsanleihe bzw. EZB-Leitzins nimmt seit mehreren Jahren kontinuierlich zu. Sie gelten als Basis für Risikoaufschläge bei Immobilieninvestments. Trotz sinkender Renditen liegen die Risikoprämien derzeit nahezu auf Höchstniveau – im Beispiel des

Büromarktes Frankfurt derzeit bei etwa 370 Basispunkten.



Quelle: Deutsche Bundesbank, Europäische Zentralbank, bulwiengesa AG

### III. IMMOBILIEN-INVESTMENTMARKT (DEUTSCHLAND) – UNTERTEILUNG DER STANDORTE IN A-, B-, C- UND D-STÄDTE IST KEINE INVESTMENTKLASSIFIZIERUNG

In der deutschen Immobilienwirtschaft hat sich eine **Clustering der Immobilienstandorte in A-, B-, C- und D-Städte** etabliert. Mit dieser Standortunterteilung ist jedoch **keinerlei Qualitätsbewertung oder Rating** der dort befindlichen Immobilien verbunden, sondern lediglich eine Unterteilung der Standorte nach Größenangaben und räumlicher Bedeutung. Als **A-Städte** werden deutsche Zentren mit nationaler und internationaler Bedeutung, wie

Berlin, München, Hamburg und Köln bezeichnet. Städte der **Kategorie B** sind Zentren mit nationaler und starker regionaler Bedeutung, z. B. Bonn, Magdeburg und Wiesbaden. **C- und D-Städte** haben zwar eine geringere nationale Bedeutung, sind aber für die jeweilige Region von sehr hoher Bedeutung. Als Beispiele sind hier Regensburg, Rosenheim, Augsburg, Heilbronn oder Wolfsburg zu nennen.

zunehmende Attraktivität

	Accom Fokus			
	Kategorie A	Kategorie B	Kategorie C	Kategorie D
<b>Definition / Merkmale</b>	Wichtigste deutsche Zentren mit nationaler und z.T. internationaler Bedeutung. In allen Segmenten große, funktionsfähige Märkte. Bsp. Büroflächenbestand (BGF) über 7 Mio. m <sup>2</sup> , Umsätze im langjährigen Mittel über 150.000 m <sup>2</sup> , Spitzenmieten im langjährigen Mittel mindestens 16 €/m <sup>2</sup> .	Großstädte mit nationaler und regionaler Bedeutung. Bsp.: Büroflächenbestand zw. 2 u. 5 Mio. m <sup>2</sup> , Umsätze i.d.R. über 35.000 m <sup>2</sup> , Spitzenmieten im langjährigen Mittel mindestens 12 €/m <sup>2</sup> .	Wichtige deutsche Städte mit regionaler und eingeschränkt nationaler Bedeutung, mit wichtiger Ausstrahlung auf die umgebende Region.	Kleine, regional fokussierte Standorte mit zentraler Funktion für ihr direktes Umland
<b>Anzahl der Städte</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>84</b>
<b>Beispiel-Städte</b>	Berlin, Düsseldorf Hamburg München, Frankfurt a.M.	Bonn, Hannover, Essen, Dresden, Nürnberg	Aachen, Augsburg, Freiburg i.Br., Mainz, Wuppertal	Bamberg, Flensburg, Heilbronn, Koblenz, Wolfsburg, Würzburg
<b>Nettoanfangsrendite 2014 Büro-Objekt zentrale Lage, Core</b>	Ø gew. 4,60%	Ø gew. 5,80%	Ø gew. 6,20%	Ø gew. 7,10%
<b>entspricht Kaufpreisfaktor</b>	rd. 21,70x	rd. 17,20x	rd. 16,10x	rd. 14,10x
<b>Kaufpreisrelation (zentrale Lage, Core)</b>	Ø 5.850 €/m <sup>2</sup> MF-G	Ø 2.430 €/m <sup>2</sup> MF-G	Ø 2.030 €/m <sup>2</sup> MF-G	Ø 1.400 €/m <sup>2</sup> MF-G
<b>Verteilung Büroflächenbestand 320 Mio. m<sup>2</sup> MF-G (*)</b>	rd. 23,0%	rd. 10,4%	rd. 7,7%	rd. 13,5%
<b>Leerstand 2014 (Büromarkt)</b>	Insgesamt: Ø 7,2%  z.B.: Frankfurt a.M.: 12,2% Düsseldorf: 10,6% Hamburg: 6,3% München: 6,2% Berlin: 5,2%	Insgesamt: Ø 7%  z.B.: Nürnberg: 7,5% Hannover: 5,0% Bonn: 4,8% Essen: 4,3%	Insgesamt: Ø 6%  z.B.: Aachen: 2,1% Wuppertal: 6,2%	Insgesamt: Ø 6,8%  z.B.: Bamberg: 4,6% Flensburg: 5,4% Heilbronn: 1,5%

Tabelle: Städteeinteilung nach bulwiengesa AG in Größenklassen (A – D) und wesentliche Kennziffern

(\*) Rd. 46% des Bestands befindet sich außerhalb der A – D-Städte

Quellen: Frühjahrsgutachten ZIA 2015; vdp Verband Deutscher Pfandbriefbanken; DG Hyp/-Research; bulwiengesa AG

Häufig nicht bekannt ist, dass der deutschlandweite Büroflächenbestand nach der vorstehenden Unterteilung zu ca. 31% auf B-, C- und D-Städte entfällt. Auf die A-Städte

entfallen rd. 23% des Gesamtbestandes. Ca. 46% der deutschlandweiten Büroflächen liegen jedoch sogar außerhalb der 127 A- bis D-Städte.

#### IV. „SCHEININVESTMENTSICHERHEIT“ A-STÄDTE - PRÄFERENZ GROSSER UND INTERNATIONALER INVESTOREN BIRGT ERHÖHTES RENDITERISIKO

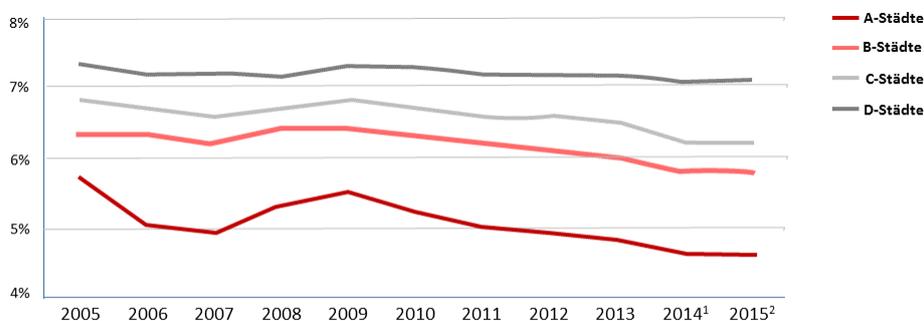
Auf dem Immobilieninvestmentmarkt der A-Städte lässt sich aufgrund der Präferenz (freimütige Entscheidung oder Erfüllung Komiteevorgabe) sowie durch den einfacheren Zugang zu Marktdaten der großen Maklerhäuser und Datenbroker für die großen und ausländischen Investoren vielfach ein sog. „**Herdverhalten**“ beobachten, das jedoch zwangsläufig zu einer Überhitzung des Marktes mit **steigenden Einkaufsfaktoren** und **stark sinkenden Renditen** führt bzw. bereits geführt hat. **Konjunkturzyklische Schwankungen** werden durch den hohen Anteil dieser Investoren auch noch erheblich verstärkt, denn gerade auf Immobilien in A-Standorten mit den entsprechenden Mieterprofilen hat die Wirtschaftskonjunktur erheblichen Einfluss.

Das scheinbar sichere Investment in A-Städten ist daher auch extrem volatil geworden. **Wesentliche Wertsteigerung und Mietpreisteigerungen** dürften bei den aktuellen Einstandspreisen so gut wie **ausgeschlossen** sein. A-Städte bieten somit nur eine **scheinbare Investitionssicherheit**. Gerade in den A-Städten zeigen sich die signifikantesten Ausschläge bei einer eventuell rückläufigen Konjunktur. Auskömmliche Eigenkapitalrenditen werden qua (Extrem-) Leveraging erzielt, was wiederum Gefahr in sich birgt und verstärkenden preisdrückenden Exit-Effekt bei Zinsanstieg bewirkt sowie sinkende DCFs bei Bestandshaltern mit entsprechend negativen Auswirkungen (z.B. Financial Covenants).

#### V. ATTRAKTIVE B-, C- UND D-STÄDTE ALS PORTFOLIO-STABILITÄTSANKER

Die höheren Renditen in den B-, C- und D-Städtesind nicht Ausweis höherer Risiken, sondern der Tatsache geschuldet, dass die Anzahl potentieller Käufer (Investoren) wesentlich geringer ist als in den A-Standorten. Der Nachfragedruck in A-Städten bewirkt die

(sehr) hohen Kapitalwerte und die damit einhergehenden niedrigen Renditen sowie das dadurch gestiegenen Risiko, einer signifikanten Wertkorrektur, wiederum gepaart mit dem „Verstärkungseffektrisiko“.



<sup>1</sup> geschätzter Wert für 2014  
<sup>2</sup> Prognosewert für 2015

**Grafik:** Entwicklung der Nettoanfangsrenditen Büroimmobilien (gewichteter Durchschnitt, in %) in Deutschland nach Stadtklassifikation, 2005 - 2015

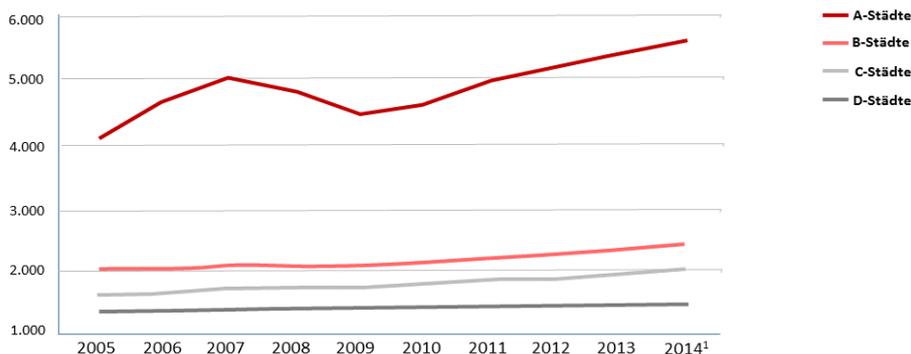
**Quelle:** ZIA-Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2015

Die in den nachfolgenden graphischen Darstellungen sehr gut ablesbare Attraktivität der B-, C- und D-Standorte ergibt sich aus **einer hohen Stabilität dieser regionalen Märkte** im Hinblick auf Investments und Cashflows, wenn auch ggf. mit weniger (enttäuschbaren) Phantasien als an den bekannten A-Standorten.

Die großen und ausländischen Investoren sind bislang nicht auf Standorte außerhalb der A-Städte fokussiert. Aufgrund der vorstehenden Marktentwicklung beginnt jedoch auch hier ein Umdenken. Dennoch sind bislang (noch) die Einkaufsfaktoren und Einstandspreise in den B-, C- und D-Städten auf einem vernünftigen, stabilen und nachhaltigen Marktniveau. Sie basieren auf nachhaltigen Mieten und risikoadäquaten Diskontierungszinssätzen.

Bevor sich der „Herdetrieb“ somit auch auf die Standorte außerhalb der A-Städte ausweitet, ist somit jetzt ein optimaler Einstiegszeitpunkt ohne irrationalen Wettbewerbsdruck und eine freidrehende Preisspirale. Bislang gibt es für die Standorte schlichtweg weniger Investoren.

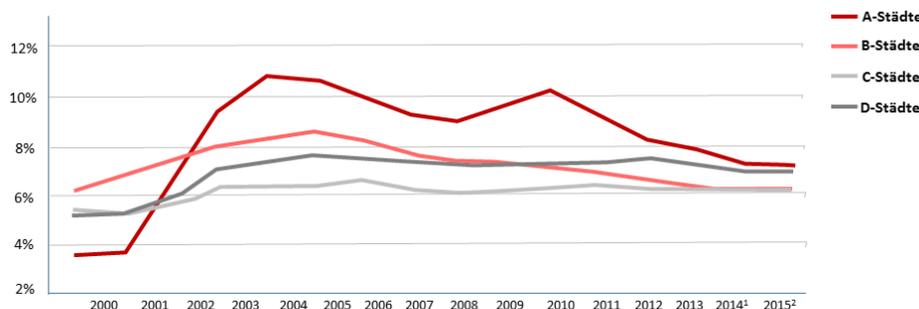
Die für viele **konservative Investoren** sehr wichtige **Stabilität der laufenden Cashflows** ergibt sich insbesondere aus der Mietniveaustabilität der B-, C- und D-Städte. Wie bei den Einkaufsfaktoren erfolgte hier – anders als in den A-Städten - in den letzten Jahren kein Heißlaufen der Mieten. Die Überhitzungstendenz ist bei diesen Standorten auf absehbare Zeit auch nicht anzunehmen.



<sup>1</sup> geschätzter Wert für 2014

**Grafik:** Entwicklung der Kapitalwerte von Büroobjekten (zentrale Lage, in €/m<sup>2</sup> MFG) in Deutschland nach Stadtklassifikation, 2005 - 2014

**Quelle:** ZIA-Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2015



<sup>1</sup> geschätzter Wert für 2014

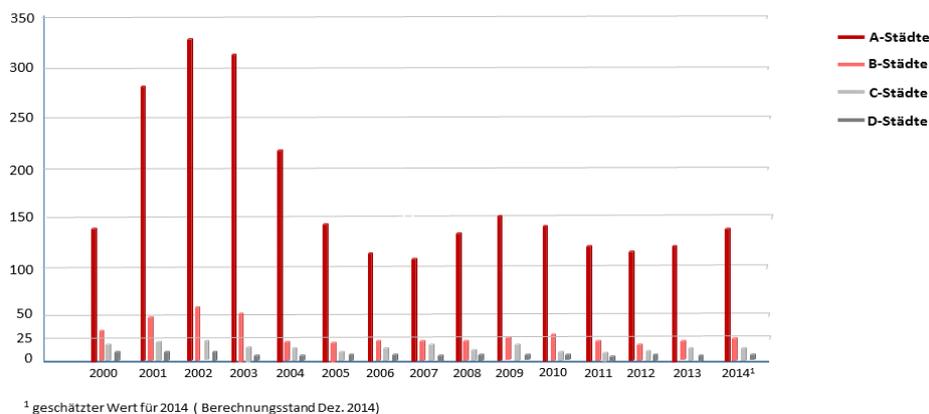
<sup>2</sup> Prognosewert für 2015 (Berechnungsstand: Dez. 2014)

**Grafik:** Entwicklung der Leerstandsquoten (in %) in Deutschland nach Stadtklassifikation, 2000 - 2015

**Quelle:** ZIA-Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2015

Die Mieter sind in den B-, C- und D-Standorten aufgrund des **geringeren Angebots an attraktiven Bestandsflächen** sowie einer **reduzierten Neubautätigkeit** wesentlich **loyaler** gegenüber ihren Vermietern und den bezogenen Mietflächen. Das typische sog. **Miet-Nomadentum**, das bei großen, internationalen Mietern in den A-Standorten, auf der Jagd nach Mietincentives und prestige-trächtigeren Mietflächen zu beobachten ist, kann für die kleineren Stand-orte nicht bestätigt werden.

Aufgrund der **regionalen Prägung der meist ortsansässigen Mieter** bei den B- bis D-Standorten ist auch eine geringere Konjunktursensitivität zu beobachten. Anders als die großen Konzerne, die sich vornehmlich (auch als Single Tenant) in den A-Städten breit machen und massiv den Konjunkturschwankungen der Weltwirtschaft unterliegen, sind lokale Mieter wie Ärzte, Rechtsanwälte, Steuerberater, Fitnessstudios und regionale Einzelhändler von diesen Entwicklungen weitgehend abgekoppelt.



**Grafik:** Entwicklung durchschnittliche Neubaufertigung (in 1.000 m<sup>2</sup> MF-G) (zentrale Lage, in €/m<sup>2</sup> MF-G) in Deutschland nach  
**Quelle:** ZIA-Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2015

#### FAZIT:

- **„Einkaufspreise in A-Städten steigen weiter trotz Höchststände – Rendite fällt – scheinbare Investmentsicherheit“**
  - + Deutlich attraktivere Einkaufspreise in den B-, C- und D-Städten; dadurch bessere Gesamtrenditeopportunitäten
  - + (Aktuell deutlich) geringere bzw. keinerlei „Überhitzung“ in vielen Investmentmärkten der B-, C- u. D-Städte
- **„Deutlich geringere Netto-Renditen in A-Städten“**
  - + Renditeerwartungen (> 4 Prozent NAR) in A-Städten nur schwer zu erfüllen und weiter fallend; Risiko Rücksetzungspotenzial deutlich gestiegen
  - + B-, C- u. D-Städte sind aus Sicht einer nachhaltigen Renditeerwartung am attraktivsten
- **„Deutlich höhere Leerstandsquoten in A-Städten!“**
  - + Hohe Kontinuität auf stabilem bis leicht ansteigendem Niveau außerhalb der A-Städte
  - + (Eventuelle) Nachvermietung im Portfolio deutlich risikoärmer
  - + Wertsteigerung (**Value Add**) kann schneller umgesetzt werden, da es weniger freie, attraktive Flächen existieren
- **„Stark schwankende Neubauflächen in A-Städten pushen Leerstandsentwicklung“**
  - + Bei Nachfrage in A-Städten schneller Zuwachs mit überproportionalem Effekt
  - + Kontinuierlicher und nachhaltiger in B- bis D-Städten
  - + Stabile, kontinuierlicher Zuwachs, keine Gefahr der Überhitzung

**Disclaimer:**

Diese Publikation wurde ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch erstellt. Die Inhalte, insbesondere auch Produktinformationen sowie Ausarbeitungen / Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Märkten, dienen ausschließlich zu Informationszwecken. Jede Form der Ermöglichung der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Diese Studie ist ausschließlich für Kunden und Geschäftspartner der Accom Real Estate Group (nachfolgend „Accom“) mit Sitz bzw. Wohnort in Deutschland bestimmt und bezieht sich ausschließlich auf den Zeitpunkt ihrer Erstellung. Alle veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung und Beratung noch eine Aufforderung oder Einladung zum Kauf oder Verkauf oder Tätigen eines bestimmten Geschäfts dar, insbesondere nicht zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die Studie wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu erteilen. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information und sind als alleinige Basis einer Anlageentscheidung nicht geeignet. Meinungsäußerungen sind für die einzelnen Investoren möglicherweise nicht anleger- oder objektgerecht. Interessenten wird empfohlen, sich insbesondere über die rechtlichen, steuerlichen und bilanziellen Implikationen der in dieser Studie benannten Produkte durch von ihnen beauftragte Fachleute beraten zu lassen. Die Informationen in dieser Studie basieren auf Quellen, die Accom für zuverlässig erachtet. Die Richtigkeit der Daten, die aufgrund veröffentlichter Informationen in diesem Dokument enthalten sind, wird vorausgesetzt, wurde aber nicht unabhängig überprüft. Für die Vollständigkeit, die Zuverlässigkeit, die Richtigkeit und die Genauigkeit des Materials in dieser Studie, wie aller sonstigen Informationen, die dem Empfänger im Zusammenhang mit diesem Dokument schriftlich, mündlich oder in sonstiger Weise übermittelt oder zugänglich gemacht werden, übernimmt Accom keine Gewähr. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten. Haftungsansprüche aus der Nutzung der in der Studie enthaltenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschließlich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Studie beziehungsweise des Inhalts ergeben. Genannte Konditionen sind als unverbindliche Indikationen zu verstehen. Für einen eventuellen Abschluss gelten ausschließlich die aktuellen Konditionen, die vom Marktgeschehen zum Abschlusszeitpunkt abhängen.

Das vorstehende Dokument oder Teile daraus dürfen ohne Erlaubnis von Accom weder reproduziert noch weitergegeben werden.

STAND: 30.09.2015 | Holger Taubenheim RESEARCH

**HERAUSGEBER:** ACCOM GmbH & Co. Real Estate Advisors KG, Franz-Joseph-Straße 15, 80801 München, Telefon +49 (89) 383933-0 | Rechtsform: Kommanditgesellschaft | Sitz: München | Handelsregister: Amtsgericht München HRA 90102 | Persönlich haftender Gesellschafter: LuMa GmbH, Amtsgericht München HRB 138880 | Geschäftsführer: Constantin Sepmeier  
Website-Link: <http://www.accom.kg>