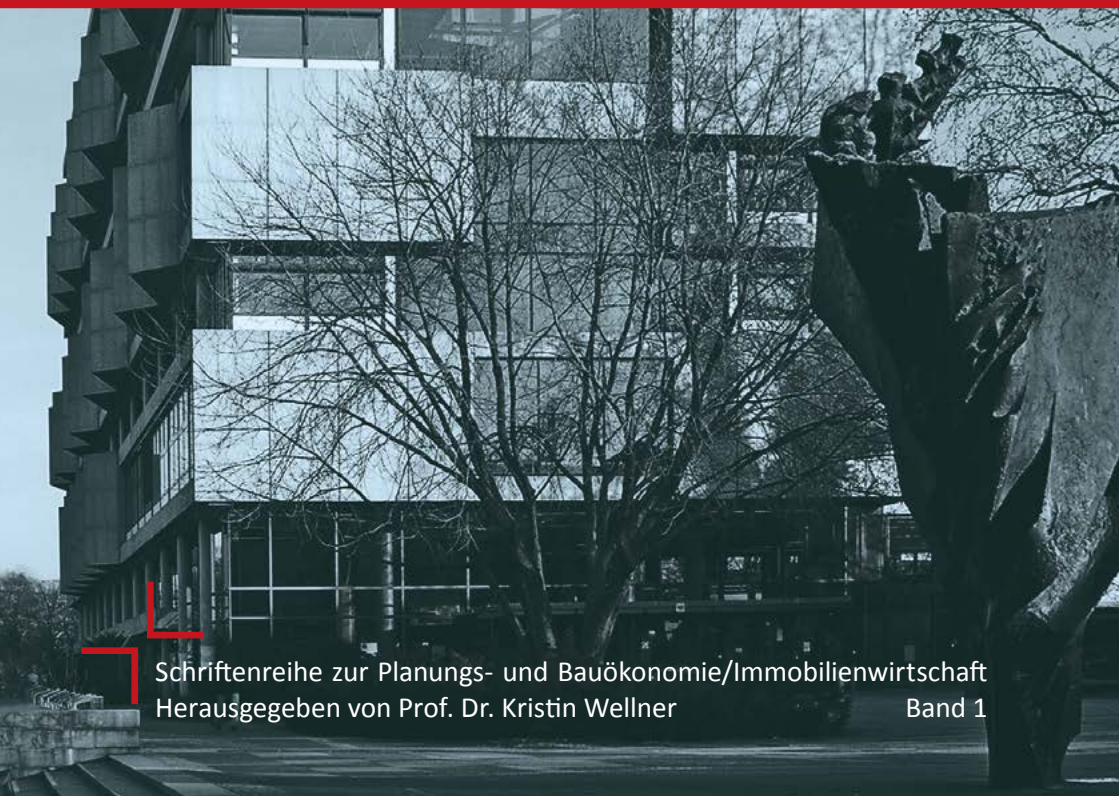
PEER PETERSEN

Präferenzmuster von Investoren bei Immobilieninvestitionsentscheidungen



Schriftenreihe zur Planungs- und Bauökonomie/Immobilienwirtschaft
Herausgegeben von Prof. Dr. Kristin Wellner Band 1

Peer Petersen

Präferenzmuster von Investoren bei Immobilieninvestitionsentscheidungen

Die *Schriftenreihe zur Planungs- und Bauökonomie/ Immobilienwirtschaft* wird herausgegeben von Prof. Dr. Kristin Wellner

Schriftenreihe zur Planungs- und Bauökonomie/
Immobilienwirtschaft | 1

Peer Petersen

Präferenzmuster von Investoren bei Immobilieninvestitionsentscheidungen

Eine empirische Untersuchung am Beispiel simulierter Investitionsauswahlentscheidungen in den deutschen Top 5 Büromärkten

Universitätsverlag der TU Berlin

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.dnb.de abrufbar.

Universitätsverlag der TU Berlin, 2017
http://verlag.tu-berlin.de

Fasanenstr. 88, 10623 Berlin
Tel.: +49 (0)30 314 76131 / Fax: -76133
E-Mail: publikationen@ub.tu-berlin.de

Zugl.: Berlin, Techn. Univ., Diss., 2016

Diese Veröffentlichung – ausgenommen Zitate –
ist unter der CC-Lizenz CC BY lizenziert.
Lizenzvertrag: Creative Commons Namensnennung 4.0
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/

Druckerei: docupoint GmbH
Satz/Layout: Peer Petersen

ISBN 978-3-7983-2916-4 (print)
ISBN 978-3-7983-2917-1 (online)

ISSN 2510-2842 (print)
ISSN 2510-2850 (online)

Zugleich online veröffentlicht auf dem institutionellen Repositorium der Technischen Universität Berlin:
DOI 10.14279/depositonce-5904
http://dx.doi.org/10.14279/depositonce-5904

Geleitwort

Vor dem Hintergrund des in den letzten Jahren enorm angestiegenen Transaktionsvolumens aufgrund der geringen Zinsen und damit fehlender rentabler Anlagealternativen auf allen relevanten Immobilienmärkten ist die vorliegende Arbeit ein Muss für alle, die sich mit den Präferenzen von unterschiedlichen Investoren auseinander setzten. Peer Petersen untersucht diese Präferenzen auf erkennbare Muster und deren Stabilität über den Zeitablauf.

Welche Merkmale von Büroimmobilien für Investoren besonders wichtig sind, wurde bisher vom Markt entweder nur geahnt, aus Erfahrungen abgeleitet oder an den umgesetzten Objekten erst im Nachhinein ermessen. Peer Petersen entwickelt ein Analysemodell, mit dem Präferenzen von Investoren gemessen und so die Objekte noch in der Entwicklung passgenauer gestaltet werden können, um Ressourcen zu schonen und Fehlentwicklungen zu vermeiden. Die gewählte Methodentriangulation und insbesondere die Conjoint-Analyse als Nutzenpräferenzmessungsmethodik stellen einen innovativen Forschungsfortschritt dar, der auch für die Analyse weiterer Nutzungsarten oder anderer Markteilnehmer, wie bspw. die Nutzer, anwendbar wäre. Damit ist die Arbeit aus Methodensicht für ähnliche Forschungsfragen maßgebend und zeigt die Relevanz des Themas zur Beantwortung übergeordneter Fragen von erkenntnistheoretischem Wert.

Peer Petersen hat mit der vorgelegten Arbeit einen wichtigen Beitrag zur interdisziplinären Forschung im Spannungsfeld zwischen der theoretischen Betriebswirtschaftslehre – vordergründig der Behavioral Finance – und der eher praxisnahen Immobilienwirtschaft geleistet. Seine Arbeit stellt einen entscheidenden Beitrag zum Marktverständnis von Immobilieninvestitionsmärkten und

den Entscheidungswegen der unterschiedlichen Investoren und weiteren Marktteilnehmern dar. Seine Lösungen sind nicht nur wissenschaftlich innovativ, sondern helfen auch der Praxis, die Frage nach der sinnvollen Gestaltung von Büroimmobilien, zumindest die Aufbereitung der Informationen, den Investorenwünschen anzupassen. Darüber hinaus könnten Nutzerpräferenzen auf ähnliche Art und Weise gemessen und mit den Investorenpräferenzen abgeglichen werden, was einen weiteren Forschungsausblick darstellt.

Insgesamt ist Peer Petersen eine gute wissenschaftliche Grundlagenarbeit mit hohem Praxisbezug gelungen und verdient in nachfolgenden Forschungsarbeiten sowie in der praktischen Anwendung bei Projektentwicklern, Research-Unternehmen und Marktmittlern sowie Beratern und Verkäufern gebührend berücksichtigt zu werden. Insbesondere die Transformation von Methodiken der Präferenzmustermessung aus anderen Forschungsdisziplinen verdient Anerkennung. Er hat die immobilienökonomische Forschung damit bereichert und teils bemerkenswerte Ergebnisse, aber auch deren Grenzen gefunden.

Ich wünsche den Lesern viel Vergnügen und anregende Gedanken bei der Lektüre.

Univ.-Prof. Dr. rer. pol. Kristin Wellner

Berlin, Februar 2017

Vorwort/Danksagung

Ausgangspunkt meiner Forschungsüberlegungen war die Feststellung, dass, trotz der seit langem bestehenden intensiven Aktivität von Investoren auf den Immobilieninvestmentmärkten, deren Präferenzen bezüglich der Eigenschaften ihrer Investitionsziele bislang unzureichend untersucht sind. Meine Forschungsarbeit soll deshalb einen Beitrag zur Schließung dieser Wissenslücke leisten.

Bei der Erstellung der Dissertationsschrift habe ich vielfältige Unterstützung erhalten, die das Gelingen der Arbeit erst möglich gemacht hat und für die ich sehr dankbar bin.

An erster Stelle gilt mein besonderer Dank Prof. Dr. Kristin Wellner. Als Doktormutter hat sie die Abfassung der Dissertation durch konstruktive Diskussionen sowie wertvolle und zielführende Anregungen begleitet. Prof. Dr. Tobias Just danke ich für die Bereitschaft, die Rolle des Zweitgutachters an der Universität Regensburg zu übernehmen. Neben der Verfassung des Gutachtens danke ich ihm für die kritische Hinterfragung der Forschungsfragen und den fachlichen Beistand.

Darüber hinaus gilt mein herzlicher Dank auch all meinen Interviewpartnern im In- und Ausland, die trotz zeitlich eingeschränkter Ressourcen durch einen offenen Diskurs, viele Anmerkungen sowie die Beantwortung zahlreicher Fragen einen wichtigen Beitrag zur Weiterentwicklung der theoretischen Erkenntnisse und somit den notwendigen Praxisbezug der Arbeit ermöglicht haben.

Mein großer Dank gilt zudem Dr. Florian Kerkau und Moritz Matejka von Goldmedia sowie Dr. Marco Lalli vom Institut Sociotrend, dass sie mich an Ihrem umfassenden Erfahrungsschatz bei der Konzeption von Conjointanalysen haben teilhaben lassen.

Außerdem möchte ich mich bei meinem damaligen Arbeitgeber, Cushman & Wakefield LLP, bedanken, der mir neben der beruflichen Tätigkeit den nötigen Freiraum für die Bearbeitung und Beendigung der Promotion gegeben hat und mir bei der Kontaktanbahnung mit meinen internationalen Interviewpartnern von großer Hilfe war.

Persönlich möchte ich mich bei Dr. Martin Braun, Dr. Isabelle Jandura und Dr. Martin Irle für die stetige inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Thema, die kritische Durchsicht des Manuskripts und den konstruktiven Rat in sämtlichen Arbeitsstadien der Dissertation bedanken.

Zum Abschluss danke ich besonders herzlich meiner Mutter, Sabine Petersen, die mich auf meinem selbstgewählten Lebensweg stets unterstützt hat und immer an mich geglaubt hat – ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Peer Petersen

Berlin, März 2017

Inhaltsübersicht

Geleitwort ..... **I**

Vorwort/Danksagung ..... **III**

Inhaltsübersicht ..... **V**

Inhaltsverzeichnis ..... **VII**

Abbildungsverzeichnis ..... **XI**

Tabellenverzeichnis ..... **XV**

Formelverzeichnis ..... **XXI**

1 Einleitung **1**
1.1 Problematisierung 1
1.2 Stand der Wissenschaft 4
1.3 Zielsetzung 9
1.4 Abgrenzung 12
1.5 Zentrale Forschungsfragen 16
1.6 Wissenschaftlicher Bezugsrahmen 17
1.7 Gang der Untersuchung 20

2 Grundlagen **23**
2.1 Grundlagen des Immobilien-Investmentmanagements 25
2.2 Relevante Aspekte des Immobilienmarketing 64
2.3 Behavioural Finance & Immobilieninvestitionsentscheidungen 67
2.4 Methoden der Präferenzmessung 95
2.5 Zwischenfazit 126

3 Desktop Research zu investitionsrelevanten Beurteilungskriterien **129**
3.1 Kategorisierung investitionsrelevanter Beurteilungskriterien .. 130
3.2 Markt- und standortbezogene Beurteilungskriterien 135
3.3 Objektbezogene Beurteilungskriterien 148
3.4 Cashflowbezogene Beurteilungskriterien 164

3.5 Interdependenzen zwischen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien 172
3.6 Zwischenfazit 185

4 Empirische Analyse zur Identifikation investitionsrelevanter Beurteilungskriterien 189
4.1 Methodische Grundlagen 190
4.2 Empirische Untersuchung zur Auswahl präferenzrelevanter Attribute 196
4.3 Begründete Auswahl präferenzrelevanter Attribute und -ausprägungen 236

5 Empirische Untersuchung zur Präferenzmessung von Investoren 239
5.1 Design der Datenerhebung und Datenauswertung 240
5.2 Datenanalyse 246
5.3 Ergebnisse der empirischen Untersuchung 251

6 Zusammenfassung und Ausblick 331
6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse 331
6.2 Ausblick und Themen für zukünftige Forschung 343

7 Anhang XXII
7.1 Anhang I – Angewandte Methoden qualitativer Marktforschung XXIII
7.2 Anhang II – Interviewleitfäden XXXVIII
7.3 Anhang III – Güteprüfung des faktoriellen Designs der CBC-Analyse XLIII
7.4 Anhang IV – Exemplarisches Erhebungsdesign XLIX
7.5 Anhang V – Zusätzliche Auswertungstabellen zur empirischen Erhebung LXIII

Literaturverzeichnis LXXXIII

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort ..... **I**

Vorwort/Danksagung ..... **III**

Inhaltsübersicht ..... **V**

Inhaltsverzeichnis ..... **VII**

Abbildungsverzeichnis ..... **XI**

Tabellenverzeichnis ..... **XV**

Formelverzeichnis ..... **XXI**

1 Einleitung **1**
1.1 Problematisierung 1
1.2 Stand der Wissenschaft 4
1.3 Zielsetzung 9
1.4 Abgrenzung 12
1.5 Zentrale Forschungsfragen 16
1.6 Wissenschaftlicher Bezugsrahmen 17
1.7 Gang der Untersuchung 20

2 Grundlagen **23**
2.1 Grundlagen des Immobilien-Investmentmanagements 25
2.1.1 Klassifizierung immobilienwirtschaftlicher Investmentstile 32
2.1.2 Typisierung von Investoren 37
2.1.3 Aufbauorganisation des Immobilien-Investmentmanagements 52
2.1.4 Ablauforganisation des Immobilientransaktionsprozesses 59
2.2 Relevante Aspekte des Immobilienmarketing 64

2.3 Behavioural Finance & Immobilieninvestitionsentscheidungen 67
2.3.1 Prospect Theory als Grundlage der Behavioural Finance 69
2.3.2 Neuroökonomische Erkenntnisse 73
2.3.3 Ausgewählte Behavioural Finance-Effekte in Entscheidungssituationen 76
2.3.4 Zusammenfassende Würdigung der Behavioural Finance Effekte bei Immobilieninvestitionsentscheidungen 91
2.4 Methoden der Präferenzmessung 95
2.4.1 Theoretische Grundlagen der Ansätze zur Präferenzmessung 95
2.4.2 Charakterisierung der Conjointanalyse 104
2.4.3 Ablaufschritte der Conjointanalyse 112
2.5 Zwischenfazit 126

3 Desktop Research zu investitionsrelevanten Beurteilungskriterien 129
3.1 Kategorisierung investitionsrelevanter Beurteilungskriterien . 130
3.2 Markt- und standortbezogene Beurteilungskriterien 135
3.2.1 Stadtgeographische Standortkategorien 135
3.2.2 Kriterien der Standort – und Marktbeurteilung 141
3.3 Objektbezogene Beurteilungskriterien 148
3.3.1 Lebenszyklus & Gebäudealterung 150
3.3.2 Objektqualität 153
3.3.3 Investitionsvolumen 163
3.4 Cashflowbezogene Beurteilungskriterien 164
3.4.1 Mietermix 165
3.4.2 Mietvertragsstrukturen 166
3.4.3 Mieterbonität 170
3.4.4 Vermietungsstand bzw. Leerstand 171
3.5 Interdependenzen zwischen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien 172
3.5.1 Einflussfaktoren auf das Mietniveau 174
3.5.2 Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung 182
3.6 Zwischenfazit 185

4 Empirische Analyse zur Identifikation investitionsrelevanter Beurteilungskriterien 189
4.1 Methodische Grundlagen 190
4.1.1 Verfahren zur Identifikation präferenzrelevanter Attribute & -ausprägungen 190
4.1.2 Darstellung der für die empirische Untersuchung gewählten Erhebungsverfahren 194
4.2 Empirische Untersuchung zur Auswahl präferenzrelevanter Attribute 196
4.2.1 Dokumentenanalyse 196
4.2.2 Expertenbefragungen 207
4.3 Begründete Auswahl präferenzrelevanter Attribute und -ausprägungen 236

5 Empirische Untersuchung zur Präferenzmessung von Investoren 239
5.1 Design der Datenerhebung und Datenauswertung 240
5.1.1 Struktur der Datenerhebung 240
5.1.2 Ablauf der Datenerhebung 243
5.2 Datenanalyse 246
5.3 Ergebnisse der empirischen Untersuchung 251
5.3.1 Charakterisierung der Stichprobe & Exploration bivariater Zusammenhänge 252
5.3.2 Ergebnisse der Choice-Based Conjointanalyse 285
5.3.3 Erkenntnisse aus der direkten Befragung der Investorenpräferenzen 320

6 Zusammenfassung und Ausblick 331
6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse 331
6.2 Ausblick und Themen für zukünftige Forschung 343

7 Anhang XXII
7.1 Anhang I – Angewandte Methoden qualitativer Marktforschung... XXIII
7.2 Anhang II – Interviewleitfäden..... XXXVIII
7.3 Anhang III – Güteprüfung des faktoriellen Designs der CBC-Analyse XLIII
7.4 Anhang IV – Exemplarisches Erhebungsdesign..... XLIX
7.5 Anhang V – Zusätzliche Auswertungstabellen zur empirischen Erhebung LXIII

Literaturverzeichnis LXXXIII

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1: Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien in Deutschland in Mio. (2005–2014) 1

Abbildung 1.2: Investitionsvolumen Gewerbeimmobilien Deutschland gesamt vs. Investitionsvolumen Büroimmobilien in den Top 5 Märkten (in Mrd. Euro) 15

Abbildung 1.3: Forschungsrahmen der Immobilienökonomie nach Diaz (1993) 18

Abbildung 1.4: Aufbau und Gang der Untersuchung 22

Abbildung 2.1: Komponenten des Total Return 30

Abbildung 2.2: Beziehung zwischen Rendite und Risiko mit Isonutzenkurve für Risikoneigung 33

Abbildung 2.3: Aktuell in Deutschland aktive direkte und indirekte Immobilieninvestoren 39

Abbildung 2.4: Aufbau des Immobilien-Investmentmanagement 52

Abbildung 2.5: Normative vs. deskriptive Darstellung des Immobilienanlageprozesses 60

Abbildung 2.6: Schematischer Ablauf des Transaktionsprozesses aus Verkäufer- und Käuferperspektive 63

Abbildung 2.7: Instrumente des Marketing-Mix 64

Abbildung 2.8: Wertfunktion der Prospect Theory 72

Abbildung 2.9: Bezugsrahmen für die Risikoeinstellung 80

Abbildung 2.10: Modelltheoretische Nutzenfunktionen 97

Abbildung 2.11: Allgemeine Ablaufschritte der Conjointanalyse 112

Abbildung 2.12: Anforderungen an die Auswahl von Eigenschaften und Ausprägungen bei der Conjointanalyse 115

Abbildung 3.1: Harte und weiche Makro- und Mikrostandortfaktoren für Büroimmobilien 146

Abbildung 3.2: Wertentwicklung einer Immobilie über die Zeit 151

Abbildung 3.3: Empirisch dokumentierte Einflussfaktoren auf das Mietniveau 181

Abbildung 3.4: Empirisch dokumentierte Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung 185

Abbildung 4.1: Ablaufschema der Methodentriangulation 195

Abbildung 4.2: Diskutierte Themengebiete in den Gruppen- und Einzelinterviews (Erhebungsphase 1 & 2) 213

Abbildung 4.3: Diskutierte Themengebiete in den Einzelinterviews (Erhebungsphase 3) 214

Abbildung 5.1: Struktur des Erhebungsdesigns 242

Abbildung 5.2: Hauptsitz der teilnehmenden Unternehmen 253

Abbildung 5.3: Typisierung der teilnehmenden Unternehmen ... 254

Abbildung 5.4: Präferierter Investmentstil der teilnehmenden Unternehmen nach Herkunftsregion (nach Anzahl der Nennungen) 257

Abbildung 5.5: Primäre Quellen des bei den teilnehmenden Investment/Asset Managern und Private Equity Funds investierten Kapitals (Anzahl der Nennungen) 260

Abbildung 5.6: Assets Under Management der partizipierenden Unternehmen (prozentuale Verteilung in der Stichprobe) 261

Abbildung 5.7: Präferiertes Investitionsvolumen je Büroobjekt (prozentuale Verteilung in der Stichprobe) 263
Abbildung 5.8: Präferierter Investitionshorizont in Jahren vs. präferierter Investmentstil 266
Abbildung 5.9: Standort der teilnehmenden Investmentmanager 268
Abbildung 5.10: Heimat der Unternehmen vs. Standort der partizipierenden Investmentmanager 269
Abbildung 5.11: Alter und Geschlecht der Probanden (Anzahl der Nennungen) 270
Abbildung 5.12: Immobilieninvestionserfahrung der Probanden in Jahren (prozentualer Anteil der Nennungen) 270
Abbildung 5.13: Verfolgung des deutschen Immobilienmarktes der Probanden in Jahren (prozentualer Anteil der Nennungen) 272
Abbildung 5.14: Empfundene Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten (prozentualer Anteil der Nennungen) 272
Abbildung 5.15: Erwartete Entwicklung des Immobilienmarkts, zum Erhebungszeitpunkt (2015) vs. zwei Jahre später (2017) 280
Abbildung 5.16: Teilnutzenwerte der Standortattribute nach bevorzugtem Investmentstil 294
Abbildung 5.17: Teilnutzenwerte der Objektattribute nach bevorzugtem Investmentstil 295
Abbildung 5.18: Teilnutzenwerte der Cashflowattribute nach bevorzugtem Investmentstil 297
Abbildung 5.19: Teilnutzenwerte der Cashflowattribute nach bevorzugtem Investmentstil 300
Abbildung 7.1: Ablaufschema der Dokumentenanalyse XXIV

Abbildung 7.2: Systematik der Stichprobenverfahren XXXI
Abbildung 7.3: Klassifizierung qualitativer Auswertungsmethoden XXXIV
Abbildung 7.4: Dendogamme des Ward- und des Farest Neighbour-Verfahrens LXXXII

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2.1: Potenzielle Investmentstile aktuell in Deutschland aktiver Immobilieninvestoren 51

Tabelle 2.2: Vergleich der modernen Kapitalmarkttheorie und der Behavioural Finance 68

Tabelle 2.3: Gegenüberstellung des X- und des C-Systems 75

Tabelle 2.4: Beispielhafte Auswahl der bei der Immobilienselektion potenziell relevanten Behavioural Finance – Effekte..... 92

Tabelle 2.5: Zentrale Verfahrensvarianten der Conjointanalyse 106

Tabelle 3.1: Ratingkriterien der TEGoVA, VÖB, vdp und gif – Kriteriengruppen „Markt“ & „Standort“ 133

Tabelle 3.2: Ratingkriterien der TEGoVA, VÖB, vdp und gif – Kriteriengruppe „Objekt“ & „Cashflow“ 134

Tabelle 3.3: Standortkategorien auf dem Büroimmobilienmarkt 139

Tabelle 4.1: Verfahren zur Identifikation präferenzrelevanter Attribute und -ausprägungen 191

Tabelle 4.2: Anzahl und Verteilung von Attributnennungen 200

Tabelle 4.3: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „Markt & Standort“..... 201

Tabelle 4.4: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „Objekt“..... 202

Tabelle 4.5: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „Cashflow“ 204

Tabelle 4.6: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „sonstige Attribute“..... 205

Tabelle 4.7: Qualitativer Stichprobenplan (Mindestanzahl der zu befragenden Personen nach Eigenschafts-ausprägungen) 210

Tabelle 4.8: Finale Stichprobenstruktur bei der qualitativen Erhebung (Anzahl der final befragten Personen) 210

Tabelle 4.9: Attributgruppe „Markt & Standort"; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase 220

Tabelle 4.10: Attributgruppe „Objekt"; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase 223

Tabelle 4.11: Attributgruppe „Cashflow"; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase 230

Tabelle 4.12: Attributgruppe „Sonstige Attribute"; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase 234

Tabelle 4.13: Für Präferenzmessung herangezogener Satz beurteilungsrelevanter Attribute und Ausprägungen 238

Tabelle 5.1: Geografischer Sitz der teilnehmenden Unternehmen 255

Tabelle 5.2: Heimatregion des Unternehmens vs. präferierter Investmentstil 258

Tabelle 5.3: Präferierter Investmentstil für ein potenzielles Investment in Büroimmobilien an den deutschen Top 5 Standorten (Anzahl der Nennungen) 259

Tabelle 5.4: Weltweite Assets Under Management vs. Investorengruppe 262

Tabelle 5.5: Weltweite Assets Under Management vs. präferierter Investmentstil 263

Tabelle 5.6: Bevorzugtes Investitionsvolumen pro Büroobjekt vs. präferierter Investmentstil 265

Tabelle 5.7: Investitionshorizont (in Jahren) der teilnehmenden Unternehmen vs. präferierter Investmentstil 267

Tabelle 5.8: Alter der Probanden vs. Investmenterfahrung in Jahren 271

Tabelle 5.9: Investmenterfahrung in Jahren vs. gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten 273

Tabelle 5.10: Dauer des Verfolgens des deutschen Immobilienmarktes in Jahren vs. gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten 274

Tabelle 5.11: Standort des Investmentmanagers vs. gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten 275

Tabelle 5.12: Einschätzung der aktuellen Phase des Miet- und des Investmentmarktzyklus in den deutschen Top 5 Märkten 276

Tabelle 5.13: Einschätzung der aktuellen Phase des Marktzyklus in den deutschen Top 5 Märkten vs. empfundene Vertrautheit mit diesen Märkten 277

Tabelle 5.14: Signifikanzmaße diverser Variablen in Bezug auf die Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Standorten 278

Tabelle 5.15: Grad der gefühlten Vertrautheit der Probanden mit den deutschen Top 5 Standorten vs. deren Erwartung an die Immobilienmarktentwicklung in den kommenden zwei Jahren 281

Tabelle 5.16: Signifikanzmaße diverser Variablen in Bezug auf die Einschätzung der Immobilienmarktentwicklung in den kommenden zwei Jahren in den Top 5 Standorten 282

Tabelle 5.17: Relative Wichtigkeiten der Attribute 286
Tabelle 5.18: Relative Wichtigkeiten der Attribute nach a priori-Segmenten.....290
Tabelle 5.19: Clusterspezifische Häufigkeitsverteilungen der probanden- und unternehmensspezifischen Variablen....304
Tabelle 5.20: Relative Wichtigkeiten der Attribute sowie Teilnutzenwerte der Attributausprägungen je Cluster 305
Tabelle 5.21: Relative Wichtigkeit der beurteilungsrelevanten Attribute sowie ideale Attributausprägung für passive Investoren (Cluster 1).....309
Tabelle 5.22: Relative Wichtigkeit der beurteilungsrelevanten Attribute sowie ideale Attributausprägung für management-affine Investoren (Cluster 2).....313
Tabelle 5.23: Relative Wichtigkeit der beurteilungsrelevanten Attribute sowie ideale Attributausprägung für sonstig motivierte Investoren (Cluster 3) 317
Tabelle 5.24: Veränderung der relativen Wichtigkeiten zwischen dem Erhebungszeitpunkt (2015) und dem erwarteten Immobilienmarktumfeld in zwei Jahren (2017), aggregiert über die Gesamtstichprobe (absolute Zahlen; Gesamtscore der relativen Wichtigkeiten über alle Attribute = 100).....322
Tabelle 5.25: Veränderung der relativen Wichtigkeiten zwischen dem Erhebungszeitpunkt und dem erwarteten Marktumfeld in zwei Jahren (aggregiert auf Investmentstilebene) 324
Tabelle 5.26: Differenzen der mittels des CBC-Verfahrens indirekt ermittelten und der im Constant-Sum-Verfahren direkt benannten relativen Wichtigkeiten (aggregiert auf Investmentstilebene).....328

Tabelle 6.1: Relative Wichtigkeiten und ideale Ausprägungen der wichtigsten beurteilungsrelevanten Kriterien bei der Erstprüfung eines Investments in Büroimmobilien in den deutschen Top 5 Märkten zum Zeitpunkt der Datenerhebung 340
Tabelle 7.1: Default Test Design Report XLIV
Tabelle 7.2: Advanced Test Report XLVI

Formelverzeichnis

Formel 1: Verknüpfung des Teilwertnutzenmodells mit dem kompensatorischen, linear-additiven Präferenzmodell 101
Formel 2: Multiple Regression 121
Formel 3: Multinominales Logit-Choice-Modell 122
Formel 4: Maximum-Likelihood-Methode 123
Formel 5: Relative Wichtigkeit 124

1 Einleitung

1.1 Problematisierung

Immobilieninvestments zählen zu den zentralen Säulen des Kapitalanlageuniversums. So wurden in den vergangenen 10 Jahren 259 Mrd. Euro in Form von Direktanlagen in deutsche Gewerbeimmobilien investiert, wobei 53 % des Kapitals durch nicht in Deutschland beheimatete Anleger platziert wurde.[1]

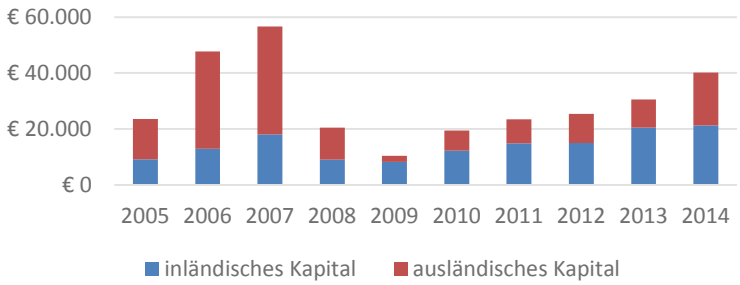


Abbildung 1.1: Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien in Deutschland in Mio. (2005–2014)[2]

Aufgrund der aktuell begrenzten Attraktivität anderer Investitionsalternativen besteht im derzeitigen Marktumfeld eine substanzielle Nachfrage nach Anlagen auf dem Immobilieninvestitionsmarkt. Besonders Deutschland zeichnet sich als starker und stabiler Immobilieninvestmentmarkt durch eine hohe Kapitalnachfrage

[1] Vgl. Cushman & Wakefield (2015), o. V., o. S.
[2] Ibid.

aus, die aktuell nicht in ausreichendem Maße bedient werden kann. So steht beispielsweise nach Schätzungen von Beyerle auf Seiten nationaler und internationaler Investoren für die Jahre 2015 und 2016 für Investitionen in deutsche Gewerbeimmobilien ein Eigenkapitalvolumen in Höhe von 148 Mrd. Euro [3] zur Verfügung, welchem jedoch im ersten Halbjahr 2015 lediglich ein realisiertes Transaktionsvolumen von 24 Mrd. Euro gegenüberstand.[4]

Für diese Diskrepanz zwischen nachfragerseitigem Anlagedruck und tatsächlich realisiertem Transaktionsvolumen können potenziell verschiedene Ursachen verantwortlich sein:

So könnte zum einen dem investorenseitig zur Verfügung stehenden Anlagekapital insgesamt volumenbezogen zu wenig Investmentprodukt gegenübergestellt werden.

Zudem wäre möglich, daß im Markt angebotene Investitionsobjekte nicht ausreichend den Präferenzen des relevanten Investorenuniversums entsprechen. Um diesen Investorenpräferenzen besser zu entsprechen gälte es in diesem Falle, Objekte zu entwickeln, welche maximal mit diesen Präferenzen übereinstimmen, bzw. nicht adäquate Bestandsobjekte in Hinblick auf eine größtmögliche Übereinstimmung mit diesen Präferenzen zu optimieren.

Eine weitere Ursache könnte in einer inadäquaten bzw. fehlenden Ansprache potenziell relevanter Investoren(-gruppen) begründet

[3] Vgl. Beyerle (2014), o. S. Diese Schätzung lässt sich nicht verifizieren und kann daher als lediglich indikativ angesehen werden. Zudem lässt sich hieraus nicht das insgesamt zur Verfügung stehende Investitionskapital inklusive Fremdkapital eruieren.

[4] Vgl. CBRE (2015), o. V., o. S.
Der Anteil ausländischer Immobilieninvestoren am Transaktionsvolumen in Deutschland lag im Jahr 2014 bei 46 % (vgl. BNP Paribas Real Estate (2015), o. V., o. S.).
Der Anteil ausländischer Investoren an bei Gewerbeimmobilientransaktionen abgegebenen Geboten betrug im gleichen Zeitraum sogar 75 % (vgl. JLL (2014), o. V., o. S.).

liegen, welche durch die mangelnde Kenntnis der spezifischen Produktpräferenzen der relevanten Investoren bedingt sein könnte.

Eine detaillierte Kenntnis der Präferenzen der im Markt aktiven Anleger(-gruppen) erlaubt es, den beiden letztgenannten potenziellen Ursachen zu begegnen. Durch eine zielgruppengerecht optimal ausgerichtete Gestaltung und Präsentation der relevanten Produkteigenschaften könnte ein maximaler Verkaufserfolg gewährleistet werden.[5]

Aus produktpolitischer Perspektive bietet sich die Möglichkeit, Bestandsobjekte durch Asset Management – Maßnahmen so zu optimieren, dass deren Eigenschaften weitestmöglich mit den Präferenzen relevanter Investoren(-gruppen) übereinstimmen. Die Kenntnis der Präferenzmuster von Investoren bietet die Möglichkeit, Optimierungsmaßnahmen speziell auf diejenigen Bereiche zu fokussieren, welche aus Investorensicht den größten Nutzen stiften. Gleiches gilt für Projektentwickler im Rahmen ihrer Konzeption von Neubauobjekten. Da sich derartige Maßnahmen oftmals nicht zeitnah realisieren lassen, ist hierfür nicht nur die Kenntnis der aktuellen Investorenpräferenzen von Relevanz, sondern auch die Einschätzung der Entwicklung zukünftiger Investorenpräferenzen in künftigen, sich verändernden Marktphasen.

Aus kommunikationspolitischer Perspektive kommt besonders der Erstansprache potenzieller Investoren große Relevanz zu, da in dieser Phase anhand weniger, ausgewählter Informationen und unter Einbeziehung heuristischer Vereinfachungen entschieden

[5] Brade (2001), S. 57 weist bspw. darauf hin, dass die Informationsgewinnung über die Präferenzen von Nachfragern sowie eine entsprechende Marktsegmentierung die „wesentliche Voraussetzung für die Gewinnung langfristiger Erfolgspotenziale (…) bei der Erfassung und Bearbeitung eines spezifischen Absatzmarktes“ darstellen.

wird, ob ein Investitionsangebot verworfen wird oder einer weiteren, tieferen Prüfung unterzogen wird. Die Kenntnis investorenspezifischer Präferenzmuster stellt die Grundvoraussetzung dar, potenziellen Käufern im Rahmen der Erstansprache zielgerichtet den für sie größtmöglichen Produktnutzen zu präsentieren.

1.2 Stand der Wissenschaft

In der verhaltenswissenschaftlichen Forschung existieren vielfältige Studien, die sich mit dem Entscheidungsverhalten von Individuen befassen. Im immobilienwirtschaftlichen Kontext sind derartige Studien allerdings bislang limitiert:

Gallimore stellte im Rahmen einer experimentellen Untersuchung unter britischen Immobilienbewertern fest, dass sich diese bei der Einschätzung des Verkehrswertes von der Reihenfolge der bezogenen Informationen beeinflussen ließen.[6]

Diaz/Hansz untersuchten experimentell das Verhalten von US-amerikanischen Immobilienbewertern und stellten fest, dass sich Bewertungsexperten, die Immobilien in ihnen wenig bekannten geographischen Märkten bewerten sollten, bei der Verkehrswerteinschätzung an zuvor von Dritten ermittelten Verkehrswerten orientierten, selbst wenn ihnen die Kompetenz dieser Dritten unbekannt war.[7] Diaz/Hansz entdeckten zudem weitere relevante Referenzpunkte, an welchen sich Immobilienbewerter ausrichten, so beispielsweise an Kaufpreisdaten zum Bewertungsobjekt und zu Vergleichsobjekten.

Gallimore/Wolverton untersuchten anhand von Experimenten mit US-amerikanischen und britischen Immobilienbewertern den Ein

[6] Vgl. Gallimore (1994), S. 107.
[7] Vgl. Diaz/Hansz (1997), S. 259.

fluss von Vergleichstransaktionen auf deren Verkehrswerteinschätzung. Hierbei stellten sie fest, dass die Bewerter besonders solche Vergleichstransaktionsdaten auswählten, welche den von ihnen festgestellten Verkehrswert bestätigten.[8]

Black/Diaz, Black sowie Diaz u. a. wiesen mittels Verkaufsverhandlungsexperimenten mit US-amerikanischen Immobilieninvestoren nach, dass Investoren bei Kaufpreisverhandlungen die ursprüngliche Preisforderung des Verkäufers als Referenzpunkt nahmen und sich hiervon bei der Verhandlung beeinflussen ließen.[9]

Gallimore u. a. führten eine Befragung zum Investitionsentscheidungsfindungsprozess in kleinen britischen Immobilienunternehmen durch. Sie stellten fest, dass viele Investmentmanager den Prozess der ersten oberflächlichen Objekteinschätzung (Erstprüfung) als vor allem intuitiven, qualitativen Beurteilungsprozess charakterisieren.[10]

French führte unter Mitarbeitern immobilienwirtschaftlicher Unternehmen in Großbritannien eine Befragung durch und kam zu dem Ergebnis, dass die Probanden bei ihren Investitionsentscheidungen anders agierten, als sie dies im Vorfeld behaupteten zu tun. [11]

De Bruin/Flint-Hartle führten eine Umfrage unter neuseeländischen Wohnimmobilieninvestoren durch und stellten fest, dass im Wohnimmobilienmarkt Kaufentscheidungen in erster Linie auf Basis intuitiver Gefühle und Präferenzen getroffen wer-

[8] Vgl. Gallimore/Wolverton (1997), S. 270.
[9] Vgl. Black/Diaz (1996), S. 296, Black (1997), S. 280 sowie Diaz u. a. (1999), S. 379.
[10] Vgl. Gallimore u. a. (2000), S. 609 f.
[11] Vgl. French (2001), S. 405.

den und nur in seltenen Fällen unter Nutzung von Fachwissen, vollständigen Informationen sowie rationalen Kalkulationen.[12]

Roberts/Henneberry stellten anhand von Interviews mit Entscheidern institutioneller Immobilieninvestoren in Großbritannien, Frankreich und Deutschland fest, dass diese mentale Abkürzungsprozesse nutzten, um eine Investitionsentscheidung zu treffen.[13]

Sah führte experimentelle Beobachtungen des Informationsauswahlverhaltens von Immobilieninvestoren unterschiedlicher Erfahrungsgrade durch und wies nach, dass bei Immobilieninvestitionsentscheidungen das Informationsauswahlverhalten erfahrener Investoren von dem nicht erfahrener Investoren abweicht.[14]

In Hinblick auf die Relevanz spezifischer, individueller Immobilienattribute existieren bis dato primär Studien, die auf dem von Rosen (1974) entwickelten theoretischen Prinzip hedonischer Preismodelle basieren.[15] Da jedoch bei dieser Art der Analyse die Immobilie als Untersuchungsobjekt im Fokus der Betrachtung liegt, ist ein direkter Rückschluss auf Präferenzmuster der individuellen an einer Transaktion beteiligten Investoren nicht durchführbar.

Eine erste empirische Untersuchung von Präferenzmustern von Marktteilnehmern im Immobilienmarkt wurde von Ertle-Straub anhand einer sog. Conjointanalyse[16] durchgeführt. Diese Studie

[12] Vgl. deBruin/Flint-Hartle (2003), S. 282 f.
[13] Vgl. Roberts/Henneberry (2007), S. 301 f.
[14] Vgl. Sah (2011), S. 16.
[15] Hierbei wird auf Basis historischer Immobilientransaktionsdaten mittels Regression der in finanzieller Dimension quantifizierbare Einfluss verschiedener Attribute der Immobilie und ihres Umfelds auf den Immobilienkaufpreis ermittelt.
[16] Die Conjointanalyse zählt zu den etabliertesten Methoden der Präferenzmessung in der Marketingforschung. Mittels Teilpräferenzwerten sowie Auswahlregeln analysiert die Methode, in welcher Weise Käufer Produkte bzw. Dienstleistungen in Märkten auswählen. Während traditionelle, kompositionelle Methoden der Präferenzermittlung die Beurteilung individueller Eigenschaften und Ausprägungen direkt und separat er-

befasste sich mit den Präferenzmustern potenzieller Büromieter im Rahmen von Anmietungsentscheidungen im Stuttgarter Immobilienmarkt.[17]

Erste Studien zur Messung von Präferenzmustern von Immobilieninvestoren im Rahmen des Produktauswahlprozesses wurden von Jackson/Orr[18] in Großbritannien sowie Blüml[19] in Deutschland durchgeführt. Auch hier wurden Conjointanalysen zur Präferenzmessung herangezogen.

Während Blümls Arbeit die Konzeption eines Ansatzes zur Segmentierung immobilienwirtschaftlicher Investmentstile auf Objektebene zum Fokus hatte, bestand die Zielsetzung von Jackson/Orrs Untersuchung in einer grundsätzlichen Exploration von Immobilienattributrelevanzen aus der Perspektive institutineller Investoren im Rahmen des Immobilienauswahlprozesses.

In beiden Fällen war das Spektrum der Untersuchungssubjekte auf jeweils nationale institutionelle Immobilieninvestoren beschränkt.

Bedingt durch ihr Erhebungsdesign sind beide Arbeiten auf eine Momentaufnahme von Präferenzmustern zu einer spezifischen Immobilienmarktzyklusphase beschränkt. Ein Verständnis der Dynamik der Variation von Präferenzmustern über sich verän-

fragen, stellt die Conjointanalyse als dekompositionelle Methode der Präferenzmessung eine besonders realitätsnahe Vorgehensweise dar. So werden von den Untersuchungssubjekten Gesamturteile für Entscheidungsalternativen erhoben (Gesamtpräferenzen für eine Kombination von mehreren Ausprägungen mehrerer Eigenschaften)und diese im Rahmen der Datenauswertung in die Teilpräferenzen für die zugrundeliegenden Eigenschaften und Ausprägungen dekomponiert (vgl. Baier/Brusch (2009a), S.3).

17 Vgl. Ertle-Straub (2003).

18 Vgl. Jackson/Orr (2011).

19 Vgl. Blüml (2014).

dernde Zyklusphasen lässt sich aus den Untersuchungsergebnissen nicht entwickeln.[20]

Weder bei Jackson/Orr noch bei Blüml wurde die Definition und Auswahl der für die Präferenzmessung zugrundegelegten beurteilungsrelevanten Eigenschaften empirisch validiert, sondern durch die Forscher selber festgelegt, was einen potenziellen Bias der Präferenzmessungsergebnisse bedingt (vgl. hierzu Abschnitt 2.4.3.1 dieser Arbeit).

Ein weiterer möglicher Bias liegt bei beiden Studien in einer fehlenden Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes begründet. So gelten die Untersuchungsergebnisse agglomeriert für unterschiedlichste Assetklassen und Märkte, obschon eine Unterschiedlichkeit von Attributrelevanzen sowohl zwischen Assetklassen als auch zwischen geographischen Märkten in der Praxis durchaus plausibel erscheint.[21]

[20] Jackson/Orr (2011) untersuchten zwar, inwieweit die grundsätzliche Risikoeinstellung von Investoren bei unterschiedlichen Erwartungen an die kurzfristige Wirtschafts- und Immobilienmarktentwicklung divergiert, nicht jedoch die entsprechende Variation der Präferenzmuster.

[21] So ist beispielsweise davon auszugehen, dass die Zentralität der Lage bei einer Büroimmobilie grundsätzlich von anderer Relevanz ist als bei einer Logistikimmobilie. Ähnliches gilt, ob ein Investor als Standort beispiels-weise die Stadt Berlin oder die Stadt Regensburg vor Augen hat.

1.3 Zielsetzung

Die vorliegende Untersuchung hat zum Ziel, anhand einer empirischen Erhebung der im Markt aktiven Immobilieninvestoren einen präferenzmusterbasierten Segmentierungsansatz zu entwickeln, anhand dessen eine maximal zielgruppenadäquate Gestaltung und Präsentation von Immobilien ermöglicht wird. Hierdurch soll ein Beitrag zur Maximierung von Verkaufserfolgen sowie zur Optimierung der Ressourcenallokation sowohl in der aktuellen, wie auch in zukünftigen Marktphasen geleistet werden.

Aus produktpolitischer Perspektive sollen die Untersuchungsergebnisse der vorliegenden Arbeit speziell Bestandshaltern und Projektentwicklern Aufschluss darüber geben, welche Eigenschaften einer Büroimmobilie für die im Markt aktiven Anlegergruppen von größter Relevanz sind. So können Projektentwickler bei Neubauprojekten, wie auch Bestandshalter im Rahmen des Asset Managements, sich auf die Optimierung bzw. Repositionierung derjenigen ausgewählten, besonders präferenzrelevanten Eigenschaften ihrer Immobilien fokussieren, welche aus Investorensicht einen besonderen Mehrwert bringen und den höchsten Transaktionserfolg ermöglichen. Hierdurch können auf Seiten der Bestandshalter und Projektentwickler Ressourcen optimal allokiert werden und etwaige aus Investorensicht weniger relevante Maßnahmen unterlassen werden.

In kommunikationspolitischer Hinsicht sollen die Untersuchungsergebnisse der vorliegenden Arbeit der Verkäuferseite Aufschluss darüber geben, welche ausgewählten Objektinformationen von Investoren im Rahmen der Erstansprache berücksichtigt werden. Zudem sollen die Studienergebnisse darüber Aufschluss geben, welche Relevanz diese Objektattribute für die Käuferseite bei ihrer Investitionsauswahl einnehmen, und welche spezifischen Produkteigenschaften diesen potenziellen Käufern gegenüber kom-

muniziert werden müssen, damit ihnen der größtmögliche Produktnutzen präsentiert wird und somit der maximale Transaktionserfolg ermöglicht wird.

Durch eine zielgerichtete und nutzenfokussierte Ansprache potenzieller Interessenten kann etwaiger Kommunikationsaufwand sowohl für die Verkäufer- als auch für die Käuferseite reduziert werden. Durch adäquate Informationsversorgung potenzieller Interessenten können diese ihrerseits schneller Entscheidungen treffen, was den Transaktionsprozess für beide Seiten optimiert.

Für die Verkäuferseite ergibt sich zudem der Nutzen, dass durch eine zielgerichtete präferenzmusterbasierte Ansprache von Investoren ein Verkaufsobjekt selektiv angeboten werden kann und eine weite Streuung von potenziell vertraulichen Informationen im Markt verhindert wird. So wird nicht nur die Vertraulichkeit des Vermarktungsprozesses für die Verkäuferseite erhöht, sondern es erhöht sich aus Investorenperspektive auch die gefühlte Exklusivität des Vermarktungsprozesses, was sich in einer höheren Attraktivität der Investmentopportunität widerspiegelt.[22]

Aus Investorensicht ergibt sich aus einer zielgerichteten, nutzenbasierten Ansprache als weiterer Effizienzvorteil, dass sich Zeit und Ressourcen für die Prüfung nicht adäquater Angebote einsparen lassen, was ihnen im Gegenzug erlaubt, sich intensiver der Prüfung derjenigen Objekte zu widmen, welche ihren Investitionspräferenzen maximal entsprechen und somit als Investitionsoptionen konkret in Frage kommen.

Neben den o. g. primären Zielen verfolgt die vorliegende Untersuchung zudem den Zweck, den in den präferenzmusterbezogenen Studien von Jackson/Orr und Blüml eingeschränkten For-

[22] Bei limitiertem Wettbewerb ist für Investoren die Chance größer, bei einer Transaktion zum Zuge zu kommen, weshalb exklusive Vermarktungsprozesse von Investoren generell präferiert werden.

schungsfokus zu ergänzen und potenziell dort präsente forschungsmethodische Defizite zu überwinden:

Anders als bei den Studien von Jackson/Orr sowie Blüml liegt der Fokus der vorliegenden Untersuchung darauf, die Präferenzmuster des vollumfänglichen Spektrums der im Markt aktiven Investoren(-gruppen) zu identifizieren und gegenüberzustellen. So umfassen die Untersuchungssubjekte der vorliegenden Arbeit nicht nur nationale Investoren, sondern auch internationale Investoren unterschiedlichster Herkunftsländer, Typisierungen und Anlagestrategien. Diese Untersuchung stellt somit die erste international vergleichende Studie von Präferenzmustern von Immobilieninvestoren dar.

Im Gegensatz zu den Studien von Jackson/Orr und Blüml versucht die vorliegende Arbeit, nicht nur eine Momentaufnahme der Präferenzen von Investoren im aktuellen Marktumfeld zu bieten, sondern zusätzlich ein Verständnis der Dynamik der Veränderungen von Präferenzmustern über verschiedene Zyklusphasen zu entwickeln.

Die vorliegende Untersuchung unterbindet zudem den bei Jackson/Orr und Blüml möglicherweise präsenten Bias der Präfrenzmessungsergebnisse, indem die für die Präferenzmessung zugrundegelegten präferenzrelevanten Attribute und deren Ausprägungen mittels einer Methodentriangulation aus quantitativen und qualitativen Erhebungsverfahren empirisch erhoben, strukturiert und validiert werden.

Dem möglichen Bias einer fehlenden Abrenzung des Untersuchungsgegenstandes in Bezug auf Assetklassen und Märkte wird durch eine klare typologische und geographische Abgrenzung begegnet.

1.4 Abgrenzung

Da der Immobilienmarkt durch eine weitgehende Fragmentierung in diverse heterogene Teilmärkte und -funktionen gekennzeichnet ist, [23] erfordert die Schwerpunktsetzung der vorliegenden Untersuchung in praktischer Hinsicht eine Eingrenzung und Präzisierung des Untersuchungsgegenstandes:

So werden im Rahmen des Immobilienanlageprozesses potenzielle Investmentmöglichkeiten in der Regel einem mehrstufigen Prüfungsprozess unterzogen (vgl. Abschnitt o). Zunächst erfolgt eine oberflächliche Erstprüfung des potenziellen Investitionsobjekts, in welcher die Übereinstimmung der Eigenschaften des Objekts mit den Präferenzen des Investors überprüft wird.[24] Nur im Falle einer erfolgreichen Absolvierung dieser Erstprüfung wird das potenzielle Investment einer detaillierten (zeit- und kostenintensiven) Prüfung unterzogen, in welcher die bereits im Rahmen der Erstprüfung getroffenen Einschätzungen verifiziert werden sollen (sog. Due Diligence).[25]

Der Phase der Erstprüfung kommt im Rahmen des Immobilienanlageprozesses eine zentrale Funktion zu, da hier auf Basis relativ limitierter Informationen überschlägig die wichtigsten Eigenschaften des potenziellen Investments überprüft werden und entschieden wird, ob das Investment unmittelbar verworfen wird, oder als weiter prüfenswert eingestuft wird.

---

[23] Vgl. Gondring (2013), S. 4.

[24] Etwaige portfoliotheoretische Überlegungen bei der Immobilienselektion werden hier explizit nicht berücksichtigt. So wurden die Probanden in der empirischen Untersuchung zur Präferenzmessung ausdrücklich darauf hingewiesen, ihre Präferenzurteile ohne Berücksichtigung eines potenziell bereits existierenden Bestands- oder Zielportfolios abzugeben.

[25] Vgl. Schulte (2005), S. 29 sowie Holoch u. a. (2002), S. 570.

Während in der Due Diligence – Phase diverse Parteien in den Prüfungsprozess involviert sind, erfolgt die Erstprüfung einer potenziellen Investitionsopportunität in der Regel durch ein Individuum bzw. wenige Individuen, denen somit die Funktion eines „Gate-Keepers" zukommt. Diese Individuen (in der Regel Mitarbeiter einer Akquisitions- oder Einkaufsabteilung) [26] stellen die Untersuchungssubjekte dieser Studie dar.

Aufgrund der Heterogenität der unterschiedlichen Assetklassen unter den Gewerbeimmobilien sowie der Verschiedenartigkeit der geographischen Immobilienmärkte innerhalb Deutschlands muss die vorliegende Untersuchung zwangsläufig eine Eingrenzung in typologischer Hinsicht erfahren.

Die Assetklasse Büro[27] stellt die am stärksten nachgefragte Assetklasse im deutschen Gewerbeimmobiliensektor dar, mit einem durchschnittlichen Anteil von 42 % am gesamten Investitionsvolumen der vergangenen 10 Jahre. Die Investmentmärkte der sog. Top 5 Märkte (Berlin, Frankfurt am Main, Düsseldorf, München und Hamburg)[28] verzeichneten im Zehnjahresmittel einen Anteil

[26] Vgl. Holoch u. a. (2002), S. 570. Die Funktionsbereiche innerhalb von Investorenorganisationen werden in Kapitel 0 detaillierter diskutiert.

[27] In der Literatur gibt es bisher keine einheitliche Definition des Begriffs Büroimmobilie. Nach Gad (1968), zitiert von Lifka (2005), S. 51, sind Büros „Betriebsflächen, in denen Transaktionen, Beratungen und ähnliche Tätigkeiten mittels verschiedener Kommunikationsweisen (z. B. mündlich, telefonisch, schriftlich) durchgeführt werden." Somit fallen unter den Begriff Büroflächen solche Gebäudeflächen, die für Schreibtischtätigkeiten genutzt werden können (vgl. Falk (2004), S. 172).

[28] Die Relevanz der deutschen Top 5 Märkte wird auch aus stadtgeogra-phischer Perspektive bestätigt: So zählt die stadtgeographische Forschung diese Städte zu den sog. Global Cities, welche sich grundsätzlich durch fünf Charakteristika auszeichnen: 1. Sie stellen Kommandozentralen der Organisationen globaler Wirtschaft dar; 2. Sie sind Orte des globalen Finanzwesens und es konzentriert sich dort internationales Kapital; 3. Sie sind Zentren der Innovation im industriellen Bereich; 4. Sie sind Zentren der Medien; 5. Sie sind Zuwanderungsziele für in- und ausländische Arbeitskräfte (vgl. Paesler (2008), S. 65 f.). In der dreistufigen Hierarchie der Global Cities (Alpha-, Beta- und Gamma-Weltstädte) werden die deutschen Top 5 Märkte, bedingt

von 47 % am gesamten Investitionsvolumen in deutsche Gewerbeimmobilien.[29]

Bezogen auf das gesamte in deutsche Gewerbeimmobilien invetierte Kapital wird die Relevanz des Büroimmobilieninvestmentmarktes in den deutschen Top 5 Märkten deutlich: In den vergangenen fünf Jahren wurden dort mit 41,5 Mrd. Euro 29,7 % des gesamten in deutsche Gewerbeimmobilien angelegten Investitionsvolumens platziert.[30]

durch die föderale Struktur Deutschlands mit Verteilung zentraler Funktionen auf mehrere Städte, zur Gamma-Kategorie gezählt.

[29] Vgl. Cushman & Wakefield (2015), o. V., o. S..

[30] Vgl. BNP Paribas Real Estate (2012–2015), o. V., o. S.. In den vergangenen fünf Jahren wurden 75 % des in deutsche Büroimmobilieninvestitionen angelegten Kapitals in den Top 5 Märkten investiert.

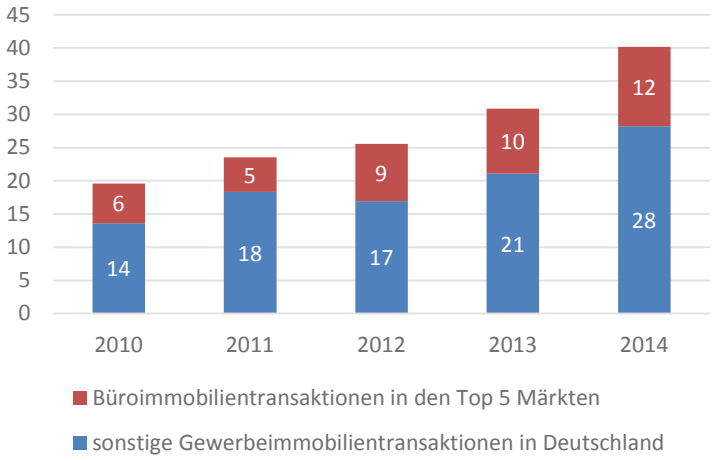


Abbildung 1.2: Investitionsvolumen Gewerbeimmobilien Deutschland gesamt vs. Investitionsvolumen Büroimmobilien in den Top 5 Märkten (in Mrd. Euro)[31]

Der Büroimmobilieninvestmentmarkt in den Top 5 Märkten stellt somit unter allen Teilmärkten des deutschen Gewerbeimmobilieninvestmentmarktes den investitionsvolumenbezogen relevantesten Teilmarkt dar, weshalb er für die vorliegende Untersuchung als Untersuchungsobjekt gewählt wurde.

Die aus der vorliegenden Untersuchung gewonnenen Erkenntnisse lassen sich naturgemäß nicht sämtlich uneingeschränkt auf andere Assetklassen bzw. Immobilienmärkte übertragen. Auf den Gesamtmarkt übertragbare Grundmechanismen werden jedoch im Rahmen der Diskussion der Studienergebnisse (vgl. Kapitel 0) eruiert.

[31] Ibid.

1.5 Zentrale Forschungsfragen

Im Detail resultieren aus der in Kapitel 1.3 beschriebenen Zielsetzung sechs zentrale Forschungsfragen, die den Rahmen dieser Dissertation bilden:

1. Welche sind die zentralen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien eines Büroimmobilieninvestments, die potenzielle Investoren im Rahmen der Produktselektion berücksichtigen?

2. Unter denjenigen Beurteilungskriterien, welche der Investitionsentscheidung bei Büroimmobilieninvestments zugrunde liegen, welche Kriterien sind relativ die relevantesten für Investoren?

3. Gibt es Unterschiede bei den Präferenzmustern zwischen verschiedenen Investoren(-gruppen), und worauf sind diese Unterschiede zurückzuführen?

4. Welche präferenzhomogenen Investorengruppen lassen sich auf Basis der identifizierten Präferenzmuster eruieren?

5. Inwieweit ändern sich deren Präferenzmuster zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Immobilienzyklus und welche der Beurteilungskriterien sind zyklenresistent?

6. Inwieweit unterscheiden sich die von Investoren direkt kommunizierten Präferenzmuster von den tatsächlich aus ihren Investitionshandlungen ableitbaren Präferenzmustern?

1.6 Wissenschaftlicher Bezugsrahmen

Die vorliegende Arbeit lässt sich übergeordnet der Wissenschaftsdisziplin der Immobilienökonomie zuordnen. Diese basiert auf dem Fundament der Betriebswirtschaftslehre, deren Theorieansätze jedoch durch Einbeziehung von Erkenntnissen aus den Forschungsdisziplinen Volkswirtschaftslehre, Rechtswissenschaft, Stadtplanung, Architektur und Ingenieurwesen ergänzt bzw. inhaltlich modifiziert werden.[32]

Diaz untergliedert die Disziplin der Immobilienökonomie anhand ihrer Forschungsgebiete und Forschungsziele. Als potenzielle Forschungsgebiete der Immobilienökonomie identifiziert er ökonomisches Handeln sowie die Ressourcenallokation. Als mögliche Forschungsziele unterscheidet er die Deskription, welche der Analyse ökonomischen Handelns bzw. der Ressourcenallokation dient, sowie die Präskription, welche zum Ziel hat, Propositionen für die Optimierung ökonomischen Handelns bzw. der Allokation von Ressourcen zu entwickeln. Derartige präskriptive Untersuchungen fußen naturgemäß auf Erkenntnissen deskriptiver Forschung.

Die sich aus diesem Forschungsrahmen ergebenden vier Quadranten sind in Abbildung 1.3 dargestellt.

[32] Vgl. Gondring (2013), S. 4 sowie Schulte (2008), S. 57.

Forschungsziel	Forschungsgebiet: Ökonomisches Handeln	Forschungsgebiet: Ressourcenallokation
Deskription	I Handlungsanalyse („activities science“)	II Allokationsanalyse („allocation science“)
Präskription	III Handlungsoptimierung („activities engineering“)	IV Allokationsoptimierung („allocation engineering“)

Abbildung 1.3: Forschungsrahmen der Immobilienökonomie nach Diaz (1993)[33]

Während sich die Handlungsanalyse der Untersuchung des Verhaltens von Marktteilnehmern (sog. „centers of real estate activity“) in Form von Individuen, Gruppen oder Organisationen widmet, so fokussiert die Allokationsanalyse auf die Erforschung der Interaktion zwischen diesen im Wettbewerb um Ressourcen. Die Ziele der Handlungsoptimierung und Allokationsoptimierung liegen in der Identifizierung von Optimierungspotenzialen und –maßnahmen in den entsprechenden Bereichen.[34]

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist die Generierung von Erkenntnissen über relevante markt-, subjekt- und objektbezogene Einflussfaktoren auf die Objektselektion im Rahmen des Immobilienanlageprozesses, woraus Erkenntnisse für eine optimale Produktgestaltung sowie Zielgruppenselektion im Rahmen des Immobilienverkaufsprozesses abgeleitet werden können. Die Arbeit ist innerhalb des von Diaz identifizierten Forschungsrahmens der Immobilienökonomie somit den Quadranten I, II, III und IV zuzuordnen.

[33] Vgl. Diaz (1993), S. 189. Hier in Übersetzung ins Deutsche nach Kurzrock (2007), S. 6.

[34] Vgl. Diaz (1993), S. 189 ff.

Dem bislang rudimentären Kenntnisstand in Wissenschaft und Praxis geschuldet ist die vorliegende Untersuchung explorativer bzw. hypothesenerkundender Natur. Diese Form der Untersuchung verfolgt primär das Ziel, in einem relativ unerforschten Untersuchungsbereich neue Hypothesen zu generieren, bzw. für die Formulierung von Hypothesen theoretische bzw. begriffliche Grundlagen zu gewinnen.[35]

Im Gegensatz dazu dienen explanative bzw. hypothesenüberprüfende Studien der Verifizierung bereits zuvor theoretisch begründeter Hypothesen anhand eines konkreten Sachverhalts. Eine derartige Form der Studie setzt das Vorhandensein umfassender Vorkenntnisse bezüglich des Untersuchungsgegenstandes voraus.[36] Hypothesenerkundende Studien erfordern jedoch auch ein theoretisches Vorwissen bzgl. des zu untersuchenden Sachverhalts. So wird beispielsweise die Auswahl der für die Exploration zu erhebenen Variablen sowie die Auswahl der Untersuchungsobjekte und –subjekte durch explizite wie auch implizite Annahmen und Theorien geleitet. Im Gegensatz zu hypothesenüberprüfenden Studien lassen sich diese allerdings nicht als präzise Hypothesen beschreiben, welche einer statistischen Überprüfung unterzogen werden könnten.[37]

Die vorliegende empirische Studie hat zum Ziel, ein möglichst repräsentatives Abbild der Präferenzmuster aktiver Marktteilnehmer zu ermitteln, sowie etwaige präferenzmusteridentische Marktteilnehmergruppen zu identifizieren. Die Ermittlung von Präferenzmustern erfolgt durch die empirische Erhebung beobachtbaren Verhaltens von Untersuchungssubjekten. Insofern lässt sich die vorliegende Untersuchung dem Forschungsgebiet der Behavioural Finance (vgl. Kapitel 2.3) zuordnen, einer relativ jungen For-

[35] Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 50.
[36] Ibid, S. 490.
[37] Ibid, S. 356.

schungsdiziplin, welche mittels der Integration der Psychologie in die Wirtschaftstheorie eine Weiterentwicklung der modernen Kapitalmarkttheorie darstellt.[38]

1.7 Gang der Untersuchung

Zur Bearbeitung der aufgezeigten Zielsetzung untergliedert sich die vorliegende Arbeit in insgesamt sechs aufeinander aufbauende Kapitel (vgl. Abbildung 1.4), wobei zwischen einem theoretischen Teil (Kapitel 2 & 3) und einem empirischen Teil (Kapitel 4 & 5) zu unterscheiden ist. Kapitel 6 fasst die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit zusammen.

Kapitel 2 dient der Erläuterung der relevantesten Begriffe sowie theoretischen Konzepte, welche als Grundlage für die weitere Untersuchung dienen. So erfolgt zunächst in Abschnitt 2.1 eine Diskussion der funktionalen, prozessualen und strategischen Facetten des Immobilien-Investmentmanagements und eine Charakterisierung der im Markt präsenten Investoren. In Abschnitt 2.2 werden die im Zusammenhang mit Immobilientransaktionen relevanten Aspekte des Immobilienmarketing diskutiert. In Abschnitt 2.3 werden maßgebliche verhaltenswissenschaftliche Aspekte, welche nachfragerseitig den Immobilienanlageentscheidungsprozess beeinflussen könnten, vorgestellt. Der Grundlagenteil schließt ab mit einer Diskussion der methodischen Grundlagen der Präferenzmessung im Allgemeinen, sowie des für die gegenständliche Studie genutzten Präferenzmessungsverfahrens der Conjointanalyse im Speziellen (Abschnitt 2.4).

[38] Vgl. Irle (2010), S. 107. Laut Rapp (2000), S. 93 f. sind „Hauptgegenstand der Behavioural Finance (...) alle Prozesse der Auswahl, Aufnahme und Verarbeitung entscheidungsrelevanter Informationen und der Erwartungsbildung von Marktteilnehmern, wobei insbesondere auch die Konsequenzen sozialer Interaktionen auf Marktebene berücksichtigt werden."

In Kapitel 3 werden die in der immobilienwirtschaftlichen Fachliteratur diskutierten potenziell investitionsrelevanten Beurteilungskriterien bei Büroimmobilieninvestitionen vorgestellt, bevor anhand der in Kapitel 4 dargestellten empirischen Untersuchung die aus Investorensicht tatsächlich beurteilungsrelevanten Kriterien identifiziert werden. Diese werden als Grundlage für die in Kapitel 5 vorgestellte empirische Studie zur Präferenzmessung von Investoren im Büroimmobilieninvestmentmarkt herangezogen.

In Kapitel 5 erfolgt zunächst eine Vorstellung des für die empirische Erhebung von Präferenzmustern genutzten Conjoint-Erhebungsdesigns, der Datenerhebung und der Auswertung der mittels der Conjointanalyse gewonnenen Daten (Abschnitt 5.1). In Abschnitt 5.2 erfolgt eine Diskussion der aus der Empirie gewonnenen Erkenntnisse und es werden hieraus Schlussfolgerungen entwickelt.

Kapitel 6 fasst die Ergebnisse der Untersuchung zusammen und schließt mit einem Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf.

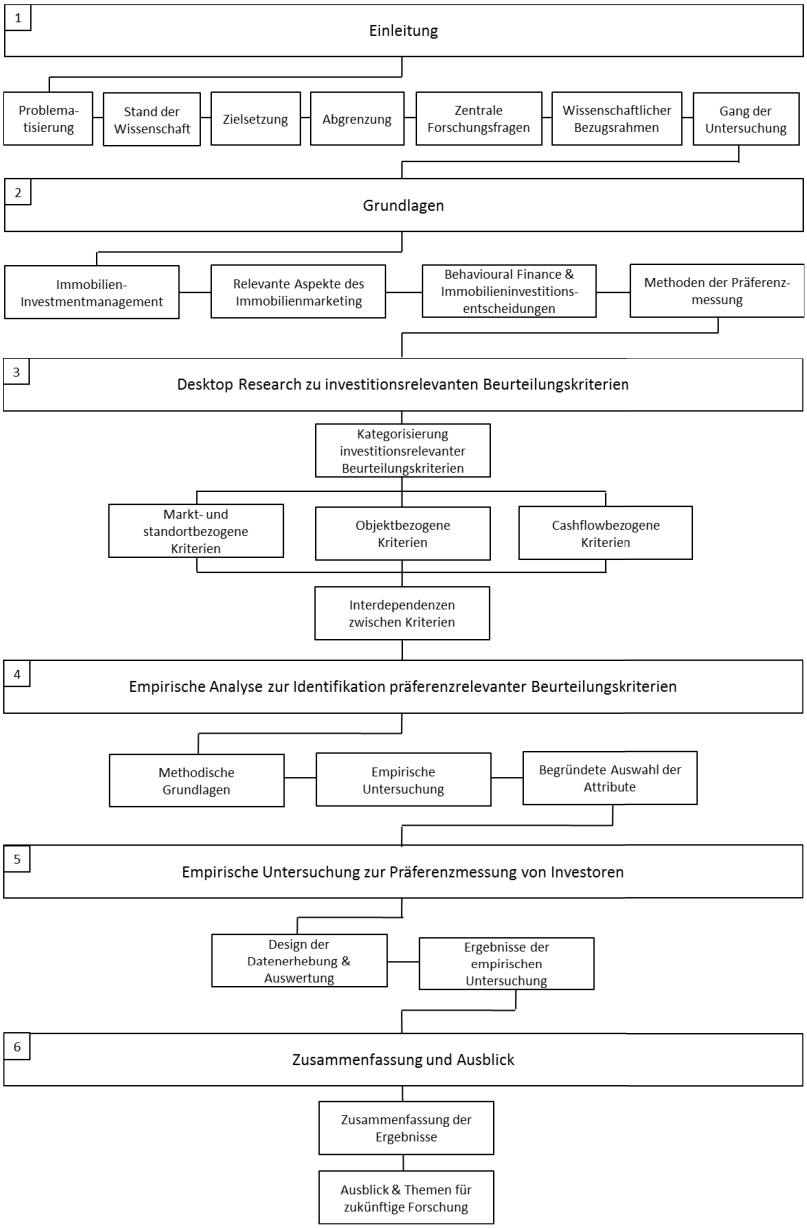


Abbildung 1.4: Aufbau und Gang der Untersuchung

2 Grundlagen

Im Folgenden werden die relevantesten Begriffe und theoretischen Konzepte, welche als Grundlage für die in dieser Studie vollzogene empirische Untersuchung von Präferenzmustern von Immobilieninvestoren dienen, vorgestellt.

Investitionspräferenzen von Wirtschaftssubjekten sind grundsätzlich nicht isoliert zu betrachten, sondern vor dem Hintergrund des jeweiligen, diese Präferenzen beeinflussenden Marktumfelds zu interpretieren. Dieses kann im Zeitverlauf sowohl zyklischem als auch permanentem Wandel unterliegen. Ein grundlegendes Verständnis dieser sich ändernden Marktphasen sowie der Funktionsweisen und Interaktionen innerhalb der Teilmärkte des Gewerbeimmobilienmarktes werden für die vorliegende Arbeit vorausgesetzt.[39]

Präferenzmuster von Anlegern werden durch deren divergierende Investitionsziele und Risikobereitschaften beeinflusst, welche ihrerseits in verschiedenartigen Investmentstilen ihren Ausdruck finden. Das potenzielle Anlagespektrum von Investoren kann zudem durch exogene, regulatorische Rahmenbedingungen beeinflusst werden. In Abschnitt 2.1 erfolgt zunächst eine detaillierte Charakterisierung dieser Faktoren, bevor die unterschiedlichen Strategien und Eigenschaften der im Markt präsenten Immobilieninvestoren vorgestellt werden. Da der Immobilieninvestitions-

[39] Verwiesen sei hier auf die entsprechende Fachliteratur, bspw. auf das komparativ-statische Vier-Quadranten-Modell von DiPasquale/Wheaton (1996) zur Verdeutlichung der Interdependenzen zwischen den vier Teilmärkten Flächenmarkt, Projektentwicklungs- und Grundstücksmarkt, Bestandsmarkt und Anlagemarkt (vgl. DiPasquale/Wheaton (1996), S. 6 ff.), sowie zur Fachliteratur zu Immobilienzyklen (vgl. Wernecke/Rottke (2006), S. 79 & 220 f., Rebitzer (2011), S. 8f. sowie Key u. a. (1994), S. 9).

prozess durch eine hohe prozessuale Komplexität und eine Beteiligung vielfältiger Teilnehmer geprägt ist, werden zudem die in diesem Prozess vollzogenen Ablaufschritte, wie auch die daran beteiligten Subjekte, charakterisiert.

Eine erfolgreiche Immobilientransaktion kann nur in dem Fall erfolgen, dass die Eigenschaften des angebotenen Produkts weitestgehend mit den Präferenzmustern potenzieller Investoren übereinstimmen. Vor diesem Hintergrund sind marketingpolitische Aspekte wie beispielsweise die Produkt- und Kommunikationspolitik von großer Relevanz. Diese werden in Abschnitt 2.2 beschrieben.

Da Immobilieninvestitionsentscheidungen durch verschiedenste verhaltenswissenschaftliche Einflussfaktoren beeinflusst werden können, werden in Abschnitt 2.3 die in der Literatur diskutierten, im Kontext immobilienwirtschaftlicher Anlageentscheidungen maßgeblichen, Aspekte der Behavioural Finance vorgestellt.

Die zur Ermittlung von Präferenzmustern nutzbaren Untersuchungsmethoden werden in Abschnitt 2.4 vorgestellt, die Auswahl der für diese Studie herangezogenen Präferenzmessungsmethode der Conjointanalyse begründet, sowie deren methodische Grundvoraussetzungen und Ablaufschritte charakterisiert.

2.1 Grundlagen des Immobilien-Investmentmanagements

Als Hauptakteure des Immobilien-Investmentmanagements stellen Immobilieninvestoren die Untersuchungssubjekte der vorliegenden Arbeit dar. [40]

Schulte definiert Immobilieninvestoren als Wirtschaftssubjekte, die „ihr Geld in Immobilien anlegen oder Immobilienbestände halten. Zumeist, aber nicht immer, steht hierbei die Renditeerzielung im Vordergrund." [41] Dieser Definition wird in vorliegender Untersuchung gefolgt.

Immobilieninvestoren haben grundsätzlich die Wahl zwischen der direkten, unmittelbaren Investition in Immobilien und indirekten, mittelbaren Anlageformen.

Direkte & indirekte Investitionen

Während bei der direkten Investition das rechtliche sowie wirtschaftliche Eigentum an einer Immobilie und somit, neben der uneingeschränkten Kontrolle über seine Investition, alle mit der Liegenschaft verbundenen Rechte und Pflichten erworben werden, stellt der Anleger bei der indirekten Investition sein Investitionskapital einem Dritten zur Verfügung, welcher als Agent in seinem Auftrag das Kapital seinerseits entweder direkt oder indirekt in Immobilien anlegt. Bei der indirekten Immobilieninvestition erwirbt der Investor kein unmittelbares Immobilieneigentum, son-

[40] Auf eine Charakterisierung der grundlegenden Eigenschaften von Immobilien, den verschiedenen Teilsegmenten des Immobilienmarktes und deren Interdependenzen wird hier verzichtet, da diese als bekannt vorausgesetzt werden. Hierzu weiterführend bspw. Gondring (2013), S. 36 ff., Schulte/Holzmann (2008), S. 17 ff. sowie Maier (2007), S. 46 ff.

[41] Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 24.

dern er erwirbt i. d. R. Anteile bzw. Aktien an einem in Immobilien investierenden Anlagevehikel.[42]

Private & institutionelle Immobilieninvestoren

Immobilieninvestoren als Wirtschaftssubjekte unterscheiden sich prinzipiell in private sowie institutionelle Investoren.

Privatinvestoren investieren auf eigene Rechnung mittel- und unmittelbar in Immobilien und differieren bzgl. des Grades ihrer Professionalität sowie ihres eingesetzten Investitionskapitals. So reicht das Spektrum von Einzelpersonen mit limitierter Erfahrung und beschränktem Zugang zu Marktinformationen bis hin zu sog. High Net Worth Individuals und Family Offices, welche zum Teil über einen eigenen professionellen Stab von Mitarbeitern mit substanzieller Expertise im Management von Immobilienvermögen verfügen.[43] Gemeinsam ist allen Typen von Privatinvestoren, dass sie weitgehend ohne Beeinflussung durch regulatorische Strukturen und Gremien Investitionschancen wahrnehmen können.[44]

Institutionelle Investoren verwalten und investieren als professionelle Finanzintermediäre Geldbeträge von originären Kapitalgebern gegen ein Rückzahlungsversprechen. Die Kapitalanlagetätigkeit, im Falle vieler Investmentvehikel auch die Entscheidung über die Anlage und das Management des Immobilienvermögens, wird an dieses institutionelle Immobilienanlagevehikel delegiert. Das Vehikel kann seinerseits Aufgabenbereiche an Dritte auslagern, wie z. B. das Asset- oder Fondsmanagement.

Zum Schutz der Anleger unterliegen institutionelle Investoren regulatorischen Restriktionen, welche in den jeweiligen Kapitalanlagebestimmungen der Institutionen festgelegt sind.

[42] Vgl. Rebitzer (2011), S. 22 sowie Trübestein (2012b), S. 20 f.
[43] Vgl. Trübestein (2012b), S. 25 sowie Holoch u. a. (2002), S. 561 f.
[44] Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 26.

Neben ihrer Tätigkeit für Dritte treten institutionelle Investoren zudem als Anleger eigener, originärer Gelder auf. Dies kann in Form von Direktinvestitionen in Immobilien geschehen, oder in indirekter Form mittels Investition in von dritten institutionellen Investoren verwaltete Anlagevehikel.[45]

Anlageziele & -restriktionen

Immobilieninvestoren verfolgen grundsätzlich drei übergeordnete Ziele bei Ihren Anlageentscheidungen. Neben diesen Hauptzielen können Investoren zudem unterschiedliche Nebenziele verfolgen, wobei je nach Orientierung das Zielsystem unterschiedlich ausgeprägt ist.

Das Rentabilitätsziel charakterisiert das Bestreben nach einer Maximierung des Gewinns aus dem angelegten Vermögen. Maßgebliche Determinanten der Rentabilität stellen dabei die aus der Immobilieninvestition erzielten Mieteinnahmen, die Wertveränderung der Immobilie sowie etwaige Subventionen dar. Das Sicherheitsziel kennzeichnet das Streben des Anlegers nach einer kalkulierbaren und volatilitätsarmen Investition. Das Liquiditätsziel beschreibt die Rückführbarkeit des gebundenen Kapitals in liquide Mittel.[46]

Zwischen den drei Hauptzielen der Immobilienanlage bestehen Interdependenzen. So besteht beispielsweise zwischen dem Rentabilitätsziel und dem Sicherheitsziel eine Zielkonkurrenz.[47] Beispielsweise können höhere Renditen nur unter Inkaufnahme eines

[45] Vgl. Trübestein (2012b), S. 22ff., Rebitzer (2011), S. 33ff. sowie Walbröhl (2001), S. 8 ff.

[46] Vgl. Maier (2007), S. 44.
Wellner (2003), S. 4 argumentiert, dass der Anlagehorizont bei der Betrachtung dieser Ziele als weitere Dimension berücksichtigt werden muss, da Investitionsrisiken mit der Dauer der Investition korreliert sind.

[47] Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 13.

höheren Risikos erreicht werden.[48] Auch liegt der Wechselwirkung zwischen Liquidität und Rendite ein gegenläufiges Verhältnis zugrunde, während die Ziele Sicherheit und Liquidität eher synergistischer Natur sind.[49]

Als Nebenziele lassen sich potenziell das dem Sicherheitsziel zuordenbare Werterhaltungsziel, sowie im Falle von Mixed-Asset-Portfolios das Bestreben nach Mischung & Streuung mit anderen Assetklassen identifizieren. Die Bildung stiller Reserven, die Nutzung steuerlicher Vorteile, die Präsentation sozialer Verantwortung und eine etwaige Prestigesteigerung gelten als weitere Sekundärziele, die im Zielkonflikt miteinander wie auch mit den Hauptzielen stehen.[50]

Anlagerestriktionen, welche das Spektrum der Investitionsmöglichkeiten primär der institutionellen Investoren einschränken, können aus internen wie auch externen Anlagevorschriften hervorgehen. Interne Reglementierungen ergeben sich beispielsweise aus vertraglichen Vereinbarungen mit Anlegern, aus dem Gesellschaftsvertrag der Anleger oder den Zielvorgaben der Gesellschafter, während externe Anlagerestriktionen in gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regularien definiert sind.[51]

Neben derartigen Anlegerestriktionen wird die Investitionspolitik von Investoren zudem von deren steuerlicher Stellung beeinflusst. Das Zielsystem von Investoren kann somit auch unter Angehörigen aufsichtsrechtlich homogener Investorengruppen variieren.[52]

[48] Vgl. Walbröhl (2001), S. 83, Wellner (2003), S. 3 sowie Maier (2007), S. 44.
[49] Vgl. Wellner (2003), S. 4.
[50] Vgl. Walbröhl (2001), S. 82 f. Hierzu auch Jaffe/Sirmans (1995), S. 30.
[51] Vgl. Stock (2009), S. 19.
[52] Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 27.

Bemessung der Rentabilität

Die Anlageziele finden ihre Entsprechung in einem Performanceziel, mittels dessen sich der Anlageerfolg einer Investition bemessen lässt.[53]

Die Performance einer Immobilieninvestition bemisst sich primär in ihrer Gesamtrendite (sog. Total Return), welche die Summe der Renditebestandteile einer Investition berücksichtigt und sich aus den Komponenten Netto-Cashflow-Rendite und Wertänderungsrendite ermittelt.

Die Netto-Cashflow-Rendite ist der Renditebestandteil, welcher dem Investor während des Investitionszeitraums in liquider Form zufließt. Die Wertänderungsrendite reflektiert die durch marktbedingte Änderungen des Verkehrswerts hervorgerufene Renditewirkung der Immobilieninvestition über den Anlagehorizont.[54]

Vor dem Hintergrund der Zyklizität der Vermietungs- und der Anlagemärkte ist somit neben den immobilienbezogenen Charakteristika das Timing des Investitions- und Desinvestitionszeitpunktes von hoher Bedeutung für die Performance einer Investition.

In Abbildung 2.1 ist die geldgewichtete Berechnung des Total Return und seiner Komponenten dargestellt:

[53] Ibid.

[54] Vgl. Bone-Winkel/Thomas u. a. (2008), S. 823 ff. sowie Geltner/Miller (2007), S. 176 ff.
Die liquiden Zahlungsströme fließen dem Investor in Form von Netto-Mieteinnahmen zu. Diese können sich über den Investitionszeitraum je nach Erfolg der Immobilienbewirtschaftung sowie der Entwicklung des Vermietungsmarktes positiv sowie negativ entwickeln, sodas die Netto-Cashflow-Rendite über den Anlagezeitraum variiert.

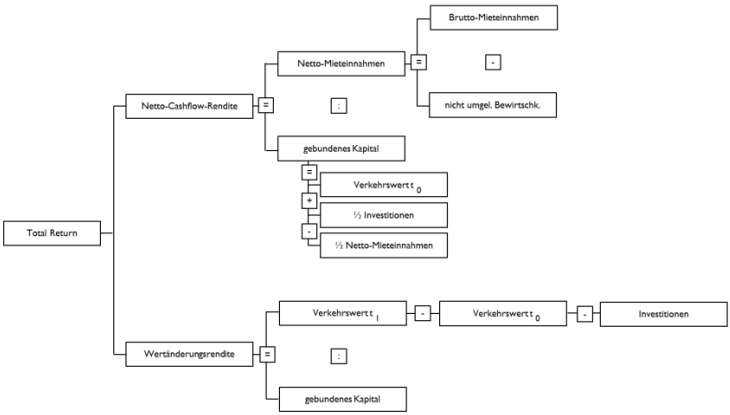


Abbildung 2.1: Komponenten des Total Return [55]

Neben der Immobilien-Performance ist die Investment-Performance von großer Relevanz für die Bemessung des Investitionserfolgs. Die sog. Eigenkapitalrendite nach Steuern berücksichtigt neben den immobilienbezogenen Cashflowpositionen u. a. Finanzierungskosten sowie mit dem Investitionsvehikel verbundene Managementkosten und ertragssteuerliche Kostenpositionen.[56]

[55] Vgl. Bone-Winkel/Thomas u. a. (2008), S. 827.

[56] Vgl. Kurzrock (2007), S. 50. Eine ausführliche Diskussion von Renditekennziffern findet sich in Beyerle (2007), S. 397 ff.

Risiko

Das der Anlageentscheidung innenwohnende Risiko steht als zur Rentabilität gegensätzliches Entscheidungskriterium in Konflikt mit dem Sicherheitsstreben von Investoren.

Im weiteren Sinne beschreibt Risiko die Möglichkeit des Abweichens von einem erwarteten Ergebnis. Im engeren Sinne ist der Begriff Risiko jedoch spezifischer definiert: So ist eine Risikosituation dadurch gekennzeichnet, dass dem Investor zum Zeitpunkt einer Investitionsentscheidung die Wahrscheinlichkeit des Eintretens eines bestimmten Ereignisses bekannt ist. Es liegen somit objektive oder zumindest subjektive Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten alternativer Ereignisse vor, womit sich Risiko in quantitativer Form bemessen lässt. Kann der Investor die Wahrscheinlichkeit ex ante weder objektiv noch subjektiv einschätzen, so entscheidet er unter Ungewissheit.[57]

Da die Implikationen einer Investitionsentscheidung in solchen Fällen begrenzter Natur sind, in denen diese Entscheidung kurzfristig annuliert bzw. modifiziert werden kann, reicht eine Unsicherheit bzgl. der zukünftigen Entwicklung maßgeblicher Faktoren alleine nicht aus, um einer Entscheidung ein Risiko beizumessen. Vielmehr ist dieses Risiko nur dann präsent, wenn die Entscheidung durch Inflexibilität charakterisiert ist, d.h. die Entscheidung bzw. ihre Auswirkungen nicht kurzfristig rückgängig gemacht werden können.[58] Immobilieninvestitionen sind als begrenzt liquide Anlageform von derartiger Inflexibilität geprägt.

[57] Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 94 ff.
[58] Ibid.

2.1.1 Klassifizierung immobilienwirtschaftlicher Investmentstile

Neben dem Risiko-Rendite-Verhältnis beeinflusst die Risikoneigung von Anlegern deren Investmentselektion. Die Risikoneigung eines Investors drückt aus, wieviel Risiko er bereit ist einzugehen, um eine entsprechende Rendite zu erwirtschaften. Die Risikoneigung eines jeden Anlegers spiegelt sich gemäß des Bernoulli-Prinzips (vgl. hierzu Abschnitt 2.3.1 dieser Arbeit) in dessen individueller Risiko-Nutzenfunktion wieder – in graphischer Form durch sog. Isonutzenkurven. Entlang der Isonutzenkurven liegen alle Risiko-Rendite-Kombinationen, welche für den Investor den gleichen Nutzen repräsentieren.[59] Ob der Investor ausgehend von einer vordefinierten Zielrendite das entsprechend niedrigste Risiko bevorzugt, bzw. zu einem gegebenen Risiko die höchstmögliche Rendite, ist abhängig von dessen individueller Herangehensweise.[60]

Die Steigung der Isonutzenkurve eines Investors spiegelt dessen Risikoneigung wieder. Als Extrempole gelten strenge Risikoaversion (Gerade 1 in Abbildung 2.2) und als gegenteilige, rein hypothetische Ausprägung, extreme Risikofreude, in deren Fall ein Investor bei steigendem Risiko einen höheren Grenznutzen empfinden würde.

[59] Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 104ff sowie Steiner/Bruns (2002), S. 13 & S. 120. Das Bernoulli-Prinzip stellt einen Entscheidungsgrundsatz dar, welcher die subjektiven Einstellungen des Investors zum Risiko zum Inhalt hat. Da jedem Rendite-Zielwert eines Investors ein bestimmter Nutzen zugeordnet wird, wird dessen Nutzenfunktion abbildbar. Das Bernoulli-Prinzip geht lediglich von der kardinalen Messbarkeit von Nutzen aus und ist somit auch unter Einbeziehung qualitativer Parameter für die Nutzenfunktion zielführend.

[60] Vgl. Wellner (2003), S. 15.

Zwischen diesen Extremausprägungen finden sich unterschiedlichste Ausprägungen der Risikoaversion, wobei laut Wellner das Gros der Investoren tendenziell über eine schwach risikoaverse (Kurve 4) bis stark risikoaverse (Kurve 3) Nutzenfunktion verfügt.[61]

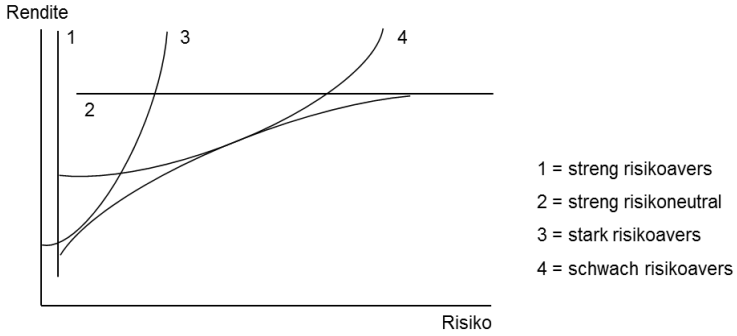


Abbildung 2.2: Beziehung zwischen Rendite und Risiko mit Isonutzenkurve für Risikoneigung [62]

Die Abbildung der Risikoeinstellung von Investoren mittels Nutzenfunktionen ist in der Praxis kaum realisierbar. Aus diesem Grunde wird in der Anlagepraxis mehrheitlich ein heuristisches Vorgehen zur Einordnung von Investmentstilen vorgenommen. Bei einer derartigen Vorgehensweise wird keine exakte Punktlösung angestrebt, sondern eine Bereichslösung gewählt.[63]

In der jüngeren Vergangenheit führte der Wunsch nach besserer Vergleichbarkeit von Immobilieninvestments zur Entwicklung eines inzwischen weitgehend marktweit anerkannten Abgrenzungsstandards für immobilienwirtschaftliche Investmentstile. Dieses unter der Ägide der European Association for Investors in

[61] Ibid, S. 14.
[62] Ibid, S. 14.
[63] Vgl. Steiner/Bruns (2002), S. 124.

Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV) im Jahr 2011 entwickelte Kategorisierungssystem definiert unter Berücksichtigung der Variablen Ursprung der Kapitalrückflüsse, Lebenszyklusphase der Immobilie sowie Fremdkapitaleinsatz Grenzwerte, anhand derer Immobilienportfolios den sicherheitsorientierten Investmentstil Core, sowie den renditeorientiert und somit als risikoreicher charakterisierten Kategorien Value-added und Opportunistisch zugeordnet werden.[64]

Zwar berücksichtigt das INREV-Kategorisierungssystem das immobilienimmanente Risiko als relevantestes Abgrenzungskriterium, doch bezieht sich die Systematik auf diverse portfoliospezifische Aspekte, welche aufgrund ihrer hierarchisch übergeordneten Parameter einer uneingeschränkten Anwendung auf Einzelobjektebene entgegenstehen.[65]

Auf Ebene der individuellen Immobilie existiert bislang kein entsprechendes marktweit anerkanntes Äquivalent.[66]

Blüml (2014) analysiert die in der Literatur diskutierten Ansätze zur Klassifizierung von Anlagestrategien und stellte fest, dass der oft vertretene Verweis auf konkrete quantitative Renditevorgaben methodisch dahingehend angreifbar ist, dass derartige Vorgaben allgemeine Marktentwicklungen sowie investorenspezifische Kompetenzen nicht angemessen berücksichtigen. Spezifische Maßga-

[64] Vgl. INREV (2011), S. 7 ff.

[65] Ibid, S. 10 ff.. So berücksichtigt die INREV-Systematik als Klassifizierungsparameter beispielsweise den Anteil nicht-einkommensgenerierender Investments und von Projektentwicklungen am Gross Asset Value des Portfolios.

[66] Zwar wurde eine auf die Objektebene bezugnehmende Kategorisierungssystematik für das NCREIF Portfolio Management Committee erstellt, doch bezieht sich diese auf weitgehend qualitative Abgrenzungskriterien und hat sich nicht als Marktstandard etabliert. Zu den qualitativ zu beurteilenden Kriterien gehören: Immobilientypus, Lebenszyklusphase, Vermietungsstand, Vermietungsrisiko, Mietvertragsrestlaufzeit, Einsatz von Fremdkapital, Standort sowie Grad der Kontrolle über das Investment (vgl. Baczewski u. a. (2003), S. 15).

ben bzgl. des Total Return werden als nicht zielführend beurteilt, da die Wertänderungsrendite in Abhängigkeit zum Investitionshorizont und somit zum Prognosehorizont steht, wobei der Grad der Prognoseunsicherheit mit der Länge des Investmenthorizonts korreliert ist. Zudem sind konkrete Vorgaben in Bezug auf die Eigenkapitalverzinsung kritisch zu beurteilen, da die Eigenkapitalverzinsung durch den Leverage-Effekt beeinflusst wird. Die Fremdkapitalzinsen ihrerseits werden durch Marktentwicklungen beeinflusst, welche von der Investition selber entkoppelt sind.

Auf Basis seiner Untersuchung kommt Blüml zu dem Schluss, dass immobilienwirtschaftliche Anlagestrategien grundsätzlich auf Basis unterschiedlicher Ausprägungsgrade der Variablen Risiko, Rendite, Ursprung der Kapitalrückflüsse sowie Fremdkapitaleinsatz voneinander abgrenzbar sind.[67]

Während Blüml sich auf eine Unterscheidung der Investmentstile Core, Value Added sowie Opportunistisch beschränkt,[68] trennen andere Autoren bei den sicherheitsorientierten Anlagestrategien darüber hinaus zwischen den Kategorien Core und Core+. Dieser differenzierteren Segmentierung wird auch in dieser Arbeit gefolgt.

So sind Core Investments charakterisiert durch eine starke Risikoaversion, welche sich in einer niedrigen, jedoch stabilen Rendite niederschlägt, die primär aus dem laufenden Cashflow generiert wird. Die Stabilität der Erträge ist bedingt durch eine langfristige Vermietung der Immobilie an Mieter mit hoher Bonität, ein hohe Standort- sowie eine hochwertige Gebäudequalität. Eine derartige Anlagestrategie ist langfristig orientiert, die Fremdkapitalquote ist gemäßigt.[69]

[67] Vgl. Blüml (2014), S. 21 f.
[68] Dieser Einteilung folgen auch Schulte/Holzmann (2005), S. 30 ff.
[69] Vgl. Blüml (2014), S. 22 f. sowie Trübestein (2012b), S. 28.

Immobilienanlagen der Kategorie Core+ sind gekennzeichnet durch ein im Vergleich zu Core Investments höheres Risiko und eine entsprechend höheren Rendite. Derartige Immobilien sind i. d. R. gut gelegene Bestandsobjekte, bei welchen leichte Leerstände vorhanden sind bzw. das Mietende in Sicht ist. Nach der Beseitigung physischer Mängel – was die Investition zusätzlichen Kapitals voraussetzt – und/oder der Optimierung der Vermietungssituation besteht die Chance auf langfristige Mieteinnahmen, sodass eine Weiterveräußerung oder Bestandshaltung als Core-Investment realisierbar ist.[70]

Bei Investitionen der Kategorie Value Added steht bei der Betrachtung der Gesamtrendite die Wertänderungsrendite im Vordergrund, und nicht die laufenden Erträge aus dem Cashflow. Die Investitionsentscheidung wird mit dem Ziel der baulichen und/oder managementbezogenen Optimierung der Immobilie getroffen. Investitionsziele sind daher leerstehende oder nur teilweise vermietete Objekte, welche einer Revitalisierung bedürfen. Investitionen verfolgen einen mittelfristigen Zeithorizont. Zur Maximierung des Total Return wird auf höhere Fremdkapitalquoten zurückgegriffen.

Der Investmentstil Opportunistisch charakterisiert die am wenigsten risikoaverse und somit spekulativste Anlagestrategie. Unter Nutzung von Marktineffizienzen bzw. -ungleichgewichten, Notlagen sowie sonstigen besonderen Rahmenbedingungen zielt sie auf den preisgünstigen Erwerb einer Immobilie und die kurzfristige Wertsteigerung mittels werterhöhender Maßnahmen ab. Der Investmenthorizont ist daher kurzer bis mittelfristiger Natur ist.

[70] Vgl. Trübestein (2012b), S. 28 f.

Der Fremdkapitalanteil der Investition liegt zur Erzielung einer maximalen Rendite auf einem sehr hohen Niveau.[71]

Die unterschiedlichen Investmentschwerpunkte und Anlagestrategien richten sich letztendlich nach dem Konzept des jeweiligen Anlagevehikels bzw. der Risikobereitschaft der Investoren. Die zwischen den Investmentstilen divergierenden Grade der Managementintensität setzen zudem das Vorhandensein entsprechender strategischer und operativer Ressourcen voraus. Die hiermit verbundenen Organisationsstrukturen werden in Abschnitt o vorgestellt.

2.1.2 Typisierung von Investoren

Neben der direkten Form des Immobilieninvestments existieren vielfältige Immobilienanlageprodukte mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten, Investmentstilen und marktzyklusbezogenen Strategien, aus denen Anleger das ihren individuellen Rendite- und Risikopräferenzen entsprechende Investmentprodukt auswählen können. Während einige indirekte Anlageprodukte über den Börsenhandel in Form öffentlich gehandelter Immobilienwertpapiere erwerbbar sind und so einer börsentäglichen Handelbarkeit unterliegen, existieren vielzählige Ausgestaltungs- und Rechtsformen nicht öffentlich handelbarer, privater Investitionsvehikel, bei denen ein Zusammenfinden von Verkäufer und Käufer auf bilateraler Ebene erfolgt. [72]

Eine globale Erfassung direkter und indirekter Immobilienanlagevehikel existiert in der Literatur nicht. Charakterisiert werden in

[71] Vgl. Blüml (2014), S. 23 f., Trübestein (2012b), S. 29 f., Beidatsch (2006), S. 24 ff. sowie Hillenbrand (2006), S. 81.

[72] Vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 90 ff. sowie Schulte/Holzmann (2005), S. 38.
Eine Ausnahme bilden offene Immobilien-Publikumsfonds, welche nicht börsengelistet sind, deren Anteilsscheine jedoch prinzipiell börsentäglich handelbar sind.

der deutschsprachigen Literatur hauptsächlich die der deutschen Legislative unterliegenden Anlageprodukte, wobei nicht-domestische Investitionsvehikel weitestgehend unter dem Sammelbegriff „ausländische Investoren“ zusammengefasst werden. Auch die englischsprachige Literatur bescheidet sich mit der Diskussion weniger, ausgewählter Anlageformen.[73]

Im Folgenden wird eine Auswahl in Deutschland aktiver Anlageformen vorgestellt, wobei diese Selektion bedingt durch die eingeschränkte Markttransparenz zwangsläufig einen Anspruch an Vollständigkeit nicht erfüllen kann.

Abbildung 2.3 stellt eine Auswahl der aktuell in Deutschland aktiven privaten und institutionellen Investoren gegenüber. Während alle der identifizierten Anleger bzw. Anlagevehikel grundsätzlich als Direktinvestoren auftreten können, treten andere zudem auf indirektem Wege durch Investitionen in Drittvehikel nur mittelbar als Marktteilnehmer in Erscheinung.

[73] Siehe z. B. Schäfer/Conzen (2011), Bone-Winkel/Schulte u. a. (2008), Trübestein (2012a), Baum (2009), Geltner/Miller (2007), McMahan (2006) sowie Jafe/Sirmans (1995).

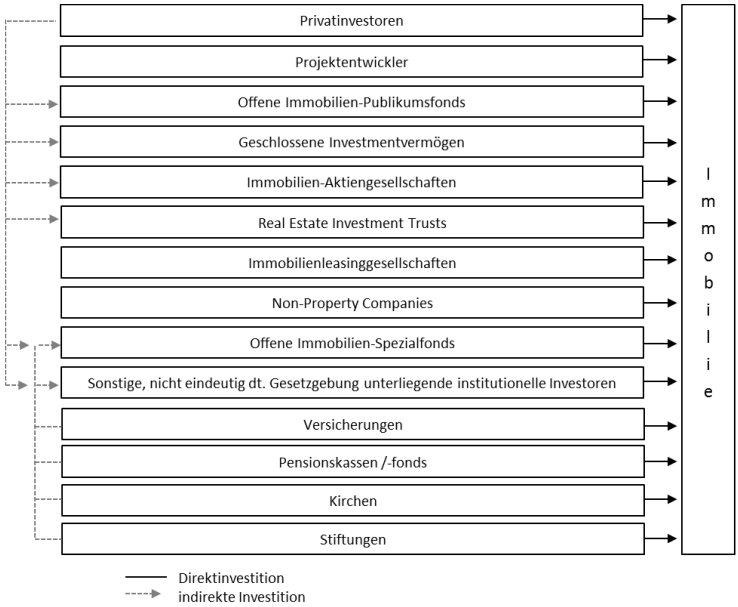


Abbildung 2.3: Aktuell in Deutschland aktive direkte und indirekte Immobilieninvestoren

Je nach Legislation ihres Ursprungslandes, ihrer Rechtsform und ihrem Anlegerkreis unterliegen kollektive Investitionsvehikel unterschiedlichen Ausprägungen rechtlicher Regulierung. Für auf dem Gebiet der Europäischen Union beheimatete Anlagevehikel wurde beispielsweise die Richtlinie über die Manager alternativer Investmentfonds (AIFMD) erlassen, mittels derer ein EU-weit einheitlicher regulatorischer Rahmen für Fonds eingeführt wurde. In die deutsche Gesetzgebung implementiert wurde diese Richtlinie im Jahr 2013 durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).

Während für deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts (REITs) neben den bisherigen nationalen steuer-, kapitalmarkt- und börsenrechtlichen Vorschriften nur in Einzelfällen zusätzlich die Regelungen des KAGB gelten, so haben

die neuen KAGB-Vorschriften grundsätzlich weitreichende Implikationen für alle unter deutscher Legislative aufgelegten offenen und geschlossenen Immobilienfonds.[74]

Eine allgemeine Gegenüberstellung regulativer wie auch steuerlicher Rahmenbedingungen außerhalb Deutschlands beheimateter Investmentvehikel würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen, weshalb an dieser Stelle darauf verzichtet werden muss. Im Folgenden werden jedoch die relevantesten Charakteristika der in Deutschland aktiven nationalen sowie internationalen Immobilieninvestoren vorgestellt.

2.1.2.1 Private Immobilieninvestoren

Auf die Eigenschaften privater Immobilieninvestoren wurde bereits zu Beginn des Kapitels eingegangen. Gemeinsam ist allen Kategorien von Privatinvestoren, dass sie weitgehend ohne Beeinflussung durch exogene regulatorische Strukturen sowohl direkte als auch indirekte Immobilieninvestitionsgelegenheiten unterschiedlichster Couleur wahrnehmen können.

Die Anlagestrategie sowie der Investmentstil privater Immobilieninvestoren richten sich nach deren persönlichen Präferenzen. Bei der Wahrnehmung von Investitionen agieren sie in der Regel opportunistisch: Da sie Dritten gegenüber nicht handlungs- und rechenschaftsverpflichtet sind, investieren sie nur dann, wenn sich ihnen subjektiv empfunden sinnvolle Opportunitäten bieten.

Portfoliotheoretische Überlegungen finden in der Regel nur in solchen Fällen eine Berücksichtigung, wo private Anleger über derart substanzielles Anlagekapital verfügen, dass sich der Einkauf

[74] Vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 97. Offene Immobilien-Publikumsfonds unterliegen zudem weiterhin den Bestimmungen des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und des Kreditwesengesetzes (KWG). Ausserdem unterstehen sie der Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) (vgl. Maier (2007), S. 77).

professioneller Expertise durch Investmentspezialisten für das Investment Management rechtfertigt.[75]

2.1.2.2 Projektentwickler

Das Kerngeschäftsfeld von Projektentwicklern besteht in der Konzeption und Verwirklichung von Neubauprojekten. Allerdings treten sie vermehrt auch als Käufer von Bestandsimmobilien auf. Derartige Investitionen tätigen sie entweder mit dem Ziel der Wertsteigerung durch Revitalisierung der Immobilie, oder mit dem Ziel der Projektentwicklung im Bestand, was den Komplett- bzw. Teilabriss der bestehenden Immobilie und die Errichtung neuer baulicher Strukturen an deren statt erfordert.

Projektentwickler handeln prinzipiell auf eigene Rechnung und sind somit ähnlich den Privatanlegern nicht durch spezifische regulatorische Einschränkungen in der Wahl ihrer Investitionen eingeschränkt. In Fällen, in denen sie im Rahmen von Partnerschaften mit dritten Kapitalgebern zusammenarbeiten, sind sie jedoch ggf. auch an deren regulatorische Einschränkungen gebunden.[76]

2.1.2.3 Offene Immobilien-Publikumsfonds

Ähnlich den Aktien- und Rentenfonds können private Anleger bei deutschen offenen Immobilien-Publikumsfonds (neue Bezeichnung im KAGB: offene Investmentvermögen) börsentäglich Anteile an einem sog. Immobilien-Sondervermögen von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) erwerben bzw. an sie zurückgeben.

Die über den Verkauf von Anteilsscheinen der KVG zufließenden Anlagemittel werden nach dem Prinzip der Diversifikation zum

[75] Vgl. Schulte (2005); Schulte/Holzmann (2005), S. 26 sowie Brübach (2005), S. 73.

[76] Vgl. Bone-Winkel/Müller (2008), S. 29, Schulte/Bone-Winkel (2008), S. 25 f. und Alda/Hirschner (2007), S. 11.

Immobilienerwerb eingesetzt. Die zum Schutz privater Anleger relativ strengen regulatorischen Rahmenbedingungen bedingen eine weitgehende Einschränkung des potenziellen Anlagespektrums. So gelten u. a. relative Obergrenzen bezüglich des wertmäßigen Anteils individueller Immobilien am Immobilien-Sondervermögen. Separate Obergrenzen gelten zudem für vom Gesetzgeber als riskanter eingestufte Investments wie z. B. Projektentwickungen und Sonderimmobilien.[77]

Aufgrund des durch regulatorische Vorgaben geforderten hohen Diversifikationsgrades ist deutschen offenen Immobilien-Publikumsfonds eine Fokussierung auf spezifische Nutzungsarten nur bedingt möglich. Ihr weitgehend risikoaverser Investitionsstil liegt u. a. in ihrer Struktur begründet. So müssen offene Immobilien-Publikumsfonds regelmäßig darauf vorbereitet sein, dass private Anleger in volatilen und von Unsicherheit geprägten Marktphasen Anteilsscheine zurückgeben und somit Liquidität aus dem Immobilien-Sondervermögen abziehen. Um einem „Banken-Run“ begegnen zu können, bevorzugen offene Immobilien-Publikumsfonds bei ihren Immobilieninvestitionsentscheidungen somit sicherheitsorientierte Immobilieninvestments.[78]

[77] Bezüglich des Anteils liquider Mittel am Immobilien-Sondervermögen gilt zudem ein Maximalbetrag, sodass deutsche offene Immobilien-Publikums-fonds in Phasen starker Mittelzuflüsse unter hohem Anlagedruck leiden, um nicht ihr Liquiditätslimit zu übertreffen (vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 97, Maier (2007), S. 76 ff. sowie Schulte/Holzmann (2005), S. 174 ff.).

[78] Vgl. Bone-Winkel/Schulte u. a. (2008), S. 706.
Nach den im Jahr 2014 eingeführten neuen Regelungen durch das KAGB sind der Kauf und die Rückgabe von Anteilsscheinen an Immobilien-Sonder-vermögen weiterhin börsentäglich möglich, jedoch erfolgt die Auszahlung erst nach Ablauf einer Kündigungsfrist.

2.1.2.4 Offene Immobilien-Spezialfonds

Als zweite Form der offenen Immobilien-Investmentvermögen existiert der deutsche offene Immobilien-Spezialfonds, welcher sich an semiprofessionelle und professionelle Anleger richtet. Auch hier verwaltet die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) ein Immobilien-Sondervermögen, doch gelten aufgrund der institutionellen Natur der Anleger geringere regulatorische Auflagen. Besonders Versicherungen und Pensionskassen nutzen die Form der indirekten Investition in offene Immobilien-Spezialfonds, um Investitionen mit höherem Fremdkapitalfinanzierungsanteil tätigen können, was ihnen aufgrund regulatorischer Restriktionen bei eigenen Immobilien-Direktinvestitionen untersagt ist.[79] Der Anlagestil offener Immobilien-Spezialfonds orientiert sich an den Risikopräferenzen der institutionellen Kapitalgeber; der Investitionshorizont wird i. d. R. im Voraus mittels individueller Vereinbarung zwischen Fonds und Anleger(n) abgestimmt.

2.1.2.5 Geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds (neue Bezeichnung im KAGB: geschlossene Investmentvermögen) werden von Fondsinitiatoren aufgelegt. Private Anleger können einen festen Geschäftsanteil zeichnen und partizipieren somit an den Erlösen der laufenden Bewirtschaftung einer Immobilie sowie an dem Liquiditätserlös im Zuge der Veräußerung des Objekts. Die Investitionsstrategie sowie die spezifischen Charakteristika der zu erwerbenden Immobilie sind den Anlegern i. d. R. bei der Zeichnung bekannt, es sei denn, es handelt sich um einen sog. Blind Pool. Bei dieser in der Regel auf einen langfristigen Investitionshorizont ausgerichteten Form der Anlage steht die Erzielung eines stabilen Netto-Cashflows im Vordergrund, während Wertentwicklungspotenziale in den meis-

[79] Vgl. Schulte/Holzmann (2008), S 174 ff. sowie gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 93.

ten Fällen von untergeordneter Relevanz sind. Eine vorzeitige Rücknahme der Anteile durch Anleger ist i. d. R. ausgeschlossen.

Unter den verschiedenen indirekten Anlageformen kommt diese Form der Investition als unternehmerische Beteiligung der Direktinvestition am nächsten.

Prinzipiell unterliegen geschlossene Investmentvermögen bei ihren Investitionsentscheidungen nur geringen regulatorischen Einschränkungen. Im Zuge der Implementierung des KAGB wurden jedoch für zukünftig aufzulegende Fonds u. a. Vorgaben zur qualitativen Risikostreuung (Mieterstruktur, Nutzungsmix, Drittverwendungsfähigkeit, etc.) wie auch bezüglich einer maximalen Fremdkapitalquote eingeführt.[80]

2.1.2.6 Immobilien-Aktiengesellschaften

Immobilien-Aktiengesellschaften sind Unternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft, deren Geschäftstätigkeit ihren Fokus auf Immobilien hat. Private sowie institutionelle Anleger können bei dieser Art der indirekten Immobilieninvestition über den öffentlichen Handel Aktien börsentäglich erwerben bzw. veräußern. Der Preis der Aktien bemisst sich durch Angebot und Nachfrage der Anleger nach dem Investmentprodukt.

Immobilien-AGs können grundsätzlich in drei divergierenden Geschäftsbereichen tätig sein, welche durch unterschiedliche Aktivitäten, Einflussfaktoren und somit Risikoprofile geprägt sind: Im Rahmen der Bestandsverwaltung fokussieren sie sich auf die Erzielung von Einnahmen aus dem laufenden Cashflow von Bestandsimmobilien bzw. aus deren Veräusserung, wobei der Anlagestil unternehmensspezifisch variieren kann. Auf dem Geschäftsfeld Projektentwicklung treten Immobilien-AGs als Implementierer von

[80] Vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 97 ff., Bone-Winkel/Schulte u. a. (2008), S. 707, Maier (2007), S. 73 und Schulte/Holzmann (2005), S. 177.

Neubau- bzw. Revitalisierungsprojekten in Erscheinung; als Dienstleister führen sie für Dritte diverse Formen immobilienbezogener Aktivitäten durch.[81]

2.1.2.7 Real Estate Investment Trusts

Als Sonderform der Immobilien-Aktiengesellschaft stellt der Real Estate Investment Trust (REIT) ein besonders steuerbegünstigtes Investmentvehikel dar. Im Gegenzug unterliegt er spezifischen gesetzlichen Regularien, wie beispielsweise Vorgaben bezüglich der jährlichen Mindestausschüttung aus Immobilieneinnahmen. Immobilieninvestitionen müssen zudem mit dem Ziel langfristiger Bestandshaltung getätigt werden, sodass der Anlagestil dieser Investmentvehikel als tendenziell konservativ zu charakterisieren ist.[82]

2.1.2.8 Versicherungen

Versicherungsgesellschaften investieren direkt und indirekt in unterschiedliche Vermögensklassen, um Ansprüche aus ihrem Kerngeschäft zu decken. Die Natur des Kerngeschäfts bedingt ihren Liquiditätsbedarf und somit ihren Anlagestil. Während beispielsweise Schadensversicherungen aufgrund ihres oft kurzfristigen Kapitalbedarfs bevorzugt in liquide Anlagen investieren, stellt die direkte Form des Immobilieninvestments einen bedeutenden Teil des Investmentportfolios von Lebensversicherungen dar.

Bedingt durch die regulatorischen Auflagen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) verfolgen Versicherungen insbesondere bei Direktinvestitonen eine konservative Anlagestrategie, die den fünf Grundprinzipien Sicherheit, Rentabilität, Liquidität, Mischung und Streuung entsprechen muss. Im Rahmen der regulatorischen Ein-

[81] Vgl. Maier (2007), S. 80 f. sowie gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 94 f.

[82] Vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013), S. 94 f.

schränkungen ist es Versicherungen jedoch zu einem gewissen Grad möglich, durch indirekte Immobilieninvestitionen auch an riskanteren Immobilienanlagen teilzuhaben.[83]

2.1.2.9 Pensionskassen & Pensionsfonds

Pensionskassen erbringen betriebliche Altersvorsorgeleistungen im Wege der Kapitaldeckung für Drittunternehmen. Aufgrund ihres den Lebensversicherungen vergleichbaren Liquiditätsbedarfs verfolgen sie ähnliche Anlagestrategien. Zudem unterliegen sie wie Versicherungen den gesetzlichen Regularien des VAG und sind somit bei Immobiliendirektanlagen gebunden, einer konservativen Investitionsstrategie zu folgen. Prinzipiell haben auch sie die Möglichkeit, sich in Form indirekter Investition an riskanteren Immobilienanlagen zu beteiligen.[84]

Zu den global agierenden Pensionsfonds zählen neben großen US-amerikanischen Pensionsfonds diverse Pensionsfonds kleinerer Volkswirtschaften, aber auch regierungsnahe Fonds wie die sog. Sovereign Wealth Funds. Wie auch bei ihren deutschen Äquivalenten verfolgen internationale Pensionsfonds das Ziel, Rentenverpflichtungen zu ex ante definierten Terminen zu bedienen. Somit liegt der Fokus ihrer Anlagestrategie auf der Generierung einer stabilen Netto-Cashflow-Rendite mit einem niedrigen bis mäßigen Risiko.

Zur Portfoliodiversifikation können diese Investoren – abhängig von den jeweiligen regulatorischen Rahmenbedingungen ihrer Heimatlegislativen – potenziell zusätzlich als direkte sowie indi-

[83] Schulte/Holzmann (2005), S. 179, Schäfer/Conzen (2011), S. 36 sowie Sydow (2007), S. 215 f.

[84] Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 179, Bysh (2007), S. 202 ff. und Schäfer/Conzen (2011), S. 36.

rekte Anleger mit unterschiedlichsten Investmentstilen auftreten.[85]

2.1.2.10 Immobilienleasinggesellschaften

Immobilienleasinggesellschaften investieren mittels Sale & Lease-back-, Neubau-Leasing- sowie Buy-and-Lease – Konstruktionen direkt in mittel- bis langfristig vermietete Objekte mit stabilen Cashflows. Insofern agieren sie nach vergleichbaren Gesichtspunkten wie geschlossene Investmentvermögen, sind jedoch in ihren Anlageentscheidungen nicht durch deren regulatorische Auflagen eingeschränkt.[86]

2.1.2.11 Non-Property Companies

Non-property companies sind juristische Personen, deren Kerngeschäft nicht mit der Immobilienwirtschaft verbunden ist. Als heterogene Anlegergruppe können sie als direkte und indirekte Investoren auf dem Immobilieninvestmentmarkt, aus den unterschiedlichsten Motiven und mit somit variablen Investmentstilen, auftreten.[87]

2.1.2.12 Kirchen & Stiftungen

Stiftungen stellen eine besondere Form der juristischen Person dar, welche als Aggregation von Vermögen auf Dauer angelegt sind. Somit verfolgen sie eine besonders langfristige, am Kapitelerhaltungsgrundsatz orientierte Anlagephilosophie, die in ihrer jeweiligen Stiftungssatzung konkret definiert wird.[88]

---

85 Vgl. Bysh (2007), S. 191 ff. und Schäfer/Conzen (2011), S. 36.

86 Vgl. Schäfer/Conzen (2011), S. 37, Schulte (2005), S. 180, Schäfer/Conzen (2002), S. 565 sowie Bone-Winkel/Schulte u. a. (2008), S. 707.

87 Vgl. Schulte (2005), S. 182.

88 Ibid, S. 184, sowie Schäfer/Conzen (2011), S. 36 .

Kirchen treten als direkte und indirekte Immobilieninvestoren auf und können prinzipiell, da sie nicht durch besondere regulatorische Rahmenbedingungen in ihren Investitionsentscheidungen eingeschränkt sind, in unterschiedliche Formen der Immobilienanlage investieren.[89]

2.1.2.13 Sonstige, nicht eindeutig deutscher Gesetzgebung unterliegende institutionelle Investoren

Die ausserhalb der deutschen Gesetzgebung operierenden institutionellen Immobilieninvestitionsvehikel erfahren in der Literatur keine allumfassende Spezifizierung, was in ihrer ausgeprägten Heterogenität begründet liegt.

Schulte/Holzmann (2005) subsummieren derartige Investitionsvehikel unter der Bezeichnung Real Estate Investment Manager, während beispielweise Bysh (2007) den Begriff Fondsmanager wählt. [90] Für die Zwecke dieser Arbeit wird von einer Begriffsidentität ausgegangen.

Fondsmanager sind i. d. R. an Managementgesellschaften, Finanz- oder Immobilieninstitutionen angegliederte Unternehmen, die Investmentvehikel unterschiedlichster Konzepte und Strategien aufsetzen, durch die private oder institutionelle Anleger in indirekter Form in Immobilien investieren können. Unter Nutzung verschiedenartiger regulatorischer Regime und Gesellschaftsformen können Fondsmanager prinzipiell unterschiedlichste Investmentvehikel mit einer großen Bandbreite von Anlagestrategien und Investmentstilen anbieten. Das Spektrum der Akteure reicht von international agierenden Kapitalsammelstellen mit weitreichender regionaler und sektoraler Expertise bis hin zu kleinen, lokalen und hoch spezialisierten Fondsmanagern.

[89] Vgl. Schäfer/Conzen (2011), S. 37.
[90] Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 38 und Bysh (2007), S. 211 f.

Grundsätzlich bieten Fondsmanager Investoren vier Formen der indirekten Immobilienanlage: Während in einen sog. Pooled Fund i. d. R. mehr als 10 Investoren mit gleichen Anlagezielen investieren, werden Club Deals für kleinere Gruppen von Investoren aufgelegt. Beim Segregated Account wird für einen individuellen Investor nach dessen Anlagepräferenzen eine maßgeschneiderte Investition strukturiert. In dem Falle, dass Fondsmanager für eigene Rechnung als Investoren auftreten, bietet sich zudem Investoren bei Großtransaktionen ggf. die Möglichkeit des Co-Investments. Hierbei erwirbt der Investor einen maximal 50-prozentigen Anteil am Eigentum der Immobilie, ohne hierfür Anteile an einem Fonds zu erwerben.[91]

Unter dem Begriff Real Estate Private Equity werden solche Investitionsformen subsummiert, welche Anlegern unter weitgehender Ausklammerung regulatorischer Einschränkungen indirekte Investitionen in grundsätzlich allen typologischen und geographischen Immobilienmärkten ermöglichen können. Typischerweise wird unter Nutzung eines hohen Fremdkapitaleinsatzes ein kurz- oder mittelfristiger Anlagehorizont avisiert. Bedingt durch den ausgeprägten Risikocharakter derartiger Investitionen erwarten Anleger eine hohe Verzinsung des eingesetzten Beteiligungskapitals.

Eine spezifische Form des Real Estate Private Equity stellen Opportunity Fonds dar. Hierbei handelt es sich um eine strukturell komplexe Form der indirekten Investitionsbeteiligung, bei welcher sich i. d. R. 5 bis 30 unterschiedliche institutionelle Anleger als Limited Partner an einem durch eine Managementgesellschaft (General Partner) administrierten Investitionsvehikel beteiligen, welches am Ende des Investitionszeitraums automatisch terminiert wird. Üblicherweise erfolgt die Einwerbung des Beteiligungskapitals über einen Blind Pool, seltener erfolgt sie erst nach Identifikation des Investitionsobjekts. Durch vertragliche Vereinbarungen werden

[91] Vgl. Bysh (2007), S. 211 f.

die Investitionsschwerpunkte und Anlagestrategien bereits im Vorfeld mit den Anlegern abgestimmt, die sich aus unterschiedlichsten institutionellen und privaten Investoren zusammensetzen können.[92] Die Fondsinitiatoren beziehen ihre Entlohnung teilweise erfolgsabhängig nach dem Grad ihrer Zielerreichung, wodurch eine weitestgehende Interessenskongruenz zwischen Anleger und Institution sichergestellt werden soll.[93]

2.1.2.14 Zusammenfassung

Die vorgehend diskutierten Investorengruppen weisen sich durch stark divergierende Charakteristika aus. Aufgrund regulatorischer Rahmenbedingungen sind Investoren zu unterschiedlichen Graden in ihrem Aktionsradius eingeschränkt. Sie verfügen über verschiedene Eigen- und Fremdkapitalausstattungen, was sich auf das von ihnen realisierbare Investitionsvolumen und gleichzeitig ihre Möglichkeit der Nutzung von Leverage-Effekten auswirkt. Abhängig von regulatorischen Vorgaben und den Anforderungen der Anleger bevorzugen Investoren verschiedene Muster von Kapitalflüssen bei ihren Kapitalanlagen. Diese reichen von einmaligen Kapitalinvestitionen mit der Erwartung regelmäßiger, stabiler Kapitalrückflüsse wie z. B. bei Core Investments, bis hin zu vielfachen Kapitalinjektionen und einem lediglich einmaligen Kapitalrückfluss am Ende der Investitionsperiode, wie es bei sehr opportunistischen Investitionsprojekten der Fall sein kann. Um ihre spezifischen Anlagestrategien zu verfolgen bedienen sich Investoren zudem unterschiedlicher Investitionshorizonte sowie divergierender Investitions- und Desinvestitionszeitpunkte im Laufe der Immobilien- und Wirtschaftszyklen.

[92] Vgl. Rottke (2005), S. 275 ff., Hillenbrand (2006), S. 81 f. und Bone-Winkel/Schulte u. a. (2008), S. 707.

[93] Vgl. Holzmann/Rottke (2005), S. 326 und Bysh (2007), S. 213.

Die von den zuvor diskutierten Investorengruppen grundsätzlich realisierbaren Investmentstile sind in Tabelle 2.1 gegenübergestellt:

Tabelle 2.1: Potenzielle Investmentstile aktuell in Deutschland aktiver Immobilieninvestoren

	Direktinvestition				Indirekte Investition			
Investorentyp	Core	Core+	Value Added	Opportunistisch	Core	Core+	Value Added	Opportunistisch
Privatinvestoren / Family Offices	x	x	x	x	x	x	x	x
Projektentwickler	x	x	x	x				
Offene Immobilien-Publikumsfonds	x	x						
Offene Immobilien-Spezialfonds	x	x	x					
Geschlossene Investmentvermögen	x	x	x	x				
Immobilien-Aktiengesellschaften	x	x	x	x				
Real Estate Investment Trusts	x							
Versicherungen	x				x	x	x	x
Pensionskassen / -fonds	x	x	x	x	x	x	x	x
Immobilienleasinggesellschaften	x							
Non-Property Companies	x	x	x	x	x	x	x	x
Kirchen	x	x	x	x	x	x	x	x
Stiftungen	x	x	x	x	x	x	x	x
Sonstige, nicht eindeutig dt. Gesetzgebung unterliegende institutionelle Investoren	x	x	x	x	x	x	x	x

Die Verfolgung unterschiedlicher Anlagestrategien erfordert die Verfügbarkeit entsprechender Ressourcen. Nachfolgend werden typische Organisationsstrukturen institutioneller Immobilieninvestoren vorgestellt, wobei Funktionsbereiche entweder direkt in die eigene Organisation integriert sind, bzw. – abhängig von den Kapazitäten und Strategien des Investors – teilweise als externe Dienstleistung von Dritten eingekauft werden.

2.1.3 Aufbauorganisation des Immobilien-Investmentmanagements

Die Verfolgung der Anlegerziele wird bei institutionellen Investoren typischerweise durch das Zusammenspiel dreier Funktionsebenen realisiert (siehe Abbildung 2.4).

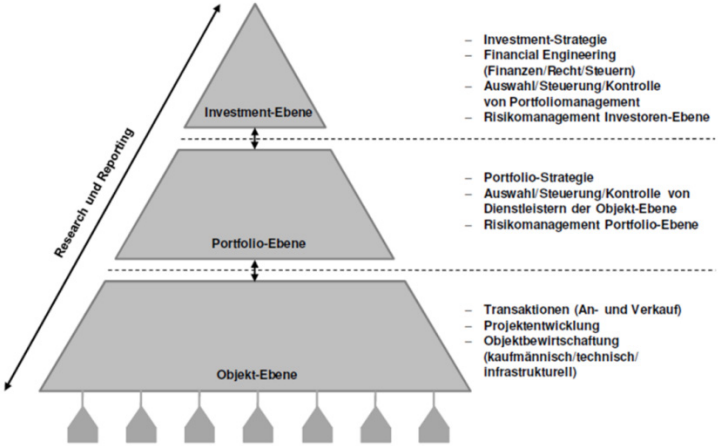


Abbildung 2.4: Aufbau des Immobilien-Investmentmanagement[94]

[94] Vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2004b), S. 5.
Kämpf-Dern (2010), S. 41 definiert den Begriff Immobilien-Investment-management (auch als Real Estate Investment Management bzw. REIM bezeichnet) als „das rahmengebende Management von Immobilienbeständen oder –geschäftsfeldern, das die immobilienbezogenen Ziele und Möglichkeiten des Investors/Unternehmens erkundet, auf dieser Basis die prinzipiellen Vorgaben für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen definiert, die hierfür relevanten Entscheidungen trifft und die Zielerreichung ihrer Umsetzung kontrolliert.“ Kämpf-Dern präzisiert hiermit eine im Jahr 2004 von der gif publizierte Definition des Begriffs (siehe gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2004b), S. 3 f.).

Auf der Investment-Ebene wird die übergreifende Anlagestrategie für das Investmentvehikel abgegrenzt und ausgerichtet. Konkrete Zielsetzungen beispielsweise bezüglich Liquiditäts-, Rentabilitäts- und Sicherheitszielen werden auf dieser Ebene festgelegt.

Auf der Portfolio-Ebene wird das aus der Investitionsstrategie abgeleitete strategische Management des Immobilienbestandes realisiert. Die taktische Portfolioplanung befasst sich mit hauptsächlich operativen Zielgrößen und Entscheidungen, um durch eine optimierte Zusammensetzung des Immobilienbestandes die Gesamtzielerreichung sicherzustellen.

Auf der Objekt-Ebene werden auf dem Niveau der individuellen Liegenschaft die durch das Portfoliomanagement vorgegebenen Ziele durch Maßnahmen verfolgt. Während im Rahmen des Asset Management das strategische Objektmanagement mit dem Ziel der Ausnutzung von Wert- und Nutzungsoptimierungspotenzialen vollzogen wird, zeichnet das Property Management als operatives Objektmanagement für die tägliche kaufmännische Bewirtschaftung der Immobilie(n) verantwortlich.[95]

Es wird deutlich, dass im Rahmen des Immobilienanlageprozesses institutioneller Investoren jede Einzelinvestition sowohl kongruent mit den Vorgaben der Investment-Ebene als auch des Portfoliomanagements sein muss, da jegliche Investitionsentscheidung immer unter Berücksichtigung der bereits bestehenden Portfoliozusammenstellung betrachtet werden muss. Der Funktionsbereich Asset Management ist als das für das strategische Objektmanagement verantwortliche Organ üblicherweise ebenfalls in den Immobilienanlageprozess involviert.

[95] Vgl. Kämpf-Dern (2010), S. 41 ff., Rebitzer (2011), S.9, Bone-Winkel (2005), S. 494 sowie Pfnür (2011), S. 38 f .

Die Akquisition von Immobilien wird im Rahmen des Transaktionsmanagements durchgeführt. Die konkrete personelle Ausgestaltung sowie organisatorische Zuordnung dieses Aufgabenbereichs kann je nach Professionalisierungsgrad, Organisationsstruktur und Anlagevolumen des institutionellen Investors unterschiedlich ausgeprägt sein. So reicht in der Praxis das Spektrum von eigenständigen Transaktionsmanagementabteilungen mit entsprechend spezialisiertem Mitarbeiterstab bis hin zu individuellen Subjekten, die das Transaktionsmanagement neben anderen Verantwortungsbereichen lediglich gelegentlich betreuen.

Für die Zwecke dieser Arbeit werden im Folgenden jene Individuen, die im Rahmen des Transaktionsmanagements die Akquisition von Immobilien, und insbesondere die Erstprüfung eingehender Investitionsangebote operativ betreuen, als Investmentmanager bezeichnet.

2.1.3.1 Principal-Agent Beziehungen

Gemeinsam haben alle institutionellen Organisationsstrukturen, dass die im Rahmen des Transaktionsmanagements beschäftigten Individuen als Angestellte der Institution einem Beschäftigungsverhältnis mit ihrem Arbeitgeber unterliegen.

Diese Geschäftsbeziehung lässt sich als typische Principal-Agent Beziehung charakterisieren, wobei der Investmentmanager die Rolle des Aufragnehmers (Agent) und die Institution die Rolle des Auftraggebers (Principal) innehat.[96]

Die Institution delegiert die Prüfung und Selektion der eingehenden Investmentangebote an den Investmentmanager, dem in dieser Position als Schlüsselperson eine wichtige Rolle zukommt, und dessen Leistungen und Motivationen daher besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden muss.

[96] Für eine umfassende Diskussion der Agency Theory vgl. Arrow (1985), S. 37 ff.

Grundsätzlich liegen in Geschäftsbeziehungen zwischen dem Principal und dem Agent divergente Interessen, ggf. auch Risikoneigungen vor. Zulasten des Principals ergibt sich eine asymmetrische Informationsverteilung. So sind für die Institution die Qualität sowie das Maß der Motivation und der Bemühungen des Investmentmanagers ex ante nur schwer einzuschätzen. Es ist für die Institution auch kaum messbar, ob der Investmentmanager im Rahmen seiner Möglichkeiten optimal handelt oder ein noch besseres Ergebnis erreichen könnte. Eine ex post – Analyse der Performance des Investmentmanagers bei der Erstprüfung von Investitionsangeboten lässt sich aufgrund fehlender Anhaltspunkte nicht realisieren.[97] Bestenfalls das finale Ergebnis, d.h. die tatsächlich realisierte Rendite, gibt einen indirekten Hinweis darauf, ob zumindest ein für den Principal zufriedenstellendes Resultat erzielt wurde.

Als Moral Hazard wird jenes opportunistische Verhalten des Agenten charakterisiert, wenn dieser die Informationsasymmetrie zulasten des Principal für eigene Zwecke einsetzt, beispielsweise um hiervon sozial bzw. monetär zu profitieren.

Dies könnte sich etwa in der Bestrebung des Investmentmanagers äußern, auch dann ein Objekt zum Erwerb vorzuschlagen, wenn der Erwerbszeitpunkt, die Qualität oder der Kaufpreis der Immobilie ungünstig erscheinen.

Ein derartiges Verhalten wäre in der Präsenz sog. externer Effekte begründet, in welcher Konsequenzen einer Handlung nicht von demjenigen getragen werden müssen, der die Handlung hervorgerufen hat. Das Fehlen potenziell negativer Konsequenzen für den

[97] So ist der Akquisitionserfolg bzw. die Performance eines erworbenen Investments nicht alleine vom Entscheidungsverhalten des Investmentmanagers bei der Erstprüfung abhängig, sondern unterliegt dem Einfluss vielfältiger nachfolgender Faktoren und auch Entscheidungsgremien.

Investmentmanager kann sich ggf. auch in einer im Vergleich zum Prinzipal geringeren Risikoaversität des Agenten ausprägen.

Die Präsenz von Interessenskonflikten in Form unterschiedlicher (Risiko)-Präferenzen zwischen Institution und Investmentmanager lässt sich nicht ausschliessen. Der Grad der Unterbindung von Interessenskonflikten sowie der Sicherstellung der Interessensgleichheit (engl. Alignment of Interest) zwischen Investmentmanager und Institution ist jedoch mutmaßlich bei unterschiedlichen Marktteilnehmern unterschiedlich ausgeprägt und lässt sich in Ermangelung empirischer Untersuchungen nicht nachweisen.[98]

2.1.3.2 Investmentmanager als Experten

Dem Investmentmanager als professionellem Marktteilnehmer kommt im Rahmen der Prüfung von Investitionsangeboten die Rolle eines Experten zu.

Shanteau charakterisiert Experten als Individuen, die die notwendigen Kenntnisse und Fähigkeiten besitzen, ihre spezifischen Aufgaben auf höchstem Niveau zu erfüllen, was innerhalb ihrer spezifischen Domäne von Dritten anerkannt wird.

Die besonderen Kenntnisse von Experten basieren auf deren domänenspezifischem Wissen, ihren psychologischen Charakterzügen, kognitiven Fähigkeiten, Entscheidungsstrategien, sowie spezifischen Aufgabencharakteristika.

So basiert laut Shanteau das Wissen von Experten nicht nur auf theoretischem Hintergrundwissen, sondern auf selbst erworbenen Erfahrungen im Zuge persönlicher Arbeit an realen Problemstellungen. Das Verhalten von Experten ist zudem i. d. R. durch ein entsprechend selbstbewusstes Auftreten, starke Kommunikations-

[98] Die immobilienwirtschaftliche Literatur zu Principal-Agent Verhältnissen hatte bislang primär die Geschäftsbeziehung zwischen Anlegern und institutionellen Investoren zum Forschungsgegenstand.

kenntnisse, eine hohe Anpassungsfähigkeit an neue Situationen sowie ein klares Verständnis der eigenen Verantwortung gekennzeichnet. In Bezug auf ihre kognitiven Fähigkeiten weisen laut Shanteau Experten i. d. R. eine hoch entwickelte Auffassungsgabe, die Kompetenz zur Identifikation von Wichtigkeiten und Ausnahmeerscheinungen sowie die Befähigung auf, auch unter Stress effizient zu arbeiten. Experten greifen zudem auf unterschiedliche formale und informale Entscheidungsstrategien zurück, die sie bei der Systematisierung der Entscheidungsfindung und der Überwindung kognitiver Einschränkungen unterstützen. Hierzu gehören u. a. die Nutzung von Entscheidungshilfen, die Dekomposition komplexer Entscheidungsprobleme sowie die prophylaktische Lösung potenziell zukünftig auftretender Problemstellungen.[99]

Anderson (1981) wies anhand empirischer Studien nach, dass Experten in fast jedem Aspekt kognitiver Funktionen Nicht-Experten überlegen sind, sei es in Bezug auf ihr Erinnerungsvermögen, ihr Lernvermögen, ihre Fähigkeit, Probleme zu lösen und zu argumentieren.

Shanteau stellte jedoch einschränkend fest, dass die Leistung bei der Entscheidungsfindung von Experten stark von den Eigenschaften ihres entsprechenden Aufgabengebiets abhängt. So sei der Leistungsunterschied zwischen Experten und Nicht-Experten in Domänen, welche von statischen, konstanten, sich wiederholenden und vorhersehbaren Ereignissen geprägt sind, und in welchen zudem Entscheidungshilfen angewandt und Entscheidungsprobleme dekomponiert werden können, wesentlich höher als in solchen

[99] Vgl. Shanteau (1992), S. 256 f.
Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 134 differenzieren zwischen drei Formen des Expertenwissens: „(a) Betriebswissen über Abläufe, Regeln und Mechanismen in institutionalisierten Zusammenhängen, deren Repräsentanten die Experten sind; (b) Deutungswissen, in dem die Deutungsmacht der Experten als Akteure in einer bestimmten Diskursarena zum Ausdruck kommt; und schließlich (c) Kontextwissen über andere im Zentrum der Untersuchung stehende Bereiche."

Aufgabengebieten, die gegenteilige Ausprägungen aufweisen und zudem stark durch menschliches (oft irrationales) Verhalten beeinflusst werden.[100]

In der jüngeren Vergangenheit gelang es zudem im Rahmen von Experimenten nachzuweisen, dass Wirtschaftssubjekte in ihrer Funktion als Experten ebenso wie auch Nicht-Experten grundsätzlich dem Einfluss unterschiedlichster verhaltenswissenschaftlicher Phänomene und Ineffizienzen unterworfen sind. Diese dem Forschungsgebiet der sog. Behavioural Finance zuzuordnenden Phänomene werden in Abschnitt 2.3 detailliert vorgestellt.

Nachdem die relevanten Bestandteile der Aufbauorganisation im Investmentmanagement sowie die Eigenschaften der involvierten Wirtschaftssubjekte dargestellt wurden, wird im Folgenden die Ablauforganisation des Transaktionsprozesses aus investoren- und verkäuferseitiger Perspektive beleuchtet.

[100] Vgl. Shanteau (1992), S. 257 ff.

2.1.4 Ablauforganisation des Immobilientransaktionsprozesses

2.1.4.1 Investorenseitige Perspektive

In der Literatur existieren verschiedene normative Modelle[101], welche den Immobilienanlageprozess in unterschiedlichen Detaillierungsgraden als stark strukturierten und formalisierten Prozess charakterisieren.[102]

Roberts/Henneberry analysierten mittels einer empirischen Erhebung unter Investmentmanagern institutioneller Anlagevehikel in Frankreich, Deutschland und Großbritannien die in der Praxis vollzogenen Ablaufschritte beim Immobilienanlageprozess. Sie stellten fest, dass der Entscheidungsprozess in der Realität wenig formalisiert ist und grundsätzlich aus fünf bzw. sechs Ablaufschritten besteht, welche sich in einem deskriptiven Prozessmodell wiederspiegeln lassen (vgl. Abbildung 2.5).[103]

[101] Normative Modelle fokussieren auf die Frage, wie aus Sicht der Theorie der Immobilienanlageprozess idealtypisch aussehen sollte. Dieser Ansatz geht von der unrealistischen Prämisse aus, dass Wirtschaftssubjekte immer rational handeln. Im Gegensatz zu normativen Modellen basieren deskriptive Modelle auf empirischen Erhebungen und stellen somit den realen Ablauf von Immobilienanlageprozessen dar (vgl. French (2001), S. 401 ff.).

[102] In der deutschsprachigen Literatur wurde ein solches Modell beispielsweise von Walbröhl (2001) entwickelt. In der englischsprachigen Literatur wurden normative Modelle u. a. von Pyhrr (1989), Hargitay/Yu (1993) sowie Jaffe/ Sirmans (1995) vorgestellt.

[103] Vgl. Roberts/Henneberry (2007), S. 301.

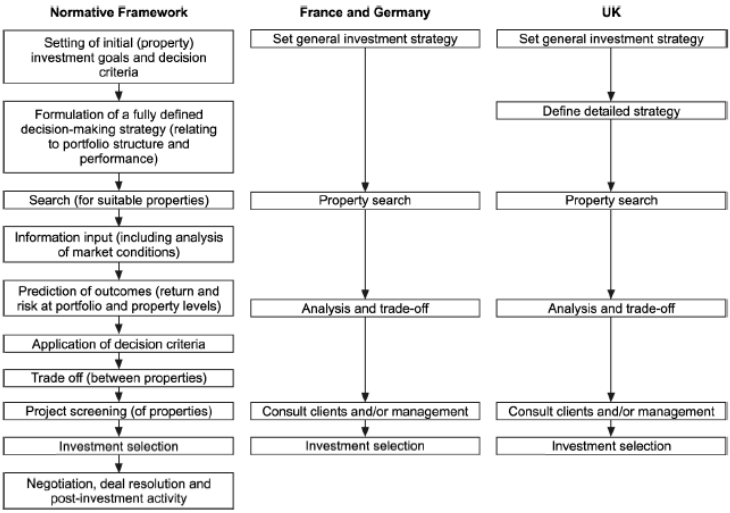


Abbildung 2.5: Normative vs. deskriptive Darstellung des Immobilienanlageprozesses[104]

Die Strategiesetzungsphase stellt die Initialphase des Immobilienanlageprozesses dar, in welcher die Entscheidungskriterien und Ziele für Immobilieninvestitionen definiert werden.

In der Objektsuchphase werden die relevanten Märkte bezüglich potenzieller Anlagemöglichkeiten durchsucht.

Unter der Phase der Analyse von Investitionsoptionen werden mehrere Aktivitäten subsummiert: Zunächst wird unter Berücksichtigung der erwarteten Marktentwicklung die potenzielle Dynamik unterschiedlicher Anlageoptionen prognostiziert, und diese Informationen den in der Strategiesetzungsphase festgelegten Entscheidungskriterien gegenübergestellt. Die verschiedenen Investitionsoptionen werden miteinander verglichen und nur dieje-

[104] Ibid, S. 298.

nigen Objekte der nächsten Prozessstufe zugeführt, die den Anlagezielen in ausreichendem Maße entsprechen.

Die darauffolgende Konsultationsphase findet in den etablierten normativen Prozessmodellen keine besondere Erwähnung: Da es sich bei den im Anlageprozess involvierten Personen nicht um unabhängige Entscheidungsträger, sondern vielmehr um Angestellte einer mehr oder weniger komplex strukturierten Institution handelt, sind i. d. R. Dritte zu konsultieren, bevor eine finale Auswahl des Investitionsobjekts erfolgen kann. So trifft beispielsweise bei offenen Immobilien-Publikumsfonds die Geschäftsführung die finale Akquisitionsentscheidung, während bei Immobilien-Spezialfonds sowohl der Aufsichtsrat als auch ein Anlegerausschuss konsultiert werden muss, welcher als beratendes Gremium aus Vertretern der Anleger und aus Immobilienanlagespezialisten besteht.[105]

Die Investitionsselektionsphase schließt den Immobilienakquisitionsprozess ab. Hier finden die finale Auswahl des Investitionsobjekts, das Führen der Kaufverhandlungen sowie der Vollzug der formaljuristischen Prozeduren zur Vorbereitung der Übertragung des wirtschaftlichen Eigentums auf den Erwerber statt.[106]

Schulte/Holzmann weisen darauf hin, dass der Prozess der Prüfung potenzieller Anlageobjekte, begründet durch seine Kosten- und Zeitintensität, üblicherweise in zwei Stufen erfolgt. So werden nur

[105] Vgl. Alda/Lassen (2005), S. 112.
Kippes (2005), S. 459 unterscheidet zwischen zwei Formen der Entscheidungsfindung bei Ankaufsentscheidungen von Unternehmen: Fällt ein Individuum im Namen einer Organisation eine Kaufentscheidung, so handelt es sich um eine sog. Einkäuferentscheidung. Dies ist z. B. dann der Fall, wenn ein Investmentmanager ohne Konsultation Dritter entscheidet, eine Investitionsoption nicht der weiteren Prüfung zuzuführen. Falls mehrere Individuen im Auftrag einer Organisation eine Entscheidung treffen sollen, wie im Falle der Konsultationsphase bei Immobilieninvestitionen, so handelt es sich um eine sog. Gremienentscheidung.

[106] Vgl. Roberts/Henneberry (2007), S. 301.

diejenigen Investitionsobjekte einer detaillierten Prüfung (sog. Due Diligence) unterzogen, welche eine vorherige oberflächliche Erstprüfung erfolgreich absolviert haben.[107]

2.1.4.2 Verkäuferseitige Perspektive

Aus verkäuferseitiger Perspektive läuft der Immobilientransaktionsprozess üblicherweise in zwei Phasen ab:[108]

In der Vorbereitungsphase wird eine Gruppe potenzieller Kaufinteressenten vom Verkäufer bzw. dessen Beratern durch die Erstansprache auf den Transaktionsgegenstand aufmerksam gemacht. Typischerweise geschieht dies durch Übermittlung eines Exposées bzw. sog. Investment Memorandums. Der Informationsumfang des Dokuments ist abhängig von der kommunikationspolitischen Strategie des Verkäufers sowie der Komplexität des Transaktionsgegenstandes. [109] Auf Basis der in dieser Phase zunächst noch limitierten Informationen werden Interessenten gebeten, ein indikatives Angebot abzugeben.

Den von der Verkäuferseite aufgrund indikativer Gebote ausgewählten Parteien wird daraufhin in der Bieterphase die Möglichkeit gegeben, unter Verwendung umfassenderer Informationen den Transaktionsgegenstand im Rahmen einer Sorgfältigkeitsprüfung (sog. Due Diligence) detailliert zu analysieren. Im Falle eines positiven Prüfungsergebnisses steht den Interessenten frei, ein bindendes Angebot zu unterbreiten, woraufhin die Verkäuferseite ggf. in Vertragsverhandlungen mit einem oder mehreren potenzi-

[107] Vgl. Schulte/Holzmann (2005), S. 29.

[108] Hierbei wird unterstellt, dass es sich bei der Transaktion nicht um eine sog. Off-Market Transaktion handelt.

[109] Hierzu weiterführend Kippes (2001), S. 379 ff. sowie Viering u. a. (2007), S. 100.

ellen Parteien eintritt, an deren Ende die Transaktion potenziell mit einer der Parteien vollzogen wird.[110]

Vor dem Hintergrund der oben erfolgten Darstellung der käufer- und verkäuferseitigen Perspektiven ist offensichtlich, dass der erfolgreichen Erstansprache als erstem Kontaktpunkt zwischen beiden Parteien und Ausgangspunkt für eine potenzielle Immobilientransaktion besondere Relevanz zukommt.

Es ist dieser Punkt im Transaktionsprozess, der den Fokus dieser Arbeit bildet (siehe Abbildung 2.6).

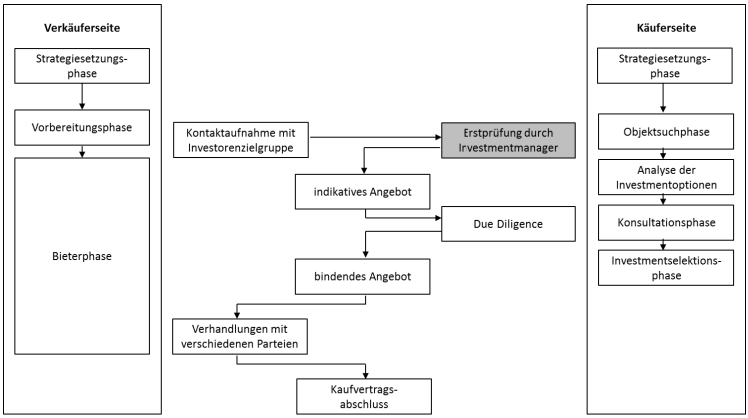


Abbildung 2.6: Schematischer Ablauf des Transaktionsprozesses aus Verkäufer- und Käuferperspektive

[110] Vgl. Brühl/Jandura (2006), S. 193 sowie Viering u. a. (2007), S. 104 f. Zu den im Rahmen der Due Diligence – Prüfung zu analysierenden Unterlagen siehe Viering u. a. (2007), S. 100 f.

2.2 Relevante Aspekte des Immobilienmarketing

Voraussetzung für die erfolgreiche und zielgruppengerechte Ansprache potenzieller Investoren ist ein optimierter Marketing-Mix. Der Begriff des Marketing-Mix charakterisiert das gesamte Spektrum steuerbarer taktischer Maßnahmen, welche die Verkäuferseite kombinieren und einsetzen kann, um auf dem Zielmarkt die Nachfrage nach ihrem Objekt positiv zu beeinflussen. Die potenziell anwendbaren Komponenten des Marketing-Mix lassen sich den Instrumenten der Produkt-, Kontrahierungs-, Distributions- und Kommunikationspolitik zuordnen (vgl. Abbildung 2.7).[111]

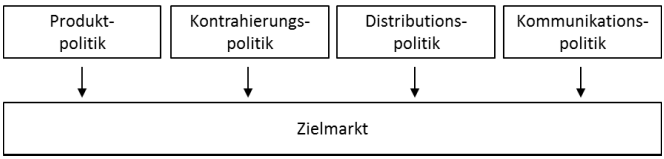


Abbildung 2.7: Instrumente des Marketing-Mix[112]

Die Instrumente der Produktpolitik umfassen sämtliche Entscheidungen, die die Gestaltung des Marktleistungsangebots des Anbieters eines Produkts betreffen.

Bezogen auf das Produkt Investitionsimmobilie steht dem Anbieter eine Vielzahl von produktpolitischen Instrumenten zur Verfügung. In erster Linie ist für die Zwecke der vorliegenden Arbeit das Instrument der Produktvariation von Relevanz. Dieses Instrument hat die an Investorenpräferenzen ausgerichtete optimierte Kombination von nutzenstiftenden Produktmerkmalen der Immobilie

111 Vgl. Kotler (2003), S. 191.
112 Eigene Darstellung in Anlehnung an Kotler (2003), S. 191.

zum Ziel. Die höchstmögliche Befriedigung von Investorenwünschen stellt die Grundvoraussetzung für einen maximalen Verkaufserfolg der Immobilie dar.[113]

Die Kontrahierungspolitik beinhaltet alle preispolitischen Maßnahmen, welche im Einklang mit den produktpolitischen Instrumenten den Verkaufserfolg einer Immobilie beeinflussen können. Hierzu zählen die Preis- und Konditionenpolitik, die in den Steuerungsgrößen Kaufpreis und Mietpreis pro qm bzw. in Form von Renditekenngrößen ihre Abbildung finden.[114]

Die Distributionspolitik bezieht sich auf alle Strategien und Aktionen, die mit dem Weg eines Produktes von dessen Hersteller bzw. Verkäufer bis zu seinem Abnehmer verbunden sind. Aufgrund der Immobilität des Produkts Immobilie können hierbei zwangsläufig nur tätigkeitsorientierte Aspekte im Vordergrund stehen.

In Bezug auf Immobilientransaktionen ist aus distributionspolitischer Perspektive die Auswahl der Zielgruppe sowie des Zugangswegs zu dieser Zielgruppe von großer Wichtigkeit. So ist zu definieren, auf welchem geographischen Markt und welchen Investorentypen das Objekt angeboten werden soll, wie auch welche Methoden der Kontaktanbahnung hierzu genutzt werden sollen.

Als weiterer distributionspolitischer Aspekt ist die Wahl zwischen Eigenvertrieb und Fremdvertrieb des Immobilieninvestments zu nennen. Während beim Eigenvertrieb die veräußernde Partei direkt die Ansprache potenzieller Interessenten vornimmt, wird dies beim Fremdvertrieb durch einen Absatzmittler, beispielsweise einen Makler, vollzogen.[115]

---

[113] Vgl. Kippes (2005), S. 463, Lücking (2001), S. 113 sowie Gondring (2013), S. 381 f.

[114] Vgl. Gondring (2013), S. 393 und Lücking (2001), S. 114 f.

[115] Vgl. Gondring (2013), S. 389 und Kippes (2005), S. 467 f. Im Rahmen des Fremdvertriebs ist weiterhin zwischen Universalvertrieb und Selektivvertrieb zu differenzie-

Die Instrumente der Kommunikationspolitik beeinhalten all jene Maßnahmen, welche direkt oder indirekt auf die Kenntnisse, Haltungen und Verhaltensweisen von Zielgruppen bezüglich des angebotenen Produkts Einfluss nehmen sollen. Aufgrund der hohen Erklärungsbedürftigkeit des komplexen Produkts Immobilie kommt der Kommunikationspolitik eine hohe Bedeutung für eine zieladäquate Ansprache und Informationsversorgung potenzieller Interessenten zu.

Auf psychologischer Ebene bezweckt die Kommunikationspolitik die Beeinflussung des Verhaltens von Individuen auf drei grundsätzlichen Wirkungsebenen. Auf der kognitiven bzw. Wissensebene wird beim Zielsubjekt die Aufmerksamkeit für das angebotene Produkt geweckt. Aus diesem Wissen entstehen auf der affektiven bzw. Empfindensebene Einstellungen in Bezug auf dieses Produkt, welche zu dessen Bevorzugung bzw. Ablehnung führen können. Auf der konativen bzw. Handlungsebene entscheidet sich, ob die Präferenzen bzgl. des Produkts stark genug sind, eine Kaufentscheidung zu bewirken. [116]

Die Analyse der aus Investorensicht nutzenstiftenden Eigenschaften bzw. Eigenschaftskombinationen von Büroimmobilien (produktpolitische Perspektive) wie auch die Identifikation präferenzmusterähnlicher Investorengruppen (distributions- und kommunikationspolitische Perspektive) gehören zu den zentralen Zielsetzungen dieser Arbeit (vgl. Kapitel 4 & 0).

Im folgenden Abschnitt 2.3 werden grundlegende verhaltenswissenschaftliche Aspekte vorgestellt, welche das Entscheidungsverhalten von Individuen in ihrer Funktion als Entscheider im Rahmen des Immobilienselektionsprozesses beeinflussen.

ren. Während bei der ersten Variante keine Limitierung der Anzahl der Absatzmittler erfolgt, wird beim Selektivvertrieb eine bewusste Eingrenzung vollzogen.

[116] Vgl. Gondring (2013), S. 385 f., Lücking (2001), S. 115 sowie Pfnür (2011), S. 401.

2.3 Behavioural Finance & Immobilieninvestitionsentscheidungen

Die neoklassische Sichtweise auf den Menschen als rational entscheidenden, universell informierten und auf Nutzenmaximierung fokussierten homo oeconomicus bestimmte für lange Zeit ökonomische Modelle und Theorien. Diese Betrachtungsweise geriet in den vergangenen Jahren im Zuge der Entwicklung neuer verhaltenswissenschaftlicher Ansätze zunehmend in die Kritik.

Als Teildisziplin der Wirtschaftswissenschaften beschäftigt sich die sog. Behavioural Finance mit dem irrationalen Verhalten von Individuen in Finanz- und Kapitalmärkten. Durch die Einbeziehung der Psychologie in die ökonomische Theorie stellt sie eine Weiterentwicklung der modernen Kapitalmarkttheorie dar. Sie ergänzt diese mit Erklärungen für Versagensmechanismen, welche nicht durch die in der klassischen Ökonomielehre beschriebenen Mechanismen erklärt werden konnten.

Im Gegensatz zur normativen klassischen Theorie verfolgt die Behavioural Finance einen deskriptiven Ansatz: Sie beschreibt wie Emotionen, soziale Präferenzen, kontextuelle Informationen und kognitive Fehler Wirtschaftssubjekte in ihrem Entscheidungsprozess beeinflussen.[117]

Der Einfluss psychologischer Faktoren auf Märkte ist mittlerweile in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung allgemein anerkannt. Die Behavioural Finance – Forschung wird somit weithin als Paradigmenwechsel in der Finanzwirtschaft akzeptiert (siehe Tabelle 2.2).

[117] Vgl. Reimann/Weber (2008), S. 5, Hoffmann (2001); Unser (1999), S. 1 f. und Irle (2010), S. 117.

Tabelle 2.2: Vergleich der modernen Kapitalmarkttheorie und der Behavioural Finance[118]

Postulate der „Modernen Kapitalmarkttheorie“	Erkenntnisse der „Behavioural Finance“
• homogene Investoren (Gewinnerzielung als einziges Handlungsmotiv)	• heterogene Investoren (zahlreiche „soziodynamische“ Handlungsmotive)
• vollkommene Information (vollständig, zeitgleich, korrekt, kostenlos)	• unvollkommene / unvollständige Informationen (Informationsasymetrie / Informationsdiffusion)
• unabhängiges „rationales“ Verhalten (individuell / kollektiv)	• abhängige irrationale Verhaltensmuster (systematische Verhaltensanomalien)
• Ausgleich individueller Fehler auf Marktebene („Gültigkeit des Gesetzes der großen Zahl“)	• Aggregation von Verhaltensfehlern auf Marktebene („soziale Imitation“ / „soziale Infektion“)
• Funktionsfähigkeit des Arbitrageprinzips (zuverlässiger Ausgleich von Fehlbewertungen durch „rationale“ Spekulanten und Arbitrageure)	• eingeschränkte Funktion des Arbitrageprinzips (Wirkungslosigkeit bei kollektivem Fehlverhalten / „Marktmoden“)

Obwohl sie noch ein relativ junges Forschungsfeld darstellt, konnte die Behavioural Finance-Forschung bereits zur Erkärung vielfältiger Phänomene, speziell in Aktien-, Devisen- und Anleihemärkten, beitragen.

Bezogen auf die Immobilienwirtschaft beschränkt sich Behavioral Finance bislang noch auf vergleichsweise wenige Forschungsfelder. So wurden seit Beginn der 1990er Jahre primär verhaltensbezogene Studien mit einem Fokus auf die Immobilienbewertung vorgenommen. Erst einige Jahre später wurden auch Studien in Bezug auf das Entscheidungsverhalten von Investoren durchgeführt. Diese werden in Abschnitt 0 vorgestellt, um ein Verständnis für potenzielle verhaltenspsychologische Phänomene im Zusammenhang mit Immobilieninvestitionsentscheidungen zu gewährleisten.

[118] Vgl. Rapp (2000), S. 81.

2.3.1 Prospect Theory als Grundlage der Behavioural Finance

Bis in die jüngere Vergangenheit ging man in der Entscheidungstheorie von der Annahme rational handelnder Investoren aus, welche die Effizienz der Märkte sicherstellen. Das Modell der Erwartungsnutzentheorie stellte das mit Abstand am weitesten verbreitete Modell zur Erklärung rationalen Entscheidungsverhaltens unter Unsicherheit dar.[119]

Nach dem Verständnis der Erwartungsnutzentheorie sehen Individuen eine Entscheidungsalternative immer dann als überlegen an, wenn sie den höchsten Erwartungswert des Nutzens für sie aufweist. Da rationale Entscheider nach diesen Prinzipien handeln, kann jedes andere Verhalten demnach als irrational bezeichnet werden.[120]

In verschiedenen experimentellen Entscheidungssituationen stellten die Psychologen Kahneman & Tversky fest, dass die Erwartungsnutzentheorie bei Entscheidungen unter Unsicherheit und Risiko nicht beachtet bzw. ihre Annahmen verletzt werden.

Als Alternative zur Erwartungsnutzentheorie entwickelten sie die sog. Prospect Theory (teilweise auch als neue Erwartenstheorie bezeichnet),[121] welche als Grundlagenarbeit für das Feld der Behavioural Finance angesehen wird.

---

[119] Die Erwartungsnutzentheorie wurde von Neumann / Morgenstern im Jahr 1944 auf Basis des ursprünglich 1738 durch Daniel Bernoulli entwickelten Gedanken des Erwartungsnutzens weiterentwickelt (vgl. Hoffmann (2001), S. 5). Die Theorie basiert auf den drei Axiomen vollständige Ordnung, Stetigkeit und Unabhängigkeit, welche erfüllt sein müssen, damit Präferenzen von Marktteilnehmern rationale Entscheidungen nach sich ziehen können, was nachweislich in der Realität jedoch nicht der Fall ist (vgl. Daxhammer/Facsar (2012), S. 30 f.).

[120] Hierzu weiterführend z. B. Unser (1999), S. 17 ff.

[121] Vgl. Unser (1999), S. 35 sowie Daxhammer/Facsar (2012), S. 163 ff.

Die Prospect Theory erkennt im Gegensatz zur Erwartungsnutzentheorie an, dass das Entscheidungsverhalten von Subjekten in einem von Ungewissheit geprägten Marktumfeld durch eine Vielzahl möglicher Wahrnehmungsverzerrungen beeinflusst werden kann. Grundannahme der Prospect Theory ist, dass das Entscheidungsverhalten von Individuen statt auf Basis der Kalkulation absoluter Vermögensentwicklungen eher auf Basis subjektiv empfundener Verluste und Gewinne begründet ist.

Die Entscheidungsfindung im Sinne der Prospect Theory beruht auf zwei funktionalen Zusammenhängen, welche in der sog. Wertfunktion und der sog. Gewichtungsfunktion ihren Ausdruck finden. Die Wertfunktion bildet die Verlustaversion von Individuen ab, während die Gewichtungsfunktion die nicht-lineare Transformation von objektiven Wahrscheinlichkeiten in subjektive berücksichtigt.

Kahneman/Tversky unterteilen Entscheidungsprozesse grundsätzlich in zwei aufeinander folgende Phasen: Die sog. mentale Editing-Phase und die Evaluation-Phase.[122]

In der Editing-Phase bzw. Datenaufbereitungsphase formulieren und vereinfachen Individuen alle Handlungsoptionen soweit, dass ihnen dies die nachfolgende Bewertung und Auswahl der möglichen Option(en) erleichtert. Diese Phase setzt sich aus mehreren Handlungen zusammen, mittels derer die Ergebnisse und Wahrscheinlichkeiten, die mit einer spezifischen Entscheidungssituation verbunden sind, unter Anwendung von Heuristiken umgewandelt werden. Bedingt durch die Formulierung des Entscheidungsproblems entsteht ein Referenzpunkt, relativ zu welchem potenzielle Ergebnisse der Entscheidung als Gewinn oder Verlust kodiert werden. Sicher erscheinende Ergebnisse werden kombiniert, sowie

[122] Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 289. Hierzu auch Baddeley (2013), S. 138 f.

sicher von unsicher erscheinenden Ergebnissen getrennt. Stochastisch dominierende sowie übereinstimmende Alternativen werden eliminiert.

In der Evaluation-Phase werden die bereits zuvor aufbereiteten Optionen bewertet. Die Bewertung erfolgt hierbei über eine subjektive Wertfunktion sowie eine ebenso subjektive Gewichtungsfunktion.

Die Risikoeinstellung ist durch den S-förmigen Verlauf der Wertfunktion (siehe Abbildung 2.8) grafisch dargestellt, wobei Verluste und Gewinne in Relation zum bereits in der Editing-Phase definierten Referenzpunkt bewertet werden. Ergebnisse, die oberhalb des Referenzpunktes liegen, werden vom Individuum als relative Gewinne wahrgenommen, während Ergebnisse unterhalb dieses Punktes als relative Verluste empfunden werden. Es ist die vom Marktteilnehmer definierte Lage des Referenzpunktes, welche entscheidet, ob er ein Ereignis als einen Gewinn oder als einen Verlust empfindet.

Mit zunehmender Entfernung vom Referenzpunkt ändert sich die Risikoeinstellung des Individuums – bzw. sinkt dessen Sensitivität hinsichtlich erlebter Gewinne und Verluste. Das Krümmungsverhalten der Wertfunktion resultiert aus einem sukzessiv empfundenen Wertverlust pro abnehmender Einheit Verlust sowie einem sukzessiv gefühlten Wertzuwachs pro zusätzlicher Einheit Gewinn. Die Wertfunktion zeichnet sich durch eine größere Steigung im Verlust- im Vergleich zum Gewinnbereich aus, bedingt durch das empirisch nachgewiesene Phänomen, dass Individuen Verluste wesentlich stärken empfinden als Gewinne gleichen Umfangs.[123]

[123] Vgl. Daxhammer/Facsar (2012), S. 164 ff. sowie Montier (2011), S. 21 f.

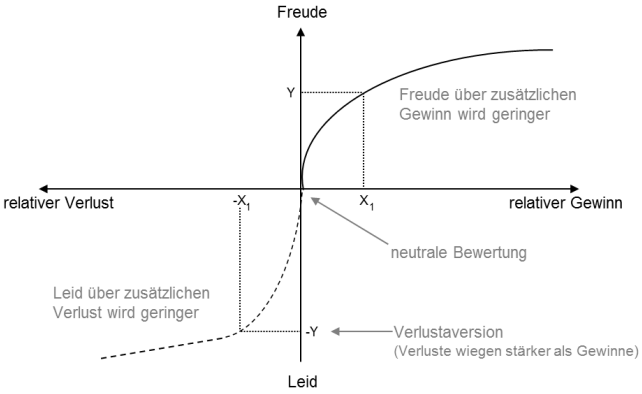


Abbildung 2.8: Wertfunktion der Prospect Theory [124]

Neben der Wertfunktion bedient sich das Individuum auch der Gewichtungsfunktion. Hierbei werden objektive Wahrscheinlichkeiten über eigene subjektive Einschätzungen umgewandelt, woraus sich abweichende Verhaltensweisen von der auf Basis der Wertfunktion erwarteten Verhaltensweise ergeben können. So ist empirisch belegt, dass Individuen dazu neigen, objektive Wahrscheinlichkeiten zu vernachlässigen, und stattdessen sehr hohe Wahrscheinlichkeiten subjektiv unterzubewerten und sehr niedrige Eintrittswahrscheinlichkeiten subjektiv überzubewerten.[125]

Obgleich die Erkenntnisse der Prospect Theory offenkundig kein unmittelbar praxisrelevantes Entscheidungssystem bieten, dienen sie der Erklärung allgemeingültiger menschlicher Verhaltensmuster. Ein Übertrag sowie eine Nutzung für die Praxis gestalten sich bisweilen als schwierig, da praktische Entscheidungssituationen

[124] Vgl. Daxhammer/Facsar (2012), S. 169; Weiterverarbeitung auf Grundlage des Originaldiagramms von Kahneman/Tversky (1979).

[125] Vgl. Daxhammer/Facsar (2012), S. 170 f., Baddeley (2013), S. 139 ff. sowie Ackert/Deaves (2010), S. 42 f.

oftmals von großer Komplexität sind und von variablen Einflussfaktoren beeinflusst werden.[126]

Die Bedeutung der Prospect Theory wurde bisher primär für den Aktienmarkt untersucht. Für den Immobilienmarkt gestaltet sich eine solche Untersuchung schwieriger, da eine Markttransparenz nicht in vergleichbarem Maße gegeben ist, und Marktteilnehmer somit zu einem höheren Grad auf Schätzungen und Heuristiken zurückgreifen müssen.[127]

2.3.2 Neuroökonomische Erkenntnisse

Zunehmend werden bei der Untersuchung menschlichen Verhaltens in ökonomischen Entscheidungssituationen auch Erkenntnisse der Neurowissenschaften hinzugezogen, um deren Verhalten präziser beschreiben und erklären zu können.[128]

Montier diskutiert zwei Arten von neurologischen Entscheidungssystemen, die menschliche Entscheidungen beeinflussen: Während das sog. X-System den emotionalen Teil des Gehirns darstellt, repräsentiert das C-System dessen logischen Part. Das intuitiv arbeitende X-System entwickelte sich evolutionär zu einem wesentlich früheren Zeitpunkt als das C-System.[129]

---

[126] So wird u. a. kritisiert, dass die Prospect Theory sich im Wesentlichen aus den Erkenntnissen experimenteller Studien ableitet, die sich jedoch nicht auf reale, komplexe Marktsituationen übertragen lassen (vgl. z. B. Nwogugu (2005), S. 150 f. sowie Myagkov/Plott (1997), S. 802 f.). Trotz unterschiedlicher Kritikpunkte werden Kahneman & Tversky's Erkenntnisse als wegweisende Weiterentwicklung neoklassischer Theorien angesehen. So erhielt Kahneman für sein Werk 2002 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften (vgl. Daxhammer/Facsar (2012), S. 164).

[127] Vgl. Irle (2010), S. 121.

[128] Vgl. Reimann/Weber (2008), S. 5.

[129] Vgl. Montier (2007), S. 6. Davies/Servigny (2012), S. 60 ff. bezeichnen das X-System als affektives System (engl. affective system) und das C-System als abwägendes System (engl. Deliberative system).

Das X-System unterscheidet kontinuierlich bei allen eingehenden Daten zwischen relevanten und irrelevanten Informationen. Hierzu beurteilt und filtert es Informationen aufgrund ihrer inhaltlichen Ähnlichkeit sowie der Frequenz ihrer Erscheinung. Das X-System ist somit in der Lage, umfangreiche Informationsmengen gleichzeitig zu verarbeiten. Als Entscheidungsregel, ob eine Information als zulässig eingeordnet wird, genügt lediglich der Glaube an deren Zulässigkeit.

Das C-System verarbeitet eingehende Informationen auf deduktive Weise. Der Verarbeitungsprozess erfolgt zwangsläufig sequenziell und ist somit wesentlich langsamer. Das C-System erfordert logische Argumente bzw. empirische Belege, um von der Wahrheit einer Information überzeugt zu werden (siehe Tabelle 2.3).

Tabelle 2.3: Gegenüberstellung des X- und des C-Systems[130]

X-System / Reflexiv / Intuitiv	C-System / Reflexiv
• Ganzheitlich, holistisch • Emotional • Assoziativ • Schnell, parallele Informationsverarbeitung • Konkrete Bilder • Langsame Veränderung • Grobe Differenzierung • Grobe Integration – zusammenhangsspezifische Informationsverarbeitung • Sammelt Erfahrung passiv und unbewusst • Automatisch, ohne Anstrengung • Selbstbewusste Validierung	• Analytisch • Logisch • Deduktiv • Langsam, serielle Informationsverarbeitung • Abstrakte Bilder • Ändert sich mit der Geschwindigkeit der Gedanken • Hoch differenziert • Hoch integriert – Kreuzkontextverarbeitung • Sammelt Erfahrung aktiv und bewusst • Kontrolliert und arbeitsintensiv • Benötigt logische Begründung und Beweise

Abhängig von der jeweiligen Natur einer Entscheidungssituation bestimmt eher das X – System oder das C – System das Handeln eines Individuums:[131]

In Situationen, in denen das X-System die Entscheidungsfindung übernimmt, handeln Individuen nicht mehr unweigerlich nach den Gesetzen der Logik, sondern nach intuitiven Verhaltensmustern. Individuen nutzen nach den Erkenntnissen der Neuroökonomie bei finanziellen Entscheidungen sehr oft das X-System. Entscheider richten sich in diesem Falle mehr nach den Emotionen, die die Entscheidung verursacht, als nach dem Ergebnis der Erscheidung. Diese Emotionen stellen eine maßgebliche Ursache für die Anwesenheit von Behavioural Finance – Effekten dar.[132]

[130] Vgl. Montier (2007), S. 6.
[131] Ibid, S. 5 f.
[132] Vgl. Irle (2010), S. 123 sowie Davies/Servigny (2012), S. 62 f.

2.3.3 Ausgewählte Behavioural Finance-Effekte in Entscheidungssituationen

Hirshleifer unterscheidet zwischen vier grundsätzlichen Formen potenzieller menschlicher Entscheidungsfehler, die in Entscheidungssituationen auftreten können: Emotionen, heuristische Vereinfachung, Selbstbetrug und soziale Interaktion. Zwischen diesen Formen können teilweise inhaltliche und kausale Interdependenzen auftreten.

Emotionen können zu irrationalen Entscheidungen unter Risikoaspekten führen. Derartige Entscheidungsfehler treten hauptsächlich bei Entscheidungen auf, in denen Aspekte wie Zeit und Risikopräferenz eine Rolle spielen.

Heuristische Vereinfachungen sind in der Regel auf beschränkte Beachtungs-, Gedächtnis- und Verarbeitungskapazitäten bzgl. verfügbarer Information zurückzuführen.

In die Rubrik Selbstbetrug fallen jene Entscheidungen, in welchen Entscheidungsträger ihre eigenen Fähigkeiten überschätzen.

Da Individuen grundsätzlich dazu neigen, sich vom Verhalten und den Entscheidungen ihres sozialen Umfelds beeinflussen zu lassen, können soziale Interaktionen in Form persönlicher bzw. medialer Kontakte einen manipulativen Einfluss auf deren Entscheidungsfindung haben.[133]

Die Darstellung des gesamten Spektrums der im Zusammenhang mit Entscheidungen stehenden verhaltenswissenschaftlichen Phänomene würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Aus diesem Grunde werden im Folgenden nur diejenigen Erscheinungsformen vorgestellt, welche im Rahmen von Immobilieninvestitionsentscheidungen – und hier weiter einschränkend im Rahmen der käu-

[133] Vgl. Hirshleifer (2001), S. 6 ff.

ferseitigen Erstprüfung von Immobilieninvestments – von potenzieller Relevanz sind.

2.3.3.1 Emotionen

Emotionen werden definiert als „ein komplexes Muster körperlicher und mentaler Veränderungen, darunter physiologische Erregung, Gefühle, kognitive Prozesse und Reaktionen im Verhalten als Antwort auf eine Situation, die als persönlich bedeutsam wahrgenommen wurde.“[134] Emotionen sind somit abhängig von der individuellen Einschätzung der Situation und der Bedeutung, die dem Erlebten zugeschrieben wird.

Im Rahmen von Immobilieninvestitionsentscheidungen sind hier besonders der sog. Framing-Effekt, die Money Illusion sowie die Ambiguity Aversion zu nennen.

2.3.3.1.1 Framing

Tversky/Kahneman wiesen mittels Experimenten nach, dass menschliche Entscheidungen durch die Art und die Reihenfolge der Präsentation von Informationen beeinflusst werden können. Dieses als Darstellungs-Effekt (engl. Framing Bias) bekannte Phänomen widerlegt die Annahme der rationalen Entscheidungstheorie, dass bei gleichartig formulierten Entscheidungssituationen von ebenfalls gleichartigen Präferenzen auszugehen ist, somit die Reihenfolge der Präsentation von Informationen irrelevant ist. Divergierende Arten der Präsentation eines Entscheidungsproblems führen vielmehr systematisch zu unterschiedlichen Präferenzen, was nachfolgend getroffene Entscheidungen beeinflusst.[135]

[134] Vgl. Gerrig/Zimbardo (2015), S. 458. Hierzu auch Baddeley (2013), S. 159 f.

[135] Vgl. Tversky/Kahneman (1981). Hierzu auch Baker/Ricciardi (2014), S. 34 f., Daxhammer/Facsar (2012), S. 189 ff., Baddeley (2013), S. 146 f. und Davies/Servigny (2012), S. 50 ff.

2.3.3.1.2 Money Illusion

Zur Kategorie der Darstellungs-Effekte zählt die sog. Money Illusion. Hierbei handelt es sich um Entscheidungsfehler, die zu Fehleinschätzungen bei der Beurteilung alternativer mehrperiodischer Investitionen führen. Bedingt durch die kognitiven Einschränkungen vieler Menschen, tendenziell eher in nominalen als in realen Geldwertkategorien zu denken und somit den Inflationseffekt nicht angemessen zu berücksichtigen, versagen diese häufig bei der vergleichenden Beurteilung von langfristigen Investitionsalternativen.[136]

Raftery/Runeson führten eine experimentelle Untersuchung über den Effekt der Money Illusion in Wohnimmobilienmärkten durch. Zwar wiesen sie den Effekt bei immobilienwirtschaftlich ausgebildeten Probanden in Hongkong nach, doch handelte es sich bei den Probanden um Lehrkörper einer Universität sowie deren Studenten, sodass eine Übertragung der experimentellen Erkenntnisse auf reale Entscheidungssituationen höchstens eingeschränkt möglich ist.[137]

2.3.3.1.3 Ambiguitätsaversion

Ellsberg stellte fest, dass Entscheider Investitionen, bei welchen sie ein klares Verständnis für die Eintretenswahrscheinlichkeit eines Ereignisses haben, prinzipiell solchen gegenüber vorziehen, in welchen sie Unklarheit in Bezug auf dessen Eintrittswahrscheinlichkeit empfinden, selbst wenn kein objektiv höheres Risiko vorliegt und letztere Alternative lukrativer ist.[138] Der Grad der Ambiguitätsaversion (engl. Ambiguity Aversion) variiert zwischen unterschiedlichen Individuen.[139]

[136] Vgl. Shafir u. a. (1997), S. 341 ff.
[137] Vgl. Raftery/Runeson (1998), S. 175 ff.
[138] Vgl. Ellsberg (1961), S. 643 ff. Hierzu auch Daxhammer/Facsar (2012), S. 205 f.
[139] Vgl. Baker/Ricciardi (2014), S. 55.

2.3.3.1.4 Risikoeinstellung

Die Risikoeinstellung stellt keinen feststehenden Begriff im Rahmen der Behavioural Finance – Forschung dar, ist aber als Verhaltensphänomen in Zusammenhang mit der Ambiguity Aversion von Relevanz.

Die Risikobereitschaft von Entscheidern hängt sowohl von der jeweiligen Umweltsituation als auch von den individuellen emotionalen, motivationsbedingten und kognitiven Faktoren des Individuums ab. Als solches stellt die Risikobereitschaft keine messbare statische Größe dar. Vielmehr ändern sich die Wahrnehmungen von Investmentrisiken situationsbedingt und sind ihrerseits von den Erinnerungen des Individuums an vorherige Erfahrungen abhängig.[140]

Die Risikoeinstellung eines Entscheiders wird zudem davon beinflusst, ob er seine Entscheidung als Individuum oder als Mitglied einer Gruppe trifft, wie bekannt und kontrollierbar das Risiko erscheint, in welcher Form es auftritt und in welcher Gemütsverfassung sich der Entscheider bei der Entscheidungsfindung befindet. Schon geringfügige Variationen eines dieser Faktoren können einen bedeutenden Einfluss auf die Risikoeinstellung des Individuums haben.[141]

Die Risikoeinstellung hängt zudem von der Art des erwarteten Risikos und den verfügbaren Formen der Risikohandhabung ab, denn nur hierdurch kann das Individuum einschätzen, wie kontrollierbar das Risiko ist. [142]

[140] Vgl. Unser (1999), S. 176, Baddeley (2013), S. 155 f. sowie Forbes (2009), S. 133 f.
[141] Vgl. Zweig (2007), S. 142.
[142] Vgl. Kupsch (1973), S. 530 ff., zitiert in Wellner (2003), S. 16. Hierzu auch Maier (2007), S. 7.

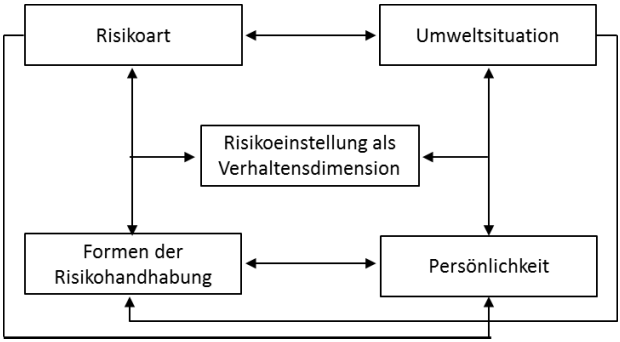


Abbildung 2.9: Bezugsrahmen für die Risikoeinstellung[143]

Gallimore u. a. führten eine empirische Untersuchung des Investitionsentscheidungsfindungsprozesses in kleinen britischen Immobilienunternehmen durch. Sie stellten fest, dass viele Immobilieninvestmentmanager den Prozess der ersten oberflächlichen Objekteinschätzung als vor allem intuitiven, qualitativen Beurteilungsprozess charakterisieren. Das intuitive „Bauchgefühl" basiere auf vielen Faktoren, so z. B. auf bereits bestehenden Kenntnissen zum Standort, auf vorherigen Erfahrungen mit spezifischen Immobilienarten sowie auf Wissen um Wertschöpfungsmöglichkeiten und günstige Erwerbs- und Finanzierungsmöglichkeiten.[144]

De Bruin/Flint-Hartle führten eine Studie unter neuseeländischen Wohnimmobilieninvestoren durch und stellten für den Wohnimmobilienmarkt fest, dass dort Kaufentscheidungen in erster Linie auf Basis intuitiver Gefühle und Präferenzen getroffen werden, und

[143] Vgl. Kupsch (1973), S. 52, zitiert in Wellner (2003), S. 16
Eine umfassende Diskussion situativer Faktoren im Rahmen von Entscheidungssituationen findet sich bei Unser (1999), S. 215 ff.

[144] Vgl. Gallimore u. a. (2000), S. 609 f. Hierzu auch eine Diskussion in Greiner (2008), S. 385.

nur in seltenen Fällen unter Nutzung von Fachwissen, vollständigen Informationen sowie rationalen Kalkulationen.[145]

Aus der Perspektive der neoklassischen Ökonomie stellen die Ergebnisse beider Studien somit irrationales Investorenverhalten dar.

2.3.3.2 Heuristische Vereinfachungen

Unter Heuristiken versteht man Vereinfachungsregeln, welche die Suche nach möglichen Lösungen des Problems einschränken und dabei den kognitiven Aufwand für den Entscheider reduzieren.[146] Neben dem Nutzen der Anwendung von Heuristiken als "kognitive Eilverfahren"[147] für eine rasche Entscheidungsfindung können sie jedoch auch potenziell bedeutende systematische Fehler aufweisen,[148] denen grundsätzlich sowohl erfahrene Entscheider (Experten) wie auch unerfahrene Entscheider unterliegen können.[149] Eine umfassende Zusammenstellung von beobachtbaren systematischen Fehlern bieten die Experimente und Analysen der Psychologen Kahneman & Tversky, auf deren Werken die im Folgenden beschriebenen Ausführungen primär gründen.

2.3.3.2.1 Verfügbarkeitsheuristik

Das menschliche Gehirn zeigt die Tendenz, auf der Grundlage vergangenheitsbezogener Informationen die Wahrscheinlichkeit des Eintretens zukünftiger Ereignisse zu schätzen. Dabei ist der Grad der Präsenz der Ereignisse im Gedächtnis von Individuen positiv mit der geschätzten Wahrscheinlichkeit für das Eintreten eines Ereignisses korreliert. Aktuelle Informationen, die leicht

[145] Vgl. deBruin/Flint-Hartle (2003), S. 282.

[146] Vgl. Gerrig/Zimbardo (2015), S. 322.
Hardin (1999), S. 341, stellt hierzu fest, dass vereinfachende Heuristiken vielfach von Experten genutzt werden, was ihnen eine besonders effektive Verarbeitung von Informationen ermöglicht.

[147] Vgl. Zimbardo u. a. (1992), S. 319.

[148] Vgl. Gerrig/Zimbardo (2015), S. 323 sowie Daxhammer/Facsar (2012), S. 177.

[149] Vgl. Baddeley (2013), S. 118 f.

abrufbar sind, da sie frisch in der Erinnerung sind, werden somit tendenziell übergewichtet, da sie schneller und leichter in Erinnerung gebracht werden.

Zusätzlich verstärkt die Möglichkeit einer Ursachenzuschreibung diese Tendenz: Je mehr Belege für den Eintritt eines Ereignisses vorfindbar sind, desto höher empfindet das Individuum dessen subjektive Wahrscheinlichkeit. Dieses Verhalten beruht auf der mentalen Verknüpfung, dass Zusammenhänge über eine Kausalordnung verfügen, wenn sie wiederholt auftreten. An häufig auftretende Entwicklungen erinnert man sich wiederum leichter.

Die sog. Verfügbarkeitsheuristik (engl. Availability Heuristic) ist für die Schätzung von Wahrscheinlichkeiten grundsätzlich nützlich. So ist ein Zusammenhang zwischen der Anzahl der mental verfügbaren Beispiele für ein Ereignis mit dessen tatsächlicher Auftrittswahrscheinlichkeit prinzipiell gegeben. Dennoch können sich substanzielle Abweichungen und Verzerrungen ergeben, da die Verfügbarkeit von weiteren Faktoren abhängig ist, die hingegen in keinem Bezug zu der zu schätzenden Wahrscheinlichkeit stehen. Hierzu zählen die unterschiedliche mentale Abrufbarkeit von Beispielen, die Effektivität der Suchheuristiken des Individuums, seines Vorstellungsvermögens sowie die mögliche Illusion des Zusammenhangs der als relevant empfundenen Ereignisse.[150]

2.3.3.2.2 Representativitätsheuristik

Die Identifikation von Mustern in Zufallsdaten erlaubt es dem menschlichen Gehirn, komplexe Entscheidungsfindungen vorzunehmen. Allerdings zeigen Individuen die Tendenz, auf Basis dieser Zufallsmuster irrationale Entscheidungen zu treffen.

[150] Vgl. Tversky/Kahneman (1973). Hierzu auch Hoffmann (2001), S. 120 ff., Unser (1999), S. 162 f., Daxhammer/Facsar (2012), S. 178 ff. und Baddeley (2013), S. 111 ff.

In Situationen in denen sie die Zugehörigkeit eines Ereignisses zu einer Grundgesamtheit beurteilen sollen, neigen Menschen prinzipiell dazu, sich an der Ähnlichkeit bestimmter Charakteristika zwischen Ereignis und Grundgesamtheit auszurichten, bzw. sich an der Übereinstimmung von Ausprägungen des Ereignisses mit einem präsumptiv zugrundeliegenden Prozess, welcher dieses Ereignis hervorgerufen hat, zu orientieren.[151]

Konkret wirkt sich die sog. Repräsentativititätsheuristik (engl. Representativeness Heuristic) als verzerrte Schätzung subjektiver Wahrscheinlichkeiten in drei Ausprägungen aus: Die erste Variante besteht in der Neigung vieler Subjekte, Wahrscheinlichkeiten von repräsentativen Ereignissen zu überschätzen.[152] Die zweite und dritte Variante charakterisieren die Tendenz vieler Individuen, empirische wie auch kausale Zusammenhänge zu überschätzen oder sogar auch dort glauben zu erkennen, wo sie in der Realität nicht bestehen.[153]

Die Repräsentativitätheuristik resultiert nicht nur in systematischen Entscheidungsfehlern, sondern bedingt zudem, dass Personen die Stichhaltigkeit oder auch Plausibilität ihrer eigenen Entscheidung überschätzen.[154]

---

151 Vgl. Daxhammer/Facsar (2012), 202 ff. sowie Baddeley (2013), S. 106 ff.

152 Hier werden vorgegebene Wahrscheinlichkeiten gegebenenfalls ignoriert (vgl. Oehler (1995), S. 28).

153 Als Beispiel für die zweite Variante nennen Goldberg u. a. (2000, S. 72 ff.) das Vorliegen von Scheinkorrelationen: So unterstellten bspw. in einem Experiment Probanden bei lesbischen Frauen ein höheres HIV-Risiko als bei heterosexuellen Frauen, was auf einer angenommen fälschlichen Verknüpfung des Denkschemas „Homosexuelle besitzen ein hohes HIV-Risiko“ und „lesbische Frauen sind Homosexuelle“ begründet ist. Als Beispiel dafür, dass ein empirischer Zusammenhang nicht zwangsläufig ein Kausalverhältnis begründet (Variante 3) nennen sie das „Storchenbeispiel“: Selbst in Ländern, in denen sowohl die Population der ansässigen Störche als auch die Geburtenzahl besonders hoch sind, ist kein zwangsläufiger Zusammenhang zwischen beiden Phänomenen gegeben.

154 Vgl. Kahneman/Tversky (1972). Hierzu auch Oehler (1995), S. 28, Hoffmann (2001), S. 116 ff. sowie Goldberg/Nitzsch (2000), S. 71 ff.

Eine Ausprägungsform der Repräsentativitätsheuristik stellt die sog. Überreaktion (engl. Overreaction) dar: Individuen neigen dazu, zu viel Wert auf die wichtigsten und aktuellsten Nachrichten zu legen, aber Basisinformationen, welche die Nachhaltigkeit eines Trends bestätigen können, zu vernachlässigen. So reagieren beispielsweise Anleger im Aktienmarkt nach einer konstanten Abfolge positiver Meldungen zunehmend überoptimistisch, da sie hieraus auch für die Zukunft positive Nachrichten ableiten.[155]

Gallimore stellte im Rahmen einer experimentellen Studie unter britischen Immobilienbewertern fest, dass sich Bewerter bei der Einschätzung des Verkehrswertes von der Reihenfolge der bezogenen Informationen beeinflussen ließen.[156] Obgleich sich dies potenziell als Indiz für die Anwesenheit der Repräsentativätsheuristik interpretieren ließe, lassen die Ergebnisse, bedingt durch die Limitationen des Untersuchungsdesigns, jedoch keinen eindeutigen Schluss zu.[157]

2.3.3.2.3 Verankerungs- & Anpassungsheuristik

Die Verankerungs- & Anpassungsheuristik (engl. Anchoring & Adjustment Heuristic) ist eng mit der Verfügbarkeitsheuristik verbunden. Sie tritt in Entscheidungssituationen auf, in denen die Schätzung von Wahrscheinlichkeiten erfordert wird.

Sie gründet auf der Verwendung eines durch die Problemformulierung abgeleiteten oder auf Basis von Erfahrungen konstruierten Richtwertes (Ankers), der einen ersten, aber nicht zwangsläufig korrekten Ausgangspunkt für die zu schätzenden Wahrscheinlichkeiten bildet. In einem zweiten Schritt wird die Wahrscheinlichkeitsschätzung unter Betrachtung zusätzlicher Fakten bzw. unter

[155] Vgl. deBondt/Thaler (1985) und Barberis u. a. (1998). Hierzu auch Irle (2010), S. 167.

[156] Gallimore präsentierte den Probanden hierzu positive und negative Stimuli in unterschiedlichen Reihenfolgen.

[157] Vgl. Gallimore (1994), S. 107.

genauerer Prüfung sukzessive dem wahren Wert angenähert (Adjustment).

Eine derartige Vorgehensweise ist grundsätzlich legitim, allerdings nur dann, wenn der Anpassungsprozess in ausreichender Weise und final vollzogen wird. Vielzählige empirische Studien belegen jedoch, dass aufgrund eines zu hohen Einflusses des ursprünglichen Ankerwertes die Anpassungen systematisch zu gering ausfallen.

Im finanzwirtschaftlichen Umfeld ist die Verankerungsheuristik in vielfältiger Gestalt präsent, da auch sie prinzipiell in allen Situationen auftritt, in denen Individuen Schätzungen vornehmen. Hierbei muss der zugrundeliegende Anker nicht zwingend aus einem numerischen Orientierungswert bestehen, sondern kann auch qualitativer Natur sein. Beispielsweise können Meinungen bzw. Einstellungen Dritter vom Entscheider bewusst oder instinktiv als Orientierungspunkt herangezogen werden. In Entscheidungssituationen, in denen von dritter Seite keine Richtgröße bezogen werden kann, dient dem Entscheider in der Regel der Status Quo als Anker. [158]

Die Anwesenheit von Verankerungs- & Anpassungsheuristiken wurde sowohl bei Immobilienwerteinschätzungen als auch im Rahmen von Kaufpreisverhandlungen experimentell nachgewiesen.

Diaz/Hansz untersuchten das Verhalten von US-amerikanischen Immobilienbewertern und stellten fest, dass sich Bewertungsexperten, die Immobilien in ihnen wenig bekannten geographischen Märkten bewerten sollten, bei der Verkehrswerteinschätzung an zuvor von Dritten ermittelten Verkehrswerten orientierten, selbst

[158] Vgl. Tversky/Kahneman (1974), Kahneman/Tversky (1982) und Lichtenstein/Slovic (1971). Hierzu auch Hoffmann (2001), S. 122, Unser (1999), S. 163 f., Goldberg/Nitzsch (2000), S. 66 ff., Daxhammer/Facsar (2012), S. 199 ff. und Baddeley (2013), S. 114 ff.

wenn ihnen die Kompetenz dieser Dritten unbekannt war.[159] Diaz/Hansz entdeckten weitere relevante Referenzpunkte, an welchen sich Immobilienbewerter ausrichten, so beispielsweise an Kaufpreisdaten zum Bewertungsobjekt und zu Vergleichsobjekten.

Black/Diaz, Black sowie Diaz u. a. wiesen mittels Verkaufsverhandlungsexperimenten mit US-amerikanischen Immobilieninvestoren nach, dass Investoren bei Kaufpreisverhandlungen die ursprüngliche Preisforderung des Verkäufers als Referenzpunkt nahmen und sich hiervon bei der Verhandlung beeinflussen ließen.[160]

2.3.3.2.4 Bestätigungsheuristik

Die Bestätigungsheuristik (engl. Confirmation Heuristic bzw. Positivity Bias) wurde von Evans[161] auf Grundlage der Erkenntnisse von Tversky & Kahneman nachgewiesen.

Sie tritt dann in Entscheidungssituationen auf, wenn der Entscheider sich auf ein bereits gefestigtes eigenes Meinungsbild beruft. Evans stellte fest, dass Menschen grundsätzlich dazu neigen, gezielt jene Informationen zu suchen, welche ihre bereits existierenden Glaubenssätze und Wahrnehmungen bestätigen. Verzerrungen und Irrationalitäten ergeben sich dann, wenn objektivierte, mit der persönlichen Wahrnehmung in Konflikt stehende Informationen trotz leichter Verfügbarkeit ignoriert werden.[162]

Gallimore/Wolverton untersuchten bei US-amerikanischen und britischen Immobilienbewertern den Einfluss von Vergleichstransaktionen auf deren Verkehrswertermittlung. Hierbei stellten sie einen starken Confirmation Bias fest, da die Bewerter besonders

[159] Vgl. Diaz/Hansz (1997), S. 259 .
[160] Vgl. Black/Diaz (1996), S. 296, Black (1997), S. 280 sowie Diaz u. a. (1999), S. 379.
[161] Vgl. Evans (1989), S. 43.
[162] Vgl. Nickerson (1998), S. 211 und Daxhammer/Facsar (2012), S. 188

solche Vergleichstransaktionsdaten auswählten, welche den von ihnen festgestellten Verkehrswert bestätigten.[163]

2.3.3.3 Selbstbetrug

Im Rahmen von Investitionsentscheidungen stellt das Überschätzen der eigenen Fähigkeiten die relevanteste Form des Selbstbetrugs dar. Dieses als Overconfidence Bias bezeichnete Phänomen kann sich in Form der Selbstüberschätzung des Individuums bezüglich seiner Prognosequalität oder seiner Entscheidungsqualität ausprägen.

Während in erstem Fall das Individuum seine Fähigkeiten in Bezug auf die Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit eines bestimmten Ereignisses unmittelbar überschätzt, zeichnet sich der zweite Fall durch einen Überoptimismus des Individuums bezüglich seiner Fähigkeit aus, eine erfolgreiche Entscheidung zu treffen.[164]

Griffin/Tversky wiesen experimentell nach, dass Experten in solchen Entscheidungssituationen, die durch geringe Vorhersehbarkeit und unklare Anhaltspunkte charakterisiert sind, eher dem Overconfidence-Bias unterliegen können als Nicht-Experten.[165]

Obschon bislang keine entsprechenden Untersuchungen im Zusammenhang mit immobilienwirtschaftlichen Entscheidungssituationen durchgeführt worden sind, kann davon ausgegangen wer-

[163] Vgl. Gallimore/Wolverton (1997), S. 270.

[164] Vgl. Hoffmann (2001), S. 145 ff., Hirshleifer (2001), S. 16 und Daxhammer/Facsar (2012), S. 214 ff.

[165] Vgl. Griffin/Tversky (1992), S. 430.
Schweizer (2005), o. S., stellt zudem fest, dass Overconfidence in unterschiedlichen Kulturkreisen unterschiedlich stark ausgeprägt sei, allerdings nicht grundsätzlich so, wie man es gemeinhin erwarten würde. So neigen beispielsweise laut Studien chinesische und indonesische Studenten stärker zur Selbstüberschätzung als amerikanische. Bei den Geschlechtern neigen jedoch wie zu erwarten Männer generell stärker zu Selbstüberschätzung als Frauen.

den, dass sich entsprechende Verhaltensmuster auch auf das Entscheidungsverhalten von Immobilieninvestitionsexperten transferieren lassen.

2.3.3.4 Soziale Interaktionen

Da Individuen grundsätzlich dazu neigen, sich vom Verhalten und den Entscheidungen ihres sozialen Umfelds beeinflussen zu lassen, können soziale Interaktionen in Form von zwischenmenschlichen Konversationen, Beobachtungen bzw. anderen Kommunikationsformen einen manipulativen Einfluss auf deren Entscheidungsfindung haben.

Ein besonders im finanzwirtschaftlichen Umfeld beobachtbares Phänomen ist das sog. Herdenverhalten (engl. Herding). Dieses liegt dann vor, wenn mehrere Individuen gleichgerichtete Verhaltensweisen aufweisen, indem sie das Handeln anderer imitieren. Eine durch Herdenverhalten charakterisierte Entscheidung ist eine solche, bei der die Auswahl einer Handlungsalternative das Verhalten anderer nachahmt, obwohl bei effizienter Nutzung und ausschließlicher Betrachtung eigener Informationen eine unterschiedliche Handlungsoption bevorzugt würde. Dies ist unabhängig davon zu sehen, ob die Entscheidungen anderer Marktteilnehmer unmittelbar beobachtbar oder nur mittelbar auf Basis eines Signals, beispielsweise von Preisbewegungen, schlusszufolgern sind.

Die Anreizgeber für gleichgerichtetes Verhalten können grundsätzlich auf die drei Variablen Informationen, Zahlungen und Reputationsüberlegungen zurückzuführen sein. Unabhängig von der individuellen Natur des Anreizgebers führt Herdenverhalten grundsätzlich dazu, dass Entscheidungen ohne Nutzung sämtlicher verfügbarer Informationen getroffen werden, bzw. dem Entscheider zur Verfügung stehende private Informationen in unzu-

reichender Weise berücksichtigt werden.[166] Hieraus ergibt sich das Potenzial für systematische Fehler im Entscheidungsverhalten ganzer Marktteilnehmergruppen, was sich in suboptimalen Marktresultaten auswirken kann.[167]

2.3.3.4.1 Informations-Herding

Beim Informations-Herding versuchen Marktteilnehmer, aus den vorangegangenen Verhaltenssignalen anderer Marktteilnehmer Informationen abzuleiten. In Aggregation führt dieser Prozess dazu, dass gewisse eigene Informationen bei Entscheidungen unterrepräsentiert bzw. sogar gänzlich ignoriert werden, das Verhalten anderer Marktteilnehmer somit unreflektiert nachgeahmt wird.[168] Derartiges Verhalten ist bei Investoren beobachtbar, wenn sie Signalen anderer Marktteilnehmer folgen und hierdurch Informationen als kostenlos verfügbare externe Effekte nutzen.[169]

2.3.3.4.2 Pay-off Herding

Pay-off Herding charakterisiert das besonders in Aktienmärkten beobachtbare Verhalten von Investoren, eine historische Wertentwicklung durch Extrapolation des bisherigen Trends weiterzuführen. In diesem Zusammenhang zeigen die Verfügbarkeits- und Representativitätsheuristik ihren Einfluss: Wenn man einen positiven Zusammenhang zwischen dem pay-off einer Handlungsalternative und der Anzahl der Marktteilnehmer, die die gleiche Entscheidung getroffen haben, zugrundelegt, so handelt der individuelle Marktteilnehmer rational, wenn er sich der Herdenbewegung

---

166 Vgl. Hoffmann (2001), S. 59. Hierzu auch Irle (2010), S. 170 ff.

167 Vgl. Devenow/Welch (1996), S. 604.
Im Extremfall werden der Entscheidungsfolge nach Beginn einer Herdenbewegung keinerlei weitere Informationen hinzugefügt. Da sich derselbe Informationsstand über alle folgenden Marktteilnehmer unverändert fortsetzt, wird dieses Phänomen als Informationskaskade bezeichnet (vgl. Bikhchandani u. a. (1992), S. 1000 und Banerjee (1992), S. 799).

168 Vgl. Bikhchandani u. a. (1992), S. 994.

169 Vgl. Hirshleifer/Hong Teoh (2003), S. 33 f.

anschließt und davon profitiert, dass nachfolgend weitere Marktteilnehmer zur Herde dazustoßen und dadurch weitere Preissteigerungen auslösen.[170]

2.3.3.4.3 Reputations-Herding

Reputations-Herding findet vor allem bei institutionellen Anlegern Verbreitung. Nicht nur verfügen viele institutionelle Investoren über vergleichbare Informationsquellen, sondern sie zeichnen sich auch vielfach durch ähnliche Strukturen und Strategien aus. Da sich die Performance der Anlagevehikel sowie der für sie tätigen Investmentverantwortlichen in der Regel nicht absolut, sondern im Vergleich zu Referenzgrößen wie z. B. einem Index bemisst, basiert das Verhalten von Investmentverantwortlichen oftmals auf reputationsmaximierendem Kalkül. So kann es aus Sicht des Investmentverantwortlichen rational sein, das Verhalten anderer zu imitieren: Im Falle eines Misserfolgs hat der Investmentverantwortliche die Chance, seinen Ruf zu wahren, falls die gesamte Berufsgruppe betroffen ist. Von der Gruppe abweichendes Verhalten hätte in einem solchen Falle jedoch negative persönliche Konsequenzen.[171]

Wyman u. a. bestätigen anhand historischer Beispiele die Präsenz von Herdenverhalten im Immobilieninvestmentmarkt, können dies jedoch mangels eigener Erhebungen nicht empirisch nachweisen.[172]

[170] Vgl. Hoffmann (2001), S. 60 & 199 sowie Daxhammer/Facsar (2012), S. 99 f.

[171] Vgl. Scharfstein/Stein (1990), S. 478, Hoffmann (2001), S. 94 ff., sowie Baddeley (2013), S. 216.

[172] Vgl. Wyman u. a. (2011), S. 348 ff.

2.3.4 Zusammenfassende Würdigung der Behavioural Finance Effekte bei Immobilieninvestitionsentscheidungen

Der vorhergehende Überblick über das Informations- und Entscheidungsverhalten von Individuen zeigt, dass subjektive Erfahrungen, Einschätzungen und Gefühle einen Einfluss darauf haben, welche Informationen aufgenommen werden, und wie sie vom Individuum weiterverarbeitet werden. Kennzeichnend für individuelles Verhalten sind hierbei Vereinfachungsstrategien, welche zur Senkung der kognitiven Komplexität einer Entscheidungssituation beitragen.

Obgleich Wirtschaftssubjekte diesen verhaltenspsychologischen Verhaltensweisen in unterschiedlichem Maße unterliegen, kann nicht von einem gleichartigen Verhalten in einem bestimmten Entscheidungskontext ausgegangen werden. Verantwortlich für Verhaltensunterschiede sind motivationale, kognitive sowie emotionale Persönlichkeitsvariablen.

Eine Auswahl der bei der Erstprüfung von Immobilieninvestitionen potenziell relevanten Behavioural Finance – Effekte ist in Tabelle 2.4 dargestellt. Obschon keiner dieser Effekte anhand der vorliegenden empirischen Untersuchung explizit getestet werden kann, sind diese Effekte dennoch im Rahmen der Interpretation der Untersuchungsergebnisse von Relevanz.

Tabelle 2.4: Beispielhafte Auswahl der bei der Immobilienselektion potenziell relevanten Behavioural Finance – Effekte

Behavioural Finance-Effekt	Mögliche Manifestation bei der Immobilienselektion
Darstellungs-Effekt: Unterschiedliche Arten der Präsentation eines Entscheidungsproblems führen systematisch zu anderen Präferenzen	Die Art, der Inhalt, der Umfang und die Sequenz der Präsentation von Informationen zu einem Investitionsobjekt können den Investmentmanager in seinem Entscheidungsverhalten beeinflussen.
Money Illusion: Durch die unterschiedliche Darstellung nominaler und realer Renditen ist eine unterschiedliche Art des Entscheidungsproblems gegeben	Der Vergleich von Investitionsalternativen ist vor allem bei langfristigen Investitionshorizonten anfällig für einen Bias. Dies gilt insbesondere bei langfristigen inflations- und marktmietentwicklungsbezogenen Einschätzungen.
Ambiguitätsaversion: Unterschiedliche Präferenzen zwischen bekannten und unbekannten Risiken	Abhängig von der Vertrautheit des Investmentmanagers mit einem Markt, einem Immobilientyp bzw. einer bestimmten Marktsituation kann sich dessen individuelles Präferenzmuster im Zeitverlauf ändern sowie grundsätzlich von anderen Investmentmanagern unterscheiden.

Risikoeinstellung: Unterschiedliche Risikopräferenzen in unterschiedlichen Situationen	Die Risikoeinstellung des Investmentmanagers hängt u. a. von dessen „Bauchgefühl“ ab, welches sich aus seiner intuitiven Einschätzung des Marktumfelds, seiner Persönlichkeit, der Risikoart sowie den ihm bekannten möglichen Formen der Risikohandhabung zum Investitionszeitpunkt ergibt. Die Risikoeinstellung des Investmentmanagers ist zudem vom Grad seiner persönlichen Verantwortlichkeit für den Erfolg bzw. Misserfolg der Investition abhängig, sowie seiner entsprechenden Incentivierung bzw. Pönalisierung.
Verfügbarkeitsheuristik: Schätzung von Wahrscheinlichkeiten auf der Basis der Menge der verfügbaren Informationen der Vergangenheit	Aufgrund besonders hoher Verfügbarkeit von Informationen zu Märkten bzw. Immobilientypen, welche aktuell bei Investoren en vogue sind, könnten Investmentmanager ihren Fokus besonders auf diese Märkte lenken und andere entsprechend vernachlässigen.
Repräsentativitätsheuristik: Schätzung von Wahrscheinlichkeiten auf Basis von Vergleichen zur Grundgesamtheit	Aufgrund einer Sequenz von Kauf- oder Mietpreissteigerungen könnten Investmentmanager die zukünftige Wahrscheinlichkeit für Preissteigerungen falsch einschätzen und entsprechend überreagieren.
Anker- & Anpassungsheuristik: Bias aufgrund eines vorgegebenen Ankerwerts	Jedwedes Objekt- oder Marktattribut kann potenziell als Anker fungieren und den Investmentmanager bewusst oder unbewusst bei seiner Entscheidungsfindung beeinflussen. Potenzielle Anker können beispielsweise aus öffentlichen und privaten Transaktionsdaten, Einschätzungen Dritter, sowie aus öffentlichen Informationen wie Medienberichten, Indexen etc. resultieren.

Bestätigungsheuristik: Der Entscheider beruft sich auf ein bereits gefestigtes endogenes Meinungsbild und sucht gezielt nach Informationen, die dieses bestätigen	Bei der Investitionsselektion könnten Investmentmanager gezielt nur diejenigen Informationen zur Entscheidungsfindung heranziehen, welche ihren bereits existierenden Glaubenssätzen und Wahrnehmungen entsprechen, und damit in Konflikt stehende Informationen ignorieren.
Selbstüberschätzung: Über-Optimismus, eine erfolgreiche Entscheidung zu treffen	Insbesondere solche Investmentmanager, welche bereits über Erfahrung mit bestimmten Immobilientypen und/oder bestimmten Märkten verfügen, könnten ihre Kenntnisse überschätzen und vor diesem Hintergrund relevante Informationen ggf. bei der Entscheidungsfindung ignorieren, bzw. Investitionsrisiken unterschätzen.
Informations-Herding: Nachahmung des Verhaltens anderer Marktteilnehmer, um somit eigenen Informationssuchaufwand zu limitieren	Investmentmanager könnten das Investitonsverhalten anderer Investmentmanager unreflektiert kopieren, um den eigenen Arbeitsaufwand und die eigenen Suchkosten möglichst gering zu halten.
Pay-off-Herding: Weiterführen einer vergangenen Entwicklung durch Extrapolation des bisherigen Trends	Investmentmanager könnten vergangene Kaufpreis- oder Mietpreissteigerungen in Bezug auf zukünftige Preissteigerungen extrapolieren und danach ihre Entscheidungen treffen. Wenn eine Kaufentscheidung dadurch motiviert ist, dass das Investment an nachfolgende Investoren gewinnbringend weiterveräußert werden soll, die ihrerseits dem Pay-Off-Herding unterliegen, könnte dies jedoch eine rationale Investitionsstrategie darstellen.
Reputations-Herding: Nachahmung des Verhaltens anderer Marktteilnehmer aus Reputationsgründen	Investmentmanager könnten sich aus persönlichen Reputationsgründen konform mit der Mehrheit verhalten. Emotionen wie Geltungsbedürfnis, Neid und Gier könnten in diesem Zusammenhang zusätzlich eine Rolle spielen.

2.4 Methoden der Präferenzmessung

Nachdem im vorhergehenden Abschnitt grundlegende verhaltenswissenschaftliche Aspekte vorgestellt wurden, welche das Entscheidungsverhalten und die Präferenzen der im Markt aktiven Investmentmanager in ihrer Funktion als Entscheider im Rahmen des Immobilienselektionsprozesses potenziell beeinflussen können, werden im Folgenden die methodischen Grundlagen der Präferenzmessung im Allgemeinen, sowie des für die vorliegende Untersuchung zur Präferenzmessung von Investmentmanagern genutzten Präferenzmessungsverfahrens im Speziellen vorgestellt.

2.4.1 Theoretische Grundlagen der Ansätze zur Präferenzmessung

In der Mikroökonomie wird der Nutzen als Messgröße der Bedürfnisbefriedigung eines Individuums interpretiert. Eine Präferenz beschreibt die ordinale Reihung von Nutzenwerten. Ein Beurteilungsobjekt, welches sich durch einen höheren erwarteten Gesamtnutzenwert auszeichnet, wird vom Individuum gegenüber einer Alternative mit einem niedrigeren erwarteten Gesamtnutzenwert präferiert.[173]

Der Prozess der Präferenzbildung lässt sich anhand von multiattributiven Präferenzstrukturmodellen darstellen. Diese definieren, wie sich ein Gesamturteil für eine Alternative aus deren einzelnen Nutzenkomponenten zusammensetzt.

Derartige multiattributive Präferenzstrukturmodelle lassen sich grundsätzlich durch zwei Funktionen charakterisieren: Die Nutzenfunktion bzw. das eigenschaftsspezifische Präferenzmodell stellt dar, in welcher Relation die Ausprägungen individueller Objekteigenschaften zu den Nutzenbewertungen dieser Objekteigen-

[173] Vgl. Scholz (2009), S. 25 ff. sowie Baier/Brusch (2009b), S. 1.

schaft stehen. Hierdurch lassen sich individuellen Eigenschaftsausprägungen konkrete Nutzenwerte (sog. Teilnutzenwerte) zuordnen. Die Verknüpfungsfunktion bzw. das Präferenzintegrationsmodell definiert, in welcher Form die Nutzenbewertungen zu den einzelnen Eigenschaften zu einem Gesamturteil bzgl. eines Beurteilungsobjekts aggregiert werden.[174]

2.4.1.1 Nutzenfunktionen

In der Literatur werden verschiedene Präferenzmodelle (Nutzenfunktionen) diskutiert, welche auf unterschiedlichen Prämissen über die Beziehungen der Präferenzwirkung einzelner Eigeschaftsausprägungen zur Gesamtpräferenz einer Beurteilungsalternative basieren. Die drei primär genannten Modelle sind das Idealvektormodell, das Idealpunktmodell und das Teilpräferenzwertmodell.

Das Idealvektormodell beschreibt die einfachste Form der Verknüpfung von Eigenschaftsausprägungen und Teilnutzenwerten. Hierbei wird von einem linearen Zusammenhang steigender bzw. fallender Ausprägungen mit dem entsprechenden Teilnutzen ausgegangen. In der Realität ist ein solcher Zusammenhang jedoch selten gegeben, da sich viele Eigenschaften durch einen abnehmenden Grenznutzen auszeichnen und somit einer nicht-linearen Nutzenfunktion unterliegen.

Das Idealpunktmodell charakterisiert eine kurvilineare, symmetrische Nutzenfunktion. Es basiert auf der Prämisse, dass für jede Objekteigenschaft eine Eigenschaftsausprägung mit einem maximalen Teilnutzen existiert, und mit steigender Abweichung von dieser idealen Ausprägung die Teilnutzen der anderen Ausprägungen sukzessive abnehmen. Obschon die Existenz eines Idealpunktes für viele Objekteigenschaften realistisch erscheint, gilt dies

[174] Vgl. Kaltenborn u. a. (2013), S. 61, Bichler/Trommsdorff (2009), S. 59 ff. sowie Hillig (2006), S. 29.

nicht für die Symmetriecharakteristik der Nutzenfunktion. Bei vielen Eigenschaften ist vielmehr davon auszugehen, dass divergierende Unter- bzw. Überschreitungen des Idealpunktes zu signifikant unterschiedlichen Nutzenurteilen führen.

Das Teilnutzenmodell (auch: Teilwertnutzenmodell) ordnet jeder spezifischen Ausprägung einer Eigenschaft einen individuellen Nutzenwert zu, woduch sich beliebige Funktionsverläufe – inklusive linearer und kurvilinearer Verläufe – darstellen lassen. Dem Vorteil einer großen Realitätsnähe durch die flexible Abbildung beliebiger Funktionsverläufe steht grundsätzlich eine komplexere Schätzung der Modellparameter entgegen.[175]

In der Praxis hat sich die Anwendung des Teilnutzenmodells durchgesetzt, da hierbei a priori keine formalen – und oftmals unrealistischen – Annahmen bzgl. des Funktionsverlaufs getroffen werden müssen.[176]

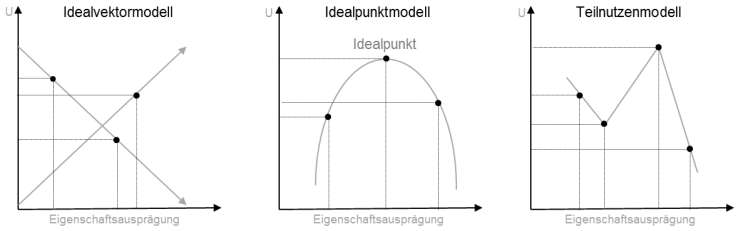


Abbildung 2.10: Modelltheoretische Nutzenfunktionen [177]

[175] Die Schätzung der Modellparameter wird jedoch in marktüblicher Software automatisch vollzogen.

[176] Vgl. Bichler/Trommsdorff (2009), S. 61 ff., Klein (2002), S. 15 ff., Kaltenborn u. a. (2013), S. 36, Backhaus u. a. (2013), S. 185 f. und S. 261 sowie Hillig (2006), S. 30.

[177] In Anlehnung an Hillig (2006), S. 30 sowie Bichler/Trommsdorff (2009), S. 62 ff.

2.4.1.2 Verknüpfungsfunktionen

Die Verknüpfungsfunktion definiert, auf welche Art die anhand der Nutzenfunktion bestimmten Teilnutzenwerte zu einem Gesamtnutzenwert für den Beurteilungsgegenstand aggregiert werden. Hierbei wird zwischen kompensatorischen und nicht-kompensatorischen Modellen differenziert.

Kompensatorische Modelle gehen von einer prinzipiellen Substituierbarkeit der Teilnutzen aller in den Beurteilungsprozess einbezogenen Merkmale aus. So besteht die grundsätzliche Möglichkeit, dass hohe Teilnutzenwerte einer oder mehrerer Eigenschaften niedrige Teilnutzenwerte anderer Objekteigenschaften ausgleichen können.

Nicht-kompensatorische Modelle hingegen schließen jegliche Substitutionsbeziehung zwischen Objektmerkmalen aus. Unterschieden wird bei den nicht-kompensatorischen Modellen zwischen vier Modellvarianten:

Das konjunktive Verknüpfungsmodell beruht auf der Prämisse, dass ein Beurteilender für jede Objekteigenschaft einen Mindestnutzenwert definiert, den das Beurteilungsobjekt aufweisen muss. Wird dieser Wert nicht erreicht, so wird das Objekt abgelehnt, selbst wenn alle anderen Objekteigenschaften ausreichend positiv eingeschätzt wurden. Beim disjunktiven Modell legt der Beurteilende ebenfalls für jede Objekteigenschaft Mindestnutzenwerte fest, doch wird davon ausgegangen, dass ein Beurteilungsobjekt immer dann nicht abgelehnt wird, wenn mindestens eine Objekteigenschaft das Mindestwertniveau erfüllt. Beim lexikographischen Modell existieren keine Mindestanforderungen an individuelle Objektmerkmale. Es wird davon ausgegangen, dass der Beurteilende verschiedene Beurteilungsgegenstände zunächst anhand der für ihn relevantesten Objekteigenschaft vergleicht. Im Falle, dass zwei oder mehrere Beurteilungsgegenstände sich auf dieser

Basis als geeignet erweisen, wird die jeweils nächstrelevante Objekteigenschaft herangezogen, bis sich einer der Beurteilungsgegenstände als final überlegen erweist. Dominanzmodelle stellen eine Kombination konjunktiver und lexikographischer Verfahren dar. Es wird derjenige Beurteilungsgegenstand bevorzugt, dessen Teilnutzenwerte der Eigenschaftsausprägungen mindestens genauso hoch sind wie die anderer Alternativen, und zudem mindestens ein Merkmal vorhanden ist, bei welchem der Beurteilungsgegenstand überlegen ist.[178]

Die Präsenz nicht-kompensatorischer Verknüpfungsfunktionen wird insbesondere bei komplexen Entscheidungssituationen deutlich. So findet zur vereinfachten Informationsverarbeitung oftmals eine Beurteilung individueller, selektierter Objekteigenschaften statt, zwischen denen keine Substitutionsbeziehung vorliegt.[179] Da menschliche Präferenzbildungsprozesse einen stark situativen Charakter besitzen, wäre jedoch theoretisch je nach Entscheidungssituation der entsprechend geeignetste Modellierungsansatz zu wählen.[180]

Aufgrund ihrer empirisch nachgewiesenen Fähigkeit, nicht-kompensatorische Entscheidungsregeln gut zu approximieren und somit menschliches Urteilsverhalten valide abzubilden, nehmen in der Präferenzforschung kompensatorische Modelle die dominierende Rolle ein. So lassen sich bei kompensatorischen Modellen nicht akzeptable Ausprägungen im Vergleich zu anderen Ausprägungen aufgrund sehr geringer Teilnutzenwerte identifizieren. Voraussetzung für die Validität kompensatorischer Modelle ist jedoch, dass es sich bei allen analysierten Eigenschaften des Beur-

[178] Vgl. Hillig (2006), S. 32 f., Bichler/Trommsdorff (2009), S. 68 f. sowie Schubert (1991), S. 123 f.

[179] Vgl. Bichler/Trommsdorff (2009), S. 67.

[180] Vgl. Hillig (2006), S. 32 f. sowie Kaltenborn u. a. (2013), S. 38.

teilungsgegenstands um einstellungs-relevante Eigenschaften handelt.[181]

Das aus erhebungstechnischen und forschungsökonomischen Gründen sowie aufgrund der Robustheit seiner Ergebnisse am häufigsten bei der Präferenzmessung angewandte Beurteilungsmodell ist das kompensatorische, linear-additive Modell, bei welchem sich der Gesamtnutzen aus der Summe aller Testurteile bzgl. der als substituierbar angesehenen Merkmale zusammensetzt. Das Modell unterstellt ein proportionales Austauschverhältnis zwischen den Teilnutzenwerten der Eigenschaften des Beurteilungsobjekts.[182]

Die Verknüpfung des Teilwertnutzenmodells mit dem kompensatorischen, linear-additiven Präferenzmodell stellt sich mathematisch wie folgt dar:[183]

[181] Vgl. Bichler/Trommsdorff (2009), S. 69 sowie Schubert (1991), S. 215.

[182] Vgl. Hillig (2006), S. 31, Bichler/Trommsdorff (2009), S. 67 ff. sowie Backhaus u. a. (2013), S. 187 f. Multiplikative kompensatorische Beurteilungsmodelle haben in der Forschungspraxis keine Relevanz (vgl. Bichler/Trommsdorff (2009), S. 67 sowie Hillig (2006), S. 31).

[183] Vgl. Bichler/Trommsdorff (2009), S. 70 sowie Böhler/Scigliano (2009), S. 101 f.

$$u_p = \sum_{j=1}^{J} \sum_{k=1}^{K_j} \beta_{jk} \cdot x_{jkp}$$

mit

u_p : Gesamtnutzen des Produkts p,

K_j : Anzahl der Ausprägungsstufen k der Eigenschaft j,

x_{jkp} : Dummyvariable für Ausprägung k der Eigenschaft j beim Produkt p:

1 ⇔ Ausprägung wahrgenommen,

0 ⇔ Ausprägung nicht wahrgenommen,

β_{jk} : Teilnutzenwert der Ausprägungsstufe k der Eigenschaft j.

(2.1)

Formel 1: Verknüpfung des Teilwertnutzenmodells mit dem kompensatorischen, linear-additiven Präferenzmodell [184]

2.4.1.3 Kompositionelle & dekompositionelle Verfahren der Präferenzmessung

In der Literatur wird zwischen zwei grundsätzlichen Messverfahren zur Präferenzmessung unterschieden:

Bei den kompositionellen Messverfahren sind individuelle Merkmale und Merkmalsausprägungen eines Beurteilungsobjekts vom Probanden direkt zu beurteilen und zu gewichten. Aus der Aggregation der direkt erhobenen Teilnutzenwerte ermittelt sich auf

[184] Vgl. Backhaus u. a. (2013), S. 187 f.

Grundlage eines spezifischen Verknüpfungsmodells der Gesamtnutzen des Beurteilungsobjekts. A posteriori wird anhand des Vergleichs der Gesamtnutzenwerte eine Präferenzordnung unter den Alternativen ermittelt.

Dekompositionelle Messverfahren gehen den umgekehrten Weg: Vom Probanden werden ganzheitliche Präferenzurteile über ein Beurteilungsobjekt im Vergleich zu anderen Alternativen erhoben. Erst a posteriori werden diese globalen Präferenzurteile mittels bestimmter Annahmen über den Zusammenhang zwischen den individuellen Merkmalen und der Beurteilung des Gesamtobjekts in die ihnen zugrundeliegenden Urteilsdimensionen dekomponiert, und Schätzwerte für ihre relative Wertigkeit für die Präferenzbildung ermittelt.[185]

Dem Vorteil einer geringen Verfahrenskomplexitität und einfachen Handhabung kompositioneller Messverfahren stehen diverse Nachteile gegenüber, welche grundsätzlich auf der Erkenntnis beruhen, dass sich Präferenzurteile nicht durch die Beurteilung isolierter Eigenschaften realitätsnah und valide erheben lassen, sondern allein mittels einer ganzheitlichen Beurteilung des Beurteilungsgegenstands. Es wird zudem kritisiert, dass bei der separaten Beurteilung isolierter Eigenschaften zwangsläufig eine Beurteilungsunabhängigkeit der Nutzendimensionen unterstellt wird, was in der Realität nicht unbedingt der Fall ist. Aufgrund der separierten Erhebungsweise isolierter Merkmale besteht potenziell die Gefahr, dass Probanden unwichtige Nutzendimensionen überbewerten. Die Beurteilung von Teildimensionen führt, bedingt durch ihre Distanz zu realem Wahrnehmungsverhalten, bei Probanden zudem potenziell zu kognitiver Überforderung.

[185] Vgl. Scholz (2009), S. 48 ff., Baier/Brusch (2009a), S. 1, Schubert (1991), S. 127 ff. und Hillig (2006), S. 34 ff.

Dekompositionellen Messverfahren wird in der Literatur aufgrund ihrer ganzheitlichen Präferenzbeurteilung und ihrer somit wesentlich größeren Realitätsnähe eine höhere Prognosevalidität attestiert. Die grundsätzlich komplexere Auswertung dieser Verfahren wird durch zunehmend leistungsfähigere statistische Software erleichtert. Die Überbewertung einzelner Nutzendimensionen wird durch die Präsentation ganzheitlicher Beurteilungsobjekte vermieden. Zudem lassen sich Antwortverzerrungen aufgrund sozial erwünschten Verhaltens mittels der Präsentation ganzheitlicher Beurteilungsalternativen reduzieren. So lassen sich sozial unerwünschte Präferenzdimensionen innerhalb komplexer Stimuli verdeckter abfragen als bei einer direkten Abfrage.[186]

Die Präsentation ganzheitlicher Beurteilungsobjekte erfordert – anders als bei kompositionellen Messverfahren – jedoch eine Begrenzung der Anzahl der zu beurteilenden Eigenschaften des Beurteilungsgegenstandes, um einer kognitiven Überforderung der Probanden vorzubeugen.

Aufgrund der o. g. überwiegenden Vorteile der dekompositionellen Verfahren der Präferenzmessung wurde ein solches für die empirische Untersuchung zur Präferenzmessung von Investoren herangezogen.

[186] Vgl. Scholz (2009), S. 56 f., Hillig (2006), S. 34 ff. und Schubert (1991), S. 129 ff.

2.4.2 Charakterisierung der Conjointanalyse

Die sog. Conjointanalyse stellt das aktuell bedeutendste Verfahren dekompositioneller Nutzenmessung dar. Der Begriff Conjointanalyse[187] umfasst vielfältige Verfahrensvarianten, welche sich bzgl. ihrer Form der Datenerhebung, der Art der Ermittlung der Nutzenwerte und ihres theoretischen Konzepts unterscheiden.[188] Gemein haben alle Verfahrensvarianten, dass sie Methoden der multivariaten Datenerhebung darstellen, welche dazu dienen, „aus den globalen Präferenzurteilen von Auskunftspersonen gegenüber den Alternativen sowohl ihre intervallskalierten Gesamtnutzenwerte als auch die intervallskalierten Teilnutzenwerte der Eigenschaftsausprägungen zu schätzen."[189]

In der Literatur wird zwischen traditionellen und neueren Ansätzen der Conjointanalyse unterschieden.

Innerhalb der traditionellen Ansätze (auch TCA bzw. klassische Ansätze genannt) existieren zwei grundsätzlich differierende Möglichkeiten der Datenerhebung: Bei dem sog. Trade-Off-Ansatz erfolgt durch den Probanden eine multiple Bewertung der Ausprägungen jeweils zweier Eigenschaften. Hierbei können pro Bewertung lediglich Teilprofile eines Beurteilungsobjekts beurteilt werden. Beim sog. Full-Profile-Ansatz werden dem Probanden vollständige Beurteilungsalternativen, bestehend aus allen beurteilungsrelevanten Merkmalen mit jeweils einer Ausprägung, zur Bewertung präsentiert.[190]

[187] Die Conjointanalyse (von: CONsidered JOINTly) wurde zunächst in den 1960er Jahren auf dem Feld der mathematischen Psychologie unter der Bezeichnung Conjoint Measurement eingeführt. Green / Rao (1971) wandten die Conjointanalyse erstmals im Bereich des Marketing an (vgl. Backhaus (2011), S. 458, Scholz (2009), S. 65 sowie Pelz (2012), S. 1).

[188] Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 43.

[189] Vgl. Böhler/Scigliano (2009), S. 101.

[190] Vgl. Baier/Brusch (2009b), S. 6 ff. sowie Kaltenborn u. a. (2013), S. 7 f.

Wesentlicher Kritikpunkt der traditionellen Conjointanalyse ist deren zwangsläufige Beschränkung der Anzahl der zu berücksichtigenden Merkmale, um eine kognitive Überforderung von Probanden zu verhindern.[191] Um die Beurteilung einer größeren Anzahl von zu beurteilenden Merkmalen realitätsnah und praktikabel zu gewährleisten wurden neuere hybride Ansätze der Conjointanalyse entwickelt, welche den Befragungsaufwand reduzieren. Diese hybriden Verfahrensvarianten der Conjointanalyse verknüpfen ganzheitliche Beurteilungen in Form dekompositioneller (indirekter) Messmethoden mit einer vorangestellten direkten (kompositionellen) Nutzenmessung. Hierbei werden zunächst mittels Ranking bzw. Rating die Relevanzen der Eigenschaften sowie die Präferenzen für deren Ausprägungen direkt erhoben.[192]

Neben den hybriden Ansätzen existieren vielfältige weitere neue Ansätze, die sich wiederum in adaptive und die nicht adaptive Methoden differenzieren lassen.[193] Bei den adaptiven Formen der Conjointanalyse werden im Rahmen der Erhebung im Dialog mit dem Probanden computergestützt sukzessive die notwendigen Informationen angepasst.

Da das Spektrum der Varianten der Conjointanalyse groß ist und diese sich teilweise lediglich durch semantische Differenzen auszeichnen[194] ist die Charakterisierung der Verfahrensvarianten in dieser Arbeit auf eine Beschreibung der für die Forschungspraxis

Anders kategorisieren Backhaus u. a. (2013), S. 13 die TCA: Für sie zählen zur TCA nur solche Conjointanalyse-Verfahren, bei denen mittels Ranking- oder Ratingskalen die Präferenzen von Befragten bezüglich alternativer Stimuli gemessen werden.

191 Vgl. Böhler/Scigliano (2009), S. 102 f. sowie Pelz (2012), S. 14 ff.. Eine derartige kognitive Überforderung kann sich in einer mangelnden Auskunftsfähigkeit bzw. -willigkeit der Probanden ausdrücken.

192 Vgl. Baier/Brusch (2009b), S. 7, Kaltenborn u. a. (2013), S. 9 und Pelz (2012), S. 16.

193 Vgl. Baier/Brusch (2009b), S. 7.

194 Vgl. Kaltenborn u. a. (2013), S. 8.

relevantesten Methoden beschränkt. Eine Gegenüberstellung dieser wichtigsten Varianten findet sich bei Pelz.[195] Diese ist in Tabelle 2.5 dargestellt:

Tabelle 2.5: Zentrale Verfahrensvarianten der Conjointanalyse [196]

Verfahren zur Integration einer Vielzahl von Merkmalen	
Verfahren	Charakterisierung des Verfahrens
Hybride Conjoint Analyse (HCA)	Wurde von Green u. a. (1981) in die Literatur eingeführt und verläuft zweistufig. Zuerst bekommen die Auskunftspersonen Merkmalsausprägungen vorgelegt, die sie mit Punktbewertungen versehen. Anschließend werden Probanden mit ähnlichen Punktvergaben zu Gruppen zusammengefasst und jeder Proband beurteilt nur einen Teil des gesamten Conjointanalyse-Designs, sodass es zu keiner Überlastung der Probanden kommt. Die Einzelbewertungen werden anschließend zu Gruppenbewertungen zusammengefasst.
Hierarchische Conjoint Analyse (HiCA)	Wurde von Louviere (1984) entwickelt und basiert auf der Annahme, dass Probanden auf Vereinfachungsstrategien zurückgreifen, wenn ihre Aussagefähigkeit aufgrund der Aufgabenkomplexität nicht mehr ausreicht, alle Informationen bei der Entscheidungsfindung simultan im additiven Nutzenmodell zu berücksichtigen. Die HiCA greift dazu auf die theoretischen Grundlagen der hierarchischen Informationsintegrationstheorie zurück. Dabei wird davon ausgegangen, dass Individuen bei komplexen Entscheidungsproblemen entscheidungsrelevante Merkmale kategorisieren. Das Ergebnis dieses Kategorisierungsvorgangs sind Entscheidungskonstrukte höherer Ordnung und die Entscheidung wird anschließend auf Grundlage des Vergleichs der Kategoriebewertungen getroffen. Die Merkmalsgruppen der HiCa werden vor der Befragung festgelegt und führen zu identischen Subdesigns für alle Auskunftspersonen, die einzeln von den Probanden conjointanalytisch bewertet werden. Die

[195] Vgl. Pelz (2012), S. 16 ff.

[196] Eigene Darstellung in Anlehnung an Pelz (2012), S. 16 ff.

	Ergebnisse der Bewertungen der Subdesigns werden anschließend als Faktoren eines Gesamtdesigns miteinander verknüpft.
Individualisierte Conjoint Analyse (ICA)	Aufbauend auf den Angaben zur Kaufentscheidungsrelevanz vorgelegter Merkmale werden für jeden Probanden individuelle Conjointanalyse-Designs erstellt. Im Rahmen der Nutzenschätzung wird den als irrelevant gekennzeichneten Merkmalen ein Nutzen von Null zugewiesen. Die Individualisierung der Merkmale hat dabei nicht nur den Vorteil, dass sie die Bewertungsaufgabe entsprechend vereinfacht und so ein Überschreiten der Aussagefähigkeit verhindert, sondern führt auch zu einer besseren Inhaltsvalidität, da nur relevante Merkmale Berücksichtigung finden.
Customised Conjoint Analyse (CCA)	Von Srinivasa/Park (1997) entwickelter Ansatz. Dieser baut ähnlich wie die ICA auf der Individualisierung der Conjointanalyse-Designs auf, um eine größere Anzahl von Merkmalen im Rahmen der CA berücksichtigen zu können. Im kompositionellen Teil der CCA werden für jeden Probanden die wichtigsten Merkmale ermittelt, auf denen aufbauend die Conjointanalyse-Designs erstellt werden, die den Probanden im dekompositionellen Teil des Verfahrens zur Bewertung vorgelegt werden.
Adaptive Conjoint Analyse (ACA)	Im Rahmen einer ACA-Befragung von Johnson (1987)werden im ersten Schritt in einem kompositionellen Teil die Präferenzrangfolgen der Merkmalsausprägungen erhoben und im zweiten Teil die Wichtigkeit der Merkmale. Aufbauend auf diesen Angaben werden im dekompositionellen Teil Paarvergleiche mit Alternativen mit nahezu gleichem Gesamtnutzen vorgenommen. Nach jedem Paarvergleich werden die Teilnutzenwerte mit einer Ordinary Least Squares (OLS)-Regression neu geschätzt und sukzessive korrigiert, um neue Paarvergleiche zu generieren. Durch den kompositionellen Teil der ACA, der Bewertung und dem Ranking der einzelnen Ausprägungen durch den Probanden, lassen sich viele Merkmale und Ausprägungen in die Befragung mit aufnehmen. Die ACA weist dabei jedoch keine theoretische Grundlage auf, denn für den Befragungsaufbau fehlt eine informationsverarbeitungstheoretische Begründung. Dies

	ist jedoch aus informationstheoretischer Sicht notwendig, da sonst die Sinnhaftigkeit des Modells fraglich ist, was zu mangelnder Face-Validität führt.
Verfahren zur Erfassung der Kaufabsicht	
Verfahren	Charakterisierung des Verfahrens
Limit Conjoint Analyse (LCA)	Die Berücksichtigung einer Nicht-Wahl-Option und somit die Kaufabsichtsmessung im Rahmen der Weiterentwicklung der TCA fand durch Hahn/Voeth (1997) durch die Einführung der LCA Eingang in die Conjoint-Forschung. Dies geschieht im Rahmen der LCA durch die Aufnahme eines zusätzlichen Befragungsschrittes nach der Durchführung einer TCA. Die Auskunftsperson wird bei der LCA gebeten, nach der vorgenommenen Rangreihung der Alternativen durch Setzen einer Limit Card anzugeben, bis zu welcher Alternative sie bereit wäre, diese auch zu kaufen. Hierdurch entstehen zwei Teilmengen – kaufenswerte und nicht kaufenswerte Alternativen – sodass die Nicht-Wahl-Option im Rahmen der anschließenden Simulation explizit modelliert werden kann. Es wird dabei davon ausgegangen, dass eine Alternative mindestens einen Nutzen von Null aufweisen muss, um als kaufenswert eingestuft zu werden.
Choice Based Conjoint Analyse	Dieses Verfahren wird untenstehend detailliert beschrieben.
Verfahren zur Integration einer Vielzahl von Merkmalen und Erfassung der Kaufabsicht	
Verfahren	Charakterisierung des Verfahrens
Hierarchisch Individualisierte Limit Conjoint-Analyse (HiLCA)	Diese baut auf der Informationsverarbeitungstheorie auf und vereint das Vorgehen der HiCA, ICA und LCA. Im Rahmen der Informationsverarbeitungstheorie wird davon ausgegangen, dass Individuen bei einer multiattributiven Wahlentscheidung eine kognitive Überlastung verhindern, indem sie zu verarbeitende Informationen in Blöcke aufteilen und diese Blöcke dann sukzessive verarbeiten. Dies wurde im Rahmen der Verfahrenskonzeption berücksichtigt und führt zu einer mehrstufigen Individua-

	lisierung und Hierarchisierung der Merkmale. Durch den theoriegeleiteten Befragungsablauf ist es möglich, nicht nur nicht-kompensatorische Entscheidungsregeln mit einzubeziehen, sondern auch die Nicht-Wahl-Option und theoretisch eine unbegrenzte Anzahl von Merkmalen zu berücksichtigen.
Choice Based Conjoint Partial-Analyse (CBCP)	Hier wird bei sonst identischem Vorgehen zur CBC die Merkmalsanzahl durch einen einfachen Trick erhöht: den Probanden werden nicht, wie im Rahmen der klassischen CBC, Vollprofile zur Auswahl gestellt, sondern nur parzielle Profile. Bei der Zusammenstellung der einzelnen Choice Sets wird immer nur ein Teil der Merkmale angezeigt, so dass eine Überforderung der Probanden vermieden wird. Es wird dabei davon ausgegangen, dass nicht angezeigte Merkmale von den Probanden bei der Wahl der Alternativen als gleich unterstellt werden. Durch die Variation der Choice Sets wird, bei entsprechend großer Anzahl an Wahlaufgaben pro Proband und ausreichender Stichprobengröße, für alle Merkmale und Merkmalsausprägungen ein Nutzenwert geschätzt. Eine Individualisierung der Merkmale und eine Berücksichtigung von K.O.- und Must Have-Ausprägungen findet im Rahmen dieses Ansatzes keine Anwendung.
Adaptive Choice Based Conjoint-Analyse (ACBC)	Im Rahmen der ACBC-Analyse wird der Entscheidungsprozess einer In-Store Kaufentscheidung zugrunde gelegt. Im ersten Schritt wird dabei das Idealprodukt von den Probanden definiert. Aufbauend auf dem Idealprodukt werden im nächsten Schritt „next-neighbour“ – Konzepte erstellt, die jeweils dahingehend zu bewerten sind, ob diese Alternativen für einen Kauf in Frage kommen oder nicht. Durch diese Antworten wird die Wahrscheinlichkeit des Vorliegens von K.O.- und Must Have-Ausprägungen dem Probanden vorgelegt, so dass er diese explizit als solche definieren kann. K.O.-Ausprägungen werden aus dem weiteren Befragungsverlauf ausgeschlossen. Im dritten Schritt bekommt der Proband die als „mögliche Alternative“ klassifizierten Produktkonzepte in Form von drei Wahlaufgaben vorgelegt und soll die Alternative auswählen, die er am wahrscheinlichsten kaufen würde. Diese Aufgabe ist der klassischen CBC-Aufgabe,

	jedoch ohne die „Non-Option“, entliehen. Der Nutzen der Nicht-Wahl-Option wird über die Angaben zu den nicht in Frage kommenden Produktkonzepten geschätzt und kann durch optionale Kalibrierungsaufgaben präzisiert werden. Mit der ACBC liegt somit ein wahlbasiertes Verfahren vor, das eine theoretische Fundierung aufweist und nicht kompensatorische Entscheidungsregeln berücksichtigt.

Unter den oben charakterisierten Verfahrensvarianten stellt die Choice-Based Conjointanalyse (CBC) in der Marketingforschung das dominierende Verfahren dar.[197]

Ihre weite Verbreitung ist in ihrer den meisten anderen Varianten überlegenen prognostischen Validität begründet, welche darauf zurückzuführen ist, dass Probanden bei der CBC fiktive Kaufentscheidungen aus einer Menge vorgegebener Beurteilungsobjekte (sog. Discrete Choice Tasks) tätigen. Anzahl und Art der Beurteilungsobjekte werden durch das gewählte experimentelle (auch: faktorielle) Design bestimmt. Aus jeder Menge vorgegebener Beurteilungsobjekte (sog. Choice Set) kann der Proband jeweils nur eine Alternative auswählen bzw. fiktiv erwerben. Da auch Wahlentscheidungen simuliert werden können, in denen ein Nutzenwert für eine Nicht-Kauf-Alternative geschätzt wird, zeichnet sich diese wahlbasierte Form der Conjointanalyse durch eine besondere Realitätsnähe aus. [198] Aufgrund seiner hohen prognostischen Vali-

[197] So stellten Buyer u. a. (2010) in einer empirischen Erhebung fest, dass 42 % aller Conjoint-Analysten im deutschen Sprachraum CBC nutzten, gefolgt von ACBC (13 %) sowie LCA und HiLCA mit je 3 % (vgl. Kaltenborn u. a. (2013), S. 22).

[198] Vgl. Balderjahn u. a. (2009), S 130 f., Kaltenborn u. a. (2013), S. 13 f. sowie Pelz (2012), S. 2.
Die Anwesenheit einer Nicht-Kauf-Alternative ist Grundvoraussetzung für die Simulation einer Kaufentscheidung (vgl. Pelz (2012), S.2).

dität und Realitätsnähe wurde das CBC-Verfahren für diese Arbeit als Verfahren zur Präferenzmessung ausgewählt.

Die diskrete Entscheidungsanalyse, welche die Grundlage für die CBC darstellt, hat ihren Ursprung in der mathematischen Psychologie und gründet auf den Arbeiten von Quandt (1968) und Theil (1970), sowie einem von McFadden (1974) entwickelten ökonomischen Modell.[199] Dieses beruht auf der Grundprämisse, dass sich von beobachteten diskreten Auswahlentscheidungen auf die diesen Entscheidungen unterliegende Nutzenfunktion der Probanden hinsichtlich individueller Objekteigenschaften schließen lässt. Desweiteren unterstellt es die Gültigkeit der Nutzenmaximierungshypothese: Probanden wählen immer diejenige Alternative aus, welche ihnen relativ den maximalen Nutzenwert bietet.[200] Die CBC selbst wurde von Louviere/Woodworth (1983) entwickelt und versucht, Kaufentscheidungen von Probanden dekompositionell durch wiederholtes Abfragen diskreter Wahlentscheidungen zu erklären.[201]

[199] Vgl. Pelz (2012), S. 19 f.

[200] Vgl. Balderjahn u. a. (2009), S 130 f., Kaltenborn u. a. (2013), S. 13 f. sowie Pelz (2012), S. 2.

[201] Vgl. Pelz (2012), S. 19 f.

2.4.3 Ablaufschritte der Conjointanalyse

Die Verfahrensvarianten der Conjointanalyse zeichnen sich durch prinzipiell konforme Ablaufschritte aus, welche in Abbildung 2.11 dargestellt sind und auch für die CBC Gültigkeit besitzen:[202]

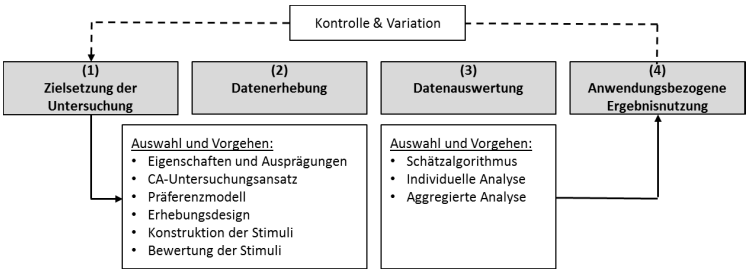


Abbildung 2.11: Allgemeine Ablaufschritte der Conjointanalyse[203]

Vor Beginn der Datenerhebung sind vom Forscher die für die Präferenzmessung der Probanden zu nutzenden beurteilungsrelevanten Eigenschaften und Ausprägungen des Untersuchungsobjekts zu definieren.[204]

Bei der Festlegung des Erhebungsdesigns sind die den Probanden vorzulegenden Stimuli zu bestimmen, welche im Rahmen der Datenerhebung von den Probanden bewertet werden. Die von den Probanden abgegeben Nutzenurteile werden im Rahmen der Datenauswertung auf individueller sowie aggregierter Ebene ausgewertet.

202 Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 44.

203 Ibid.

204 Die Wahl des CA-Untersuchungsansatzes sowie des für die Untersuchung zu nutzenden Präferenzmodells wurde bereits in Abschnitt 2.4.2 detailliert beschrieben.

2.4.3.1 Anforderungen an die Auswahl präferenzrelevanter Eigenschaften und Ausprägungen

Die sorgfältige Auswahl der für die Messung von Präferenzen beurteilungsrelevanten Attribute und Ausprägungen ist aufgrund der methodenspezifischen Anforderungen der Conjoint-Präferenzmessungsverfahren, wie auch der kognitiven Limitierungen der Probanden, von fundamentaler Wichtigkeit.[205]

Obwohl die Qualität der Ergebnisse jedweder Art der Präferenzmessung unmittelbar von der Qualität der zugrunde gelegten Merkmale und deren Ausprägungen abhängt, wurde jedoch erstaunlicherweise deren Auswahl bislang weder in der Fachliteratur noch in der Forschungspraxis hinreichend Bedeutung beigemessen.[206] So wurde auch bei den bis dato publizierten immobilienwirtschaftlichen Studien von Jackson/ Orr und Blüml, welche zur Messung von Präferenzen die Methode der Conjointanalyse nutzten, die Selektion von Attributen und Ausprägungen hauptsächlich auf Grundlage von Fachliteratur durchgeführt und nicht empirisch begründet. Dies stellt eine potenzielle Quelle für einen durch den Forscher verursachten Bias dar (vgl. Abschnitt 1.2). Nur Ertle-Straub vollzog eine empirische Erhebung präferenzrelevanter

[205] Vgl. Scholz (2009), S. 69, Weiber/Mühlhaus (2009), S. 43 ff., Schubert (1991), S. 179 sowie Green /Srinivasan (1978), S. 105. Cattin/Wittink (1982), S. 46 betonen, dass bei der Auswahl von Attributen und Attributausprägungen sowohl die Interessen des Forschers als auch die Fähigkeiten der Untersuchungssubjekte zu berücksichtigen sind, weshalb nur solche Eigenschaften für eine Präferenzmessung ausgewählt werden, deren Untersuchung aus Forschersicht notwendig und aus Sicht des Befragten erforderlich sind.

[206] Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S.44 ff., Orme (2002), S. 1 sowie Auty (1995), S. 197. Außer bei Weiber/Mühlhaus (2009), S. 49 ff., Schubert (1991), S. 176 ff., Scholz (2009), S. 66 ff. sowie Alpert (1971), S. 184 ff. wird weder in der deutschen noch der englischsprachigen Fachliteratur explizit auf die Methoden der Attributauswahl eingegangen. So wird das Thema z. B. bei Backhaus (2011), Teichert (2000) und Gustafsson u. a. (2007) gar nicht diskutiert.

Merkmale und Merkmalsausprägungen anhand einer Befragung von Probanden.[207]

Um sowohl den Anforderungen des Conjoint-Präferenzmessungsverfahrens (Modellebene) als auch den Erfordernissen der Anwenderebene (Forscher) und der Subjektebene (Proband) zu entsprechen, sollten die für die Präferenzmessung ausgewählten Attribute und Ausprägungen prinzipiell den in Abbildung 2.12 dargestellten Anforderungen Rechnung tragen:

[207] Jackson / Orr (2011) führten eine Conjointanalyse zur Ermittlung der Objektattributpräferenzen in Großbritannien basierter institutioneller Immobilieninvestoren durch. Hierzu definierten sie auf Grundlage einer Literaturanalyse einen Satz von acht investitionsrelevanten Eigenschaften von Gewerbeimmobilien (vgl. Jackson/Orr (2011), S. 319 ff.). Blüml (2014) identifizierte im Rahmen seiner Analyse zur Konzeption eines Ansatzes zur Segmentierung immobilien-wirtschaftlicher Investmentstile mittels einer umfassenden Literaturanalyse logisch-deduktiv einen Satz von 11 investitionsrelevanten Attributen von Gewerbeimmobilien (vgl. Blüml (2014), S. 73 ff.). Ertle-Straub (2003) ermittelte im Rahmen ihrer Analyse der Anmietungspräferenzen von Mietern auf dem Stuttgarter Büromarkt entscheidungsrelevante Standorteigenschaften bei Büroimmobilien, indem sie infolge einer Literaturauswertung eine schriftliche Befragung von 23 Experten des Marktgebietes Stuttgart sowie von 14 Studenten der Immobilienwirtschaft durchführte. Die Probanden wurden gebeten, 100 Punkte, entsprechend der zugemessenen Bedeutung der Standorteigenschaften, zu vergeben. Hierdurch sollten aus 11 zur Auswahl gestellten Eigenschaften sowie acht Subeigenschaften die jeweils fünf relevantesten Eigenschaften und Attribute identifiziert werden. In einem weiteren Schritt wurden die ermittelten 10 relevantesten Eigenschaften mittels argumentativer Diskussion auf einen Satz von acht Attributen reduziert. Diese Vorgehensweise sieht die Forscherin jedoch selber kritisch. So betont sie, dass aufgrund der signifikanten Reduktion der Anzahl der Attribute in ihrer Analyse nur ein Teilaspekt des tatsächlichen Entscheidungsverhaltens von Büromietern beleuchtet werden konnte (vgl. Ertle-Straub (2003), S. 192 ff.).

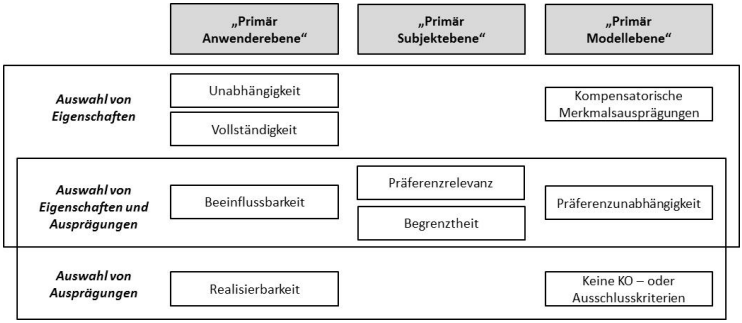


Abbildung 2.12: Anforderungen an die Auswahl von Eigenschaften und Ausprägungen bei der Conjointanalyse[208]

Die Anforderungen an den Charakter des für die Präferenzmessung von Probanden heranzuziehenden Satzes von Objekteigenschaften und Ausprägungen lassen sich wie folgt definieren:

Präferenzrelevanz: Die gewählten Attribute sollten für die Untersuchungssubjekte entscheidungsrelevant sein, d. h. eine Variation in der Ausprägung einer Eigenschaft sollte zu einer veränderten Gesamtnutzenbewertung des Beurteilungsobjekts führen.[209] Derart determinante Attribute müssen zwei Charakteristika in sich vereinen: Sie müssen wichtig, d.h. potenziell relevant für die Beurteilung des Untersuchungsgegenstandes sein, gleichzeitig aber auch dazu geeignet sein, zwischen unterschiedlichen zur Beurteilung vorliegenden Untersuchungsgegenständen zu differenzieren.[210]

[208] Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 46,

[209] Ibid, S. 47 sowie Backhaus (2011), S. 462.

[210] Vgl. Schubert (1991), S. 187 f. sowie Weiber/Mühlhaus (2009), S.47. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 47 argumentieren, dass z. B. bei der Wahl einer Flugreise das Attribut „Sicherheit“ für potenzielle Konsumenten eine hohe Wichtigkeit habe, hinsichtlich der Auswahlentscheidung des Konsumenten für potenzielle Flugangebote aber keine Bedeutung habe, da die Sicherheit vom Konsumenten ohnehin vorausgesetzt werde und sie somit kein Differenzierungsmerkmal darstelle.

Eine aus der Perspektive der Untersuchungssubjekte sachliche und sprachliche Adäquatheit der gewählten Attribute und Attributausprägungen stellt die Grundvoraussetzung für die Validität der auf diesen basierenden Analyse dar.[211]

Unabhängigkeit: Der empfundene Nutzen einer Eigenschaftsausprägung sollte nicht durch die Ausprägungen eines anderen Attributs beeinflusst werden. Liegt eine Abhängigkeit zwischen verschiedenen Merkmalen vor, so kann die Wirkung einer Merkmalsausprägung nicht mehr eindeutig einem einzelnen Merkmal zugeschrieben werden.

Kompensatorische Merkmalsbeziehungen: In realen Entscheidungssituationen wird davon ausgegangen, dass bei der Gesamtbeurteilung eines Untersuchungsgegenstandes eine kompensatorische Beziehung zwischen den Attributausprägungen des Gegenstandes besteht, indem positivere Ausprägungen des einen Attributs negativere Ausprägungen des anderen kompensieren können.

Vollständigkeit: Der Attributsatz sollte idealerweise alle für den Gegenstand relevanten Merkmale aufweisen. Die Nichtberücksichtigung von für die Entscheidungssituation relevanten Eigenschaften kann dazu führen, dass Befragte fehlende Informationen aus dem Spektrum verfügbarer Informationen ableiten, wodurch sich Entscheidungen nicht mehr eindeutig auf die genutzten Ausprägungskonstellationen zurückführen lassen.

Begrenzheit: Dem Anspruch auf Vollständigkeit des Attributs- und Ausprägungssatzes, welcher ein Maximum an relevanten Attributen und Ausprägungen erfordert, steht eine begrenzte kognitive Fähigkeit der Befragten gegenüber, was eine quantitative Begrenzung der verwendenden Attribute und Ausprägungen notwendig

[211] Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 44.

macht.[212] In Bezug auf die Obergrenze der bei der in der empirischen Untersuchung in Kapitel 6 genutzten Choice-Based Conjointananlyse zu verwendenden Merkmale herrscht in der Literatur Uneinigkeit. So vertreten Green/Srinivasan die Auffassung, dass der Attributsatz auf fünf bis sechs Merkmale zu beschränken sei[213], während Thomas bis zu 20 Attribute für vertretbar hält.[214] Weiber/Mühlhaus argumentieren, dass eine klare Empfehlung bzgl. der Merkmalsanzahl nicht gegeben werden kann, da individuelle Studienspezifika wie der Grad der persönlichen Involvierung der Studiensubjekte sowie deren Kenntnisstand einen signifikanten Einfluss haben können.[215]

Beeinflussbarkeit & Realisierbarkeit: Die genutzten Merkmale bzw. Merkmalsausprägungen sollten vom Entscheider auch in der Realität gesteuert bzw. umgesetzt werden können.[216]

Absenz von Ausschlusskriterien: Um den Anspruch der kompensatorischen Merkmalsbeziehung nicht zu verletzen, sollen keine Eigenschaften in den Merkmalssatz enthalten sein, welche dazu führen, dass Merkmalskombinationen, welche diese Eigenschaft enthalten, grundsätzlich vom Probanden nicht in Erwägung gezogen werden.[217]

Anhand einer empirischen Erhebung unter Marktteilnehmern wird in Kapitel 4 der Versuch unternommen, einen Satz von beurteilungsrelevanten Attributen und Ausprägungen für die Präferenz-

212 Ibid, S. 45 ff., sowie Backhaus (2011), S. 462 f. und Scholz (2009), S. 68.
213 Vgl. Green/Srinivasan (1978), S. 103 ff.
214 Vgl. Thomas (1983), S. 310.
215 Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 44.
216 Ibid, S. 45 ff. sowie Backhaus (2011), S. 462 f. Hier ist jedoch einschränkend anzumerken, dass nicht beeinflussbare bzw. realisierbare Attribute in dem Falle im Merkmalssatz enthalten sein sollten, falls deren Ausschluss zu einer unrealistischen Beurteilungssituation führen würde.
217 Ibid.

messung von Investoren zu definieren, welcher den o. g. Anforderungen entspricht.

2.4.3.2 Erhebungsdesign

Nachdem die beurteilungsrelevanten Eigenschaften und Eigenschaftsausprägungen definiert wurden, sind die im Rahmen der Festlegung des Erhebungsdesigns den Probanden vorzulegenden Stimuli zu konstruieren. Die Anzahl der potenziellen Stimuli ergibt sich aus der Kombination der Merkmalsausprägungen. Diese beträgt für J Attribute mit K_j Ausprägungen $S = K_1 \cdot K_2 \cdot \ldots \cdot K_j$, bzw. $S = K^j$ in dem Fall, dass alle Attribute über die gleiche Anzahl von Ausprägungen verfügen. Ein vollständiges faktorielles Design entsteht, wenn alle möglichen Kombinationen der Attributausprägungen gebildet werden. Es verfügt statistisch gesehen über optimale Schätzeigenschaften. [218]

Da die Anzahl der Stimuli sehr groß wird wenn K und/oder J groß sind, und dies die kognitiven Fähigkeiten von Probanden überfordert (bei neun Merkmalen mit je drei Ausprägungen resultieren bspw. bereits $S = 3^9 = 19.683$ Stimuli), werden in der Forschungspraxis i. d. R. orthogonal reduzierte Designs erstellt, mit denen sich Haupteffekte unabhängig voneinander und somit präzise schätzen lassen. [219]

[218] Vgl. Backhaus u. a. (2013), S. 263 f.

[219] Ibid, S. 272 f.
Ein vollständiges faktorielles Design bietet jedoch den Vorteil, dass hiermit auch Interaktionseffekte zwischen Eigenschaften bemessen werden können, was bei orthogonal reduzierten Designs nur eingeschränkt möglich ist (vgl. Scholz (2009), S. 60).
Für die Güte von faktoriellen Designs stellen Orthogonalität und Balanciertheit die relevantesten Kriterien dar. Orthogonalität bedeutet, dass Eigenschaftsausprägungen unabhängig von anderen Eigenschaftsausprägungen gewählt werden, sodass der Haupteffekt einer jeden Ausprägung unabhängig von anderen Effekten gemessen werden kann. Das Kriterium der Balancierheit erfordert, dass alle Ausprägungen eines Attributs gleich oft in den generierten Stimuli vorhanden sind (vgl. Sawtooth Software (2007), S. 356 und S. 394 sowie Backhaus u. a. (2013), S. 266 f.).

Die für diese Studie genutzte Conjoint-Software SSI Web des Marktführers Sawtooth Software Inc.[220] bietet die Möglichkeit, reduzierte sog. Randomized Designs zu generieren.[221] Mittels des Complete Enumeration – Verfahrens werden Alternativen für Choice Sets aus der Gesamtheit aller möglichen Stimuli ausgewählt, wobei gleichzeitig ein Höchstmaß an Variabilität erzielt wird, die Auswahl der Stimuli einem orthogonalen Design möglichst nahe kommt, ein minimaler Overlap innerhalb der Choice Sets besteht und somit die Alternativen innerhalb der Choice Sets möglichst stark voneinander differieren.[222]

Die Beobachtung einer maximalen Anzahl von CBC-Wahlentscheidungen pro Proband ermöglicht eine optimierte Simulation dessen Wahlverhaltens.[223] Johnson/Orme wiesen jedoch empirisch nach, dass sich die Informationsverarbeitung von Probanden bei einer zunehmenden Anzahl von Auswahlentscheidungen sukzessive verändert und schlagen daher eine maximale

[220] Das Gros der Conjoint-Verfahrensentwicklung ist auf die Firma Sawtooth Software Inc. zurückzuführen, welche sowohl die Pioniere der Entwicklung von Conjoint-Software als auch deutlicher Marktführer bei akademischen und kommerziellen Nutzungen ist. Im Softwarepaket SSI Web sind neben regulärer online-Fragebogensoftware unterschiedliche Conjoint-Verfahrensvarianten sowie Schätzalgorithmen von Conjointanalysen gebündelt (vgl. Kaltenborn u. a. (2013), S. 81).

[221] Hierbei wird für eine vom Nutzer ex ante definierte Zahl von potenziellen Probanden jeweils eine individuelle Kombination von Eigenschaftsausprägungen kreiert, wobei die Software solche Kombinationen generiert, die möglichst gute Schätzwerte für die Effekte ermöglichen. Die Zuordnung der individuellen Designs zu den Probanden geschieht nach dem Zufallsprinzip (randomized). Alternativ besteht die Möglichkeit, ex ante manuell sog. Fixed Tasks zu definieren, wodurch bei der Erhebung allen Probanden identische Kombinationen von Attributausprägungen präsentiert werden (vgl. Backhaus u. a. (2013), S. 236 f. sowie Sawtooth Software (2007), S. 410).

[222] Vgl. Sawtooth Software (2007), S. 394 f., Kaltenborn u. a. (2013), S. 87 f. und Backhaus u. a. (2013), S. 238 f. Neben der Complete Enumeration – Method existieren die sog. Shortcut Method, die Random Method und die Balanced Overlap Method, welche in der Vergangenheit aufgrund des geringeren Rechenaufwands Anwendung fanden. Aufgrund gesteigerter Rechnerleistungen findet mittlerweile das Complete Enumeration – Verfahren in der Praxis regelmäßige Anwendung.

[223] Vgl. Sawtooth Software (2007), S. 405.

Anzahl von 20 CBC-Wahlentscheidungen pro Probanden vor, um Präferenzverzerrungen zu minimieren. Backhaus u. a. vertreten die Auffassung, dass die maximale Anzahl der Choice Sets bei 12–15 liegen sollte, begründen dies allerdings nicht empirisch.[224]

Zur Ermittlung der Effizienz des generierten faktoriellen Designs erstellt SSI Web einen Test Design Report.[225]

[224] Vgl. Backhaus u. a. (2013), S. 261. Eine Diskussion der im Rahmen der Test Design Reports bemessenen Güteparameter für das in dieser Studie angewandte faktorielle Design findet sich in Anhang III.

[225] Vgl. Sawtooth Software (2007), S. 412.

2.4.3.3 Datenauswertung

Die im Rahmen von Conjointanalysen ermittelten Teilnutzenwerte entsprechen den Regressionskoeffizienten einer multiplen Regression. Diese lässt sich beschreiben als:

$$y = b_0 + b_1 x_1 + \ldots + b_m x_m + \epsilon \qquad (2.2)$$

mit

y : Ausprägung der abhängigen Variable

$x_1, x_2, ..$: Ausprägung der unabhängigen Variable

$b_1, b_2, ..$: Regressionskoeffizienten

ϵ : Fehlerterm

Formel 2: Multiple Regression [226]

Bei der Conjointanalyse stellt die abhängige Variable Y ein Nutzenurteil dar (oftmals dargestellt durch u wie utility). Die Ausprägungen der unabhängigen Variablen $x_1, \ldots, x_n$ beschreiben die Merkmale der Stimuli. Die Regressionskoeffizienten $b_1, \ldots, b_m$ stellen die Teilnutzenwerte dar, welche sich ihrerseits durch j Merkmale und k Ausprägungen, also $b_{\substack{k=1 \\ j=1}}, \ldots, b_{\substack{k=Kj \\ j=m}}$ auszeichnen. Der Gesamtnutzen entspricht der abhängigen Variablen Y, die aus den Eigenschaftsausprägungen (unabhängige Variable) $x_{\substack{k=1 \\ j=1}}, \ldots, x_{\substack{k=Kj \\ j=m}}$ erklärt wird.

[226] Vgl. Backhaus u. a. (2013) S. 189 f.

Zur Beobachtung von diskreten Auswahlentscheidungen nutzt die CBC ein sog. Choice-Modell, das darstellt, wie sich ein Proband zwischen diskreten Alternativen vor dem Hintergrund seiner Nutzenvorstellungen entscheidet. Zur Darstellung individuellen Entscheidungsverhaltens bei der Selektion von Alternativen findet i. d. R. das Multinominale Logit-Choice-Modell (MNL-Modell) Anwendung. Nach dem MNL-Modell bemisst sich für einen Probanden m eine Wahrscheinlichkeit prob für die Wahl der Alternative k unter allen Alternativen innerhalb eines Choice Sets CS wie folgt:

$$prob_r(k|k' \in CS) = \frac{e^{\beta_m * u_{mk}}}{\sum_{k \in CS} e^{\beta_m * u_{mk}}} = \frac{1}{1 + \sum_{k' \neq k \in CS} e^{-\beta_m * (u_{mk} - u_{mk'})}} \quad (2.3)$$

Formel 3: Multinominales Logit-Choice-Modell [227]

Die Auswahlwahrscheinlichkeit ergibt sich anhand der Bemessung der Differenzen der Nutzenwerte, nicht durch deren absolute Höhe. Mittels des Parameters β, welcher diese Differenzen gewichtet, passt sich das Modell flexibel an das divergente Wahlverhalten unterschiedlicher Probanden an. β ist jedoch nicht unmittelbar durch eine Regressionsanalyse identifizierbar, da bei der CBC die Skaleneinheiten der zu ermittelnden Teilnutzen- und Gesamtnutzenwerte nicht extern vorgegeben sind, sondern geschätzt werden müssen.

[227] Ibid.

Die zu ermittelnden Teilnutzenwerte werden anhand der sog. Maximum-Likelihood-Methode (ML-Methode) dahingehend geschätzt, dass sich die observierten Wahlentscheidungen eines Probanden m möglichst plausibel erklären lassen. Eine maximale Plausibilität ist dann gegeben, wenn die Wahrscheinlichkeit für die jeweilige Auswahlmöglichkeit k in einer Auswahlsituation r möglichst groß ist.[228]

Das Schätzproblem der CBC lässt sich mathematisch durch die sog. Log-Likelihood-Funktion folgendermaßen abbilden:

$$LL = \sum_{r=1}^{J} \sum_{k=1}^{K} \ln[prob_r(k)] \cdot d_{kr} \rightarrow \text{Max!}$$

mit

$$prob_r(k) = \frac{e^{u_{kr}}}{\sum_{k' \in CS_r} e^{u_{k'r}}}$$

$$u_{kr} = \sum_{j=1}^{J} \sum_{m=1}^{M_j} b_{jm} \cdot x_{jmkr}$$

(2.4)

Formel 4: Maximum-Likelihood-Methode [229]

Die Teilnutzen b_{jm} sind so zu kalkulieren, dass die Log-Likelihood LL maximal wird. Zur Ermittlung des globalen Nutzenoptimums ist es notwendig, alle Teilnutzen gleichzeitig zu adjustieren. Dies vollzieht sich durch den Einsatz iterativer Algorithmen, welche im Softwarepaket SSI Web automatisiert Anwendung finden.[230]

[228] Vgl. Backhaus u. a. (2013), S. 189 f.
[229] Ibid.
[230] Ibid, S. 194 ff.

Neben der Messung der Teilnutzen b_{jm} ermöglicht das CBC-Verfahren die Ermittlung der relativen Wichtigkeit individueller Merkmale w_j für das Entscheidungsverhalten von Probanden. Hierzu werden die Bandbreiten der Teilnutzen-Schätzparameterwerte eines Merkmals in Verhältnis zu der Summe aller Bandbreiten der Schätzparameterwerte aller Merkmale gesetzt. Die Bandbreite ist durch die Differenz zwischen dem geringsten und dem höchsten geschätzten Parameterwert je Merkmal bestimmt.

Mathematisch stellt sich dies wie folgt dar:

$$w_j = \frac{\max\{b_{jm}\} - \min\{b_{jm}\}}{\sum_{j=1}^{J}(\max\{b_{jm}\} - \min\{b_{jm}\})}$$

mit

$\max\{b_{jm}\}$: Maximaler Teilnutzenwert des Merkmals j bei Proband m,

$\min\{b_{jm}\}$: Minimaler Teilnutzenwert des Merkmals j bei Proband m

(2.5)

Formel 5: Relative Wichtigkeit

Das Attribut mit der maximalen Bandbreite verfügt über den größten Einfluss auf die Auswahlwahrscheinlichkeit des Beurteilungsobjekts. Somit wirken sich Änderungen bei dessen Merkmalsausprägungen am stärksten auf das Auswahlverhalten der Probanden aus.[231]

Da der Logarithmus einer Probabilität immer negativ ist, kann LL nur negative Werte annehmen. Eine Maximierung von LL bedeutet somit, dass man sich dem Zielwert 0 weitestmöglich annähert.

[231] Vgl. Balderjahn u. a. (2009), S. 134, Kaltenborn u. a. (2013), S.65 ff. sowie Backhaus u. a. (2013), S. 207.

Die im Rahmen der CBC-Befragung ermittelten Teilnutzenwerte und relativen Wichtigkeiten stellen zunächst lediglich eine aggregierte Schätzung für die gesamte Population der Probanden dar. Die Anwendung des sog. Hierarchical-Bayes-Verfahrens (HB) ermöglicht die Analyse von Teilnutzenwerten auf der Ebene des Individuums. Das HB-Verfahren zeigt auch für kleine Stichproben sowie heterogene und inkonsistente Antwortmuster stabile Ergebnisse. Das im Rahmen dieser Studie genutzte Zusatzmodul CBC/HB des Softwarepakets SSI Web nimmt die automatisierte Teilnutzenschätzung anhand des HB-Verfahrens auf Individualebene vor.[232]

Die anhand der empirischen Präferenzmessung auf aggregierter wie auch individueller Ebene ermittelten Präferenzurteile der Probanden dieser Studie werden in Kapitel 5 detailliert vorgestellt und diskutiert.

[232] Vgl. Kaltenborn u. a. (2013), S. 46 f., Baumgartner/Steiner (2009), S. 147 f., Balderjahn u. a. (2009), S. 135 sowie Backhaus u. a. (2013), S. 216 f. Eine detaillierte Beschreibung des hierarchisch-bayesianischen Schätzmodells findet sich bei Blüml (2014), S. 182 ff.

2.5 Zwischenfazit

In Abschnitt 2.1 wurden die im Immobilieninvestmentmarkt aktiven Investorengruppen nebst ihren potenziellen Anlagezielen und Investmentstilen sowie den sie beeinflussenden regulatorischen Restriktionen vorgestellt. Hierdurch wurde eine grundsätzliche Präsenz divergenter Präferenzmuster zwischen unterschiedlichen Investoren(-gruppen) begründet. Die Identifikation und Analyse der konkreten Ausprägungen dieser Präferenzmuster stellt eines der zentralen Forschungsziele dieser Arbeit dar (Forschungsfrage 2 bis 4).

Zudem wurden die im Rahmen des Immobilieninvestitionsprozesses relevanten Charakteristika der Aufbau- und Ablauforganisation vorgestellt. In diesem Zusammenhang wurde die Relevanz des Individuums Investmentmanager in seiner Funktion als Erfüllungsgehilfe seines Arbeitgebers herausgestellt, und der Anspruch einer weitestgehenden Verhaltens- und Zielkongruenz zwischen beiden Parteien aufgezeigt.

Eine Charakterisierung der im Rahmen von Gewerbeimmobilientransaktionen relevanten Aspekte des Immobilienmarketing, insbesondere der zielgruppenadäquaten Investorenansprache, erfolgte in Abschnitt 2.2.

In Abschnitt 2.3 wurden verhaltenswissenschaftliche Phänomene vorgestellt, welche Einfluss auf das Verhalten des Investmentmanagers im Rahmen seiner Immobilieninvestitionsentscheidung haben können. Es wurde deutlich, dass die Risikoeinschätzungen sowie das Entscheidungsverhalten von Investmentmanagern grundsätzlich sowohl durch endogene Verhaltens- und Charakterzüge und bereits existierende Erfahrungen bedingt sein kann, als auch durch exogene Informationen und Einflussfaktoren tangiert werden kann. Zudem wurde offensichtlich, dass Entscheidungsverhalten grundsätzlich situationsabhängig ist. Dies bedeutet, dass

Präferenzmuster nicht statisch sind, sondern sich vielmehr im Zuge des Zeitverlaufs, beispielsweise zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Wirtschafts- bzw. Immobilienzyklus, ändern können. Die Analyse der Zyklenabhängigkeit bzw. -resistenz von entscheidungsrelevanten Beurteilungskriterien stellt ein weiteres Forschungsziel der vorliegenden Untersuchung dar (Forschungsfrage 5). Die möglichen methodischen Vorgehensweisen zur empirischen Erhebung von Präferenzmustern von Probanden wurden in Abschnitt 2.4 diskutiert, und vor dem Hintergrund der spezifischen Forschungsanforderungen dieser Studie eine begründete Auswahl der Choise-Based Conjointanalyse zur Aufdeckung der Präferenzmuster von Investmentmanagern getroffen.

Aufgrund der intuitiven Natur von Entscheidungsprozessen liegt die Vermutung nahe, dass sich Individuen ihrer Präferenzmuster nicht vollumfänglich bewusst sind, sie diese somit nicht adäquat kommunizieren können. Eine Abweichung zwischen verbalisiertem sowie realem Entscheidungsverhalten ist demnach zu vermuten. Die Identifikation und Analyse etwaiger Divergenzen bildet ein zusätzliches Forschungsziel dieser Arbeit (Forschungsfrage 6).

Die folgenden Kapitel 3 & 4 befassen sich mit der Identifikation derjenigen entscheidungsrelevanten Merkmale bzw. Beurteilungskriterien, welche die Grundlage der Präferenzmuster von Investoren im Rahmen ihrer Immobilieninvestitionsentscheidung bilden, und die für die in Kapitel 6 vollzogene empirische Untersuchung zur Präfenzmusteridentifikation von Investoren herangezogen werden (Forschungsfrage 1). [233] Hierzu werden zunächst in Kapitel 3 die in der immobilienwirtschaftlichen Fachliteratur diskutierten potenziell investitionsrelevanten Beurteilungskriterien bei Büroimmobilieninvestitionen diskutiert, bevor anhand der in Kapitel 4

[233] Forschungsfrage 1 lautete: „Welche sind die zentralen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien eines Büroimmobilieninvestments, die potenzielle Investoren im Rahmen der Produktselektion berücksichtigen?“

vorgestellten empirischen Untersuchung die aus Investorensicht tatsächlich entscheidungsrelevanten Kriterien identifiziert werden. Durch diese Vorgehensweise soll der in den Studien von Jackson/Orr und Blüml bei der Auswahl der beurteilungsrelevanten Attribute und Ausprägungen möglicherweise präsente Forscherbias (vgl. Abschnitt 1.2) bei der Präferenzmessung von Investoren (Kapitel 5) unterbunden werden.

3 Desktop Research zu investitionsrelevanten Beurteilungskriterien

Das Spektrum potenziell investitionsrelevanter Beurteilungskriterien für Immobilieninvestitionen ist umfassend und hängt nicht nur von dem zu beurteilenden Immobilientyp, dessen Komplexität und dessen Marktumfeld ab, sondern auch von den spezifischen Präferenzen der im Markt aktiven Investoren.

Vor dem Hintergrund der breiten Vielfalt möglicher Beurteilungskriterien erfolgt daher zunächst anhand der Analyse immobilienwirtschaftlicher Fachliteratur und bis dato publizierten Studienergebnisse („Desktop Research“) eine grundsätzliche Kategorisierung dieser Kriterien (Abschnitt 0), bevor in den Abschnitten 3.2 bis 3.4 individuelle investitionsrelevante Beurteilungskriterien für Büroimmobilien vorgestellt werden. Potenzielle Interdependenzen zwischen den vorgestellten Beurteilungskriterien werden in Abschnitt 3.5 diskutiert.

3.1 Kategorisierung investitionsrelevanter Beurteilungskriterien

Eine Kategorisierung investitionsrelevanter Beurteilungskriterien findet sich sowohl in der Literatur zum Risiko-, Investment-, und Portfoliomanagement als auch zum Immobilien-Rating.

In der Fachliteratur werden unterschiedliche Instrumente zur Objektivierung von Kaufentscheidungen bei Immobilien diskutiert, welche sich einteilen lassen in solche, mittels welcher der Einfluss des weiteren bzw. unmittelbaren Umfelds auf die Wertentwicklung einer Immobilie eingeschätzt werden soll, und solche, mittels welcher die individuelle Liegenschaft und ihre spezifischen Eigenschaften analysiert werden.[234]

Das Konzept des Immobilien-Ratings bezweckt die „Bewertung der Leistungsfähigkeit einer Immobilie im Hinblick auf ihre Eignung als Investitionsobjekt (...), bei dem die Immobilie mit all ihren standort- und marktspezifischen, technischen und wirtschaftlichen Eigenschaften analysiert und bewertet wird.“[235] Mittels einer Reduktion der Vielfalt potenzieller Einflussgrößen sollen genau diejenigen Faktoren berücksichtigt werden, welche einen signifikanten Einfluss auf die Performance einer Immobilie haben.[236] Insofern ermöglichen die im Rahmen des Immobilien-Ratings entwickelten Kategorisierungen einen strukturierten und umfassenden Überblick über potenziell relevante Beurteilungsfaktoren für Immobilieninvestments im Rahmen der Produktselektion.[237]

[234] Vgl. Maier (2007), S. 200.

[235] Vgl. Schäfer/Conzen (2011), S. 490.

[236] Vgl. Beyerle (2009), S. 226 f.

[237] Einen ersten Ansatz zur systematischen Kategorisierung von Beurteilungskriterien von Immobilien nahm Bone-Winkel (1994) vor. Er unterschied zwischen solchen Kriterien, welche vom Investor nicht beeinflusst werden können – der Dimension der

Der europäische Dachverband nationaler Immobilienbewertungsorganisationen, The European Group of Valuers' Association (TEGoVA) entwickelte mittels eines internationalen Expertenkreises unterschiedlicher immobilienwirtschaftlicher Ausrichtungen das sogenannte Property and Market Rating mit dem Ziel, es als europaweit harmonisiertes Instrument für die Bemessung und den Vergleich von Chancen und Risiken von Einzelimmobilien und Immobilienportfolien zu etablieren.[238] Seit seiner Publikation stößt das Property and Market Rating in der Immobilienfinanzierungsbranche auf breite Anerkennung,[239] und wurde beispielsweise vom Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)[240] sowie dem Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) in ihren Grundzügen übernommen und durch weitere Unterkriterien weiterentwickelt.

Die im Rahmen des Property and Market Rating als beurteilungsrelevant identifizierten Faktoren werden in die als nicht vom Investor beeinflussbar geltenden Kriteriengruppen Markteigenschaften und Standorteigenschaften sowie die als beeinflussbar geltenden Kriteriengruppen Objekteigenschaften und Cashfloweigenschaften unterteilt.[241]

Obwohl sowohl in den unterschiedlichen Immobilien-Ratingmodellen die Bezeichnungen und Zuordnungen von Kriterien(-gruppen) semantisch variieren, so lässt sich zusammenfassend feststellen, dass für eine umfassende Beurteilung eines Immobilieninvestments sowohl lage- und marktbezogene als auch

sog. Marktattraktivität - und solchen, auf die der Investor grundsätzlich durch aktives unternehmerisches Handeln Einfluss nehmen kann – der Dimension der sog. relativen Wettbewerbsvorteile (vgl. Bone-Winkel (2000), S. 182 ff.).

238 Vgl. Trotz (2004), S. 16 sowie Ziesenitz (2006), S. 8.

239 Vgl. Ziesenitz (2006), S. 13.

240 Vgl. Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V. (ohne Jahresangabe).

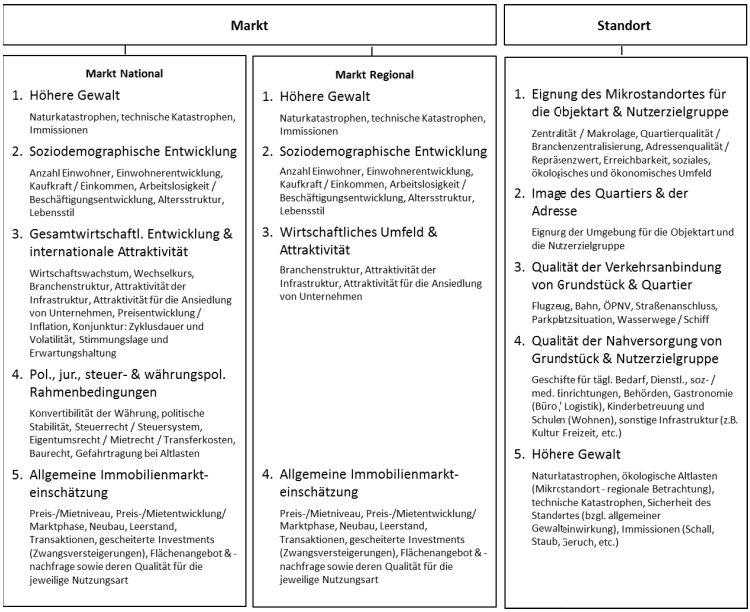
241 Vgl. Trotz (2004), S. 17.

objekt- und cashflowbezogene Kriterien berücksichtigt werden müssen. [242]

In den nachfolgenden Tabellen 3.1 und 3.2 werden die in den Rating-Modellen der TEGoVA, dem Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp), dem Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) sowie dem Leitfaden der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (gif) als beurteilungsrelevant definierten Kriteriengruppen und dazugehörigen Beurteilungskriterien dargestellt. Es wird deutlich, dass für die Beurteilung von Immobilieninvestments ein potenziell ausgesprochen umfangreiches Spektrum von Kriterien Berücksichtigung finden kann.

[242] Die Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (gif) publizierte im September 2004 den Leitfaden Immobilien-Rating, in dem als obligatorisch erachtete Kriterien für die Beurteilung einer Immobilie definiert wurden. Hierzu zählen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, die regionale Marktentwicklung, sowie objekt- und lagespezifische Faktoren (vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (September 2004), S. 18–22).
Es existieren zudem im Markt weitere Ratingmodelle, wie z. B. das Feri Immobilienobjekt Rating, das Feri Immobilienmarkt Rating, das ImmoCheck der Union Investment Real Estate AG, das vom Fraunhofer-Institut und der Universität Regensburg entwickelte System Office- Score, das in den Niederlanden entwickelte Real Estate Norm (REN), das RIWIS-Scoring der BulwienGesa, das DEGI-Immobilienstandortscoring sowie das IVG Büromarkt-Scoring. Desweiteren existieren auf internationaler Ebene diverse Ratingmodelle, welche primär auf die Beurteilung der die Immobilien haltenden Vehikel abzielen, bspw. die Ratingmodelle der Ratingagenturen wie Moody's, Fitch, DBRS und Scope. Auf diese wird im Zuge dieser Arbeit nicht weiter eingegangen.

Tabelle 3.1: Ratingkriterien der TEGoVA, VÖB, vdp und gif – Kriteriengruppen „Markt“ & „Standort“[243]



[243] Vgl. The European Group of Valuers' Association (2003), Trotz (2004), Ziesenitz (2006) und gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (September 2004).

Tabelle 3.2: Ratingkriterien der TEGoVA, VÖB, vdp und gif – Kriteriengruppe „Objekt“ & „Cashflow“[244]

Objekt	Cashflow
1. Architektur / Bauweise architektonische Gestaltung, Belichtung / Beschattung, Grundrissplanung / Funktionalität, nachhaltige Akzeptanz der Objektgestaltung, städtebauliche Einbindung des Objekts, Nutzungs- & Umfeldadäquanz der Objektausrichtung, -gestaltung, -konstruktion sowie der Baustoffe, Größe & Zuschnitt der Nutzungseinheiten, Gebäudestruktur, Flächenflexibilität, Achs- und Raummaß, Belichtungsverhältnisse, Wärmeisolierung, Deckenhöhen, zulässige Deckenlasten, Individualität am Standort 2. Ausstattung Gebäudetechnik / Sicherheitsausstattung, Informations- und Kommunikationstechnik, Innenausstattung, soziale Einrichtungen, Angemessenheit der baulichen & technischen Ausstattung für Nutzung, Lage & Markt 3. Objektzustand Alter / Baujahresklasse, Modernisierungszustand / Revitalisierung, Instandhaltungszustand, Bauwerks- & Ausstattungszustand bezogen auf den Makromarkt & den Standort, Zustand der Außenanlagen, 4. Grundstückssituation Grundstückszuschnitt / Topografie, geologische Verhältnisse, archäologische Aspekte, Bodenkontamination, Erschließung (innere und äußere), Außenanlagen, Qualität des Grundstücks bzgl. Nutzbarkeit (Ausstattung, Anbindung, Zuschnitt), Angemessenheit der Stellplätze auf, am oder nahe am Grundstück 5. Umwelteinflüsse aus dem Objekt Baumaterialien (Freiheit von Schadstoffen), Energiebilanz, Gebäudeemissionen (z.B. Wind, Blendwirkung), ökol. Nachhaltigkeit bei der Herstellung / Verwertung des Gebäudes 6. Wirtschaftlichkeit der Gebäudekonzeption Flächeneffizienz (Mietfläche nach GIF / Bruttogrundfläche), Betriebskosten (€ / qm Bruttogrundfläche), behördliche Auflagen (z.B. Baugenehmigung, Brandschutz, Denkmalschutz), Qualität der Grundrissgestaltung, Anpassungsfähigkeit der Gebäudekonzeption an geändertes Nutzerverhalten	1. Mietersituation / Nutzersituation Anzahl der Mieter, Mieterimage, Laufzeit und Struktur der Mietverträge, Qualität der Mieter-/Nutzerstruktur (Mietermix), Mieterbonität 2. Mietsteigerungspotenzial / Wertsteigerungspotenzial Mietentwicklungspotenzial, Wertentwicklungspotenzial (Veränderung des Wiederverkaufspreises) 3. Wiedervermietbarkeit / Konkurrenzsituation mittelfristige Bedarfsgerechtigkeit der Nutzflächen für Nutzergruppe, Auswirkungen der Konkurrenzsituation auf mittelfristige Vermietbarkeit / Verkäuflichkeit 4. Leerstand / Vermietungsstand Implikationen derzeitigen & zukünftigen Leerstands auf mittelfristige Cash Flow - Entwicklung, Mieterfluktuation 5. Umlagefähige & nicht umlagefähige Bewirtschaftungskosten Niveau der Bewirtschaftungkosten, Umlagefähigkeit der Bewirtschaftungskosten inkl. Betriebskosten, Objekt-Managementqualität (Facility Management) 6. Drittverwendungsfähigkeit alternative Nutzbarkeit des Objekts (objektive Drittverwendung), Nachfrage bei Beibehaltung der Nutzung (subjektive Drittverwendung)

In den folgenden Abschnitten 3.2 bis 3.4 werden verschiedene potenziell investitionsrelevante Beurteilungskriterien im Einzelnen diskutiert, wobei naturgemäß der Fokus auf denjenigen Kriterien liegt, welchen in der immobilienwirtschaftlichen Fachliteratur besondere Nennung zukommt.

[244] Ibid.

3.2 Markt- und standortbezogene Beurteilungskriterien

Die geographische Lage von Büroimmobilien innerhalb des urbanen Raums stellt eines der zentralen Merkmale für ihre wirtschaftliche Positionierung dar. Bedingt durch unterschiedliche Zentralitäten, Erreichbarkeiten und Nutzungsfunktionen bilden sich räumliche Teilsegmente heraus, welche sowohl aus Nutzer- als auch aus Investorenperspektive divergente Qualitäten aufweisen.

Bevor auf die Kriterien der Standort- und Marktbeurteilung näher eingegangen wird, erfolgt zunächst eine generelle Kennzeichnung relevanter stadträumlicher Teilsegmente sowie eine spezifische Charakterisierung geographischer Teilsegmente in den deutschen Top 5 Büromärkten.

3.2.1 Stadtgeographische Standortkategorien

3.2.1.1 Innerstädtische Zentrenkonzepte

Während sich die klassische Zentralitätsforschung mit der hierarchischen Gliederung ganzer Städte innerhalb eines Systems zentraler Orte befasste[245] und sich die Stadtstrukturforschung mit einem grundlegenden Verständnis innerstädtischer sozialräumlicher und funktionaler Gliederung auseinandersetzte[246], wurden seit den 1960er Jahren die hierarchischen Stufungen und Funktionen von Zentren innerhalb von Städten analysiert. Eine einheitliche Terminologie der verschiedenen innerstädtischen Hierarchiestufen exis-

[245] Christaller (1933) entwickelte hierzu aufbauend auf den Erkenntnissen von Thünens (1826) ein theoretisches Modell der Städtehierarchien im Raum, mit welchem er anhand ökonomischer Bestimmungsfaktoren die hierarchische Struktur der räumlichen Wirtschafts- und Siedlungsordnung zu erklären versuchte.

[246] Die relevantesten Stadtstrukturmodelle sind das Ringmodell der Stadtentwicklung von Burgess (1925), das Sektorenmodell von Hoyt (1934) sowie das Mehrkerne-Modell von Harris/Ullmann (1945).

tiert jedoch bis dato weder in der wirtschaftsgeographischen Literatur noch in der immobiliären Praxis, weshalb eine Auswahl der unterschiedlichen theoretischen Ansätze im Folgenden vorgestellt wird.[247]

Geltner/Miller unterscheiden zwischen drei Hierarchiestufen innerstädtischer Zentren: Neben dem Central Business District (CBD) übernehmen Major Activity Centers (MAC) wichtige zentralörtliche Funktionen. Hierzu zählen z. B. Flughäfen, wichtige medizinische Versorgungszentren sowie Sport- und Lehrzentren. Zudem erfüllen Neighbourhood Business Districts (NBDs) die Bedürfnisse der lokalen Bevölkerung.[248]

Paesler differenziert ähnlich wie Geltner/Miller zwischen den drei Hierarchieebenen Hauptzentrum, Subzentren sowie Nachbarschaftszentren. Zudem unterscheidet er jedoch zwischen solchen Subzentren, welche geographisch in die historische Siedlungsstruktur der Stadt eingebunden sind (integrierten Subzentren), und solchen, welche als neu entwickelte Standorte in den periphären Gebieten einer Stadt angesiedelt werden (nicht-integrierte Subzentren).[249]

Heineberg identifiziert zwei innerstädtische Hierarchieebenen: Das Stadtzentrum als geographisch zentralst gelegener Standort innerhalb einer Stadt, sowie weitere durch dominante geschäftliche Funktionen charakterisierte Nebengeschäftszentren.[250]

[247] Vgl. Heineberg (2006), S. 168. So werden u. a. die Begriffe City und Nebencities, Primärzentrum und Sekundärzentren, Hauptzentrum und Subzentren, Stadtkern, Stadtmitte, CBD, Innenstadt, etc. verwandt.

[248] Vgl. Geltner/Miller (2007), S. 93.

[249] Vgl. Paesler (2008), S. 95 und Geltner/Miller (2007), S. 93.

[250] Auch Heineberg (2006), S. 168 legt sich in diesem Zusammenhang nicht auf eine Begrifflichkeit fest. So stellt er dem Begriff Nebengeschäftszentrum die Begriffe Nebenzentrum und Subzentrum gleich.

Paesler und Heineberg befassen sich zudem mit der Struktur der City als zentralst gelegenem Raum einer Stadt. Als Charakteristika der City (engl. City Centre bzw. Downtown) identifizieren sie u. a. folgende Eigenschaften:

besonders hohe Konzentration zentraler Funktionen, damit verbunden starke Präsenz von Verwaltungs-, Behörden- und Büronutzungen, kulturellen Einrichtungen, touristischer Infrastruktur sowie Einrichtungen der Gastronomie und des Einzelhandels, agglomeriert in Hauptgeschäftsbereichen

umfangreiche Einpendler- und Einkaufsströme und damit verbunden hohe Dichten des öffentlichen Personennahverkehrs, des Fußgänger-, Fahrrad- und motorisierten Individualverkehrs, hohe Arbeitsplatzdichte und Überwiegen der Tages- über die Nachtbevölkerung

hohe Bebauungsdichte, bedingt durch hohe Boden- und Mietpreise; damit verbunden geringer Anteil des verarbeitenden Gewerbes.[251]

Der Standortraum City lässt sich grundsätzlich in weitere funktionale Teilräume gliedern, welche je nach historischer, ökonomischer und topographischer Prägung der individuellen Stadtstruktur unterschiedlich ausgeprägt sein können:

Der City-Kern stellt den inneren Teil der City dar, in welchem Einrichtungen des Hauptgeschäftszentrums in besonders starker Verdichtung repräsentiert sind.[252] Der den Kern umgebende City-

[251] In den USA wurde zur innerstädtischen Abgrenzung des Central Business District die Systematik des CBD-Höhenindexes sowie des CBD- Intensitätsindexes entwickelt. Diese Abgrenzungsmethodik lässt sich jedoch auf Stadtstrukturen außerhalb der USA aufgrund ihres teilweise historisch und kulturell bedingt divergenten baulichen Erscheinungsbildes nicht übertragen (vgl. Heineberg (2006), S. 172).

[252] Heineberg (2006), S. 172 f., weist darauf hin, dass neben dem City-Kern, den er auch als Wirtschaftscity bezeichnet, in einigen Großstädten weitere funktionale Agglome-

Mantel ist durch eine weniger starke Verdichtung gekennzeichnet. Es findet eine zunehmende Durchmischung mit anderen Funktionen statt. Der City-Rand stellt die Zone des Übergangs zu den an die City angrenzenden innerstädtischen Teilräumen dar. Der Anteil der Wohnnutzung ist prinzipiell höher als im City-Kern, wobei jedoch in manchen Städten aufgrund einer Expansion der City im City-Rand Nutzungsänderungen vollzogen werden.[253] Neben den geographisch zentral gelegenen Citybereichen existieren als weitere Standorte dominanter geschäftlicher Funktionen Nebengeschäftszentren, welche primär in Folge der Auslagerung besonders flächenbeanspruchender Funktionsbereiche in dezentral bzw. periphär gelegene Entlastungsstandorte entstanden.[254]

Neben der o. g. Kategorisierung aus stadtgeographischem Blickwinkel führte die Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (gif) aus immobilienwirtschaftlicher Perspektive eine Sytematisierung von Standortkategorien durch, wobei sie zwischen den Kategorien City, Cityrand, übriges Stadtgebiet und Umland unterscheidet.[255]

Dziomba u. a. befassten sich speziell mit den für den Büroimmobilienmarkt relevanten städtischen Standortkategorien und differenzieren zwischen City, City-Rand, Peripherie und dezentral liegenden Bürozentren.[256] Der Teilraum City-Mantel wird nicht als eigenständige Standortkategorie berücksichtigt.

rationen im Stadtzentrum vertreten sein können, so z. B. Regierungs- und Universitätscity wie in Wien und München.

253 Vgl. Heineberg (2006), S. 172 f. und Paesler (2008), S. 96 f.

254 Vgl. Heineberg (2006), S. 187.

255 Vgl. Isenhöfer u. a. (2008), S. 435.
Ertle-Straub (2003), S. 26 f., stellt fest, dass Lagebezeichnungen in der Praxis jedoch durchaus divergieren können. So sind z. B. die üblichen Lagebezeichnungen im Marktgebiet Stuttgart als City-Kern, City-Rand, Stadtteillage und Peripherie definiert.

256 Vgl. Dziomba u. a. (2007), S. 31.

Die für jede städtische Standortkategorie typische Charakterisierung, sowie entsprechende Beispiele aus den Top 5 Büromärkten in Deutschland, sind untenstehend in Tabelle 3.3 dargestellt:

Tabelle 3.3: Standortkategorien auf dem Büroimmobilienmarkt [257]

Kategorie	Charakterisierung	Beispiele
City	1a-Lage, in der die Spitzenmiete erzielt wird; repräsentative Objekte, renommierte Adressen, namhafte Nutzer, (sehr) gute verkehrliche Erreichbarkeit	Bankenlage in Frankfurt am Main; Gendarmenmarkt, Potsdamer Platz und Friedrichstraße in Berlin
	1b-Lagen direkt am Rand der 1a-Lagen, noch zentral in der Innenstadt	Westend in Frankfurt am Main; Alsterlagen in Hamburg; Bogenhausen in München
City-Rand	Nahe zu 1a- und 1b-Lagen, am Rand des inneren Stadtgebiets, oft in Gemengelage mit Gewerbe und wohnen	Kennedydamm in Düsseldorf, München-Schwabing; City Süd in Hamburg; Hanauer Landstraße in Frankfurt am Main
Peripherie	Sonstige, oft außerhalb des Stadtgebiets liegende Bürostandorte	Unterföhring bei München, Eschborn bei Frankfurt am Main
Sonderfall: Bürozentren	Dezentrale, vorwiegend noch im Stadtgebiet befindliche Bürostandorte an Ausfallstraßen oder Subzentren	City Nord in Hamburg; Niederrad in Frankfurt am Main; Arabellapark in München

3.2.1.2 Räumliche Differenzierung von Bürostandorten in deutschen Städten

Anders als in den zentraler strukturierten Märkten wie z. B. Großbritannien und Frankreich, wo ein substanzieller Anteil ökonomischer Aktivität in den Hauptstädten London und Paris stattfindet, nehmen in Deutschland aufgrund der föderalen Struktur des Landes unterschiedliche Städte spezifische wirtschaftliche und politische Funktionen innerhalb des Städtesystems ein.[258]

Diese unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen und Marktcharakteristika bedingen, dass Städte divergent durch ökonomische Entwicklungen beeinflusst werden. Bezogen auf die Nachfrage nach Büroflächen bedeutet dies, dass sich diese heterogen in den unterschiedlichen Städten entwickelt, abhängig von der Wirtschaftsstruktur der individuellen Stadt und den Bedürfnissen der unter-

[257] Idid.

[258] Vgl. Kempf (2008), S. 107 ff. und Beidatsch (2006), S. 62 f.

schiedlichen Nachfrager von Büroflächen innerhalb des Agglomerationsraums.[259]

Zudem unterscheiden sich Städte historisch bedingt in ihrer geographischen Struktur, was einer Generalisierung von typischen Bürostandortstrukturen in Deutschlands Städten ebenfalls im Wege steht. So reicht das Spektrum räumlicher Bürostandortstrukturen von historisch eher monozentrisch strukturierten Büromärkten wie z. B. München bis hin zu eher polyzentrisch strukturierten Büromärkten wie z. B. Düsseldorf.[260]

Die räumliche Ansiedlung von Bürostandorten innerhalb von Stadtgebieten wird seitens der Kommunen durch die Gestaltung des Planungsrechts beeinflusst. Neben der Berücksichtigung historischer Traditionen und ihres jeweiligen politischen Auftrags reagieren Kommunen hiermit auf die sich über Zeit ändernden Bedürfnisse in ihrem individuellen wirtschaftlichen Umfeld. Während manche Kommunen bevorzugen, Standorte von Büroimmobilien zu bündeln, präferieren andere, Büroimmobilien möglichst geographisch zu zerstreuen, um negative Externalitäten wie z. B. eine hohe Verkehrs- und Personendichte zu verhindern. Durch die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung von Städten wird sich die planungsrechtlich beeinflusste geographische Ansiedlung

[259] Vgl. Kempf (2008), S. 117.

[260] Vgl. Kempf (2008), S. 107 ff. Während München, Düsseldorf, Hamburg und Frankfurt ihre hochwertigsten Bürolagen im Stadtzentrum haben, so gibt es in Berlin historisch bedingt zwei zentrale Lagen, die diese Funktion erfüllen. Neben diesen hochwertigsten Zentrenlagen verfügen alle Städte zu divergierenden Graden über weitere relevante Büroagglomerationen. Während Düsseldorf über eine Vielzahl von dezentralen Büroclustern verfügt – teilweise auch abseits der Stadtgrenzen -, weisen auch Frankfurt und Berlin teilweise stark geographisch verstreute Büroagglomerationen auf. In München und Hamburg ist eine umfangreiche Entwicklung von Büroflächen abseits der Stadtzentren erst in jüngerer Vergangenheit zu verzeichnen, weshalb dort die geographische Zerstreuung der Büromärkte noch nicht vergleichbar stark ausgeprägt ist.

von Bürostandorten in Städten auch in Zukunft divergent entwickeln.[261]

3.2.2 Kriterien der Standort- und Marktbeurteilung

3.2.2.1 Definition des Begriffs „Standort"

Der Begriff „Standort" charakterisiert in der Standorttheorie einen geographischen Ort, welcher über spezifische Eigenschaften verfügt, und an welchem ein Wirtschaftsbetrieb seine Tätigkeit ausübt. Diejenigen Faktoren, die sich aus den örtlich vorgegebenen Bedingungen ergeben und zudem maßgeblich für die Standortwahl des Wirtschaftsbetriebes sind, werden als „Standortfaktoren" bezeichnet.[262]

Im immobilienwirtschaftlichen Kontext ist zwischen den Begriffen „Standort" und „Lage" zu unterscheiden. Während der „Standort" einen konkreten geographischen Ort definiert, so ist der Begriff „Lage" aus Sicht der jeweiligen Nutzerperspektive rein qualitativ zu interpretieren. So bemisst sich der Erfolg eines Bürostandortes nach dessen Attraktivität für die spezifischen Nutzer der Büroflächen. Im Zuge der Ballung spezifischer Nutzer(-gruppen) an einem Standort gewinnt dieser ein individuelles Image. Dies führt zur Bildung einer „Lage", wobei die Einschätzung der Qualität der Lage je nach Perspektive des Marktteilnehmers durchaus unterschiedlich eingeschätzt werden kann.[263]

[261] Vgl. Haight/Singer (2004), S. 384 f.
[262] Vgl. Lifka (2005), S. 59.
[263] Vgl. Dziomba u. a. (2007), S. 31 und Hennig u. a. (2009), S. 2.

3.2.2.2 Abgrenzung der geographischen Beobachtungsebenen

In Hinblick auf die räumliche Bezugsbasis bei der Analyse von Standorten wird in der immobilienwirtschaftlichen Literatur generell differenziert zwischen der Ebene des Makrostandorts und des Mikrostandorts, wobei ersterer den großräumlichen Kontext charakterisiert, innerhalb dessen wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Entwicklungen wertbildenden Einfluss auf eine Liegenschaft haben.[264]

Der Mikrostandort wird durch die unmittelbarere Umgebung des Standortes einer Immobilie charakterisiert, und steht als Bestandteil übergeordneter Nutzungsstrukturen in Beziehung zum Makrostandort.[265]

Die Granularität der geographischen Dimension des Makro- und Mikrostandortes wird aus Nutzer-/Investorensicht durch die Art, die Größe und das Nutzungspotenzial einer Immobilie bestimmt. So kann sich die geographische Dimension des Mikrostandorts – je nach der Natur der individuellen Immobilie – auf das unmittelbare Umfeld des Objekts, den Stadtteil oder einen gesamten Teilraum einer Stadt mit ähnlichen Merkmalen beziehen.[266]

Auch spielt die Perspektive des Nutzers/Investors in diesem Zusammenhang eine Rolle: Die geographische Dimension des Makrostandortes kann bei internationalen Investitionsentscheidungen der Ebene der Volkswirtschaft entsprechen, während sich dies bei

[264] Vgl. Harmsen (2008), S. 93, Dziomba u. a. (2007), S. 12, Maier (2007), S. 197 ff., Hennig u. a. (2009), S. 2, Petersen/Radtke (2011), S. 500 f., Isenhöfer u. a. (2008), S. 416, Väth/Hoberg (2005), S. 87, Muncke u. a. (2008), S. 147 sowie Gondring (2013), S. 260 f.
Heineberg (2006), S. 182, identifiziert als geographische Ebene zwischen der Ebene des Makrostandorts und des Mikrostandorts zusätzlich den Mesostandort.

[265] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 364, Isenhöfer u. a. (2008), S. 416 sowie Gondring (2013), S. 261.

[266] Vgl. Isenhöfer u. a. (2008), S. 416 und Väth/Hoberg (2005), S. 364.

nationalen Entscheidungen auf die regionale Ebene, sowie bei regionalen Entscheidungen auf noch kleinere räumliche Ebenen beziehen kann.[267]

Die offensichtlichen Limitationen der räumlichen Abgrenzung in Makro- und Mikroebene umging Harmsen, indem er vier jeweils einander übergeordnete geographische Ebenen definierte: Die Länderebene, die Stadt-/Agglomerationsraumebene, die Stadtteilebene und die der (unmittelbaren) Umgebung.[268] Diese Art der Differenzierung der geographischen Standortebenen hat sich bislang jedoch nicht in der immobilienwirtschaftlichen Literatur durchgesetzt.

3.2.2.3 Harte und weiche Standortfaktoren

Standortfaktoren lassen sich differenzieren in harte (physische) Faktoren sowie weiche (sozioökonomische und psychologische) Faktoren,[269] wobei beide Faktorentypen sowohl auf der Ebene des Makro- als auch auf der des Mikrostandorts anzutreffen sind.[270] Während sich harte Faktoren in der Regel quantifizieren lassen, erfolgt die Bewertung weicher Faktoren aufgrund ihrer subjektiven Beurteilungskomponente in der Regel auf qualitativer Basis.

3.2.2.4 Beurteilungsrelevante Standortfaktoren

Der Investitionserfolg einer Immobilie wird primär durch die Nachfrage nach Mietflächen bestimmt. Somit ist es notwendig, die aus der Perspektive der Flächennachfrager relevanten quantitati-

[267] Vgl. Lifka (2005), S. 64. Maier (2007), S. 197, weist darauf hin, dass der Aktionsradius von potenziellen Investoren für eine Immobilie vom lokal orientieren bis hin zur international ausgerichteten Anleger reichen kann.

[268] Vgl. Harmsen (2008), S. 115–126.

[269] Vgl. Dziomba u. a. (2007), S. 12 .

[270] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 364 ff., Isenhöfer u. a. (2008), S. 420 ff. sowie Muncke u. a. (2008), S. 189.

ven und qualitativen Faktoren für eine Standortentscheidung zu identifizieren.[271]

Die in der Literatur ausgewiesenen Standortfaktoren divergieren je nach Autor sowohl in ihrem Spektrum, in ihrem Detaillierungsgrad wie auch in ihren spezifischen Bezeichnungen stark, weshalb in dieser Arbeit auf eine Diskussion des gesamten Spektrums unterschiedlicher Standpunkte verzichtet werden muss.[272]

Eine prägnante Zusammenfassung von beurteilungsrelevanten Standortfaktoren auf der Ebene des Makrostandorts gelang Blüml (2014). Er identifizierte als zentrale Indikatoren für die aktuelle und zukünftige Flächennachfrage von Unternehmen und Haushalten am Makrostandort ökonomische und sozio-demographische Eigenschaften, die Infrastruktur des Standortes und sowie zusätzlich dessen weiche Standortfaktoren.[273]

Die Wirtschaftskraft des Standortes stellt mittels der Nachfrage nach Dienstleistungen, Arbeitskräften, Investitionsgütern und Konsumgütern den wichtigsten Faktor für die Nachfrage nach Büroflächen dar. Der Grad der Diversifikation der Wirtschaftstruk-

[271] Vgl. Harmsen (2008), S. 88.

[272] Eine besonders umfassende Diskussion von beurteilungsrelevanten Standortfaktoren findet sich bei Kurzrock (2007), S. 65 ff., wobei er die Einflussgrößen der ökonomischen Basis, der Politik, der Produktionsfaktoren und weichen Faktoren auf die Flächennachfrage sowie die Mechanismen des Flächen- und Investmentmarktes auf der Ebene des Makrostandorts erläutert. Dziomba u. a. (2007), S. 13 & 32 erstellten eine detaillierte graphische Übersicht aller aus ihrer Perspektive potenziell beurteilungsrelevanten Standortfaktoren auf Makro- und Mikrostandortebene. Beidatsch (2006), S. 72 ff. diskutierte eine Vielzahl von Einflussfaktoren auf der Makrostandortebene, welche die Performance einer Immobilie direkt und indirekt beeinflussen. Isenhöfer u. a. (2008), S. 420 ff. und Väth/Hoberg (2005), S. 88 f. unterscheiden auf der Ebene des Makrostandortes zwischen 13 harten und weichen Faktoren und auf der Ebene des Mikrostandorts zwischen 15 harten und weichen Faktoren. Maier (2007), S. 197 f. identifiziert 13 beurteilungsrelevante Kriterien auf der Makro- und 9 relevante Kriterien auf der Mikroebene. Petersen/Radtke (2011), S. 500 f. eruierten 7 Faktoren auf der Makroebene und 5 Faktoren auf der Mikroebene.

[273] Vgl. Blüml (2014), S. 86 ff.

tur stellt ein Indiz für die konjunkturelle Volatilität des Standortes dar. Die soziodemographischen Faktoren stellen einen Indikator für den Konsum und die Arbeitsleistung am Standort dar, während die Qualität der Infrastruktur die Güte der räumlichen Anbindung des Standorts an sein Umfeld bezeichnet. Weiche Standortfaktoren, wie das Image und die Lebensqualität eines Standortes, beeinflussen ihrerseits die Ansiedlung von Haushalten und Unternehmen.

Auf der Ebene des Mikrostandorts identifizierte Blüml (2014) als zentrale Standortqualitätskriterien dessen infrastrukturelle Erschließung, die Präsenz externer Effekte sowie weiche Standortfaktoren.

Die infrastrukturelle Erschließung eines Standortes umfasst dessen verkehrliche und technische Infrastruktur, welche die räumliche Beförderung von Personen, Gütern, Daten und Dienstleistungen zwischen der Immobilie und ihrem Umfeld ermöglicht. Externe Effekte ergeben sich aus Handlungen Dritter, welche Einfluss auf den Mikrostandort haben, die aber nicht vom Eigentümer des Objekts beeinflusst werden können. Hierzu gehören vor- oder nachteilige Agglomerationseffekte, wie auch verschiedene Formen der Immissionen. Zu den weichen Mikrostandortfaktoren zählt das Image des Standorts, welches sich über die Aufenthalts- und Bebauungsqualität und Nutzerstruktur am Standort definiert. [274]

Dziomba u. a. entwickelten eine Systematik, mittels welcher sie eine Vielzahl potenziell beurteilungsrelevanter Standortfaktoren auf Makro- und Mikrostandortebene den Kategorien geographische Lage/ Grundstücksstruktur, Verkehrsstruktur, Wirtschaftstruktur/ Umfeldnutzungen, soziodemographische Struktur sowie Image/ Investitionsklima zuordneten. Obwohl systematisch und begrifflich abweichend von Blümls Kategorisierung, so finden

[274] Ibid, S. 107 f.

die von Blüml identifizierten beurteilungsrelevanten Kriterien der Standortqualität grundsätzlich auch dort ihre Entsprechung (vgl. Abbildung 3.1).

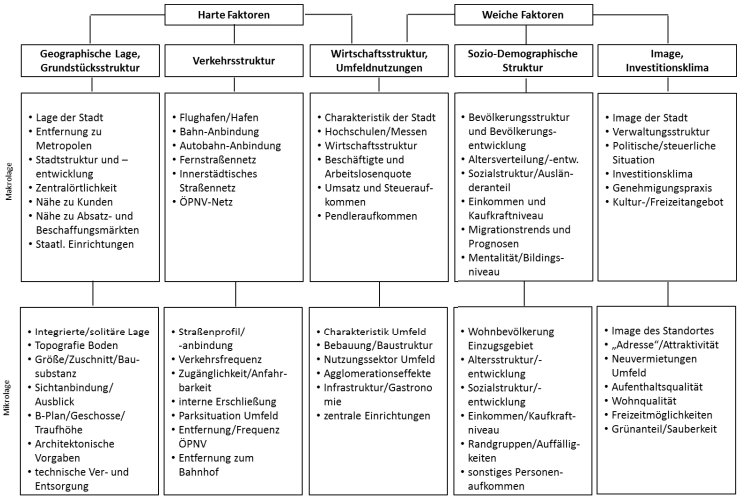


Abbildung 3.1: Harte und weiche Makro- und Mikrostandortfaktoren für Büroimmobilien [275]

Die obige Darstellung illustriert die große Spannbreite potenziell relevanter Standortfaktoren. Die Wichtigkeit der Standortfaktoren variiert je nach Branche, Betriebsstruktur und –organisation. Im Zeitablauf können sich die Standortpräferenzen zudem aufgrund wirtschaftlicher, sozialer, technischer sowie politischer Rahmenbedingungen und Moden ändern.[276]

[275] Eigene Darstellung in Anlehnung an Dziomba u. a. (2007), S. 13 & 32.
[276] Vgl. Lifka (2005), S. 62 und Dziomba u. a. (2007), S. 32.

3.2.2.5 Standortanforderungen bei Büroimmobilien

Der wirtschaftliche Wert einer Immobilie ergibt sich aus deren Nutzbarkeit. Insofern richtet sich die Auswahl der zu beurteilenden Faktoren nach der Natur der Immobilie und den Anforderungen ihrer Nutzerzielgruppe.[277]

Büroimmobilien werden als Betriebsstätten- und standorte von Unternehmen aus den unterschiedlichsten Branchen, mit verschiedensten Betriebs- und Organisationsstrukturen genutzt. Hieraus ergeben sich bezüglich des Standortwahlverhaltens der verschiedenen Akteure stark divergierende Ansprüche an die Standorteigenschaften auf Makro- und Mikrostandortebene.[278]

Trotz heterogen ausgeprägter Standortanforderungen lassen sich dennoch einige Faktoren identifizieren, welche für das Gros der Büronutzer von Relevanz sind. So suchen miteinander funktional verpflochtene Nutzer von Büroflächen in der Regel eine räumliche Nähe zueinander, da ihnen dies ermöglicht, Effizienzvorteile zu generieren.[279] Zudem ist eine gute verkehrliche Erschließung der Immobilie für alle Nutzergruppen eine Grundvoraussetzung, wobei die Ansprüche an die spezifische Art der verkehrlichen Erschließung für den Personen– sowie Gütertransport bei unterschiedlichen Nutzungen variieren.[280]

Die Art der Nutzergruppe entscheidet auch, ob ein zentraler oder dezentraler Bürostandort bevorzugt wird. So bevorzugen hochrangige, kontakt- und kundenfrequenzintensive Büronutzer repräsentative, zentrale Lagen mit guter infrastruktureller Anbindung. Hierzu gehören z. B. Verwaltungen oder Geschäftsstellen finanzwirtschaftlicher Institutionen, Beratungsunternehmen und Rechtsanwaltskanzleien.

277 Vgl. Ertle-Straub (2003), S. 110 und Dziomba u. a. (2007), S. 31.
278 Vgl. Lifka (2005), S. 62.
279 Vgl. Harmsen (2008), S. 105.
280 Vgl. Muncke u. a. (2008), S. 190 sowie Petersen/Radtke (2011), S. 504.

Stark flächenbeanspruchende Bürofunktionen, für welche Kundenbezug bzw. Agglomerationseffekte von geringerer Relevanz sind, wie z. B. Back Office- und dezentrale Verwaltungsbereiche, siedeln sich in kostengünstigeren City-Randlagen oder gar periphären, aber verkehrlich gut angebundenen Lagen an, während sich z. B. Büronutzer aus den Creative Industries bevorzugt in urbaner, teilweise unkonventioneller Lage ansiedeln.[281]

Die o. g. Standortanforderungen und –präferenzen von Büronutzern können nur eine Momentaufnahme darstellen, da sie aufgrund von gesellschaftlichem und technischem Fortschritt sowie Wertewandel einer ständigen Veränderung unterliegen. Auch vollziehen unterschiedliche Branchen nicht nur zyklische sondern auch langfristige Wachstums- bzw. Schrumpfungsprozesse, sodass deren Flächennachfrage in Büromärkten im Laufe der Zeit dynamisch verlaufen kann.[282]

3.3 Objektbezogene Beurteilungskriterien

Während bei der Beurteilung der Standorteigenschaften der Einfluss des unmittelbaren und weiteren Umfelds auf die Performance der Liegenschaft analysiert wird, stehen bei der Objektanalyse die physischen Eigenschaften der individuellen Immobilie im Zentrum der Betrachtung.

[281] Vgl. Harmsen (2008), S. 104 f., Dziomba u. a. (2007), S. 32, Schätzl (2002), S. 46 sowie Petersen/Radtke (2011), S. 504.

[282] So ermöglichte z. B. erst die Verbreitung moderner Informations- und Kommunikationsinfrastruktur die räumliche Auslagerung von Back Office- Bereichen in dezentrale Lagen. Die Umnutzung historischer Produktions- und Lagerflächen in Büroraum wurde sowohl durch technischen Fortschritt als auch durch das Wachstum neuer Branchen ermöglicht. So fragten die wachsenden Bereiche der New Economy und der Kreativindustrie aufgrund ihrer speziellen Ansprüche an Arbeitskonzepte und -stätten zuvor für andere Nutzergruppen als wenig attraktiv geltende Flächen nach. Dies brachte die Nutzung derartiger Flächen auch für andere Nutzergruppen in Mode.

Von entscheidender Bedeutung für die Analyse der Objektqualität sind z. B. die baulichen und technischen Eigenschaften wie die Qualität der Bausubstanz und der Gebäudetechnik, die Qualität des Ausbaus, der Gebäudeausstattung und des Zustands des Objekts, die Wirtschaftlichkeit und Flexibilität der internen Konfiguration sowie das optische Erscheinungsbild der Immobilie, welches sich in ihrer architektonischen Qualität ausdrückt. [283] Diese Eigenschaften sind im Laufe des Lebenszyklus einer Immobilie einem ständigen Veränderungsprozess unterworfen.[284] Die Qualität der Immobilie wird zudem durch die spezifische Beschaffenheit, Nutzbarkeit und Anbindung des Grundstücks an sein unmittelbares Umfeld beeinflusst,[285] und die Nutzbarkeit der Immobilie durch bebauungs- und nutzungsrechtliche Gegebenheiten reguliert.[286] In diesem Zusammenhang sind die im Rahmen der Nachhaltigkeitsthematik zunehmend verschärften Rahmenbedingungen von Relevanz.[287]

Nachfolgend werden die in der immobilienwirtschaftlichen Literatur als für die Objektbeurteilung relevant erachteten Beurteilungskriterien vorgestellt.

283 Vgl. Maier (2007), S. 200, Isenhöfer u. a. (2008), S. 395, Väth/Hoberg (2005), S. 376 ff., Trotz (2004), S. 51, Baum (1993) sowie Holoch u. a. (2002), S. 572–576.

284 Vgl. Wernecke/Rottke (2006), S. 212 f.

285 Vgl. Trotz (2004), S. 77 und Maier (2007), S. 200.

286 Vgl. Maier (2007), S. 201.
So kann die Art und das Maß der Nutzbarkeit einer Immobilie durch öffentlich-rechtliche (z. B. planungsrechtliche und baulastenrechtliche) bzw. grundbuchrechtliche Regelungen eingeschränkt sein.

287 Vgl. Bienert/Braun (2011), S. 413 f.

3.3.1 Lebenszyklus & Gebäudealterung

Als Lebenszyklus einer Immobilie wird die zeitliche Abfolge von der Fertigstellung eines Gebäudes über dessen Nutzungsphase bis zu ihrem Abriss bezeichnet.[288]

Rottke/Wernecke unterscheiden zwischen zwei Dimensionen des Lebenszyklus einer Immobilie, welche in gegenseitiger Abhängigkeit zueinander stehen und die Lebensdauer der Immobilie beeinflussen. Während eine Immobilie in ihrer technischen Dimension unterschiedliche Formen der physischen Alterung erfährt, so wird die Immobilie in der wirtschaftlichen (markt- und finanzwirtschaftlichen) Dimension durch externe, sozio-ökonomische Faktoren beeinflusst.

Die physische Alterung in Form von Abnutzung, Ermüdung und Beschädigung lässt sich durch Instandsetzungen bzw. Modernisierungen verlangsamen, bzw. aufheben oder sogar überkompensieren, wodurch eine wiederholte Verlängerung der technischen Lebensdauer eines Gebäudes erreicht werden kann.

[288] Aus der Perspektive eines in Bestandsimmobilien investeerenden Immobilieninvestors beginnt die Lebenszyklusbetrachtung in der Regel mit dem Zeitpunkt des Erwerbs der Immobilie und endet mit deren Verkauf. Die Fokussierung des Investmenthorizonts auf bestimmte Teile des Lebenszyklus ergibt sich aus dem spezifischen Geschäftsmodell des Investors (vgl. Abschnitt 2.1.1).

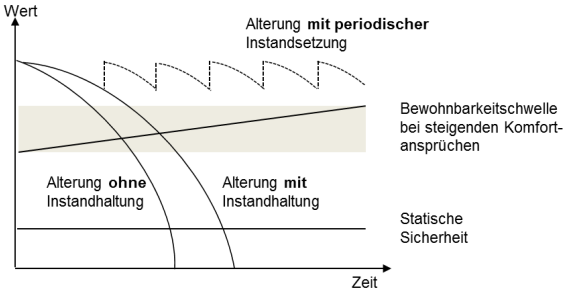


Abbildung 3.2: Wertentwicklung einer Immobilie über die Zeit[289]

Das Ende der technischen Lebensdauer ist an dem Punkt erreicht, an welchem die Immobilie selbst durch Sanierung der Bausubstanz ihre bestimmungsgemäße Funktion nicht mehr erfüllen kann,[290] d. h. eine Überalterung nicht mehr geheilt werden kann.

In der wirtschaftlichen Dimension wird die Immobilie durch den sich im Zeitablauf vollziehenden Wandel ihres Umfelds beeinflusst. So verändern sich nicht nur die Nutzeranforderungen durch sukzessiven Werte- und Strukturwandel, sondern auch die Nachfrage nach Flächen infolge wirtschaftlicher Zyklizität und langfristiger Veränderungsprozesse. Zudem können im Laufe der Zeit Veränderungen der immobiliären Wettbewerbsverhältnisse am Standort auftreten, oder eine Veränderung der Standortqualität die Nutzbarkeit der Immobilie beeinflussen.[291] So kann bedingt durch diese externen Einflüsse ein Zustand eintreten, in welchem eine Revitalisierung der Immobilie durch Instandsetzungs- oder Modernisierungsmaßnahmen aus wirtschaftlicher Perspektive nicht

[289] Vgl. Weber (2011), zitiert in Hochrein (2011), S. 21.

[290] Vgl. Wernecke/Rottke (2006), S. 212 f.

[291] Ibid, sowie Heibel/Riegel (2009), S. 277 ff.
Derartige Einflüsse müssen nicht zwangsläufig verkürzend auf den Lebenszyklus der Immobilie wirken. So sind wie zuvor beschrieben auch gegenteilige Einfüsse externer Faktoren möglich, wie Moden oder technologische Entwicklungen.

mehr sinnvoll ist. Das Ende der wirtschaftlichen Lebensdauer der Immobilie ist erreicht, wenn das Grundstück – unter Berücksichtigung von Abriss- und Neubaukosten – bei einer Alternativnutzung eine höhere Rentabilität erbringen würde.[292]

Baum differenziert statt zwischen technischer und wirtschaftlicher Überalterung zwischen vier Formen der Überalterung, die als ästhetische, funktionale, legale und soziale Überalterung definiert werden. Während ästhetische Überalterung durch ein architektonisches Erscheinungsbild hervorgerufen wird, welches nicht mehr den aktuellen Nutzeranforderungen entspricht, ergibt sich eine funktionale Überalterung durch veränderte Nutzeranforderungen im Rahmen technischen Fortschritts. Als untergeordnete Formen der funktionalen Überalterung sind die legale und die soziale Überalterung zu sehen, wobei bei der legalen Überalterung der Standard des Gebäudes nicht mehr den gegenwärtigen gesetzlichen Rahmenbedingungen entspricht, während bei der sozialen Überalterung sich die Nutzeranforderungen an den technischen und funktionalen Zustand des Arbeitsumfelds dahingehend verändert haben, dass das Gebäude nicht mehr den aktuellen Anforderungen gerecht wird.[293]

[292] Vgl. Wernecke/Rottke (2006), S. 212 f.
[293] Vgl. Baum (1994), S. 31 ff. und Bottom u. a. (1997), S. 195 ff.

3.3.2 Objektqualität

Baum unterscheidet zwischen drei grundsätzlichen Determinanten der Objektqualität: Dem äußeren Erscheinungsbild einer Immobilie, welches zusammen mit dem Eingangsbereich und den Gemeinschaftsflächen einen visuellen und psychologischen Eindruck vermittelt, der inneren Gebäudeausstattung, welche die technische, räumliche sowie gestalterische Konzeption innerhalb des Gebäudes beschreibt, sowie die Konfiguration des Gebäudes, welche dessen vertikale und horizontale Struktur und Aufteilbarkeit kennzeichnet.[294]

Weeber/Bosch ordnen dem Begriff Objektqualität vier Merkmalsgruppen zu: Die Qualität der Bautechnik, die Entwurfsqualität, die Nutzungsqualität sowie die technischen Qualitäten bis hin zu Unterhaltung und Betrieb des Gebäudes.[295]

Die von Baum gewählten Begrifflichkeiten wurden für die folgende Diskussion von investitionsrelevanten Beurteilungskriterien der Objektqualität nicht übernommen, sondern stattdessen in Anlehnung an die von Weeber/Bosch definierten Komponenten der Objektqualität in die Themengebiete Qualität der Bausubstanz, Qualität der Architektur, Qualität der Gebäudeausstattung, Flexibilität & Drittverwendungsfähigkeit und Effizienz aufgeteilt. Aufgrund der zunehmenden Wichtigkeit der Nachhaltigkeitsthematik wird auch diese als ebenfalls potenziell entscheidungsrelevantes Beurteilungskriterium für die Bemessung der Objektqualität diskutiert.

3.3.2.1 Qualität der Bausubstanz

Die Qualität der Bausubstanz einer Immobilie ist zentraler Einflussfaktor für Grad und Geschwindigkeit ihrer physischen Abnutzung. Sie bezieht sich neben einer mängelfreien und fachgerechten

[294] Vgl. Baum (1993), S. 541 ff.
[295] Vgl. Weeber/Bosch (2003), S. 1.

Bauweise auch auf die Widerstandsfähigkeit der im Bauwerk verbauten Materialien gegen physische Abnutzung und Alterung.[296]

Bei der Gebäudestruktur wird zwischen Primärstruktur (Rohbau) und Sekundärstruktur (Gebäudeausbauten) unterschieden. Während beide Strukturen von ihrer Substanz qualitativ hochwertig und langlebig konzipiert sein sollten, so sollte die Primärstruktur idealerweise mehrere Nutzungsänderungen und Revitalisierungszyklen überdauern. Bei der Sekundärstruktur kann es aufgrund von Abnutzung durch die Nutzer, bzw. veranlasst durch einen Wechsel ihrer Anforderungen erforderlich sein, diese im Laufe des Gebäudelebenszyklus wiederholt zu modernisieren bzw. auszutauschen.[297]

Nicht nur verliert die Bausubstanz im Laufe des Gebäudelebenszyklus infolge des Verbrauchs ihres Abnutzungsvorrats an Qualität, auch verändert sich generell die relative Qualität der Bausubstanz gegenüber moderneren Konkurrenzobjekten, bedingt durch deren infolge technischen Fortschritts verbesserte Baumaterialien.[298]

Ein allgemeingültiger Zusammenhang zwischen der Qualität der Bausubstanz und dem Baujahr bzw. Alter eines Gebäudes lässt sich jedoch nicht herstellen.[299]

---

[296] Vgl. Baum (1993) und Väth/Hoberg (2005), S. 377. Zur Gebäudesubstanz auch Schäfer/Conzen (2002), S. 573.

[297] Vgl. Maier (2007), S. 200 und Väth/Hoberg (2005), S. 364 ff.

[298] Wernecke/Rottke (2006), S. 224 f. weisen darauf hin, dass eine Immobilie im Zuge ihrer Alterung üblicherweise aufgrund ihrer geringeren Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu neueren Immobilien in eine niedrigere Qualitätskategorie absteigt, in welcher das erzielbare Mietniveau der Immobilie sinkt und das Leerstandsrisiko steigt (Filtering-Down). Ein Wiederaufstieg in eine höhere Qualitätskategorie infolge von Modernisierungen ist jedoch möglich (Filtering-Up).

[299] So befinden sich z. B. viele um die Jahrhundertwende des 20. Jahrhunderts erbaute Gebäude aufgrund ihrer massiven Bauweise auch heutzutage noch in gutem baulichen Zustand, während viele in den 1960er Jahren erbaute Gebäude aufgrund ihrer seiner-

3.3.2.2 Qualität der Architektur

Die architektonische Qualität einer Immobilie wird von den unterschiedlichen Marktteilnehmern aufgrund ihrer vornehmlich emotionalen Komponente hauptsächlich subjektiv wahrgenommen[300] und unterschiedlich priorisiert.[301]

Ein Zusammenhang zwischen architektonischer Qualität und dem Baujahr bzw. Gebäudealter ist nicht gegeben. So kann das architektonische Design mancher Gebäude zeitlos sein und im Laufe der Zeit von vielen unterschiedlichen Nutzergruppen als ansprechend empfunden werden, während das Design anderer Gebäude innerhalb kürzerer Zeit zu deren funktionaler und sozialer Überalterung führen kann.[302]

3.3.2.3 Qualität der Gebäudeausstattung

Die Qualität der Gebäudeausstattung wird durch die technische, räumliche sowie gestalterische Konzeption der Sekundärstruktur einer Immobilie charakterisiert.[303]

Zu den aus Nutzersicht potenziell relevanten Ausstattungsmerkmalen zählen technische Ausstattungsmerkmale wie z. B. die Ge-

zeit genutzten Baumaterialien teilweise schon unter substanzieller Materialermüdung leiden. Kurzrock (2007), S. 123 argumentiert, dass sich das von Immobiliensachverständigen ermittelte wirtschaftliche Baujahr einer Immobilie – ermittelt aus wirtschaftlicher Gesamt- und Restnutzungsdauer – als Indikator für den Erhaltungszustand einer Immobilie eignet. Das wirtschaftliche Baujahr ist jedoch nicht mit dem tatsächlichen Baujahr einer Immobilie gleichzusetzen. Es stellt eine im Rahmen der Verkehrswertermittlung von Immobilien nach den Vorgaben der ImmoWertV festgesetzte rein kalkulative Kenngröße dar, welche implizit den Erhaltungszustand einer Immobilie zum Bewertungsstichtag berücssichtigen soll.

300 Vgl. Hammer (2009), S. 218, Kurzrock (2007), S. 122 sowie Holoch u. a. (2002), S. 572 f.

301 So priorisieren verschiedene Nutzergruppen nicht nur unterschiedliche Anforderungen an eine Immobilie bzgl. der Repräsentativität ihres Standorts, sondern auch bzgl. ihres optischen Erscheinungsbilds (vgl. Schäfer/Conzen (2002), S. 572 f.).

302 Vgl. Gat (1998) und Hammer (2009), S. 218.

303 Vgl. Baum (1993), S. 546 f.

staltung der Grundrisse, Geschosshöhen und Rastermaße, die Verfügbarkeit von Betriebseinrichtungen wie z. B. Heizungs-, Klimatisierungs-, Aufzugs- und Sicherheitssystemen sowie Serviceeinrichtungen wie Empfangs- und Gastronomieservice.[304]

Wie auch bei den Standortpräferenzen so unterscheiden sich die individuellen Präferenzen der Nutzer bzgl. der Gebäudeausstattung je nach deren Branchenzugehörigkeit, Betriebs- und Organisationsstruktur substanziell. Die Beurteilung der Qualität der Gebäudeausstattung bemisst sich zudem vor dem Hintergrund der im entsprechenden Marktumfeld verfügbaren Wettbewerbsobjekte. Eine universelle Beschreibung relevanter Gebäudeausstattungsmerkmale ist aus diesem Grunde nicht realisierbar.

3.3.2.4 Flexibilität & Drittverwendungsfähigkeit

Als wichtiger Faktor für eine langfristige und nachhaltige Marktgängigkeit einer Immobilie gilt deren Drittverwendungsfähigkeit durch maximale Flexibilität bei der Um- und Nachnutzung.[305] Arge unterscheidet zwischen drei Konzepten, welche eine (Um-) Nutzbarkeit einer Immobilie begünstigen:[306]

Generalisierbarkeit: Die Eigenschaft der Gebäudestruktur, den sich im Zeitverlauf ändernden Nutzeranforderungen gerecht zu werden, ohne dass hierdurch bauliche Eingriffe in die Primärstruktur des Gebäudes notwendig werden. Dies wird durch eine Gebäudetiefe, Raumhöhe und ein Rastermaß ermöglicht, welches unterschiedlichste Nutzungskonfigurationen zulässt.

Flexibilität: Das Vermögen der Immobilie, sich ohne substanzielle Eingriffe in ihre Eigenschaften an geänderte Nutzeranforderungen

[304] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 381 und Maier (2007), S. 201.

[305] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 364 ff., Isenhöfer u. a. (2008), S. 395, Trotz (2004), S. 86, Hammer (2009), S. 218 sowie Schäfer/Conzen (2002), S. 572.

[306] Vgl. Arge (2005), S. 121 f. Zur Generalisierbarkeit von Büro-flächenkonfigurationen siehe auch Woyczyk/Schneider (2006), S. 212.

anzupassen. Dies wird durch Modularität des Layouts mittels flexibel konfigurierbarer Ausbauelemente wie Decken – und Bodenelemente gewährleistet.

Elastizität: Der Charakter eines Objekts, an geänderte Flächenanforderungen der Nutzer in Form von vertikalen oder horizontalen Flächenerweiterungen oder Flächenaufteilungen angepasst werden zu können. Dies setzt eine Separierbarkeit bzw. Erweiterbarkeit der technischen sowie funktionalen Gebäudeeinheiten voraus.[307]

3.3.2.5 Effizienz

Als weiteres relevantes Kriterium der Objektqualität gilt die Effizienz der Immobilie, welche sich in deren Flächeneffizienz, Bewirtschaftungseffizienz sowie Nutzungs- bzw. Ausstattungseffizienz ausdrückt.

Die Flächeneffizienz einer Immobilie zeigt sich durch den Anteil der vermietbaren Fläche an der Gesamtgebäudefläche. Die Bewirtschaftungseffizienz bemisst sich in der absoluten Höhe der Bewirtschaftungskosten bedingt durch die spezifische Konzeption und

[307] So muss die technische und räumliche Gebäudekonfiguration derart konzipiert sein, dass z. B. genügend Erschließungskerne (Zugänge, Treppenhäuser, Aufzüge und Sanitärbereiche) verfügbar sind, um unterschiedliche Raumnutzungskonfigurationen zu ermöglichen. Dieser Anspruch gilt auch für die Konzeption der Gebäudesicherheitstechnik, sodass bei Konfigurationsänderungen innerhalb des Gebäudes regulatorische Anforderungen z. B. an den Brandschutz erfüllt werden.
Trotz (2004), S. 86 bezeichnet die Möglichkeiten alternativer Nutzung durch flexible Anpassung der Objekteigenschaften als objektive Drittverwendungsfähigkeit. Daneben sieht er noch eine zweite Dimension der Drittverwendungsfähigkeit, welche er als marktbezogene, subjektive Drittverwendungsfähigkeit definiert. Diese ist gegeben, wenn in dem für die Immobilie relevanten Teilmarkt eine nachhaltig ausreichende Nachfrage für die vorhandene Nutzung besteht, sodass diese am Standort beibehalten werden kann. Während die objektive Drittverwendungsfähigkeit zu den Objekteigenschaften zählt, ist die subjektive Drittverwendungsfähigkeit eher den Standorteigenschaften zuzuordnen. Zur standortbezogenen Drittverwendungsfähigkeit siehe auch Muncke u. a. (2008), S. 191.

Ausstattung der Immobilie.[308] Die Nutzungs- bzw. Ausstattungseffizienz der Immobilie charakterisiert das Kosten/-Nutzenverhältnis der Gebäudeausstattung als Funktion der Zahlungsbereitschaft potenzieller Nutzer für die im Objekt vorhandenen Ausstattungsattribute.[309]

Im Zusammenhang mit der Effizienz von Gebäuden gewinnt die Nachhaltigkeit von Immobilien zunehmende Bedeutung. Der Nachhaltigkeitsbegriff wird im immobilienwirtschaftlichen Zusammenhang häufig mit dem Begriff Green Building gleichgesetzt,[310] was jedoch zu kurz greift. So argumentiert Meins (2010), daß eine Immobilie nur dann nachhaltig ist, wenn sie langfristig Nutzen stiftet bzw. Schaden vermeidet, und zwar in ökologischer, sozialer und wirtschaftlicher Dimension.[311]

Treiber für den Bedeutungsgewinn der Nachhaltigkeitsthematik in der Immobilienwirtschaft sind eine zunehmende gesetzliche Regulierung sowie sich ändernde Anforderungen seitens der Nutzer von Immobilien.

Seit dem Umweltgipfel in Rio de Janeiro im Jahr 1992 wurden verschiedene Gesetzesinitiativen ins Leben gerufen, um Nachhaltigkeit auch in der Immobilienwirtschaft zu etablieren. Im Zuge der European Performance of Building Directive (EBPD) wurde in Deutschland die Energieeinsparungsverordnung (EnEV) eingeführt, welche normative Rahmenbedingungen für die Immobilien- und Bauwirtschaft bezüglich der energetischen Nutzung von Immobilien definiert.[312] Diese regulatorischen Anforderungen werden sich voraussichtlich in Zukunft weiter verschärfen. So wird in

[308] Die Qualität der Bausubstanz, der Gebäudekonzeption und der technischen Anlagen hat signifikanten Einfluss auf die Höhe der Bewirtschaftungskosten (Betriebs-, Instandhaltungs- und Verwaltungskosten) der Immobilie.

[309] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 378 ff. und Isenhöfer u. a. (2008), S. 395.

[310] Vgl. Kats u. a. (October 2003), S. 5.

[311] Vgl. Meins (2010), S. 261.

[312] Vgl. Bienert/Braun (2011), S. 413 f.

Deutschland eine Novellierung der EnEV vorbereitet, welche neben der effizienteren Nutzung gewerblicher Immobilien auch die Einführung eines Zertifizierungssystems für Immobilien vorsieht.[313]

Auf Seiten kommerzieller Nutzer von Immobilien hat in den vergangenen Jahren aus Imagegründen die Wahrnehmung gesellschaftlicher und ökologischer Verantwortung einen wachsenden Stellenwert gewonnen. Im Rahmen dieser durch den Begriff Corporate Social Responsibility (CSR) gekennzeichneten Entwicklung erwachsen Unternehmen zunehmende – bislang noch freiwillig selbst auferlegte – Berichtspflichten. Bedingt durch ihre substanziellen sozialen und ökologischen Auswirkungen gehören immobilienwirtschaftliche Entscheidungen von Unternehmen zu einem relevanten Bestandteil dieser Berichtspflichten.[314] Während CSR aktuell nur für einen Teil potenzieller Mieter von Relevanz ist, so sind es besonders große, bonitätsstarke Mieter wie international operierende Konzerne, die zunehmend dazu angehalten werden, bei Anmietungen auf Nachhaltigkeit und Energieeffizienz zu achten, und dies idealerweise im Rahmen ihrer Berichtspflichten durch Nachhaltigkeitszertifikate nachzuweisen.[315]

Weltweit wurden bislang ca. 15 miteinander konkurrierende Zertifizierungssysteme für nachhaltige Gewerbeimmobilien entwickelt. Die derzeit global etabliertesten Systeme sind das US-amerikanische LEED, das britische BREEAM sowie das kanadische GBTool, welches speziell für einen internationalen Einsatz konzi-

313 Ibid, S. 421.

314 Vgl. Bienert/Braun (2011), S. 429 und Friedemann/Büchner (2010), S. 79.

315 Vgl. Beenen u. a. (2009), S. 87 f. So haben sich z. B. bereits ca. 70 % der europäischen Großunternehmen freiwillig verpflichtet, ihre CO_2-Emissionen in den kommenden Jahren zu verringern. Beenen u. a. (2009) argumentieren, dass gerade Großunternehmen ihre Standorte präferiert in den großen Immobilien-zentren wie Frankfurt am Main, München, Hamburg, Berlin oder Düsseldorf ansiedeln und daher besonders an diesen Standorten die Nachhaltigkeitsqualität einer für diese Nutzergruppe bestimmten Immobilie von großer Relevanz für den wirtschaftlichen Erfolg der Liegenschaft sein kann.

piert wurde.[316] In Deutschland wurde im Jahr 2009 das Deutsche Gütesiegel Nachhaltiges Bauen (DGNB) eingeführt.[317]

Weder auf Seiten der Immobilieninvestoren noch auf Nutzer-seite ist derzeit eine erhöhte Nachfrage nach nachhaltigen Immobilien empirisch nachgewiesen.[318] Unter den Immobilieninvestoren gibt es derzeit erst wenige Fonds, die als explizites Investitionskriterium die Nachhaltigkeit bzw. Zertifizierung einer Immobilie definiert haben. Wie für den Mietermarkt wird jedoch auch für den Investmentmarkt erwartet, dass der Aspekt der Nachhaltigkeit zunehmend als Anlageprinzip von Investoren übernommen wird, und sich die Nachhaltigkeit von Immobilien langfristig als Marktstandard durchsetzen wird. Nachhaltig deklarierten Gebäuden wird daher langfristig eine bessere Marktgängigkeit gegenüber nicht derartig klassifizierten Immobilien zugesprochen, da diese in Zukunft für einen weiteren Kreis potenzieller Investoren von Interesse sein können. Ob die Nachhaltigkeit von Immobilien infolge zunehmenden Investoreninteresses preistreibend auf deren Wertentwicklung wirken wird, oder ob sie lediglich einen Schutz vor Wertverlust in Form von technischer, legaler und sozialer Überalterung darstellen wird, ist derzeit nicht absehbar.[319]

316 Bis dato haben sich bereits 20 Länder dieser Initiative angeschlossen.

317 Vgl. Hugenroth (2010), S. 150 f., Bienert/Braun (2011), S. 419, Friedemann/ Büchner (2010), S. 82.

318 Vgl. Eichholtz u. a. (2011), S. 24 ff. So stellten Eichholtz u. a. (2011) in ihrer Analyse von 1.180 als nachhaltig deklarierten Immobilien zwar eine hohe Nachfrage nach „nachhaltigen" Flächen durch Mieter aus dem Finanz- und Rechtsbereich fest, doch konnten sie hieraus keinen Trend zur ausschließlichen Nachfrage nach derartigen Flächen ableiten. Dies liegt lt. den Autoren daran, dass sich gerade die Sektoren Finanzen und Recht während des Erhebungszeitraums durch einen hohen Flächenbedarf auszeichneten und diese zudem hohen Ansprüche an die Qualität und Modernität ihrer Mietflächen haben.

319 Vgl. Bienert/Braun (2011), S. 414 und Beenen u. a. (2009), S. 91.

3.3.2.6 Klassifizierung von Objektqualitäten

Vor dem Hintergrund der oben beschriebenen vielfältigen Eigenschaften, welche die Objektqualität bedingen, wurde der Versuch unternommen, Objektqualitäten anhand von Klassifizierungssystemen systematisch zu strukturieren.

Während sich im deutschen Markt bislang keine Systematik zur Klassifizierung von Objektqualitäten bei Büroobjekten etabliert hat, so haben sich in den angelsächsisch geprägten Märkten Klassifizierungsmethoden durchgesetzt, welche im Zuge der Internationalisierung der Immobilienmärkte auch in anderen internationalen Märkten aufgegriffen wurden.

Die erste Klassifizierungssystematik unterscheidet zwischen Class A, Class B und Class C-Objekten und bemisst sich subjektiv, relativ zur Qualität des übrigen im entsprechenden Markt vorhandenen Immobilienbestands. Aus diesem Grund ist eine uneingeschränkte Vergleichbarkeit von Immobilien gleicher Klassifizierung in unterschiedlichen Märkten nicht gegeben. Als relative Qualitätskriterien werden u. a. das Mietniveau, die Gebäudeausstattung, der Standard der technischen Anlagen sowie Lage- und Anbindungskriterien berücksichtigt.

Class A-Objekte stellen die besten in ihrem Markt verfügbaren Objekte dar. Sie befinden sich an prominenten Standorten, sind optisch attraktiv und sind in einem guten Unterhaltungszustand. Die Gebäudeausstattung ist hochwertig und entspricht modernstem Standard, weshalb sie in der Regel von Mietern hoher Bonität und Reputation bewohnt werden.

Class B – Objekte befinden sich in der Regel entlang relevanter Versorgungsrouten. Da die Kosteneffizienz des Gebäudes im Vordergrund steht, spiegelt sich dies hauptsächlich in einem funktionalen visuellen Erscheinungsbild und Layout der Immobilie wieder. Die Gebäudeausstattung ist angepasst an eine kostenbewusste

Nutzergruppe, wobei die Qualität der Gebäudeausstattung zweckmäßig ist.

Class C – Gebäude sind in der Regel Immobilien, welche sich in einer späteren Lebenszyklusphase befinden. Sie sind durch ältere Baujahre charakterisiert und befinden sich aufgrund mangelnder Modernisierung in einem unterdurchschnittlichen baulichen und technischen Zustand. Ihre Lage befindet sich oft an solchen Standorten, an denen eine Modernisierung aufgrund geringer mieterseitiger Nachfrage ökonomisch nicht sinnvoll ist.[320]

Neben obiger jeweils auf domestische Märkte bezogener Klassifizierungsystematik existiert eine weitere, auf internationale Vergleichbarkeit ausgerichtete Systematik, in welcher die Objektqualitäten in die Kategorien Investment Grade, Institutional Grade und Speculative Grade unterteilt werden.

Investment Grade – Objekte nehmen nicht nur innerhalb ihres lokalen Marktes, sondern auch im internationalen Investmentkontext eine führende Stellung ein. Sie zeichnen sich durch eine besonders gute Lage, eine hohe visuelle Ästhethik, eine hohe Qualität der Verarbeitung, Ausstattung und des Immobilienmanagements aus, sind mit bonitätsstarken Mietern besetzt und befinden sich in Märkten mit hoher Vermietungsaktivität.

Institutional Grade – Gebäude verfügen über eine ausreichende Größe und Qualität, um von großen nationalen und internationalen Investoren berücksichtigt zu werden. Das Design des Gebäudes

[320] Vgl. Building Owners and Managers Association International (2014), o. S. und Haight/Singer (2004), S. 386. Neben den Kategorien „Class A“, „Class B“, „Class C“ definieren Haight/Singer als zusätzliche Kategorie die “Trophy Buildings”. Hierzu zählen sie solche Objekte, welche aufgrund ihres besonders hochwertigen visuellen und technischen Zustands, ihrer besonderen Lage und ihres qualitativ hochwertigen Managements von potenziellen Nutzern als in ihrem Markt herausragende Immobilien wahrgenommen werden, weshalb sie über eine hohe Nachfrage besonders renommierter Mieter verfügen.

und die verbauten Materialien sind von guter Qualität, die Mieterbasis ist stabil und der Standort der Immobilien ist zweckbezogen.

Speculative Grade – Immobilien werden in der Regel im Hinblick auf Funktionalität erbaut, wobei gehobene Design- bzw. Bauqualität nicht von Relevanz ist. Aus Nutzersicht ergibt sich hieraus ein beliebiges und unspezifisches Image der Immobilie. Derartige Gebäude sind für nationale und internationale Investoren nur dann von Interesse, wenn sie über ein substanzielles Investitionsvolumen bzw. über eine hohe Rendite verfügen.[321]

3.3.3 Investitionsvolumen

Neben den Attributen des Lebenszyklus und der Gebäudequalität identifiziert Blüml als weiteres, potenziell beurteilungsrelevantes Attribut das Investitionsvolumen einer Immobilie, ausgedrückt in Form ihres Verkehrswertes. Er argumentiert, dass sich „nichtmarktkonforme“ Volumina durch geringere Liquidität[322] auszeichnen, was sich in einem höherem Investitionsrisiko in Form von gesteigerter Unsicherheit bzgl. Preisabschlägen, längeren Veräußerungszeiträumen bzw. kompletter Unverkäuflichkeit wiederspiegelt.[323]

Ein genereller Zusammenhang zwischen Verkehrswert und Liquidität von Immobilien konnte bisher jedoch nicht eindeutig empirisch nachgewiesen werden.[324] Zudem gilt zu berücksichtigen, dass sich infolge der zyklisch schwankenden Präsenz unterschiedlicher Investorengruppen in den räumlichen und sachlichen Teilmärkten,

[321] Vgl. Building Owners and Managers Association International (2014) o. S.

[322] Baum/Crosby (1995), S. 56 definieren Liquidität als die Leichtigkeit und Sicherheit, mit welcher ein Immobilienvermögen in ein Geldvermögen gewechselt werden kann, das dessen Verkehrswertniveau entspricht.

[323] Vgl. Blüml (2014), S. 117 ff.

[324] Vgl. Studien von Ziering/McIntosh (1999), Collett u. a. (2003) und Crosby/ McAllister (o. A.), S. 5.

der varierenden Verfügbarkeit von Eigen- und Fremdkapital und des sich daraus ergebenden variierenden Anlagedrucks im Zeitablauf stark unterschiedliche Präferenzen bzgl. des Investitionsvolumens einer Immobilie ergeben können.

3.4 Cashflowbezogene Beurteilungskriterien

Neben den diskutierten Standort- und Objektfaktoren stellen die Cashflowkriterien die dritte Faktorengruppe dar, welche für die Beurteilung eines Immobilieninvestments zu berücksichtigen ist.

Immobilien erzeugen einen Nettocashflow, welcher die Residualgröße darstellt, die dem Eigentümer einer Immobilie nach Abzug aller Kosten als Ertrag zufließt.[325] Bei der Beurteilung des Investitionsrisikos einer Immobilie ist die Frage der Sicherheit dieser zukünftigen Cashflows von fundamentaler Relevanz. [326]

Zur Einschätzung des Cashflows gilt es die aktuelle Mieterstruktur, die Mietvertragsstrukturen der gegenwärtigen Mietverträge, die Bonität der derzeitigen Mieter und den aktuellen Vermietungsstand der Immobilie zu analysieren, sowie unter Berücksichtigung der markt- und objektspezifischen Merkmale der Immobilie eine Einschätzung der zukünftigen Cashflow-Entwicklung zu vollziehen.[327]

[325] Während auf der Einnahmenseite die Mieterlöse stehen, so zählen zur Ausgabenseite alle mit der Immobilie verbundenen nicht auf die Mieter umlegbaren Bewirtschaftungskosten wie Verwaltungskosten, Betriebskosten und Instandhaltungskosten, sowie ggf. Modernisierungs- bzw. Revitalisierungskosten (vgl. Trotz (2004), S. 53).

[326] Vgl. Schumacher (2011), S. 65.

[327] Trotz (2004), S. 79, zählt zu den investitionsrelevanten Beurteilungkriterien des Cashflows die aktuelle Mietersituation, das Potenzial, das derzeitige Mietniveau zu halten oder Mietsteigerungen durchzusetzen, die Wahrscheinlichkeit der Anschlussvermietungen, den Vermietungs- bzw. Leerstand, die Umlagefähigkeit von Bewirtschaf-

3.4.1 Mietermix

Die mit der Vermietung der Immobilie verbundenen Ertragsrisiken lassen sich durch eine diversifizierte Mieterstruktur reduzieren. Das unsystematische (mieterspezifische) Risiko von Mietausfällen kann dahingehend minimiert werden, dass bei der Auswahl von Mietern auf eine heterogene Branchenverteilung geachtet wird.[328] Eine Vermietung der Immobilie an mehrere Mietparteien (sog. Multi-Tenant-Nutzung) wirkt risikominimierend, da sich bonitätsbedingte Mietausfälle bzw. auszugsbedingte Leerstände nur auf Teile der Mietflächen beziehen. Somit können negative Auswirkungen auf den Cashflow zumindest durch die Erträge aus den anderen Mietverhältnissen teilweise kompensiert werden. Relevant für die Güte der Mieterstruktur ist zudem, ob sich die Geschäftstätigkeiten der unterschiedlichen Mietparteien funktional ergänzen, neutral sind oder in Konkurrenz zueinander stehen und sich somit ggf. positive oder negative Externalitäten für die Mieter ergeben.[329]

Neben der Diversifikation des unsystematischen Mieterrisikos erlaubt eine Fragmentierung der Mietvertragslaufzeiten eine zeitliche Streuung des Nachvermietungsrisikos. Etwaige zyklische Schwankungen der Nachfrage im Mietmarkt beeinflussen somit jeweils nur die Erträge aus Teilen der Immobilie, und nicht des gesamten Objekts. [330]

Neben den Vorteilen einer Multi-Tenant-Nutzung hat diese jedoch den Nachteil, dass sie – besonders bei höherer Mieterfluktuation – verwaltungsintensiver ist und regelmäßigen Vermietungsaufwand erfordert. Die Vermietung der gesamten Immobilie an eine enzige Mietpartei (sog. Single-Tenant-Nutzung) ist mit einen geringerem

tungskosten und die Drittverwendungs-fähigkeit im Falle des Auszugs von Mietern. Analog hierzu Schäfer/Conzen (2002), S. 571 f.

328 Vgl. Kurzrock (2007), S. 107.

329 Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 385.

330 Vgl. Kurzrock (2007), S. 107 und Geltner/Miller (2007), S. 821 f.

Verwaltungs-aufwand verbunden, was die vermieterseitigen Verwaltungskosten reduziert.[331]

Eine universell gültige Bestimmung einer optimalen Mieterstruktur ist nicht möglich. Vielmehr ist diese von der Strategie des individuellen Investors sowie dessen Einschätzung der Marktlage und –entwicklung, der Größe und Struktur des Objekts sowie des jeweiligen Standorts abhängig.[332]

3.4.2 Mietvertragsstrukturen

3.4.2.1 Mietvertragslaufzeit

Neben der zuvor diskutierten risikominimierenden Wirkung der Diversifikation des zeitlichen Auslaufs von Mietverträgen existiert in der Mietvertragslaufzeit des individuellen Mietverhältnisses[333] eine zweite Risikodimension. Prinzipiell wirken sich lange Mietvertragslaufzeiten positiv für den Mieter und den Eigentümer der Immobilie aus, da mit der Neuvermietung bzw. –anmietung verbundene Ausgaben minimiert werden. Diese Kosten umfassen auf Seiten des Mieters die mit einem Umzug verbundenen Ausgaben sowie die mit der Unterbrechung der üblichen Geschäftstätigkeiten verbundenen Opportunitätskosten. Auf Seiten des Eigentü-

[331] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 385, Trotz (2004), S. 80 und Hammer (2009), S. 217.

[332] Vgl. Trotz (2004), S. 80.

[333] Die marktüblichen Mietvertragslaufzeiten bei Büroimmobilien divergieren in unterschiedlichen nationalen Märkten. So sind z. B. Mietvertragsdauern von 5 oder 10 Jahren in Deutschland, Österreich, Polen und der Schweiz üblich, während in Belgien und Frankreich eine 9-jährige Mietvertragsdauer mit Terminierungsmöglichkeiten nach jeweils 3 Jahren Marktstandard sind. In Märkten wie Tschechien, Ungarn, Russland, Türkei, Dänemark, Schweden, Spanien und Portugal sind Mietvertragslaufzeiten von bis zu 5 Jahren gebräuchlich, während in Irland 10 Jahre und in Grobritannien bis zu 15 Jahre marktüblich sind (vgl. Cushman & Wakefield Research Publication, June 2014: Standard Commercial Lease Terms EMEA).

mers verringert eine reduzierte Mieterfluktuation die damit verbundenen Transaktions- und Leerstandskosten.[334]

Die Vorteilhaftigkeit von längeren bzw. kürzeren Mietvertragslaufzeiten ist vor dem Hintergrund der Zyklizität der Mietermärkte und der unterschiedlichen Anlagestrategien der Investorenseite nicht universell bewertbar. [335] So können kurze Laufzeiten in dem Fall von Vorteil sein, dass der aus dem vertraglichen Mietverhältnis erzielte Mietzins sich am Mietvertragsende unterhalb des Marktmietniveaus befindet (sog. Under-rent). Ein als under-rented klassifiziertes Objekt weist somit ein Mietsteigerungspotenzial auf und profitiert mit kurzen Mietvertragslaufzeiten frühzeitiger von der Möglichkeit, dieses Mietsteigerungspotenzial zu realisieren. Im gegenteiligen Fall (sog. over-rent) ist eine kurze Mietvertragslaufzeit von Nachteil, da der Eigentümer etwaige Einkommenseinbußen bei der Wiedervermietung frühzeitiger hinnehmen muss.[336]

Für Investoren, deren Investmentstrategie nicht auf Mietwertsteigerungen sondern auf langfristig vorhersehbare, stabile Mieterträge ausgerichtet ist, bieten längere Mietvertragslaufzeiten den Vorteil, dass die Mieterträge über die vertraglich vereinbarte Laufzeit von der Zyklizität des Marktmietniveaus entkoppelt sind. Somit können derartig orientierte Investoren das Risiko von Mietpreissenkungen zumindest zeitlich reduzieren.[337]

[334] Vgl. Geltner/Miller (2007), S. 820.

[335] Vgl. Trotz (2004), S. 80.

[336] Vgl. Geltner/Miller (2007), S.820, Trotz (2004), S. 81 sowie Schäfer/Conzen (2002), S. 571 f.

[337] Dies setzt voraus, dass der Mieter seinen Mietzahlungsverpflichtungen jederzeit nachkommt. Siehe hierzu die folgenden Ausführungen zur Mieterbonität.

3.4.2.2 Optionen

Oftmals werden Mietern beim Abschluss des Mietvertrags Verlängerungsoptionen eingeräumt, wodurch diese unter Berücksichtigung einer Meldefrist einseitig eine Verlängerung des Mietverhältnisses für einen vordefinierten Zeitraum erklären können.[338] Im Falle der Ausübung derartigen Optionen kann in einer under-rent Situation dem Eigentümer entsprechendes Mietsteigerungspotenzial entgehen.

3.4.2.3 Mietanpassungsklauseln

Während der Laufzeit des Mietvertrages ermöglichen Mietanpassungsklauseln wie z. B. Indexierungs- und Staffelmietvereinbarungen eine Steigerung der Erträge. [339] Mittels Mietindexierungen wird die Höhe des Mietzinses an die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung gebunden, während er sich bei einer Staffelmietvereinbarung zu vordefinierten Zeitpunkten in einer festgelegten Höhe verändert.[340]

3.4.2.4 Bewirtschaftungskosten

Die mit der Bewirtschaftung einer Immobilie verbundenen Kosten lassen sich je nach Verhandlungsposition des Mieters und des Vermieters zu einem gewissen Grad auf den Mieter umlegen.[341] So ist es nicht unüblich, dass die Betriebskosten weitgehend vom Mieter getragen werden. In selteneren Fällen gilt dies auch für die Verwaltungskosten der Immobilie. In Sonderfällen kann zwischen den Parteien vereinbart sein, dass der Mieter für die Instandhal-

[338] Vgl. Isenhöfer u. a. (2008), S. 395, Väth/Hoberg (2005), S. 386, Gondring (2013), S. 616 sowie Geltner/Miller (2007), S. 812.

[339] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 386 f. und Trotz (2004), S. 80.

[340] Vgl. Ertle-Straub (2003), S. 117, Gondring (2013), S. 625 ff., Pfnür/Armonat (2001), S. 184, Geltner/Miller (2007), S. 810, Brueggeman/Fisher (2005), S. 243 sowie Holoch u. a. (2002), S. 577.

[341] Vgl. Pfnür/Armonat (2001), S. 184 und Schäfer/Conzen (2002), S. 572.

tung und/oder Modernisierung der Immobilie verantwortlich zeichnet (sog. Triple-Net Mietvertrag).[342]

Die vom Mieter zu tragenden Bewirtschaftungskosten stellen für diesen eine zusätzliche Kostenbelastung dar. In dem Fall, dass die Höhe der auf den Mieter umgelegten Kosten das marktübliche Niveau übersteigt, stellt dies ein potenzielles Anmietungshindernis für den Mieter dar.[343]

3.4.2.5 Mietincentives

In Phasen schwacher Nachfrage auf dem Mietmarkt versuchen Vermieter, potenzielle Mieter mit sog. Mietincentives zum Abschluss eines Mietvertrags zu motivieren. Derartige Arrangements zeichnen sich durch die Gewährung eines geldwerten Vorteils für den Mieter in Form von mietfreien Zeiten, Staffelmietvereinbarungen, Mieterausbaukostenzuschüssen oder Umzugsprämien aus. Hieraus ergibt sich eine Differenz zwischen dem um den geldwerten Vorteil der Mietincentives bereinigten Effektivmietniveau und dem vertraglich festgeschriebenen Nominalmietniveau.

Aus Sicht des Investors spielt das Nominalmietniveau nur eine sekundäre Rolle. Vielmehr stellt die um die Mietincentives bereinigte Residualgröße in Form der Effektivmiete für ihn ertragsseitig die relevante Größe dar.[344]

---

[342] Vgl. Brueggeman/Fisher (2005), S. 243 f .
Während in den meisten europäischen Ländern der Vermieter für die Tragung der Kosten der Instandhaltung und Instandsetzung der Primärstruktur verantwortlich ist, werden die Kosten hierfür bspw. in Großbritannien und Irland i. d. R. auf den Mieter umgelegt (vgl. Standard Commercial Lease Terms EMEA; a Cushman & Wakefield Research Publication, June 2014).

[343] Vgl. Kurzrock (2007), S. 107 f., Trotz (2004), S. 84 f., Isenhöfer u. a. (2008), S. 395 sowie Holoch u. a. (2002), S. 577.

[344] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 386 f., gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2004a), S. 7, Geltner/Miller (2007)S. 812 ff. sowie Holoch u. a. (2002), S. 577.

3.4.3 Mieterbonität

Das Mietausfallrisiko bezeichnet die Gefahr, dass Mieter aus Zahlungsunfähigkeit oder Unwillen vertraglich vereinbarte Mietzahlungen nicht, nur teilweise oder zeitverzögert tätigen.[345] Die Einschätzung der Mieterbonität ist daher von fundamentaler Bedeutung für die Risikoeinschätzung einer Immobilieninvestition.[346]

Neben dem durch Mieterinsolvenz verursachten Verlust von Mieteinnahmen ergeben sich für den Investor hieraus diverse Kosten. So sind nicht nur die vom Mieter zuvor getragenen anteiligen Bewirtschaftungskosten bis zum Zeitpunkt der Wiedervermietung der Flächen vom Investor zu tragen, sondern auch die Vermarktungskosten der Mietflächen, sowie etwaige Kosten der Rechtsverfolgung und ggf. Reparatur- und Reinigungskosten für die leergezogenen Flächen. [347]

Zur Analyse der Mieterbonität können Informationen von spezialisierten Dienstleistern bzw. Ratingagenturen bezogen werden. [348]

[345] Vgl. Maier (2007), S. 216 f.

[346] Auch Mieter mit hoher Bonität können theoretisch Mietzahlungen verweigern oder verzögern. Hiergegen können z. B. zusätzliche Sicherheiten wie Bankbürgschaften eine Absicherung gewährleisten.

[347] Vgl. Väth/Hoberg (2005), S. 383 .

[348] Ibid, S. 384. Während in Deutschland das Bonitätsrating der Creditreform besonders verbreitet ist, so werden derartige Ratings in anderen Märkten von Anbietern wie Dun & Bradstreet, Moody's, Standard & Poors etc. angeboten. Eine unmittelbare Vergleichbarkeit der Ratings ist aufgrund unterschiedlicher Ratingsystematiken nicht gegeben.

3.4.4 Vermietungsstand bzw. Leerstand

Unabhängig von den spezifischen Charakteristika einer Immobilie kann es selbst in starken Marktphasen situationsbedingt durch Mieterwechsel zu Leerstandszeiten kommen, weshalb ein gewisser Grad an Leerstand in einer Immobilie als nicht unüblich angesehen wird.[349]

Zu differenzieren ist jedoch zwischen einem konjunkturell bedingten Leerstand der Immobilie infolge zyklischer Schwankungen von Flächenangebot und –nachfrage, und dem sog. strukturellen Leerstand, welcher auch in konjunkturell positiven Phasen nicht abgebaut wird.[350]

Während unter Risikogesichtspunkten generell ein möglichst geringes Leerstandsniveau in einer Immobilie angestrebt wird, so kann ein vorgehaltener Leerstand in Form von Reserveflächen jedoch in dem Falle risikominimierend wirken, dass er Bestandsmietern potenzielle Expansionsmöglichkeiten bietet.[351]

Geltner/Miller argumentieren, dass eine Vollvermietung nicht unbedingt anzustreben sei, da dem Eigentümer der Immobilie in diesem Fall die Möglichkeit zum wertmaximierenden Management der Immobilie durch Heben von Mietsteigerungspotenzialen genommen wird. Eine optimale Leerstandsrate für Immobilien ließe sich jedoch nicht genau quantifizieren. Vielmehr sei diese von der individuellen Immobilie, den bestehenden Mietverhältnissen und der vom Investor erwarteten Mietmarktentwicklung abhängig, die sich jedoch nicht im Vorfeld absehen lässt[352] (vgl. hierzu die Diskussion der Investmentstile in Abschnitt 2.1.1).

[349] Vgl. Brueggeman/Fisher (2005), S. 251.
[350] Vgl. Clamor u. a. (2011), S. 3 sowie Altmeppen (2006), S. 30 ff.
[351] Vgl. Blüml (2014), S. 141.
[352] Vgl. Geltner/Miller (2007), S. 826.

3.5 Interdependenzen zwischen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien

Die mannigfaltigen potenziell investitionsrelevanten Einflussgrößen stehen teilweise miteinander in Wirkungszusammenhang. Aufgrund der mangelnden Verfügbarkeit und Qualität empirischer Daten sowie der Komplexität der Verpflechtungen ist eine systematische und umfassende Erfassung aller investitionsrelevanten Abhängigkeiten im Immobilienwesen bislang nicht gelungen.[353]

Dennoch gelang es in verschiedenen immobilienwirtschaftlichen Studien, durch theoretische Analyse bzw. empirische Erhebung ausgewählte Zusammenhänge zwischen Einflussfaktoren nachzuweisen.[354] Aufgrund der Heterogenität der Forschungsmethoden sowie des geographischen, sachlichen und zeitlichen Forschungsfokus der individuellen Studien wurden hierbei teilweise überschneidende, teilweise widersprüchliche Erkenntnisse gewonnen.[355]

[353] Vgl. Urschel (2010), S. 162 ff.

[354] Schröder (2005), S. 55 ff., unterscheidet zwischen ursachenbezogenen und wirkungsbezogenen Abhängigkeiten von Einflussfaktoren (von ihr als „Risiken" bezeichnet). Eine ursachenbezogene Abhängigkeit liegt dann vor, wenn der Eintritt des risikoauslösenden Ereignisses die Wahrscheinlichkeit des Eintrittes eines anderen risikoauslösenden Ereignisses beeinflusst. Eine wirkungsbezogene Abhängigkeit von Risiken liegt in dem Falle vor, dass die Auswirkungen eines Risikos ein anderes Risiko beeinflussen.

[355] Vgl. Kempf (2008), S. 71.

Bei den meisten dieser empirischen Studien handelt es sich um Regressionsanalysen [356] bzw. hedonische Preismodelle. [357] Einige Studien basieren auf Expertenbefragungen, in welchen die Einschätzung der Probanden zu den Interdependenzen spezifischer Einflussgrößen ermittelt wurde.

Im Folgenden wird eine Auswahl von sowohl in Deutschland als auch in internationalen Märkten empirisch nachgewiesenen Einflussfaktoren dargestellt, welche eine Büroimmobilie bezüglich ihrer Miet- und Wertentwicklung beeinflussen können. Aufgrund der Vielzahl und Komplexität von volkswirtschaftlichen und immobilienwirtschaftlichen Wirkungszusammenhängen kann im Rahmen dieser Literaturanalyse nur eine begrenzte Auswahl dieser Interdepenzen vorgestellt werden.

Die in Kapitel 4 vorgestellte empirische Untersuchung der für die Präferenzmessung von Investoren heranzuziehenden beurteilungsrelevanten Attribute und Ausprägungen verfolgt u. a. das Ziel, Interdependenzen zwischen diesen weitestgehend zu beseitigen, um den Anforderungen des gewählten Präferenzmessungsverfahrens zu entsprechen.

[356] Mittels Regressionsanalysen lassen sich interdependente Beziehungen zwischen einer abhängigen Variablen und einer oder mehrerer unabhängiger Variablen quantitativ beschreiben. Hierdurch können Kausalitäten (Ursache-Wirkungs-Beziehungen) aufgedeckt werden, die durch theoretische und sachlogische Überlegungen auf ihre Plausibilität geprüft werden. Grundvoraussetzung für die Durchführbarkeit einer Regressionsanalyse ist die Verfügbarkeit statistisch aussagekräftiger Daten (vgl. Backhaus (2011), S. 56 f.).

[357] Bei hedonischen Preismodellen stellt der Preis die abhängige Variable dar, wobei immobiliäre Attribute und / oder Lageattribute die unabhängigen Variablen darstellen. Die ermittelten Parameter ergeben die „willingness to pay“ (WTP) für die individuellen Ausprägungen der verschiedenen Attribute.

3.5.1 Einflussfaktoren auf das Mietniveau

Die bislang von Dritten empirisch ermittelten Einflussfaktoren auf das Mietniveau lassen sich systematisch in Standortfaktoren, Objektfaktoren und Cashflowfaktoren unterteilen.

3.5.1.1 Standortmerkmale

Fürst stellte fest, dass bei den Standortattributen aufgrund der vielfältigen wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen geographisch bedingten Variablen besondere methodische Probleme für hedonische Preismodelle auftreten. Insofern lassen sich zwar einzelne Interdependenzen aufdecken, welche sich jedoch oft nur im Kontext mit den individuellen standort- bzw. marktbedingten Eigenschaften des Untersuchungsgegenstandes interpretieren lassen.[358] Empirisch nachgewiesene generische Wirkungszusammenhänge sind nachfolgend exemplarisch dargestellt:

Nitsch und Heyser untersuchten für den Münchener Büromarkt mittels eines Regressionsmodells den Einfluss unterschiedlicher Faktoren auf die Höhe der Büromieten.[359] Unter anderem stellten sie eine negative Korrelation zwischen Miethöhe und der fußläufigen Entfernung zur nächsten Haltestelle des ÖPNV fest.[360] Dunse/Jones bestätigten in ihrer Regressionsanalyse für die Büromärkte Glasgows und Edinburghs diese Korrelation.[361] Bottom u. a. führten eine Befragung von Londoner Büromietern durch und stellten

[358] Vgl. Fuerst (2008), o. S.

[359] Kempf (2008) ermittelte den Einfluss von insgesamt 160 Attributen auf das erzielbare Mietniveau bei Büroimmobilien. Hierzu führte er eine Umfrage unter Marktteilnehmern in Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg und München durch und bat sie, den Einfluss der Attribute auf den erzielbaren Mietzins an ihrem jeweiligen Standort zu definieren. Die Erkenntnisse dieser Studie können aufgrund des geringen Rücklaufs (102 Rückläufe von Marktteilnehmern, darunter jedoch nur 8 Mieter von Büroflächen) leider nicht als repräsentativ angesehen werden, weshalb die Ergebnisse von Kempfs Studie in dieser Arbeit nicht diskutiert werden.

[360] Vgl. Nitsch (2006), S. 93ff sowie Heyser (2006), S. 1 ff.

[361] Vgl. Dunse/Jones (2002), S. 159 ff.

fest, dass die Nähe zum nächsten ÖPNV-Anschluss nicht von allen Mietertypen gleich honoriert wird. Während Banken und Rechtsanwaltskanzleien die Nähe als sehr wichtig ansahen und daher bereit sind, einen höheren Mietzins hierfür zu zahlen, war diese Bereitschaft bei Versicherungen und Vermittlungsdienstleistern weniger stark ausgeprägt.[362]

Ihlanfeldt/Raper stellten mittels einer Regressionsanalyse für die Region Atlanta fest, dass Büromieter höhere Mieten zu zahlen bereit sind, wenn sich in der Nachbarschaft Einkaufs- und Gastronomieangebote befinden.[363] Sivitanidou stellte in ihrer Studie zum Büroimmobilienmarkt in Los Angeles einen positiven Zusammenhang zwischen der Qualität der Nachbarschaft – charakterisiert durch Nahversorgungs-, Erholungs- und Umweltqualität – und Grundstückspreisen für Büroimmobilien fest,[364] was in der Regel in einem höheren Mietzins reflektiert wird.

Clapp stellte in seiner hedonischen Analyse zu Büroobjekten im Großraum Los Angeles fest, dass Büromieter bereit sind, höhere Mieten für solche Flächen zu zahlen, welche mit dem PKW vom Wohnort der Beschäftigten schneller erreichbar sind.[365] Die Übertragbarkeit dieser Untersuchungsergebnisse auf andere Märkte ist jedoch vor dem Hintergrund der mangelnden Aktualität der Studie und der kulturellen Besonderheiten des untersuchten Marktes anzuzweifeln.

Nitsch sowie Heyser stellten in München einen positiven Zusammenhang zwischen Miethöhe und Nähe zum CBD fest. Während Dunse/Jones in Edinburgh und Glasgow diese Korrelation bestätigen, ermittelten Hodgson u. a. für den Büromarkt in Phoenix eine

362 Vgl. Bottom u. a. (1997), S. 195 ff.
363 Vgl. Ihlanfeldt/Raper (1990), S. 182 ff.
364 Vgl. Sivitanidou (1996), S. 125 ff.
365 Vgl. Clapp (1980), S. 387 ff.

negative Korrelation.[366] Ryan stellte für den polyzentrisch strukturierten Büromarkt in San Diego fest, dass die Miethöhe nicht nur positiv mit der zunehmenden Nähe zum CBD korreliert ist, sondern auch mit zunehmender Nähe zu den Subzentren des Agglomerationsraums.[367] Sivitanidou bestätigt dies für den Büromarkt von Greater Los Angeles.[368]

Nitsch stellt für den Münchener Büroimmobilienmarkt fest, dass Büromieter bereit sind, für eine representative Lage einen höheren Mietzins zu zahlen. Sivitanidou kommt für den Büromarkt von Greater Los Angeles zum gleichen Ergebnis.[369]

3.5.1.2 Objektmerkmale

Hough/Kratz untersuchten für Büroobjekte in Chicago den Einfluss von architektonischer Qualität auf das Mietniveau. Sie stellten fest, dass Mieter bereit sind, höhere Mieten zu zahlen um in einem neuen, architektonisch signifikanten Gebäude präsent zu sein.[370] Bei älteren, architektonisch signifikanten Gebäuden konnten sie keine Prämie beim Mietniveau nachweisen. Gat wies für den Büromarkt in Tel Aviv ebenfalls eine positive Korrelation zwischen architektonischer Qualität und Miethöhe nach, unterschied jedoch nicht beim Alter der untersuchten Gebäude.[371] Vandell/Lane kamen für die Büromärkte in Boston and Cambridge zu einem ähnlichen Ergebnis. Zudem untersuchten sie den Zusam-

366 Vgl. Hogdson u. a. (2006), S. 151 ff.

367 Vgl. Ryan (2005), S. 751 ff.

368 Vgl. Sivitanidou (1996), S. 125 ff.

369 Weder Nitsch (2006), S. 93 ff. noch Sivitanidou (1996), S. 125 ff. definieren konkret, was diese Repräsentativität ausmacht. Als Proxy für einen repräsentativen Standort nutzen sie den Marienplatz in München bzw. Beverly Hills in Los Angeles.

370 Vgl. Hough/Kratz (1983), S. 40 ff. Als Proxy für gutes Gebäudedesign nutzten sie den "Historic Landmark Status" von Immobilien sowie Auszeichnungen der Jury des Chicagoer Architekturgremiums.

371 Vgl. Gat (1998), S. 229 ff. Gat ließ die architektonische Qualität der Gebäude durch Tel Aviver Architekten beurteilen.

menhang zwischen Designqualität und Leerstand von Bürogebäuden, konnten jedoch keine klare Interdependenz nachweisen. [372]

Vandell/Lane stellten fest, dass Designqualität im Zeitablauf relativ nachlässt, indem das Gebäude altert. Gat kann eine Relation zwischen architektonischer bzw- Designqualität und Gebäudealter nicht uneingeschränkt bestätigen. Er argumentiert vielmehr, dass Designinnovationen unterschiedliche Qualitäten haben können: Während das Design mancher Gebäude zeitlos ist, kann das Design anderer Gebäude innerhalb kurzer Zeit veraltert sein.

Slade wies in seiner Regressionsanalyse bei Büroimmobilien im Metropolraum Phoenix eine negative Korrelation zwischen Gebäudealter und Miethöhe nach und stellte zudem fest, dass dieser Wirkungszusammenhang zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Immobilienmarktzyklus unterschiedlich stark ausgeprägt ist. So ist der negative Einfluss des Gebäudealters auf die Miethöhe stärker ausgeprägt in Abschwungsphasen als in Phasen des Auschwungs.[373]

Mills stellte mittels einer Regressionsanalyse bei Büroimmobilien im Raum Chicago fest, dass Mieter bereit sind, eine Mietprämie zu zahlen, wenn innerhalb des Gebäudes ein Gastronomiebetrieb angesiedelt ist.[374] Sivitanidou wies für Greater Los Angeles nach, dass mehr Aufzüge und Tiefgaragenstellplätze den Wert eines Bürogebäudes positiv beeinflussen. Dunse u. a. bestätigen für Glasgow und Edinburgh, dass Mieter eine Prämie zahlen für Büroobjekte, welche über qualitativ hohe Beleuchtung, Heizungs-, Aufzugs-, Ventilations-, Sicherheits- und Parkeinrichtungen verfügen.[375] Nitsch wies für den Münchener Büromarkt nach, dass Dop-

[372] Vgl. Vandell/Lane (1989), S. 235 ff. Auch sie ließen Designqualität durch Architekten beurteilen. Clapp (1993), S. 387 ff. und Mills (1992), S. 273 ff. sehen Leerstandsraten als einen generellen Indikator für die Attraktivität eines Gebäudes.

[373] Vgl. Slade (2000), S. 357 ff.

[374] Vgl. Mills (1992), S. 273 ff.

[375] Vgl. Dunse u. a. (2002), S. 483 ff.

pelböden, Klimatisierung und abgehängte Decken einen positiven Einfluss auf Miethöhen haben. Ho u. a. definierten Gebäudequalität anhand der sechs Faktoren Funktionalität der Gebäudestruktur, Qualität der technischen Gebäudeausrüstung, Qualität der Zugänglichkeit und Zirkulation innerhalb von Flächen, Qualität des visuellen Erscheinungsbilds, Qualität des Facility Management und der im Gebäude verfügbaren Dienstleistungen. Sie wiesen mittels einer Umfrage unter Büroimmobiliennutzern und – managern in Sydney eine positive Korrelation zwischen diesen Attributen und dem erzielbaren Mietniveau nach.[376]

Kempf[377] diskutiert die Auswirkungen der ökologischen Nachhaltigkeit von Büroimmobilien auf den erzielbaren Mietpreis und zitiert eine Studie von Jones Lang LaSalle (2007), welche zu dem Schluss kommt, dass Mieter in Deutschland noch nicht bereit seien, einen höheren Mietzins für die Nutzung nachhaltigkeitszertifizierter Bürogebäude zu zahlen.[378]

In den USA gelang es aufgrund der dort besseren Datenlage, bereits mehrere empirische Studien zu dieser Thematik durchzuführen. Nelson untersuchte auf Basis einer Datenbankanalyse die Performance von nachhaltigkeitszertifizierten Gebäuden im Vergleich zu nicht zertifizierten Gebäuden. Er stellte einen niedrigeren Leerstand und höhere Mieten in den zertifizierten Gebäuden fest, schränkte die Validität seiner Ergebnisse jedoch dahingehend ein, dass ökozertifizierte Gebäude in der Regel neueren Baujahres seien und allein schon daher höhere Mieten erzielen können.[379] Eichholtz u. a. ermittelten bei 694 Büroobjekten in den USA, dass ökozertifizierte Objekte eine Mietprämie von 9–10 % erzielen. Fürst/McAllister nutzten die gleiche Datenbank wie Nelson und ermittelten eine Mietprämie von zertifizierten Objekten gegenüber

376 Vgl. Ho u. a. (2005), S. 424 ff.
377 Vgl. Kempf (2008), S. 91.
378 Vgl. Jones Lang LaSalle (2007), S. 4.
379 Vgl. Nelson (2007), o. S.

nicht zertifizierten Objekten von 4–5 %. Einschränkend stellten auch sie fest, dass die Heterogenität bei Immobilien groß sei und dass die Nachhaltigkeitszertifizierung eines Objekts nur einen der verschiedenen Faktoren darstellt, durch welche eine Immobilie ihre Qualität ausdrückt. Die Kontrolle aller potenziell beeinflussenden Determinanten sei im Rahmen des hedonischen Modells nicht möglich.[380]

3.5.1.3 Cashflowmerkmale

Benjamin u. a. stellen in ihrer Analyse des Büromarktes von Greensboro (USA) eine negative Korrelation zwischen Mietvertragslaufzeit und Mietniveau fest.[381] Gunnelin/Söderberg kommen in ihrer Studie zum Stockholmer CBD Büromarkt zu dem Schluss, dass die Korrelation zwischen Mietdauer und Miethöhe abhängig ist von der zyklischen Marktphase des Mietmarkts[382], und somit indirekt von der relativen Verhandlungsposition von Anbieter und Nachfrager zum jeweiligen Zeitpunkt im Immobilienmarktzyklus.

Crosby u. a. argumentieren, dass die Größe der Mietfläche mit der Mietdauer korreliert ist.[383] So würden größere Flächen aufgrund des mit einem Umzug verbundenen administrativen und finanziellen Aufwands tendenziell für längere Zeiträume gemietet als kleinere Flächen.

Die Größe der Mietfläche hat wiederum Einfluss auf die Miethöhe pro qm, bedingt u. a. durch die relative Verhandlungsposition der Vertragsparteien. Eine negative Korrelation zwischen Größe der

[380] Vgl. Fuerst/McAllister (2011), S. 45 ff. Anders als Nelson (2007), o. S. kontrollierten sie den Datensatz u. a. bezüglich der Effekte von Objektalter, Objektgröße, Lage und Art des Mietvertrags. Die Stichprobe umfasste 24.479 Büroobjekte in 853 Submärkten in 81 Metropolräumen der USA.

[381] Vgl. Benjamin u. a. (1992), S. 259 ff.

[382] Vgl. Gunnelin/Soederberg (2003), S. 241 ff.

[383] Vgl. Crosby u. a. (2006), S.163 ff. Crosby u. a. führten eine Umfage unter 313 Büromietern in London durch.

Mietfläche und Mietniveau stellen Bond u. a. für den Londoner Büromarkt fest. [384] Benjamin u. a. bestätigen dies für den Büromarkt in Greensboro. [385] Wheaton/Torto stellen in ihrer Studie von fünf Metropolregionen in den USA sowohl positive als auch negative Korrelationen fest.[386]

Leerstandsraten innerhalb eines Gebäudes können als Indikator für die Attraktivität eines Gebäudes fungieren. Mills weist für Chicago empirisch nach, dass hohe Leerstandsraten in einem Objekt negativ mit dem erzielbaren Mietniveau korreliert sind, [387] was jedoch unter anderem auf die relative Verhandlungsposition zwischen Vermieter und Mieter zurückzuführen sein könne.

Benjamin u. a. stellten für Greensboro empirisch fest, dass die Bonität eines Büromieters negativ mit der Höhe des von diesem zu zahlenden Mietzinses korreliert ist. So erwarten Mieter mit hoher Bonität, einen niedrigeren Mietzins zu zahlen, da sie durch ihre Präsenz im Gebäude eine positive Externalität für den Vermieter generieren.[388]

Appel-Meulenbroek zitiert eine Studie von Reichheld (1996), welcher eine positive Korrelation zwischen der Mieterretentionsrate und der Höhe des Netto-Cashflows eines Immobilieninvestments feststellt. Die Profitabilitätsvorteile resultieren primär aus dem reduzierten Leerstand zwischen zwei aufeinander folgenden Mietern, niedrigeren Kosten der Gewinnung von Neumietern (geringere Marketingkosten und Ertragseinbußen durch Mietincentives) und einer Senkung der Bewirtschaftungskosten, da die bestehen-

384 Vgl. Bond u. a. (2005), o. S.
385 Vgl. Benjamin u. a. (1992), S. 259 ff.
386 Vgl. Wheaton/Torto (1995), S. 121 ff. Die Studie basiert auf einem Datensatz von 1979–1991 zu den Märkten Denver, Cincinnati, Houston, San Francisco und Washington.
387 Vgl. Mills (1992), S. 273 ff.
388 Vgl. Benjamin u. a. (1992), S. 259 ff.

den Mieter bereits mit der Funktion der Immobilie und deren Prozessen vertraut sind.[389]

Die zuvor diskutierten empirisch dokumentierten Einflussfaktoren auf das Mietniveau sind in Abbildung 3.3 zusammengefasst:

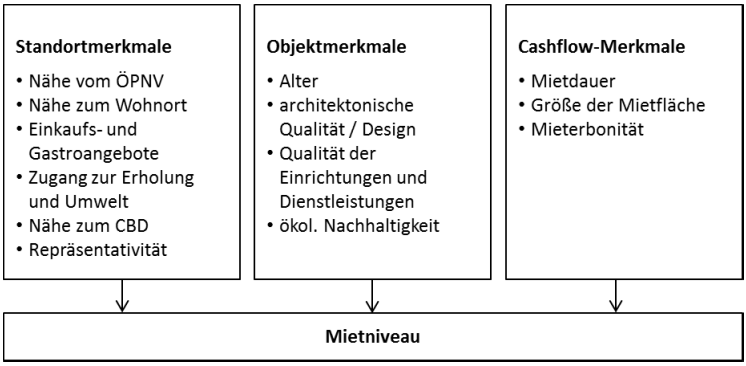


Abbildung 3.3: Empirisch dokumentierte Einflussfaktoren auf das Mietniveau

[389] Vgl. Appel-Meulenbroek (2008), S. 43 ff. Nähere Informationen zur Studie von Reichheld (1996) wurden nicht gegeben. Die Studie ließ sich trotz umfangreicher Recherchen nicht auffinden.

3.5.2 Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung

Die Analyse von Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung von Büroimmobilien stellt sich komplexer dar, da diese nicht nur durch die bereits zuvor beschriebenen Wechselwirkungen beim Mietniveau beeinflusst wird, sondern zudem durch eine Vielzahl weiterer Wirkungszusammenhänge auf Markt- und Objektebene.[390]

Pfnür/Armonat führten eine Expertenbefragung unter in Deutschland tätigen Investmentmanagern durch, in welcher deren Einschätzung zum Einfluss verschiedener Faktoren auf die Wertentwicklung von Immobilien erhoben wurde.[391]

Kurzrock analysierte mittels einer Regressionsanalyse den Einfluss markt- und objektbezogener Faktoren auf die Performance von Immobilien-Direktanlagen. Als Datenbasis dienten ihm IPD-Daten für Deutschland aus dem Jahr 2004. Die Übertragbarkeit der Ergebnisse ist aufgrund der Limitationen der Datenbasis nicht uneingeschränkt gegeben, weshalb anknüpfend nur diejenigen Zusammenhänge dargestellt werden, welche sich vor dem Hinter-

[390] Urschel (2010) wertete die immobilienwirtschaftliche Literatur in Bezug auf Hinweise auf Interdependenzen von Markt- und Objektkriterien aus. Hieraus entwickelte er ein „Modell der Risikobeziehungen", in welchem er graphisch die Wechselwirkungen von Einflussfaktoren auf die Entwicklung der Immobilienmärkte sowie auf die Objektebene darstellt. Aufgrund des Umfanges und der Komplexität der potenziellen Wechselbeziehungen verzichtet Urschel (2010) auf eine ausführliche Diskussion aller potenziellen markt- und objektbezogenen Wirkungszusammenhänge.

[391] Hierzu sollten die Befragten zunächst die Stärke der Interdependenzen zwischen neun unterschiedlichen Renditefaktoren beurteilen. In einer weiteren Phase der Erhebung sollten die Befragten aus einer Liste von bis zu 19 verschiedenen Variablen den Grad des Einflusses einer jeder Variablen auf drei Kriterien bestimmen. Pfnür / Armonat (2001) stellten fest, dass die Vorgehensweise der Expertenbefragung zur Ermittlung von immobiliären Interdependenzen starken Limitationen ausgesetzt ist. So führte die in diesem Verfahren erforderliche Beantwortung langer Item-Listen schnell zu einer kognitiven Überlastung der Probanden, weshalb die Auswahl der zu prüfenden Interdependenzen stark eingeschränkt werden musste. Das komplexe Geflecht der Wirkungszusammenhänge erschwerte zudem eine Analyse der Wechselwirkungen bei unerwarteten Datenkonstellationen (vgl. Pfnür/Armonat (2001), S. 29 und S. 56).

grund der immobilienwirtschaftlichen Praxis logisch nachvollziehen lassen.[392]

Die von Pfnür/Armonat sowie Kurzrock empirisch ermittelten Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung von Büroimmobilien lassen sich analog der bereits beschriebenen Einflussfaktoren auf das Mietniveau systematisch in Standortfaktoren, Objektfaktoren und Cashflowfaktoren einteilen.

3.5.2.1 Standortfaktoren

Kurzrock stellte fest, dass die Wertänderungsrendite durch einen hohen Agglomerationsgrad am Makrostandort positiv beeinflusst wird. Auch ein Bevölkerungs- und Beschäftigungswachstum wirken sich positiv auf die Wertentwicklung einer Büroimmobilie aus. Das gleiche gilt für einen hohen Büroflächenumsatz am Standort, die Verfügbarkeit von Nahversorgungseinrichtungen sowie die Nähe zur nächsten Haltestelle des ÖPNV (hier: Entfernung zum nächsten U-Bahnhof). Pfnür/Armonat registrierten, dass die Wertentwicklung einer Immobilie von der regionalen und überregionalen Entwicklung der Soziodemographika, dem Wirtschaftswachstum, der Infrastruktur, den Immobilienmarktverhältnissen und der

[392] Kurzrock (2007) versuchte, die im deutschen Immobilienmarkt mangelnde Verfügbarkeit und Qualität empirischer Daten dadurch zu kompensieren, dass er verschiedene Datenquellen zu einem Datensatz zusammenfügte, der sowohl markt- als auch objektbezogene Daten auf Einzelobjektebene kombinierte. Hierzu verknüpfte er von der Investment Property Database (IPD) für das Jahr 2004 erhobene Objektdaten mit soziodemographischen Daten von BulwienGesa (RIWIS) sowie Daten der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK). Die Georeferenzierung der Daten ermöglichte eine Verknüpfung der IPD-Daten mit Entfernungsdaten eines Geomarketinginstituts sowie mit von der Unternehmensberatung McKinsey erhobenen Standortfaktoren. Aufgrund der Limitationen der für die Regressionsanalyse genutzten IPD-Daten sind die Ergebnisse jedoch nicht ohne Einschränkungen auf die immobilien-wirtschaftliche Realität übertragbar. So handelt es sich bei den von IPD erhobenen Immobilienwerten bspw. um von Gutachtern ermittelte Verkehrswerte und nicht um tatsächlich erzielte Verkaufspreise. Zudem stellt Kurzrock heraus, dass es im Jahr 2004 Sondereffekte gab und somit ggf. die Analyse später wiederholt werden sollte (vgl. Kurzrock (2007), S. 3 ff. und S. 252 ff.).

Inflationsentwicklung abhängt, sowie von der allgemeinen finanzwirtschaftlichen Situation, ausgedrückt durch die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen, den Renditen alternativer Kapitalanlagen, den steuerlichen Rahmenbedingungen und der Finanzierungsstruktur.

3.5.2.2 Objektfaktoren

Kurzrock stellte einen positiven Zusammenhang zwischen der Größe der Gebäudefläche und der Gebäudeperformance[393] fest, wobei er mutmaßt, dass dies durch eine größere Wettbewerbsstärke der Immobilie im lokalen Marktumfeld bedingt ist. Auch ermittelte er einen positiven Effekt der Anwesenheit von PKW-Stellplätzen auf die Objektperformance. Pfnür/Armonat stellten einen positiven Einfluss der Nutzungsflexibilität, der Qualität der Gebäudesubstanz und des Erscheinungsbildes, der Gebäudeeffizienz sowie der Qualität des Gebäudemanagements auf die Wertentwicklung einer Immobilie fest.

3.5.2.3 Cashflowfaktoren

Kurzrock ermittelte einen positiven Einfluss der Qualität des Mietermixes sowie von Mietanpassungsklauseln auf die Objektperformance. Pfnür/ Armonat kommen ebenfalls zu dem Schluss, dass die Qualität des Mietermixes die Wertentwicklung einer Immobilie beeinflusst.[394]

Die zuvor diskutierten empirisch dokumentierten Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung von Büroimmobilien sind in Abbildung 3.4 zusammengefasst:

[393] Der Begriff Gebäudeperformance wird von Kurzrock nicht definiert.

[394] Dies gilt auch für die „objektspezifische Vertragsgestaltung“, wobei sie nicht näher definieren, was dies konkret bedeutet.

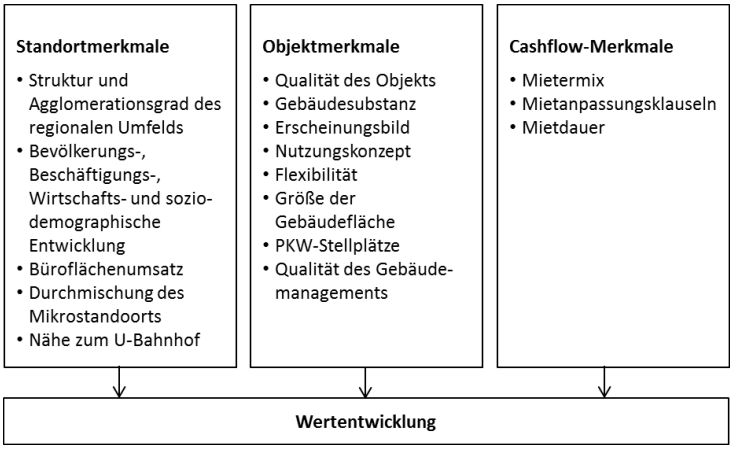


Abbildung 3.4: Empirisch dokumentierte Einflussfaktoren auf die Wertentwicklung

3.6 Zwischenfazit

Anhand der Untersuchung der vorgehend diskutierten Fachliteratur und publizierten Studienergebnisse wurde deutlich, dass investitionsrelevante Beurteilungsfaktoren für Immobilieninvestments Kriterien aus den Bereichen Markt- und Standortmerkmale, Objektmerkmale sowie Cashflowmerkmale umfassen.

Markt- und Standortfaktoren wirken auf verschiedenen räumlichen Ebenen. Während auf der Ebene des unmittelbaren Umfelds der Immobilie (Mikrostandort) besonders die infrastrukturelle Erschließung, Agglomerationseffekte sowie weiche Faktoren wie das Image eines Standorts investitionsrelevante Beurteilungskriterien darstellen, so sind es auf der Ebene des weiteren Umfelds (Makrostandort) die Wirtschaftskraft, soziodemographische Faktoren, aber ebenso die infrastrukturelle Erschließung und weiche Standortfaktoren wie das Image bzw. die Lebensqualität einer Region. Die Granularität des auf der Makroebene berücksichtigten geographischen Einzugsgebiets (z. B. Kontinent, Nation, Region,

Agglomerationsraum, Stadt) und der dort entsprechend berücksichtigten Standortfaktoren hängt von der individuellen Perspektive des Nutzers bzw. Investors ab.

Aus stadtgeographischer Perspektive ergeben sich unterschiedliche investitionsrelevante geographische Teilräume, wobei eine generische Abgrenzung dieser Teilräume, bedingt durch die Vielzahl unterschiedlicher individueller Stadtstrukturen, schwer realisierbar ist.

Bei den Objektfaktoren stellen die Objektqualität und die Lebenszyklusphase der Immobilie wichtige Beurteilungskriterien dar. Zu der Objektqualität zählen die Qualität der Bausubstanz, die Qualität der Architektur und Gebäudeausstattung, die Flexibilität und Drittverwendungsfähigkeit der Immobilie sowie die Flächen-, Energie- und Kosteneffizienz des Objekts. Ein generischer Zusammenhang zwischen dem physischen Alter bzw. Baujahr einer Immobilie und der Objektqualität ist nicht gegeben. Zwar ergibt sich im Zuge der Objektalterung prinzipiell eine sukzessive Reduktion der Objektqualität im Vergleich zu aktuelleren Wettbewerbsobjekten, doch ist dieser Prozess durch aktives Management des Objekteigentümers mittels Instandhaltungs- bzw. Modernisierungsmaßnahmen beeinflussbar bzw. sogar umkehrbar.

Zu den investionsrelevanten Cashflowkriterien zählen der Mietermix, die Mietvertragsmerkmale, die Bonität der Mieter, der Vermietungs- bzw. Leerstand der Immobilie sowie das Mietniveau. Bei den Mietvertragsmerkmalen sind die Mietvertragslaufzeiten sowie entsprechende Verlängerungsoptionen von Relevanz, ferner Mietanpassungsklauseln, bestehende Vereinbarungen zur Tragung bzw. Umlagefähigkeit von Bewirtschaftungskosten sowie etwaige Mietincentivierungsregelungen.

Die Relevanz individueller Markt- & Standort-, Objekt- und Cashflowbeurteilungskriterien hängt sowohl vom spezifischen Immobi-

lienmarkt, dem jeweiligen Immobilientyp, den Anforderungen der für den Immobilientyp relevanten Nutzergruppen und nicht zuletzt von den Voraussetzungen, Zukunftserwartungen und Investitionszielen des individuellen Investors ab.

Die Zyklizität der Wirtschafts- und Immobilienmarktphasen bedingt zudem, dass die Relevanz einzelner Faktoren im Zeitverlauf variieren kann.

Eine Identifikation aller Interdependenzen zwischen den o. g. investitionsrelevanten Beurteilungsfaktoren ist aufgrund der Komplexität der Verpflechtungen in den bislang publizierten wissenschaftlichen Veröffentlichungen nicht gelungen.

Dass Immobilieninvestoren im Rahmen ihrer Erstprüfung eines Immobilieninvestments (vgl. Abschnitt 0) nicht alle der zuvor vorgestellten potenziell beurteilungsrelevanten Attribute berücksichtigen, sondern im Rahmen heuristischer Vereinfachungen (vgl. Abschnitt 2.3) bestimmte Kriterien subsummieren bzw. außer Acht lassen, ist vor dem Hintergrund der großen Bandbreite potenzieller Beurteilungskriterien als sehr wahrscheinlich anzusehen.

4 Empirische Analyse zur Identifikation investitionsrelevanter Beurteilungskriterien

In diesem Kapitel wird anhand einer empirischen Untersuchung versucht, aus dem im Kapitel 3 vorgestellten breiten Spektrum der potenziell präferenzrelevanten Faktoren diejenigen Beurteilungskriterien zu identifizieren, welche für Investoren im Rahmen ihrer Erstprüfung einer Investitionsopportunität tatsächlich als präferenzrelevante Kriterien Berücksichtigung finden. Hiermit soll die Forschungsfrage 1 [395] final beantwortet werden. Gleichzeitig soll der Satz dieser zentralen beurteilungsrelevanten Kriterien sowohl den Anforderungen des Conjoint-Präferenzmessungsverfahrens wie auch den Erfordernissen des Forschers und der Probanden entsprechen (vgl. Abschnitt 2.4.3.1).[396]

In Abschnitt 4.1.1 werden potenzielle Vorgehensweisen zur Identifizierung beurteilungsrelevanter Merkmale und Ausprägungen vorgestellt sowie in Abschnitt 4.1.2 die für die vorliegende Untersuchung gewählte Kombination empirischer Erhebungsmethoden zu deren Identifikation beschrieben.[397]

---

[395] Forschungsfrage 1 lautet „Welche sind die zentralen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien eines Büroimmobilieninvestments, die potenzielle Investoren im Rahmen der Produktselektion berücksichtigen?"

[396] Konkret sollte der Satz von beurteilungsrelevanten Objekteigenschaften die Eigenschaften Präferenzrelevanz, Unabhängigkeit, kompensatorische Merkmalsbeziehungen, Vollständigkeit, Begrenztheit, Beeinflussbarkeit & Realisierbarkeit sowie Absenz von Ausschlusskriterien aufweisen.

[397] Die hierbei genutzten Verfahren der Stichprobenziehung und Datenauswertung werden in Anhang 1 detailliert erläutert.

Die Ablaufschritte und Ergebnisse dieser kombinierten Erhebungsverfahren werden in den Abschnitten 4.2.1 und 4.2.2 vorgestellt. Die anhand der empirischen Untersuchung getroffene Auswahl der für die Conjointanalyse zugrundegelegten Attribute und Ausprägungen wird in Abschnitt 4.3 dieses Kapitels präsentiert.

4.1 Methodische Grundlagen

4.1.1 Verfahren zur Identifikation präferenzrelevanter Attribute & -ausprägungen

Zur Identifikation präferenzrelevanter Merkmale und Merkmalsausprägungen bietet sich eine weite Bandbreite von direkten, projektiven und vergleichenden Verfahren an,[398] welche inTabelle 4.1 dargestellt sind:

[398] Vgl. Alpert (1971), S. 184, Schubert (1991), S. 179 ff. und Weiber/Mühlhaus (2009), S. 49 ff.

Tabelle 4.1: Verfahren zur Identifikation präferenzrelevanter Attribute und -ausprägungen [399]

Verfahrensgruppe	Verfahren	Methodisches Vorgehen
Direkte Verfahren (bedeutsame Attribute werden unmittelbar erhoben)	Dokumentenanalyse	Unter Rückgriff auf Fachliteratur, Prospekte oder Testberichte werden Anhaltspunkte für bedeutsame Attribute gesucht.
	Einzelinterview	Probanden werden separat teilstrukturiert zu einem Themenkomplex befragt.
	Gruppeninterview	Eine Gruppe von Probanden wird gleichzeitig teilstrukturiert zu einem Themenkomplex befragt. Eine Interaktion der Probanden untereinander ist gestattet.
	Elicitation-Technik	Probanden sollen alle Eigenschaften nennen, die sie mit einem bestimmten dargebotenen Stimulus assoziieren. Dabei wird unterstellt, dass die besonders relevanten Merkmale zuerst genannt werden.
Projektive Verfahren (bedeutsame Attribute werden auf indirektem Weg erhoben, indem Probanden Stimuli präsentiert werden, zu denen sie uneingeschränkt Auskunft	Assoziationstest	Probanden werden zu spontanen Äußerungen bezüglich präsentierter Stimuli aufgefordert.
	Antezedenz-Konsequenz-Methode	Probanden sollen vorgebene Aussagen zu präsentierten Stimuli vervollständigen.
	Tiefen-Gruppeninterviews	Probanden werden durch Psychologen unstrukturiert befragt mit dem Ziel, tieferliegende Ursachen für deren Verhalten zu erforschen.

[399] Eigene Darstellung in Anlehnung an Weiber/Mühlhaus (2009), S. 50, Schubert (1991), S. 180 ff. und Alpert (1971), S. 184 ff.

geben sollen)	Einkaufslisten-Verfahren	Probanden werden befragt, aus welchen Gründen sie welche Stimuli auf einer vordefinierten „Einkaufsliste“ belassen würden.
Vergleichende Verfahren (beruhen auf der Ableitung von Eigenschaften aufgrund der Ähnlichkeit oder Unähnlichkeit von Objekten)	Role Construct Repertory Test (Rep-Test)	Probanden bekommen Triaden von Gegenständen vorgelegt und sollen jeweils diejenigen beiden identifizieren, die einander ähnlich und gleichzeitig zu dritten Gegenständen unterschiedlich sind.
	Repertory-Grid-Technik	Probanden sollen Gegenstände der verwendeten Triadenvergleiche anhand der von ihnen genannten Unterscheidungsmerkmale beurteilen.
	Multidimensionale Skalierung (MDS)	Greift auf Ähnlichkeitsurteile zwischen Gegenständen zurück und versucht, diese in einem gering dimensionierten Raum möglichst adäquat abzubilden.
	Informationstafeln	Dem Probanden wird eine Matrix aus möglichen zunächst verdeckten Stimuli und Eigenschaften vorgelegt. Um zu einer Präferenzbildung zu gelangen, deckt der Proband sukzessive Eigenschaftsausprägungen auf.

Die Adäquatheit des zu wählenden Verfahrens richtet sich nicht nur nach der Natur und Komplexität des Forschungsobjekts, sondern auch nach den kognitiven Fähigkeiten der Forschungssubjekte, ihrer zeitlichen Verfügbarkeit sowie ihrer Bereitschaft, sich mit dem Forschungsobjekt intensiv auseinanderzusetzen.

Projektive Verfahren bieten sich besonders in denjenigen Fällen an, in denen zu erwarten ist, dass Probanden ihre Empfindungen lediglich unzureichend verbal ausdrücken können. Die vergleichenden Verfahren sind aufgrund ihrer Komplexität mit hohen kognitiven Anforderungen an die Befragten verbunden.[400] Da davon auszugehen ist, dass professionelle Marktteilnehmer des Immobilieninvestmentmarkts als Forschungssubjekte durchaus in der Lage sind, für sie relevante präferenzrelevante Eigenschaften zu definieren, wurde die Anwendung projektiver Verfahren für die vorliegende Untersuchung als nicht zielführend erachtet. Andererseits ergaben erste Vorgespräche mit potenziellen Probanden, dass deren zeitliche Verfügbarkeit und Bereitschaft, an kognitiv anspruchsvollen, komplexen Testverfahren teilzunehmen, gering war, weshalb von der Anwendung vergleichender Verfahren Abstand genommen wurde.[401]

Eine Erhebung mittels direkter Verfahren erfordert von den Forschungssubjekten den geringsten zeitlichen und kognitiven Einsatz. So setzen diese Verfahren lediglich voraus, dass die Befragten

[400] Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 51.

[401] Wellner (2003) nutzte im Rahmen ihrer Untersuchung relevanter Markt- und Objektkriterien die zu den vergleichenden Verfahren der Mehrdimensionalen Skalierung zählende Fishbein-Methode, bei welcher für jedes Merkmal des Forschungsobjekts die kognitive und affektive Einstellung der Probanden zu dem Merkmal ermittelt wird (vgl. Berekoven u. a. (2009), S. 76 ff.). Hierzu ließ Wellner (2003) von Immobilienexperten 86 potenziell relevante Eigenschaften einer Immobilie hinsichtlich ihrer Relevanz, Messbarkeit und Möglichkeit der Datengewinnung begutachten. Zur anschließenden Reduktion der Anzahl an Attributen nutzte sie eine Faktorenanalyse (zur Faktorenanalyse vgl. Backhaus (2011), S. 329 ff. sowie Scholz (2009), S. 62).

die für sie präferenzrelevanten Eigenschaften sowohl aktiv benennen können als dieses auch wollen,[402] was in den Vorgesprächen von den angesprochenen potenziellen Probanden bestätigt wurde.

4.1.2 Darstellung der für die empirische Untersuchung gewählten Erhebungsverfahren

Vor dem Hintergrund der absehbar limitierten Verfügbarkeit von Probanden wurde für diese Arbeit eine Kombination aus drei direkten Erhebungsverfahren gewählt.

Durch die Kombination unterschiedlicher Erhebungsverfahren (sog. Methodentriangulation) sollen den individuellen Erhebungsverfahren innehabende Schwächen ausgeglichen werden. Dabei wird davon ausgegangen, dass es nicht wahrscheinlich ist, dass eine fehlerhafte Information in unterschiedlichen Erhebungsverfahren dupliziert werden kann.[403] Zudem erlaubt eine Kombination unterschiedlicher methodischer Zugänge (sog. betweenmethod Triangulation) eine Beleuchtung des Untersuchungsgegenstands aus verschiedenen Perspektiven, was zu einem tieferen Verständnis des Forschungsobjekts führt.[404] Die Kombination von Erhebungsverfahren ermöglicht somit die beim qualititativen Forschungsparadigma geforderte Ausschöpfung unterschiedlicher Perspektiven.[405]

---

402 Vgl. Scholz (2009), S. 70.
Die zu den direkten Verfahren zählende Elicitation-Technik ist zur Generierung präferenzrelevanter Merkmale nur bedingt geeignet, da diejenigen Merkmale, welche von den Probanden ‚Top of mind' genannt werden, nicht zwangsläufig besonders wichtig für die Beurteilung von Untersuchungsgegenständen sind und zudem potenziell relevante Attribute übersehen werden könnten (vgl. Schubert (1991), S. 187).

403 Vgl. Lamnek (2010), S. 300.

404 Vgl. Flick (2012), S. 313.

405 Vgl. Witt (2001), o. S.

Im Rahmen dieser Arbeit wurden zur Identifikation entscheidungsrelevanter Attribute und Ausprägungen die Verfahren der Dokumentenanalyse, der Gruppendiskussion sowie des Einzelinterviews in der Methodentriangulation angewandt (siehe Abbildung 4.1).

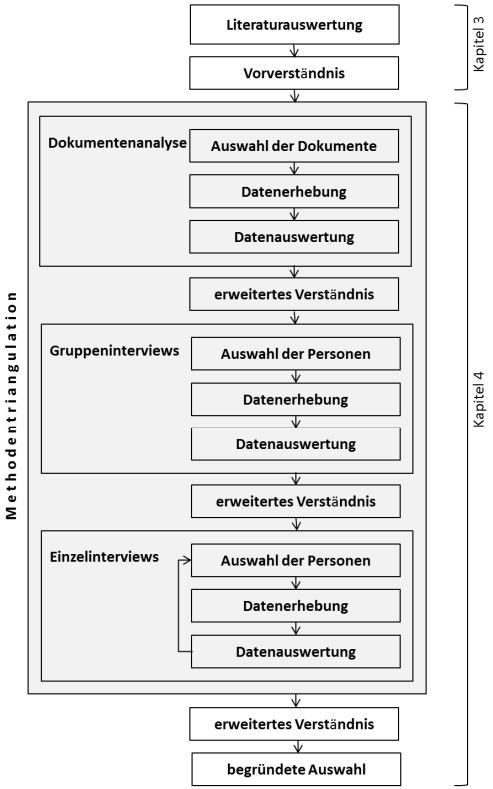


Abbildung 4.1: Ablaufschema der Methodentriangulation

Die in der Fachliteratur diskutierten Eigenschaften und Vorgehensweisen bei Dokumentenanalyse, Gruppendiskussion und Einzelinterview werden in Anhang 1 detailliert beschrieben.

4.2 Empirische Untersuchung zur Auswahl präferenzrelevanter Attribute

4.2.1 Dokumentenanalyse

Um ein erstes Verständnis für die aus Investorensicht relevanten Attribute und Ausprägungen im Rahmen einer eingänglichen Beurteilung von möglichen Büroimmobilieninvestments zu gewinnen, wurden 96 Anforderungsprofile in Deutschland aktiver Investoren analysiert, welche in die Assetklasse Büro investieren.

Anforderungsprofile können in Form und Informationsumfang stark variieren. Gemeinsam ist ihnen, dass Investoren als potenzielle Käufer von Immobilien mittels dieser Dokumente der Verkäuferseite (verkaufswilligen Objekteigentümern und/oder Maklern) gegenüber schriftlich definieren, welche Attribute und Attributausprägungen einer Immobilie sie für ein Investment als grundsätzlich akzeptabel erachten.

Somit ermöglicht eine Auswertung von Anforderungsprofilen, einen Überblick über das Spektrum von seitens Investoren definierten Präferenzen für Attribute und Ausprägungen bei Büroimmobilieninvestments zu gewinnen.

4.2.1.1 Grundgesamtheit & Stichprobe

Ein vollständiges Verzeichnis aller in Deutschland aktiven (potenziellen) direkten Investoren in Büroimmobilien ist nicht verfügbar,[406] weshalb eine Quantifizierung der Grundgesamtheit nicht möglich ist.

[406] Wohl existieren in einigen Märkten (u. a. Deutschland und Großbritannien) Verbände institutioneller Immobilieninvestoren mit entsprechenden Mitgliederverzeichnissen,

Die für die Dokumentenanalyse herangezogenen Anforderungsprofile wurden von Mitarbeitern der Investmentabteilung des Maklerunternehmens Cushman & Wakefield LLP im Zeitraum von August 2013 bis Mai 2014 gesammelt.[407]

Da es nicht unter allen Investoren üblich ist, Anforderungsprofile zu veröffentlichen, und zudem die Grundgesamtheit nicht ermittelt werden konnte, stellt die ermittelte Auswahl der Anforderungsprofile zwangsläufig eine Zufallsstichprobe dar. Eine Repräsentativität der Untersuchungsergebnisse der Dokumentenanalyse im statistischen Sinne ist nicht gegeben.

4.2.1.2 Strukturierung der Datenauswertung

In nur wenigen der untersuchten Anforderungsprofile definierten die Investoren explizit, zu welchem Investorentyp sie sich zählen. Obwohl eine Auswertung der Anforderungsprofile nach Investorentypen einen informativen Mehrwert gebracht hätte, war eine eindeutige Zuordnung der individuellen Anforderungsprofile zu einem entsprechenden Investorentyp im Rahmen der Dokumentenanalyse daher nicht möglich.[408]

Eine Auswertung der Anforderungsprofile nach Investmentstil stellte sich als praktikabel heraus. Während einige Investoren in den Anforderungsprofilen explizit darstellten, welche Art(en) von Investmentstil sie als Investmentoption berücksichtigen, wurde in

doch ist eine umfassende Aufstellung aller in Deutschland aktiven Investoren inklusive nicht-institutioneller Investoren nicht existent.

[407] Die Anforderungsprofile wurden von den Internetseiten der Investoren heruntergeladen bzw. waren im Rahmen von Objektgesuchen an Cushman & Wakefield LLP kommuniziert worden.

[408] Teilweise war bei Investoren der Investorentyp anhand des Internetauftritts nicht eindeutig zuzuordnen. Zudem unterhalten einige Kapitalsammelstellen unterschiedliche Investmentvehikel. Ohne zu wissen, für welches Vehikel Immobilien erworben werden sollen ist eine eindeutige Zuordnung zu einem Investorentyp daher nicht durchführbar.

denjenigen Fällen, wo dies nicht der Fall war, eine Zuordnung anhand der in Abschnitt 2.1.1 vorgestellten Klassifizierungskriterien vollzogen. Die Profile wurden zwei Gruppen zugeordnet – entweder Core & Core+ oder Value Added & Opportunistisch[409] – und die in den Anforderungsprofilen definierten Merkmale und Merkmalsausprägungen für diese Gruppen quantitativ ausgewertet. Insgesamt ließen sich aus der 96 Anforderungsprofile umfassenden Materialstichprobe 71 Profile den Clustern Core & Core+ und 25 Profile der Gruppe Value Add & Opportunistisch zuordnen.

Das Kategoriensystem zur Auswertung der Textelemente,[410] deren Auftreten untersucht werden sollte, wurde analog der anhand der Desktoprecherche (vgl. Kapitel 3) festgestellten Attributklassen Markt & Standortattribute, Objektattribute und Cashflowattribute strukturiert. Für Attribute, die sich keiner dieser drei Attributklassen zuordnen ließen, wurde die Klasse sonstige Attribute definiert.

Mithilfe des Kategoriensystems wurden die Anforderungsprofile auf Merkmale und deren Ausprägungen durchsucht. Synonyme oder semantisch ähnliche Begriffe wurden gesammelt und nach Ober- und Unterbegriffen sortiert. Begriffe, welche nicht klar einer Attributklasse bzw. einem Attribut zuzuordnen waren, wurden nach Ermessen des Forschers[411] der angemessensten Attributklasse bzw. Attribut zugeordnet.

[409] Eine klare Zuordnung einiger Anforderungsprofile in die einzelnen Risikoklassen Core, Core+, Value Added und Opportunistisch war aufgrund der teilweise lediglich semantischen Unterschiede zwischen den Risikoklassen Core und Core+ sowie Value Added & Opportunistisch und der teilweise nur kurz gefassten Attributlisten nicht eindeutig möglich. Aus diesem Grunde wurde die Analyse für die zwei klarer voneinander abgrenzbaren Gruppen Core & Core+ sowie Value Added & Opportunistisch zusammengefasst.

[410] Zur Vorgehensweise siehe Anhang 1.

[411] Hierzu wurden die im Rahmen der Literaturrecherche zuvor gewonnenen Erkenntnisse zugrunde gelegt.

Die auf diese Weise strukturiert erhobenen Daten wurden in einem nächsten Schritt quantitativ ausgewertet.

4.2.1.3 Darstellung der Ergebnisse der Erhebung

Eine Aufstellung der in den Anforderungsprofilen genannten entscheidungsrelevanten Attribute und Attributausprägungen ist in den Tabellen 4.2 bis 4.6 ersichtlich. Diese werden nachfolgend diskutiert.

Tabelle 4.2: Anzahl und Verteilung von Attributnennungen

Attribut-gruppe	durchschn. Anzahl Attribut-nennungen pro Attributgruppe	Attribut	Nennungen Gesamt	Nennungen Core & Core +	Nennungen Value Added & Opp.	Anteil an Nennungen Gesamt	Anteil an Nennungen Core & Core +	Anteil an Nennungen Value Added & Opp.
Lage-attribute	2,1	Standort	96	71	25	100%	100%	100%
		Lage	75	57	18	78%	80%	72%
		verkehrliche Infrastruktur	27	24	3	28%	34%	12%
		Umfeld	6	4	2	6%	6%	8%
Objekt-attribute	2,5	Gebäudealter	39	37	2	41%	52%	8%
		Objektqualität	32	28	4	33%	39%	16%
		Flexibilität	13	11	2	14%	15%	8%
		Drittverwendungsfähigkeit	13	11	2	14%	15%	8%
		Instandsetzungsbedarf	10	10	0	10%	14%	0%
		Nutzfläche	10	6	4	10%	8%	16%
		Effiziente Grundrisse	9	7	2	9%	10%	8%
		Stellplätze	8	8	0	8%	11%	0%
		Energieeffizienz / Zertifizierung	6	6	0	6%	8%	0%
		Gebäudekonfiguration	6	6	0	6%	8%	0%
		Nachvermietbarkeit	6	5	1	6%	7%	4%
		Architektonische Qualität	5	5	0	5%	7%	0%
		Image	1	1	0	1%	1%	0%
Cashflow-attribute	2,6	Mietvertragslaufzeit	71	57	14	74%	80%	56%
		Leerstand	68	53	15	71%	75%	60%
		Mieterbonität	48	44	4	50%	62%	16%
		Single / Multi Tenant	28	23	5	29%	32%	20%
		Wertsicherung	11	11	0	11%	15%	0%
		Mietniveau	11	9	2	11%	13%	8%
		Nebenkostenregelung	9	9	0	9%	13%	0%
		Namhaftigkeit der Mieter	3	3	0	3%	4%	0%
sonstige Attribute	1,5	Investitionsvolumen	89	66	23	93%	93%	92%
		Transaktionsstruktur bzw. Transaktionsart	30	27	3	31%	38%	12%
		Ankaufsrendite	22	18	4	23%	25%	16%
		Eigentumstruktur	6	5	1	6%	7%	4%

4.2.1.3.1 Markt- und Standortattribute und Ausprägungen

In den ausgewerteten Anforderungsprofilen fanden sich vier Attribute, die der Attributgruppe Standortattribute zuzuordnen sind. Genannt wurden Standort (in 100 % der Anforderungsprofile genannt), Lage (in 78 % der Anforderungsprofile genannt), verkehrliche Infrastruktur (28 %) sowie Umfeld (6 %). Die in der gängigen Literatur zur Standortforschung verbreiteten Definitionen Makrolage und Mikrolage wurden in keinem der ausgewerteten Anforderungsprofile erwähnt.

Unter den gewünschten Ausprägungen des Attributs Standort wurde ein heterogenes Spektrum an Standortbegriffen verwendet,

wobei keine Begrifflichkeit als quantitativ dominierend herausstach (vgl. Tabelle 4.2). So wurden sowohl spezifische Städte und Ballungsgebiete als Zielmärkte genannt, aber auch generalisierende Anforderungen wie z. B. die Mindesteinwohnerzahl einer Stadt. In einem geringen Anteil der Profile wurden rein qualitative Anforderungen an den Standort gestellt (gute/ etablierte Standorte, A&B Städte).

Tabelle 4.3: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „Markt & Standort“

Attributgruppe "Markt & Standort" genannte Attribute & Attributausprägungen	Nennungen Gesamt	Nennungen Core & Core +	Nennungen Value Add & Opp.	Anteil an Nennungen Gesamt	Anteil an Nennungen Core & Core +	Anteil an Nennungen Value Add & Opp.
Attribut "Standort"	96	71	25	100%	100%	100%
Definierte Städte (nur diese Städte)	46	33	13	48%	46%	52%
Ballungsgebiete, Metropolen, Großstädte	20	17	3	21%	24%	12%
Definierte Städte + Stadte > xxx Einw	14	11	3	15%	15%	12%
Städte > xxx Einw	10	6	4	10%	8%	16%
gesamtes Bundesgebiet / Eurozone, alte Bundesländer	3	2	1	3%	3%	4%
gute / etablierte Standorte	2	1	1	2%	1%	4%
A & B Städte	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Lage"	75	57	18	78%	80%	72%
sehr gute Lagen, gute Lagen, etablierte Lagen, sehr gute Innenstadtlagen, gute Innenstadtlagen	25	21	4	26%	30%	16%
1A Lagen, 1B Lagen, 1A & 1B Lagen	15	11	4	16%	15%	16%
CBD, CBD & Cityrand	15	10	5	16%	14%	20%
CBD & etablierte Bürolagen	11	9	2	11%	13%	8%
A Lagen, B Lagen, A & B Lagen	6	3	3	6%	4%	12%
zentrale Lagen, urbane Lagen	3	3	0	3%	4%	0%
Attribut "verkehrliche Infrastruktur"	27	24	3	28%	34%	12%
gute Anbindung (nur ÖPNV)	10	10	0	10%	14%	0%
gute infrastrukturelle Anbindung	9	8	1	9%	11%	4%
gute Anbindung (Individualverkehr & ÖPNV)	8	6	2	8%	8%	8%
Attribut "Umfeld"	6	4	2	6%	6%	8%
solides Umfeld & Nachbarn	3	2	1	3%	3%	4%
urbanes Umfeld, gute Nahversorgungssituation	3	2	1	3%	3%	4%

Bezüglich des Attributs Lage zeigte sich ebenfalls ein breites und wenig kongruentes Spektrum an gewählten Begrifflichkeiten. So definierten einige Investoren die Lageausprägungen rein qualitativ (sehr gute Lagen, gute Lagen, etablierte Lagen, etc. bzw. als A-Lagen, 1A-Lagen, B-Lagen, etc.), oder auch stadträumlich (CBD, City-Rand, zentrale Lagen, etc.).

Bei den Attributen verkehrliche Infrastruktur sowie Umfeld wurden die entsprechenden Attributausprägungen von den Investoren rein qualitativ definiert, so u. a. als gut, solide sowie urban.

4.2.1.3.2 Objektattribute und Ausprägungen

Bei den Objektattributen wurde in 41 % der Anforderungsprofile das Gebäudealter als relevantes Merkmal erwähnt, in 33 % die Objektqualität.

Tabelle 4.4: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „Objekt“

Attributgruppe "Objekt" genannte Attribute & Attributausprägungen	Nennungen Gesamt	Nennungen Core & Core +	Nennungen Value Add & Opp.	Anteil an Nennungen Gesamt	Anteil an Nennungen Core & Core +	Anteil an Nennungen Value Add & Opp.
Attribut "Gebäudealter"	39	37	2	41%	52%	8%
< 10 Jahre	15	15	0	16%	21%	0%
Neubauten, junge Gebäude, < 2 Jahre	11	11	0	11%	15%	0%
< 15 jahre	6	6	0	6%	8%	0%
< 5 Jahre	4	4	0	4%	6%	0%
< 20 Jahre	2	0	2	2%	0%	8%
keine 70er	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Objektqualität"	32	28	4	33%	39%	16%
gute(r) & sehr gute(r) Objektqualität, Standard, Objekte, Bauqualität	19	15	4	20%	21%	16%
moderne(r) Standard, Objekte	10	10	0	10%	14%	0%
solide Gebäudetechnik, erstkl. Techn. Zustand	2	2	0	2%	3%	0%
geplegte Immobilien	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Flexibilität"	13	11	2	14%	15%	8%
flexible Grundrisse	13	11	2	14%	15%	8%
Attribut "Drittverwendungsfähigkeit"	13	11	2	14%	15%	8%
hohe Drittverwendungsfähigkeit	13	11	2	14%	15%	8%
Attribut "Instandsetzungsbedarf"	10	10	0	10%	14%	0%
keiner	9	9	0	9%	13%	0%
gering	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Nutzfläche"	10	6	4	10%	8%	16%
> x qm	6	3	3	6%	4%	12%
x bis x qm	3	2	1	3%	3%	4%
kleiner bis mittlere Gebäude	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Effizienz der Grundrisse"	9	7	2	9%	10%	8%
Effizienz der Grundrisse	9	7	2	9%	10%	8%
Attribut "Stellplätze"	8	8	0	8%	11%	0%
angemessene Anzahl	8	8	0	8%	11%	0%
Attribut "Nachvermietbarkeit"	6	5	1	6%	7%	4%
gute Nachvermietbarkeit	6	5	1	6%	7%	4%
Attribut "Energieeffizienz" / "Zertifizierung"	6	6	0	6%	8%	0%
nachhaltige, zertifizierte Objekte	5	5	0	5%	7%	0%
in Ballungsräumen Green Buildings	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Gebäudekonfiguration"	6	6	0	6%	8%	0%
funktional	3	3	0	3%	4%	0%
moderne Konfiguration	2	2	0	2%	3%	0%
ansprechendes Gebäudekonzept	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "architektonische Qualität"	5	5	0	5%	7%	0%
ansprechende Fassade	1	1	0	1%	1%	0%
hohe arch. Qualität	1	1	0	1%	1%	0%
zeitgemäße Architektur	1	1	0	1%	1%	0%
Arch. der Lage und dem Umfeld angemessen	1	1	0	1%	1%	0%
Trophy, historische Gebäude	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Image"	1	1	0	1%	1%	0%
eigenständiges Image; Adresse	1	1	0	1%	1%	0%

Weitere genannte Attribute sind Flexibilität der Grundrisse und Drittverwendungsfähigkeit (genannt in je 14 % der Anforderungsprofile), gefolgt von Instandsetzungsbedarf, Größe der Nutzfläche, Effizienz der Grundrisse, Anzahl der Stellplätze, Nachvermietbarkeit, Energieeffizienz bzw. Zertifizierung, Gebäudekonfiguration, architektonischer Qualität und Image des Gebäudes mit Nennungen in jeweils nur einem Zehntel oder weniger der Anforderungsprofile.

Auffällig ist, dass die Attribute Gebäudealter und Objektqualität wesentlich häufiger genannt wurden als die übrigen Objektattribute. Die Auswertung in Tabelle 4.4 ließe den Schluss zu, dass Investoren im Sinne der heuristischen Vereinfachung Attribute wie z. B. Instandhaltungsbedarf, Flexibilität, energetische Effizienz, Effizienz der Grundrisse und Gebäudekonfiguration unter den Oberbegriffen Gebäudealter und/oder Objektqualität subsummieren. So ließe sich z. B. argumentieren, dass Gebäude jüngeren Baujahres generell einen geringeren Instandhaltungsbedarf, eine höhere Flexibilität, eine bessere energetische Effizienz sowie Flächeneffizienz und eine modernere Gebäudekonfiguration besitzen, als dies bei älteren Gebäuden der Fall ist,[412] womit eine explizite Nennung dieser Attribute überflüssig wäre.

4.2.1.3.3 Cashflowattribute und Ausprägungen

Unter den Cashflowattributen wurden insbesondere die Mietvertragslaufzeit (74 % der Anforderungsprofile) und der Leerstand (71 %) erwähnt, wobei bei den Attributausprägungen die zu erwartende Präferenz von Value Added & Opportunistisch geprägten Investoren für kurze Mietvertragslaufzeiten und höheren Leerstand ersichtlich ist.[413]

[412] Vgl. Abschnitt 3.3.
[413] Vgl. Abschnitt 2.1.1.

Tabelle 4.5: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „Cashflow“

Attributgruppe "Cash Flow" genannte Attribute & Attributausprägungen	Nennungen Gesamt	Nennungen Core & Core +	Nennungen Value Add & Opp.	Anteil an Nennungen Gesamt	Anteil an Nennungen Core & Core +	Anteil an Nennungen Value Add & Opp.
Attribut "Mietvertragslaufzeit"	71	57	14	74%	80%	56%
länger als x Jahre	33	31	2	34%	44%	8%
langfristig	15	15	0	16%	21%	0%
kurz	7	0	7	7%	0%	28%
x bis x Jahre	6	4	2	6%	6%	8%
mittel bis langfristig	6	6	0	6%	8%	0%
kürzer als x Jahre	2	0	2	2%	0%	8%
kurz bis mittelfristig	1	0	1	1%	0%	4%
flexibel	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Leerstand"	68	53	15	71%	75%	60%
> x % vermietet oder < x % Leerstand	42	36	6	44%	51%	24%
hoher Leerstand	13	5	8	14%	7%	32%
voll vermietet	5	5	0	5%	7%	0%
wenig Leerstand, hohe Vermietung	5	5	0	5%	7%	0%
Leerstand ist akzeptabel	2	1	1	2%	1%	4%
kein struktureller Leerstand	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Mieterbonität"	48	44	4	50%	62%	16%
hohe Mieterbonität, solvente Mieter	44	41	3	46%	58%	12%
Hauptmieter / Single Tenant mit hoher Bonität	2	2	0	2%	3%	0%
Investment Grade	1	1	0	1%	1%	0%
Bonität unwichtig	1	0	1	1%	0%	4%
Attribut "Mieterstruktur"	28	23	5	29%	32%	20%
Single & Multi Tenant	14	13	1	15%	18%	4%
Multi Tenant	6	4	2	6%	6%	8%
ansprechender Mietermix, ausgewogener Mietermix	3	3	0	3%	4%	0%
kleinteilige Vermietbarkeit	2	1	1	2%	1%	4%
Single Tenant	1	0	1	1%	0%	4%
1 bis 10 Mieteinheiten	1	1	0	1%	1%	0%
max. 5 Mietverhältnisse	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Mietniveau"	11	9	2	11%	13%	8%
marktgerechtes Mietniveau, marktübliche Mieten, kein over-rent	8	8	0	8%	11%	0%
under-rented, Entwicklungsfähikeit der Mieten	2	0	2	2%	0%	8%
under-rented oder rack-rented	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Wertsicherung"	11	11	0	11%	15%	0%
marktübliche Indexierung	9	9	0	9%	13%	0%
> x % Indexierung	2	2	0	2%	3%	0%
Attribut "Nebenkostenregelung"	9	9	0	9%	13%	0%
marktübliche Regelung	8	8	0	8%	11%	0%
Triple Net	1	1	0	1%	1%	0%
Attribut "Namhaftigkeit der Mieter"	3	3	0	3%	4%	0%
namhafte Mieter	3	3	0	3%	4%	0%

Zudem wird die Mieterbonität als Attribut bei 62 % der Core & Core+ fokussierten Investoren genannt, bei den Value Added & Opportunistisch geprägten Investoren fällt dieses Attribut weniger ins Gewicht (16 % der Fälle). Die Mieterbonität wird von keinem der Investoren anhand quantitativer Ratingskalen definiert, sondern rein qualitativ mit den Begriffen hohe Bonität, solvente Mieter bzw. Investment Grade.

Das Attribut Mieterstruktur wird in 29 % der Anforderungsprofile genannt, während Mietniveau, Wertsicherung, Nebenkostenregelung und Namhaftigkeit der Mieter in 11 % bis 3 % der Profile genannt wurden. Die letzten drei dieser Attribute wurden von Value

Added & Opportunistisch orientierten Investoren gar nicht genannt.

4.2.1.3.4 Sonstige Attribute und Ausprägungen

Unter den genannten sonstigen Attributen wurde in 93 % der Anforderungsprofile das gewünschte Investitionsvolumen spezifiziert, in 30 % die gewünschte Transaktionsstruktur bzw. Transaktionsart, in 23 % die akzeptable Ankaufsrendite und in 6 % der Fälle die gewünschte Eigentumsstruktur.

Tabelle 4.6: Anzahl und Verteilung von Nennungen von Attributausprägungen, Attributgruppe „sonstige Attribute“

Attributgruppe "sonstige Attribute" genannte Attribute & Attributausprägungen	Nennungen Gesamt	Nennungen Core & Core +	Nennungen Value Add & Opp.	Anteil an Nennungen Gesamt	Anteil an Nennungen Core & Core +	Anteil an Nennungen Value Add & Opp.
Attribut "Investitionsvolumen"	89	66	23	93%	93%	92%
> x € mn	36	22	14	38%	31%	56%
x bis x € mn	53	44	9	55%	62%	36%
Attribut "Transaktionsstruktur bzw. Transaktionsart"	30	27	3	31%	38%	12%
Share & Asset Deal	19	17	2	20%	24%	8%
Asset Deal	2	2	0	2%	3%	0%
End-Investments, Forward Deals, JVs	9	8	1	9%	11%	4%
Attribut "Ankaufsrendite"	22	18	4	23%	25%	16%
Mindestrendite x %	22	18	4	23%	25%	16%
Attribut "Eigentumstruktur"	6	5	1	6%	7%	4%
Volleigentum	5	4	1	5%	6%	4%
Volleigentum & EBR	1	1	0	1%	1%	0%

4.2.1.4 Zwischenfazit

Die statistisch nicht repräsentative Auswertung der Anforderungsprofile bestätigt, dass Investoren für eine Investition in Büroimmobilien Anforderungen sowohl an deren Standortattribute, Objektattribute sowie Cashflowattribute formulieren.

Auffällig ist, dass in keinem der Anforderungsprofile Marktfaktoren erwähnt wurden. Dies lässt sich dadurch erklären, dass Marktfaktoren unmittelbar mit den Standortfaktoren verbunden sind. Die Präferenz eines Investors für einen bestimmten Standort drückt zugleich dessen Präferenz für die mit diesem Standort verbundenen Marktfaktoren aus.

Im Vergleich zu den zu Anfang des Kapitels 3 vorgestellte Ratingmodellen fällt auf, dass in den Anforderungsprofilen mit durchschnittlich 8,7 Merkmalen eine wesentlich geringere Anzahl von Attributen als investitionsrelevant genannt wurde.

Die quantitative Streuung der in den untersuchten Anforderungsprofilen genannten Merkmale lag insgesamt zwischen 3 und 18 Attributen, wobei je nach Investor zwischen 0 und 4 Standortattribute, zwischen 0 und 7 Objektattribute, zwischen 1 und 7 Cashflowattribute und zwischen 0 und 4 sonstige Attribute genannt wurden.

Bei den Standortattributen bedienen sich Investoren durchschnittlich 2,1 Standortfaktoren, wobei Investoren ein sehr heterogenes Spektrum an Begrifflichkeiten von Attributausprägungen nutzen. Die Begriffe Makrolage und Mikrolage wurden in keinem der Anforderungsprofile benutzt.

Bei den durchschnittlich 2,5 Objektmerkmalen ist teilweise keine klare Abgrenzung der Attribute gegeben. Vielmehr legen die Ergebnisse die Vermutung nahe, dass manche Investoren zumindest teilweise gewisse Objektattribute unter die Begrifflichkeiten Gebäudealter bzw. Objektqualität subsummieren.

Bei den Cashflowattributen wurden mit im Schnitt 2,6 Attributen die relativ meisten Merkmale als relevant genannt. Allerdings benennen Core & Core+ ausgerichtete Investoren mehr Attribute, als dies Value Added & Opportunistisch ausgerichtete Investoren tun.

Sonstige nicht den oben genannten Attributgruppen zuordenbare Attribute (im Durchschnitt 1,5 Nennungen) beziehen sich auf das Investitionsvolumen der Immobilie, die Transaktionsstruktur, die Eigentumsverhältnisse und die gewünschte Ankaufsrendite des potenziellen Investments.

Die relativ geringe Anzahl der durchschnittlich für eine Investition in Büroimmobilien als relevant genannten Attribute lässt vermuten, dass

- Investoren entweder im Sinne der heuristischen Vereinfachung ihre Investitionsentscheidungen auf weniger Attributen basieren, als dies z. B. in den Immobilien-Ratingmodellen suggeriert wird, und/oder

- Investoren in Bezug auf bestimmte Attribute und deren Ausprägungen keine ausgeprägten Präferenzen haben und somit diese nicht explizit in Anforderungsprofilen definieren, und/oder

- die Liste der genannten Attribute und Ausprägungen ggf. lediglich eine Positivliste darstellt, inakzeptable Merkmale und Ausprägungen aber nicht ausdrücklich genannt werden und diese daher in den ausgewerteten Anforderungsprofilen keine Berücksichtigung fanden.

Ob für Investoren in der Tat weniger Attribute entscheidungsrelevant sind als dies die Ratingmodelle suggerieren und welche diese konkret sind, wird im Folgenden weiter untersucht.

4.2.2 Expertenbefragungen

Die Ergebnisse der Dokumentenanalyse boten eine erste Indikation für die potenziell von Investoren für ein Büroimmobilieninvestment in Deutschland als relevant erachteten Beurteilungskriterien. Ob die in den Anforderungsprofilen genannten Attribute und -ausprägungen tatsächlich alle investitionsrelevanten Beurteilungskriterien berücksichtigen, wurde anhand der nachfolgend beschriebenen Expertenbefragungen weiter eruiert.

4.2.2.1 Stichprobe

Eine absichtsvolle Stichprobenziehung[414] bietet die Möglichkeit, Untersuchungssubjekte mit eben jenen Merkmalen auszuwählen, die zu einer Variation der Perspektiven bzgl. des zu untersuchenden Sachverhalts beitragen.

Hierzu wurden Repräsentanten unterschiedlicher am Immobilieninvestmentprozess beteiligter Funktionsbereiche in die Erhebung einbezogen. So wurden neben den verschiedenen Arten von Büroimmobilieninvestoren Dienstleister, welche am Investitionsprozess mittelbar oder unmittelbar beteiligt sind, im Rahmen der Untersuchung befragt.

Als potenzielle Käufer von Büroimmobilien wurden neben den Vertretern unterschiedlicher institutioneller Investmentgesellschaften auch Bauträger/ Projektentwickler sowie Privatinvestoren bzw. Family Offices in die Stichprobe aufgenommen. Zudem wurde darauf Wert gelegt, dass das gesamte Spektrum von Investmentstilen von Core bis Opportunistisch in der Stichprobe vertreten ist.

Organisatorisch verfügen Investoren teilweise über verschiedene Funktionsbereiche, welche im Investmentprozess involviert sind (vgl. Abschnitt o), so z. B. bei der Akquisition, beim operativen und strategischen Management der Immobilie während der Haltephase sowie bei der Desinvestition. Aus diesem Grunde wurde es als sinnvoll erachtet, Vertreter dieser unterschiedlichen Funktionsbereiche in die Stichprobe aufzunehmen. Hierzu zählen das Investment Management, das Asset Management, der Bereich Investment Analysis/Research sowie auf Portfolioebene das Portfolio Management.

[414] Für eine detaillierte Beschreibung unterschiedlicher Stichprobenkonzepte siehe Anhang 1.

Auf Seiten der Immobiliendienstleister sind verschiedene Funktionsbereiche mittelbar oder unmittelbar in den Investmentprozess involviert. Investmentmakler agieren bei Immobilientransaktionen als Intermediäre und verfügen aufgrund ihres regelmäßigen Kontaktes mit Investoren idealerweise über ein umfassendes Verständnis derer investitionsrelevanten Präferenzen. Obwohl lediglich mittelbar in den Investitionsprozess involviert können Immobiliengutachter ebenfalls Auskunft über investitionsrelevante Beurteilungskriterien geben, da sie bei der Bemessung des Verkehrs- bzw. Marktwertes regelmäßig die Perspektive potenzieller Investoren einnehmen. Als Marktbeobachter verfügen Researcher über einen umfassenden Überblick über das Nachfrageverhalten von Investoren, was sie befähigt, aus einer weiteren Perspektive zum Erkenntnisgewinn beizutragen.

Als Grundvoraussetzung für die Aufnahme von Untersuchungssubjekten in die Stichprobe war deren Status als Experte in ihrem jeweiligen Tätigkeitsfeld. Zum Zweck der Stichprobenwahl sollten die Probanden über eine mindestens fünfjährige Berufserfahrung verfügen.

Neben in Deutschland ansässigen Marktteilnehmern wurden zusätzlich solche in die Stichprobe aufgenommen, deren Arbeitsort sich ausserhalb Deutschlands befindet. Hierdurch sollte sichergestellt werden, dass auch die Perspektive ausländischer Marktteilnehmer in der Erhebung angemessene Berücksichtigung fand.

Die für die Erhebung erwünschten Merkmale der Probanden sind im qualitativen Stichprobenplan (vgl. Tabelle 4.7) dargestellt:

Tabelle 4.7: Qualitativer Stichprobenplan (Mindestanzahl der zu befragenden Personen nach Eigenschaftsausprägungen)

Typisierung	Anzahl zu befragende gesamt	Investmentprofil		Arbeitsort des Befragten	
		Core & Core+	Value Add & Opport.	Deutschland	Ausland
Geschlossener Fonds Immobilien-AG / REIT Offener Fonds / Spezialfonds Private Equity Fonds Staatsfonds Versicherung / Pensionskasse	6	6	6	6	6
Bauträger / Projektentwickler	3				
Privater Investor / Family Office	3				
SUMME zu befragende (nach Investortyp)	12	6	6	6	6
Investment Manager	6	3	3	3	3
Portfolio Manager	2	2		2	
Asset Manager	2	2		2	
Investment Analyst / Researcher	2	2		2	
SUMME zu befragende (nach beruflicher Funktion)	12	6	6	6	6
Investmentmakler	4			2	2
Immobilienbewerter	2			2	
Researcher	1			1	
SUMME zu befragende (Immobiliendienstleister, nach beruflicher Funktion)	7			5	2
SUMME	19			11	8

Im Rahmen der Erhebung wurden nach dem Saturierungsprinzip[415] bis zu jenem Punkt zusätzliche Interviews durchgeführt, bis durch zusätzliche Befragungen keine weiteren Erkenntnisse gewonnen werden konnten. Insgesamt wurden in der Erhebung 41 Probanden befragt, deren Eigenschaftsausprägungen in Tabelle 4.8 gegenübergestellt sind:

Tabelle 4.8: Finale Stichprobenstruktur bei der qualitativen Erhebung (Anzahl der final befragten Personen)

Typisierung	Investmentprofil			Arbeitsort des Befragten		
	Core & Core+	Value Add & Opport.	Beides	Deutschland	europ. Ausland	außereurop. Ausland
Geschlossener Fonds	1			1		
Immobilien-AG / REIT			2	2		
Offener Fonds / Spezialfonds	7			7		
Private Equity Fonds	2	3	7	9	3	
Staatsfonds	1				1	
Versicherung / Pensionskasse						
Bauträger / Projektentwickler		2	1	3		
Privater Investor / Family Office	1	2	1	1	1	2
SUMME Befragte (nach Investortyp)	12	7	11	23	5	2
Investment Manager	8	7	9	17	4	3
Portfolio Manager	2			2		
Asset Manager			2	2		
Investment Analyst / Researcher			2	1	1	
SUMME Befragte (nach beruflicher Funktion)	10	7	13	22	5	3
Investmentmakler				5	1	1
Immobilienbewerter				3		
Researcher				1		
SUMME befragte Immobiliendienstleister (nach beruflicher Funktion)				9	1	1
SUMME Befragte (Investoren & Immobiliendienstleister)				31	6	4

[415] Für eine detaillierte Diskussion des Saturierungsprinzips siehe Anhang I.

4.2.2.2 Ablauf der Erhebung

In der ersten Phase der qualitativen Erhebung wurden unter Leitung eines professionellen Marktforschers zwei Gruppendiskussionen mit jeweils heterogen zusammengesetzten Gruppen mit sieben und acht Teilnehmern durchgeführt.[416] Zur Vertiefung der in den Gruppeninterviews gewonnenen Erkenntnisse wurden in einer zweiten Erhebungsphase 26 zusätzliche Probanden im Rahmen von Einzelinterviews befragt.[417]

Nachdem die Ergebnisse der Interviews der zweiten Erhebungsphase ausgewertet worden waren, wurden in einer dritten Erhebungsstufe im Rahmen weiterer Einzelinterviews fünf Probanden die Ergebnisse der vorherigen Erhebungsphasen präsentiert und diese gebeten, die Ergebnisse zu kommentieren und soweit möglich weiter zusammenzufassen.[418]

[416] Die Gruppeninterviews wurden am 19.02.2014 von 19:00h–21:30h und am 25.02.2014 von 19:00h–21:25h in einem Konferenzraum des Immobilienberatungsunternehmens Cushman & Wakefield LLP in Frankfurt am Main durchgeführt und durch den Marktforscher Klaus Baqué moderiert. Die Interviews wurden mittels Tonband, Video- und Fotoaufnahmen dokumentiert und daraufhin durch Transkription für die Datenauswertung verschriftlicht. Die Merkmalsausprägungen der Teilnehmer beider Gruppendiskussionen sind dokumentiert und auf Anfrage verfügbar.

[417] Die Einzelinterviews der zweiten Erhebungsphase wurden ohne weitere Unterstützung des Moderators im Zeitraum vom 27.03.2014 bis zum 22.05.2014 durchgeführt und dauerten zwischen 16 und 74 Minuten. Wenn möglich, so wurden die Untersuchungssubjekte persönlich in ihren Geschäftsräumen befragt. In den Fällen, in denen eine persönliche Befragung vor Ort nicht möglich war, wurde diese telefonisch vollzogen. Alle Einzelinterviews wurden mittels Tonbandaufnahme und – soweit möglich – durch Fotoaufnahmen dokumentiert. Eine Transkription aller Tonbandaufnahmen konnte vor dem Hintergrund des hohen zeitlichen und finanziellen Aufwands eines solchen Unterfangens nicht realisiert werden. Die Merkmalsausprägungen der in den Einzelinterviews befragten Subjekte sind ebenfalls dokumentiert und auf Anfrage verfügbar.

[418] Die Einzelinterviews der dritten Erhebungsphase wurden ebenfalls ohne Unterstützung des Moderators durchgeführt. Die Probanden hatten zuvor an einer Gruppendiskussion bzw. einem Einzelinterview der zweiten Erhebungsphase teilgenommen und waren somit bereits mit dem Untersuchungsgegenstand vertraut. Die Interviews fanden im Zeitraum vom 11.11.2014 bis zum 18.11.2014 statt und dauerten zwischen 23

Der Verlauf der Gruppendiskussionen und der Einzelinterviews der zweiten Erhebungsphase war durch einen in Zusammenarbeit mit dem Marktforscher im Vorfeld definierten Interviewleitfaden[419] thematisch in verschiedene Themenblöcke vorstrukturiert worden. Diese sind in Abbildung 4.2 dargestellt. Die Gruppendiskussionen wie auch die Einzelinterviews der zweiten Erhebungsphase bestanden aus einer Aufwärmphase sowie einer Hauptphase, wobei die genaue Vorgehensweise der Befragung im Zuge des zunehmenden Erkenntnisgewinns bei jedem weiteren Interview angepasst wurde. Die Aufwärmphase diente primär der Vorbereitung der Probanden auf das im Hauptteil der Interviews zu diskutierende Themengebiet.[420]

und 37 Minuten. Die Befragungen wurden entweder persönlich oder telefonisch vorgenommen und analog der zweiten Erhebungsphase mittels Tonbandaufnahme und – soweit möglich – durch Fotoaufnahmen dokumentiert.

[419] Eine Kopie des Interviewleitfadens befindet sich in Anhang II.

[420] Aufgrund frühzeitiger Erkenntnissaturierung konnte die Aufwärmphase schon nach wenigen Interviews auf den Fragenkomplex zu soziodemographischen Daten reduziert werden. Die in der Aufwärmphase gewonnenen Erkenntnisse zu den Themen Performance-Kennzahlen und Investmentprozess wurden zur empirischen Validierung der in Kapitel 2.1 diskutierten Theorien herangezogen. Eine Saturierung trat beim Themengebiet Performancekennzahlen bereits nach zwei Gruppen- und drei Einzelinterviews auf, weshalb in den restlichen Einzelinterviews dieses Thema nicht weiter diskutiert werden musste. Selbiges gilt für die Themen Investmentprozess und Portfoliotheorie, bei welchen nach zwei Gruppen– und neun Einzelinterviews eine Saturierung festgestellt wurde.

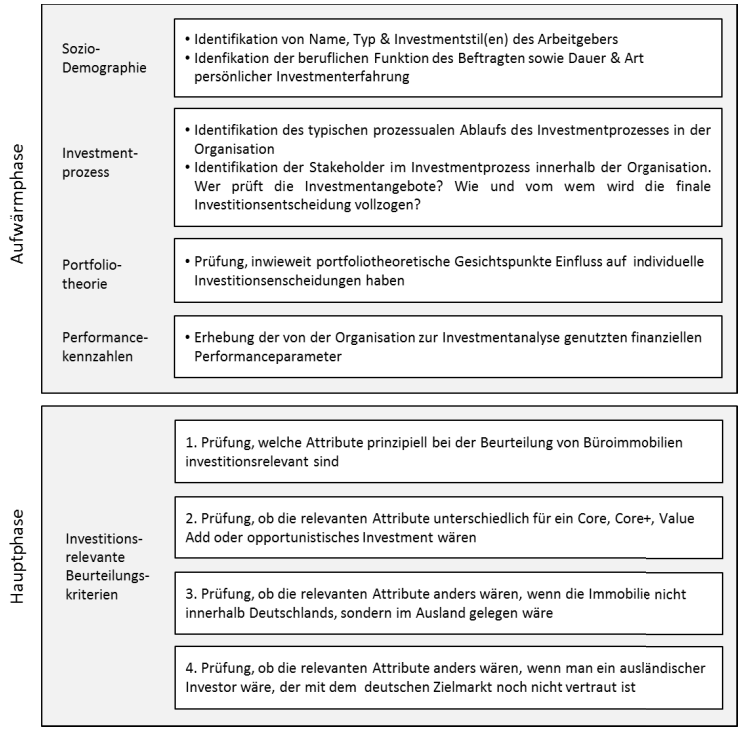


Abbildung 4.2: Diskutierte Themengebiete in den Gruppen- und Einzelinterviews (Erhebungsphase 1 & 2)

Die Interviewfragen des für die dritte Erhebungsphase verwandten Interviewleitfadens sind in Abbildung 4.3 dargestellt.

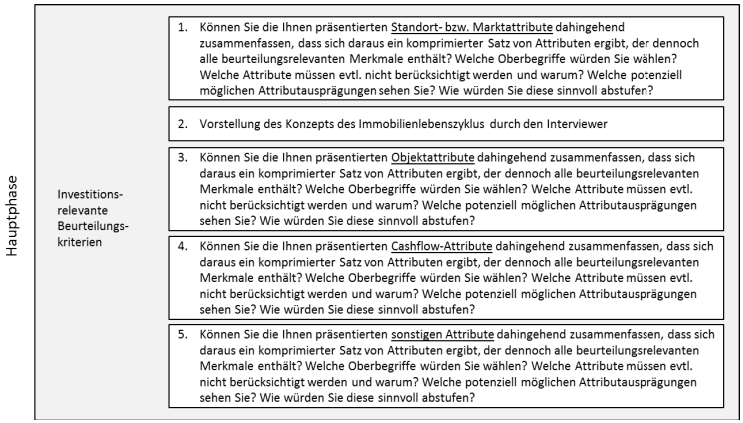


Abbildung 4.3: Diskutierte Themengebiete in den Einzelinterviews (Erhebungsphase 3)

4.2.2.2.1 Gruppendiskussionen

In der Hauptphase der ersten Gruppendiskussion wurden die Probanden gebeten, die aus ihrer Perspektive für eine Investitionsentscheidung wichtigen Attribute einer Büroimmobilie frei zu assoziieren und ihre Auswahl zu begründen.[421] Die Attribute wurden auf Karteikarten notiert und für alle Probanden gut sichtbar auf einem Whiteboard fixiert. Zur Stimulierung weiterer Assoziationen wurden Fotos dreier Büroimmobilien unterschiedlicher Standort- und Objektqualitäten mittels eines Projektors an die Wand projiziert. Die Gruppenteilnehmer identifizierten in dieser Phase der Diskussion eine sehr große Bandbreite potenziell investitionsrelevanter Beurteilungskriterien. [422]

In einem nächsten Schritt wurden die Probanden gebeten, die Attribute sinnvollen Kriteriengruppen zuzuordnen. Nachdem die

[421] Immobiliendienstleister wurden befragt, welche ihrer Meinung nach die für Investoren investitionsrelevanten Attribute sind.

[422] Die Gruppe benötigte hierbei 38 Minuten, um zu einen konsensualen Ergebnis zu kommen.

Gruppe diesbezüglich Konsens gewonnen hatte,[423] wurden die Probanden gebeten, die Attribute durch Zusammenfassung bzw. Elimination soweit in ihrer Anzahl zu reduzieren, dass sich hieraus ein vollständiger, jedoch gleichzeitig quantitativ begrenzter (und somit von den Forschungssubjekten bei den Präferenzmessungsexperimenten kognitiv handhabbarer) Satz von präferenzrelevanten Beurteilungskriterien ergab. Hierzu gelangte die Gruppe aufgrund kognitiver Überlastung zu keinem Ergebnis, weshalb die Diskussion an dieser Stelle abgebrochen werden musste.[424]

Aufbauend auf den Erfahrungen aus dem ersten Gruppeninterview wurde der zweiten Diskussionsgruppe bereits zu Beginn der Hauptphase als Stimulus ein Satz von sieben Attributen präsentiert,[425] den sie kommentieren und dahingehend modifizieren sollten, dass sich daraus ein aus ihrer Sicht schlüssiger Attributsatz ergab, der den in Abschnitt 2.4.3.1 genannten Anforderungen entspricht.[426] Auch diese Gruppe identifizierte ein breites Spektrum an potenziell investitionsrelevanten Attributen; eine Reduktion der Attribute oder gar die Streichung von Abhängigkeiten zwischen den erarbeiteten Attributen gelang auch dieser Gruppe aufgrund kognitiver Überlastung nicht.[427]

[423] Hierzu benötigte die Gruppe 44 Minuten.

[424] Zu diesem Zeitpunkt dauerte die Gruppendiskussion bereits 2,5 Stunden an und mehrere Gruppenteilnehmer signalisierten Ermüdungserscheinungen.

[425] Den Probanden wurde am Whiteboard auf Karteikarten eine Struktur bestehend aus der Attributgruppe „Markt- und Standortkriterien“ mit den Kriterien „Makrostandort“ und „Mikrostandort“, der Kriteriengruppen „Objektkriterien“ mit den Kriterien „Objektqualität“ und „Flexibilität / Drittverwendungsfähigkeit“ sowie der Kriteriengruppe „Cashflowkriterien“ mit den Merkmalen „Mieterstruktur“, „Mieterbonität“ und „Mietvertragslaufzeit“ präsentiert.

[426] Den Probanden wurde konkret die Frage gestellt: „Kann man diese Struktur so stehen lassen oder ist in ihrem Verständnis des täglichen Geschäfts eine andere Struktur mit anderen Inhalten zu wählen?“

[427] Auch diese Gruppendiskussion musste nach ca. 2,5 Stunden aufgrund nachlassender Aufmerksamkeit der Teilnehmer beendet werden.

4.2.2.2.2 Einzelinterviews (zweite Erhebungsphase)

Zur Vertiefung der in den Gruppeninterviews generierten Erkenntnisse wurden in einer weiteren Erhebungsstufe 26 Einzelinterviews mit zusätzlichen Probanden durchgeführt. Die Ablaufschritte der Einzelgespräche vollzogen sich grundsätzlich analog der in der zweiten Gruppendiskussion als zielführend erkannten Vorgehensweise.[428] Aufgrund der persönlichen Gesprächssituation konnten diejenigen als investitionsrelevant genannten Attribute mit den Probanden detaillierter diskutiert werden, die noch nicht in den Gruppendiskussionen genannt worden waren bzw. zu welchen ein weiterer Erkenntnisgewinn als notwendig erachtet wurde.[429]

Aufgrund der begrenzten Interviewzeit und der bereits in der Gruppeninterviewphase festgestellten kognitiven Überlastung der Probanden konnte die Reduktion von Attributen in den Einzelinterviews der zweiten Erhebungphase ebenfalls nicht final realisiert werden.[430]

4.2.2.2.3 Einzelinterviews (dritte Erhebungsphase)

In einem weiteren Erhebungsschritt wurden aus diesem Grunde zusätzliche vertiefende Interviews mit einigen Probanden der vorherigen Erhebungsphasen eins und zwei durchgeführt.

Hierzu wurden den Probanden die Ergebnisse der durch den Forscher zwischenzeitlich strukturierten Ergebnisse der vorherigen Erhebungsstufen[431] vorgestellt und diese gebeten, sie zu kommen-

[428] Anders als in den Gruppendiskussionen wurden jedoch in den Einzelinterviews die Karteikarten vor den Probanden auf dem Tisch ausgelegt und die visuellen Stimuli als Ausdrucke auf Papier präsentiert.

[429] Die Einzelinterviews mussten aufgrund der eingeschränkten zeitlichen Verfügbarkeit der Interviewpartner auf maximal 60 Minuten begrenzt werden.

[430] Auch reichte die Aufmerksamkeit der Probanden nicht aus, um neben einer finalen Identifikation der für sie investionsrelevanten Beurteilungskriterien zusätzlich deren relevante Ausprägungen zu diskutieren.

[431] Zur Strukturierung der Datenauswertung siehe Anhang 1.

tieren, ggf. zu verändern und soweit möglich weiter zu sinnvollen beurteilungsrelevanten Oberbegriffen zusammenzufassen.

Unter Zuhilfenahme dieses Stimulus gelang es dem ersten Probanden der Erhebungsstufe 3, einen aus seiner Sicht allgemeingültigen Satz von entscheidungsrelevanten Attributen und Ausprägungen für die Erstprüfung von Büroimmobilieninvestments zu definieren.

Den darauffolgenden Probanden wurden die vom ersten Probanden final definierten Attribute und deren Ausprägungen vorgelegt, mit der Vorgabe, dessen Ergebnisse zu kommentieren und ihrer Meinung nach notwendige Veränderungen vorzunehmen.

Nach vier weiteren Einzelinterviews[432] wurde eine fast vollständige Deckungsgleichheit mit den durch den ersten Probanden identifizierten Merkmalen und Ausprägungen festgestellt, so dass der Erkenntnisprozess saturiert war und die dritte Erhebungsphase abgeschlossen werden konnte.

4.2.2.3 Darstellung der Ergebnisse der Erhebung

Wie bereits durch die Dokumentenanalyse erkenntlich so wurde auch in den qualitativen Interviews im Konsens festgestellt, dass das Gros der investitionsrelevanten Beurteilungskriterien den Kriteriengruppen Markt & Standortattribute, Objektattribute und Cashflowattribute zuzuordnen ist. Zusätzlich wurden einige Attribute identifiziert, welche sich nicht diesen drei Kriteriengruppen zuordnen ließen.

[432] Unter den Probanden befanden sich ein Investment Manager eines Core+/ Value Add orientierten Fonds, Standort Zürich (im Folgenden identifiziert als „Investment Manager 1“), ein Investmentmakler, Standort Frankfurt am Main („Investmentmakler“), ein Asset Manager, Standort Frankfurt am Main („Asset Manager“), sowie zwei Investment Manager von jeweils Core & Core+ orientierten Fonds, jeweils Standort Frankfurt am Main („Investment Manager 2“ & „Investment Manager 3“).

4.2.2.3.1 Markt- und Standortattribute

Alle Probanden der ersten und zweiten Erhebungsphase benannten Standortkriterien als beurteilungsrelevant, wobei, anders als dies die Anforderungsprofile suggerierten, der Großteil der Befragten zwischen der Ebene des Makrostandorts und des Mikrostandorts unterschieden (vgl. Tabelle 4.9). Konkret befragt, wie sie die Ebene des Makrostandorts von der des Mikrostandorts abgrenzen, waren die Probanden generell der Meinung, dass die Mikrolage das direkte Umfeld bis auf die Ebene des geographischen Teilmarktes beinhaltet, während sich die Makrolage auf die Ebene der Stadt bzw. des Agglomerationsraums bezieht.[433]

Als potenziell beurteilungsrelevante Standortkriterien wurden die Wirtschaftsstärke und die wirtschaftliche Entwicklung des jeweiligen Einzugsgebietes, die Einwohnerzahl sowie die demographische Entwicklung, die infrastrukturelle und verkehrliche Anbindung, die Beschäftigungsentwicklung, die Kaufkraft und die Diversifikation der Wirtschaft erwähnt.

Bezogen auf die Natur des Immobilienmarktes wurden zu den beurteilungsrelevanten Standorteigenschaften dessen Größe in Form des Flächenumsatzes, des Leerstandes und der Liquidität des Büroimmobilienmarktes sowie der generellen Entwicklung des Miet- und Investmentmarkts und der Präsenz aktueller und zukünftiger Konkurrenzobjekte gezählt.

In Bezug auf die verkehrliche und räumliche Anbindung wurden die geographische Nähe des Standorts zum Stadtzentrum, die Zentralität des Standorts, die Verfügbarkeit von Stellplätzen am Standort und dessen Erreichbarkeit mit öffentlichen und privaten Verkehrsmitteln als relevant genannt.

[433] Nach vier identischen Antworten wurde dieses Thema in keinen weiteren Interviews diskutiert.

Bezogen auf das Umfeld der Immobilie wurden die Verfügbarkeit von Nahversorgungseinrichtungen, die Aufenthaltsqualität im Umfeld der Immobilie, das Image des Standortes, die Art und Qualität der Nachbarnutzungen sowie mögliche Agglomerationseffekte am Standort als beurteilungsrelevant erachtet.

Die von den Probanden der drei Erhebungsphasen identifizierten Markt- und Standortattribute sind in Tabelle 4.9 dargestellt.

Da das Untersuchungsobjekt auf Büroimmobilieninvestitionen in den Top 5-Büromärkten Frankfurt am Main, Düsseldorf, Berlin, München und Hamburg festgelegt ist, entfällt nach Ansicht der Probanden der dritten Erhebungsstufe die Notwendigkeit, die dem Makrostandort zuzuordnenden Attribute explizit zu berücksichtigen, da der Makrostandort aufgrund der Festlegung bereits vordefiniert sei.[434]

[434] Zitat des Investment Managers 1: „Der Makrostandort ist schon durch die Festlegung auf die Top 5 Bürostandorte vordefiniert. Also sind alle diese Attribute wie Wirtschaftsstärke & wirtschaftliche Entwicklung, Einwohnerzahl & demographische Entwicklung, Beschäftigungsentwicklung, Kaufkraft, Diversifikation der Wirtschaft, Größe & Flächenumsatz des Büromarkts, Wettbewerb / Konkurrenzobjekte / Pipeline, Entwicklung Miet- und Investmentmarkt, Liquidität des Marktes und Leerstand nicht mehr explizit zu berücksichtigen. Die kann man alle streichen."

Tabelle 4.9: Attributgruppe „Markt & Standort“; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase

Attributgruppe "Markt & Standort"	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 1	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 2	Erhebungsphase 2: Einzelinterviews	Erhebungsphase 3: Einzelinterviews
Standort			✓ (44%)	
Makrostandort	✓	✓	✓ (56%)	
Wirtschaftsstärke & wirtschaftliche Entwicklung	✓	✓	✓ (44%)	
Einwohnerzahl & demographische Entwicklung	✓	✓	✓ (16%)	
Beschäftigungsentwicklung	✓	✓	✓ (4%)	
Kaufkraft		✓	✓ (4%)	
Diversifikation der Wirtschaft			✓ (8%)	
Größe / Flächenumsatz Büromarkt	✓	✓	✓ (16%)	
Wettbewerb / Konkurrenzobjekte / Pipeline	✓	✓	✓ (24%)	
Entwicklung Investmentmarkt	✓		✓ (20%)	
Entwicklung Mietmarkt	✓		✓ (32%)	
Liquidität des Marktes	✓		✓ (52%)	
Leerstand			✓ (36%)	
Mikrostandort	✓	✓	✓ (56%)	Lage
Agglomerationseffekte / städtebauliche Dichte			✓ (24%)	* CBD
Nähe zum Zentrum / Zentralität			✓ (32%)	* CBD-Rand
Stellplatzangebot am Standort			✓ (8%)	* Stadtteillage
Versorgungsstruktur tägl Bedarf (Amenities)	✓		✓ (64%)	* out-of-town Lage / Büropark
Image der Lage	✓		✓ (32%)	
Nachbarnutzungen	✓		✓ (20%)	
Aufenthaltsqualität der Lage / Sicherheit			✓ (16%)	
Infrastrukturelle & verkehrliche Anbindung	✓	✓	✓ (56%)	Verkehrsanbindung
Anbindung ÖPNV	✓		✓ (60%)	* gut
Anbindung PPV	✓		✓ (36%)	* mittel
				* schlecht

Auf der Ebene des Mikrostandorts waren sich die Probanden einig, dass sich viele der dazugehörigen Attribute implizit in einer geographischen Lagekategorisierung in CBD-, CBD-Rand, Stadtteillage und periphäre Lage wiederspiegeln. Zur periphären Lage wurden auch Out-of-Town Lagen sowie Büroparks gezählt.[435]

[435] Kommentar Investment Manager 1: „Diese Attribute lassen sich auch alle zusammenfassen. Wenn ich im Zentrum bin dann habe ich eine hohe städtebauliche Dichte. Zudem habe ich eine hohe Nähe zum Zentrum. Das Image der Lage, die Nachbarnutzungen, die Aufenthaltsqualität der Lage sind auch lagespezifisch. Die Versorgungsstruktur des täglichen Bedarfs würde ich auch zur spezifischen Lage zählen. (...) Als Lageausprägungen würde ich das Zentrum nehmen (also CBD, bspw. das Bankenviertel), dann einen erweiterten CBD, also den CBD-Rand, dann hat man verschiede-

Innerhalb dieser geographischen Teilräume gäbe es jedoch unterschiedliche Qualitäten der verkehrlichen Erreichbarkeit, weshalb die verkehrliche Erreichbarkeit als zusätzliches beurteilungsrelevantes Kriterium für die Standortbeurteilung zu berücksichtigen sei.[436] Die Erreichbarkeit sei quantitativ allerdings kaum zu bestimmen, sondern sei vielmehr durch eine qualitative Unterscheidung in gute Erreichbarkeit, mittlere Erreichbarkeit und schlechte Erreichbarkeit zu charakterisieren.[437]

---

ne Viertel in der Stadt, die interessant sein könnten, also Stadtteilagen und dann Peripherlagen, also Büroparks, Back Office – Standorte. Weiter würde ich das nicht untergliedern."
Ähnlich hierzu der Asset Manager: "Die qualitative Einordnung in Lagekriterien, gerade wenn ich auf Büro fokussiere, dann sind das CBD, CBD-Rand, Stadtteillage und Out-of-Town. Das sind sicherlich die wesentlichen Unterscheidungen, die man treffen kann. Die werden sicherlich auch international so gesehen, sodass mit diesen Ausprägungen jeder etwas anfangen kann."
Diese Sichtweise vertrat auch Investment Manager 3: „Nach der Einteilung CBD, CBD-Rand, Stadtteillage und Out-of-Town gehen wir in der Praxis auch vor. (...) Das kann man für jede Stadt so sehen. Kann sein, dass einer der Faktoren mal nicht oder kaum existent ist, z. B. dass ein CBD direkt in eine Stadtteillage übergeht, aber für die Top 5 – Standorte ist die Einteilung für jede Stadt so."

436 Zitat Investment Manager 1: „Normalerweise habe ich im Zentrum einen guten ÖPNV-Anschluss, aber es gibt ja auch Back Office- Lagen, wo man aufgrund guter Verkehrsanbindung auch schnell ist. Die Qualität der Verkehrsanbindung ist also nicht immer mit der Lage des Mikrostandorts korreliert."

437 Hierzu Investment Manager 1: „Es gibt natürlich den Ansatz, die verkehrliche Erreichbarkeit in Fahrminuten zum Zentrum zu bemessen, aber da es sich bei der Qualität der Erreichbarkeit um eine Summe aus vielen Dingen handelt, z. B. wie schnell man an der Autobahn ist, wieviel PKW- und Fahrradstellplätze man hat, wie weit der nächste Bus entfernt ist, mit welcher Frequenz er fährt, muss man das eigentlich qualitativ zusammenfassen, (...) mit den Ausprägungen gut, mittel und schlecht."
Ähnlich hierzu die Sichtweise des Investmentmaklers: „Die Ausprägungen lassen sich meiner Meinung nach nur qualitativ darstellen. Denn eine gute Verkehrsanbindung einer Out-of-Town Location würde für mich z. B. heißen es befindet sich eine S-Bahn Station direkt neben dem Objekt. Trotzdem kann man lange brauchen, um mit der S-Bahn von seinem Wohnort bis in diese Out-of-Town Location zu gelangen. Wahrscheinlich weitaus länger, als wenn man ein Objekt in der Innenstadt damit vergleicht."
Hierzu auch der Asset Manager: „Die Verkehrsanbindung ist ein Punkt, der je nach Lagequalität unterschiedlich einzuschätzen ist. Wenn ich auf dem platten Land bin,

4.2.2.3.2 Objektattribute

Als beurteilungsrelevante Objektattribute (vgl. Tabelle 4.10) nannten die Probanden der ersten und zweiten Erhebungsstufe die Flexibilität des Layouts der Immobilie bzw. deren Drittverwendungsfähigkeit sowie als hiermit sinnmäßig verwandte Attribute die Gebäudekonzeption, die Entwicklungsmöglichkeiten der Immobilie sowie die bauartbedingte lichte Höhe/Deckenhöhe der Immobilie.

Bezüglich der Einschätzung der Qualität einer Büroimmobilie unterschieden sich die Befragten im Grad ihrer Spezifizität. Während einige lediglich das Attribut Objektqualität als beurteilungsrelevantes Merkmal nannten, so zählten andere hierzu verwandte Merkmale auf wie den technischen Zustand der Immobilie, den Capex-Bedarf bzw. die Präsenz von Baumängeln, die Qualität der Beleuchtung, die Gebäudeausstattung, die Aktualität des Gebäudestandards, den Gebäudezustand, die Sichtbarkeit der Immobilie sowie deren Flächeneffizienz. Zudem wurde die Anwesenheit von Stellplätzen, die architektonische Qualität sowie das Image, die Repräsentativität bzw. die Dominanz einer Büroimmobilie als relevante Attribute erwähnt.

Die Attribute Energie- und Nebenkosteneffizienz sowie Nachhaltigkeit/ Nachhaltigkeitszertifizierung wurde von den Probanden ebenfalls als beurteilungsrelevant erachtet, auch die Präsenz bzw. Abwesenheit von Altlasten.

dann ist eine ÖPNV-Anbindung anders zu bewerten als in der Innenstadt. Mit einer qualitativen Einstufung von gut, mittel, schlecht kommt man meiner Meinung nach gut aus."

Tabelle 4.10: Attributgruppe „Objekt“; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase

Attributgruppe "Objekt"	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 1	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 2	Erhebungsphase 2: Einzelinterviews	Erhebungsphase 3: Einzelinterviews
Baujahr / Objektalter	✓		✓ (32%)	Lebenszyklusphase
Objektqualität	✓	✓	✓ (16%)	* erbaut bzw. kernsaniert vor <5 Jahren
Zustand der technischen Ausrüstung		✓	✓ (40%)	* erbaut bzw. kernsaniert vor 5-10 Jahren
Beleuchtung	✓		✓ (4%)	* erbaut bzw. kernsaniert vor 10-15 Jahren
Ausstattung			✓ (24%)	* erbaut bzw. kernsaniert vor >15 Jahren
Aktualität des Gebäudestandards			✓ (8%)	
Gebäudezustand			✓ (20%)	
Sichtbarkeit			✓ (16%)	
Capexbedarf / Baumängel	✓	✓	✓ (12%)	
Flächeneffizienz	✓		✓ (20%)	
Stellplätze	✓		✓ (40%)	
Energieeffizienz (Nebenkosten)	✓	✓	✓ (40%)	
Nachhaltigkeit / Zertifizierung	✓		✓ (32%)	
Abwesenheit von Altlasten	✓		✓ (12%)	
Architektonische Qualität	✓	✓	✓ (24%)	
Image / Repräsentativität / Dominanz	✓		✓ (32%)	
Flexibilität des Layouts	✓	✓	✓ (72%)	Flexibilität
Drittverwendungsfähigkeit	✓	✓	✓ (40%)	* hoch
Lichte Höhe / Deckenhöhe	✓	✓	✓ (28%)	* mittel
Entwicklungsmöglichkeiten	✓		✓ (20%)	* niedrig
Gebäudekonzeption			✓ (4%)	

Verschiedene Befragte der ersten und zweiten Erhebungsphase nannten das Baujahr bzw. das Objektalter als relevantes Beurteilungskriterium. In diesem Zusammenhang wurde argumentiert, dass man aus dem Alter einer Immobilie grundsätzlich eine Indikation für den potenziellen Instandsetzungsbedarf der Immobilie und die Aktualität der Gebäudetechnik erhalten könne. [438] Aus dem Baujahr könne man zudem Rückschlüsse auf die Struktur, Qualität und Flexibilität der Baukonstruktion sowie des technischen und energetischen Zustandes der Immobilie ziehen.[439] Da

[438] Zitat eines Investment Managers, Standort Berlin (Erhebungsphase 2): „Aus dem Alter lässt sich der Capex-Bedarf ableiten und ob die Technik zeitgemäß ist.“

[439] Zitat eines Investmentmaklers, Standort Moskau (Erhebungsphase 2): „If you have a certain construction date this gives you an indication of the construction quality. Also, at which time of the cycle was the property produced, i.e. how much money could developers spend on construction? That has implications on quality.“

eine Immobilie mittels Revitalisierungsmaßnahmen auf einen aktuellen Standard gebracht werden kann,[440] ist die Eignung des Baujahrs bzw. des Objektalters als Indikator der Objektqualität eingeschränkt.

Da während der ersten und zweiten Erhebungsphasen das Konzept der Gebäudelebenszyklusphasen (vgl. Abschnitt 3.3) nicht ausdrücklich verbalisiert wurde, wurde dem ersten Probanden der dritten Erhebungsphase dieses Konzept vorgestellt.[441]

Alle Probanden der dritten Erhebungsphase bestätigten daraufhin, dass die Lebenszyklusphase einer Immobilie ein beurteilungsrelevantes Attribut darstelle, welches einen Großteil der zuvor genannten Objektattribute implizit berücksichtige. So sei die Aktualität und der Zustand der baulichen, technischen und energetischen Attribute einer Immobilie mit deren Alter bzw. dem Zeitpunkt der letzten Vollsanierung einer Immobilie korreliert.[442]

[440] Zitat einer Portfoliomanagerin, Standort Frankfurt am Main (Erhebungsphase 2): „Ich kann ein Objekt kaufen, das nicht dem aktuellsten Standard entspricht, wenn ich sicher bin, dass ich es ohne große Probleme auf den aktuellen Standard entwickeln kann."

[441] Dem ersten Probanden der dritten Erhebungsphase (Investment Manager 1) wurde das Konzept des Immobilienlebenszyklus verbal vorgestellt, woraufhin dieser das Attribut Lebenszyklusphase als beurteilungsrelevant identifizierte.

[442] Kommentar Investment Manager 1: „Die Attribute Alter und Objektqualität sind miteinander nicht unbedingt korreliert, denn es kann ja auch Objekte geben, die älter sind und eine gute Qualität haben. Man müsste eher schauen, wann das Objekt zuletzt totalsaniert wurde. (...) Wenn man z. B. Core Investor ist, dann will man ein Objekt haben, dass entweder Neubau ist oder ein Altbau, der vor kurzem totalsaniert oder revitalisiert wurde. Da weiss man, dass für die nächsten 10 Jahre nichts kaputt geht oder man hat zumindest Garantien, für die andere eintreten müssen. (...) Ein Gebäude, das neu ist oder vor kurzem komplett saniert wurde, ist in einem energetisch aktuellen Zustand. (...) Das Thema Energetik geht also mit dem Sanierungszustand einher und muss daher nicht als separater Punkt aufgenommen werden."
Hierzu auch der Asset Manager: „Die Lebenszyklusphase ist sicherlich ein sehr relevantes Kriterium, das viele technische Attribute beinhaltet. (...) Nach einer gewissen Zeit entspricht die Immobilie nicht mehr dem Standard, der erwartet wird, was z. B.

Bezüglich der möglichen beurteilungsrelevanten Ausprägungen des Attributs Lebenszyklusphase wurde von den Probanden eine quantitative Abstufung in Form von Jahren seit Erbauung bzw. letzter Vollsanierung der Immobilie als bestmögliches Unterscheidungskriterium identifiziert, wobei eine Abstufung in < 5 Jahre, 5–10 Jahre, 10–15 Jahre und > 15 Jahre seit Erbauung bzw. letzter Vollsanierung als sinnvoll erachtet wurde.[443]

Neben der Lebenszyklusphase wurde die Flexibilität einer Immobilie von den Probanden als zweites beurteilungsrelevantes Objektmerkmal identifiziert. So sei die Flexibilität einer Immobilie nicht mit der Lebenszyklusphase einer Immobilie korreliert und auf

Flächeneffizienz, technische Ausstattung usw. angeht und das zieht dann natürlich Capex-Bedarf nach sich."

[443] Zitat Investment Manager 1: „Ich würde die Ausprägungen zeitlich abstufen nach dem Zeitpunkt der Erstellung oder der Sanierung. Als Abstufungen würde ich wählen Neubauzustand – eine Totalsanierung entspricht ja auch einem Neubauzustand, dann Alter / Zeitpunkt der Sanierung bis vor 5 Jahren, dann 10–20 Jahre und dann älter als 20 Jahre, denn wenn man über 20 Jahre kommt, dann fangen die ganzen Krankheiten an."
Ähnlich hierzu Investment Manager 2: „Wenn ich eine Sanierung habe, bzw. einen Neubau, dann habe ich entsprechende Gewährleistungsthemen aus den Gewerken. Daher kann man alles bis zu 5 Jahren als Neubau im weiteren Sinne bezeichnen. Darüber hinaus kann man sicher argumentieren, wo die weiteren hurdles zu sehen sind. Vielleicht in 5-Jahresschritten. (...) Bis 10 Jahre ist es ein OK-Gebäude, da erwartet man nichts groß und hat teilweise auf einige Gewerke noch Gewährleistungsthemen, somit muss man also nicht Cash investieren. Alles über 10 Jahre, gar über 15 Jahre, das ist dann sicherlich etwas, wo man dann auch im Rahmen der Due Diligence genauer hinschauen muss. Grundsätzlich kann man das sicherlich so gruppieren."
Hierzu auch Investment Manager 3: „Das ist eine sinnvolle Zusammenfassung. (...) <5 Jahre bedeutet, dass es eine ganze Menge Garantien und Gewährleistungen gibt. 5–10 Jahre ist eine Immobilie, die noch sehr frisch nach der Renovierung bzw. Sanierung ist. Alles was über 10 Jahre ist, das würden wir wahrscheinlich in einem Topf sehen. (...) Man kann aber sicher nochmal eine Unterscheidung treffen, ob >10 Jahre und >15 Jahre."

grund ihrer Bedeutung für die zukünftige Vermietbarkeit der Liegenschaft auch grundsätzlich beurteilungsrelevant.[444]

Eine quantitative Charakterisierung des Attributs Flexibilität ist nach Meinung der Probanden der dritten Erhebungsstufe aufgrund der Heterogenität von Bürogebäudestrukturen nicht praktikabel, weshalb eine qualitative Unterscheidung in hohe, mittlere und niedrige Flexibilität zielführender sei.[445]

[444] Kommentar Investment Manager 1: „Flexibilität ist auf jeden Fall ein separates Attribut, das ich mir anschauen muss. (...) Ein Neubau ist in der Regel flexibler als ein Altbau. Es gibt aber natürlich auch Altbauten, die flexibel sind. (...) Aber mit der Kombination der Attribute Lebenszyklusphase und Flexibilität wäre bei den Objektattributen alles abgedeckt."
Ähnlich hierzu die Sichtweise des Asset Managers: „Die Flexibilität und somit Wiedervermietbarkeit ist essenziell sowohl für den Investor als auch für die finanzierende Bank. (...) Wenn ein Investor die einzelnen Parameter für sich zusammenfasst, läuft es auf die beiden Oberpunkte Lebenszyklusphase und Flexibilität hinaus."
Ebenso der Investmentmakler: „Die Flexibilität ist aus meiner Erfahrung ein sehr wichtiges Entscheidungskriterium. (...) Je flexibler das Gebäude ist, desto leichter ist die Nachvermietung und auch die Umwandlung z. B. in ein multi-tenant Objekt. (...) Die beiden Objektattribute Lebenszyklusphase und Flexibilität sind die wichtigsten Attribute. Sie fassen alles übergeordnet zusammen. Unter dem Lebenszyklus werden auch Dinge zusammengefasst wie Energieeffizienz usw. Das deckt das alles schon sehr gut ab."

[445] Zitat des Investmentmaklers: „Ich finde es schwierig die Flexibilität quantitativ darzustellen. Das würde die ganze Sache auf eine sehr komplexe Modellebene führen. Man müsste da mit Raummaßen rechnen, mit Art von Zugängen, mit Technik, die geteilt werden müsste. Es macht meiner Meinung nach Sinn, das qualitativ in drei Stufen zu unterteilen, z. B. hohe, mittlere und niedrige Flexibilität."
Analog hierzu Investment Manager 1: „Quantitativ hier Abstufungen zu schaffen ist schwierig, denn hier fließt zu viel hinein, wie z. B. die Deckenhöhen, die stützenden Wände, die Strukturen. Daher wäre eine Skala von gering, mittel, hoch bei der Flexibilität sinnvoll."
Ähnlich hierzu die Sichtweise des Asset Managers: „Die Definition von Flexibilität ist je nach Markt und Objekt jeweils eine andere. Ich sehe keine andere Möglichkeit, als Flexibilität qualitativ zu umschreiben, da ich wenn ich da weiter in Einzelattribute aufgliedere, ich wiederum in Abhängigkeiten zu anderen Attributen komme. Somit ist es dem Befragten überlassen, wie er Flexibilität definiert."

4.2.2.3.3 Cashflowattribute

Als beurteilungsrelevante Cashflowattribute (vgl. Tabelle 4.11) nannten die Probanden der ersten und zweiten Erhebungsstufe die Mietvertragsrestlaufzeit, den Vermietungsstand bzw. Leerstand einer Immobilie, die Mieterbonität bzw. Namhaftigkeit der Mieter, den Mietermix, die Relation der Höhe der Vertragsmiete zur Marktmiete (aktuelles Mietniveau), sowie bezogen auf die Gestaltung der Mietverträge deren Indexierungsregelungen sowie die Nebenkosteneffizienz und Umlagefähigkeit der Nebenkosten.

Die Befragten der dritten Erhebungsstufe waren der Meinung, dass der Großteil dieser Cashflowattribute in der Tat beurteilungsrelevant sei, und sich nicht zu sinnvollen Oberbegriffen weiter zusammenfassen lasse.

So sei die Mietvertragsrestlaufzeit als Indikator im Rahmen der cashflowbezogenen Risikobetrachtung grundsätzlich als investitionsrelevanter Faktor zu berücksichtigen.[446] Die Ausprägungen dieses Attributs seien idealerweise quantativ in Form durchschnittlicher Mietvertragsrestlaufzeiten in Jahren zu spezifizieren.[447]

---

[446] Zitat des Investmentmaklers: „Die Mietvertragslaufzeit ist ein wichtiges Beurteilungskriterium für die Risikobetrachtung. Es macht einen riesigen Unterschied, ob man einen lang laufenden Mietvertrag hat oder ob man relativ kurzfristig Nachvermietungen angehen muss, die mit hohen Kosten verbunden sind und man ggf. mietfreie Zeiten gewähren oder Mieterausbau durchführen muss. Man muss zudem mit Leerstandszeiten rechnen."
Hierzu auch Investment Manager 2: „Das ist ein ganz wichtiges Attribut. (...) Der WAULT, wie es ja in neudeutsch heisst, ist eine Kenngröße für meinen gesicherten Cashflow."

[447] Kommentar des Asset Managers: „Hier ist eine qualitative Abstufung sicherlich schwierig, weil man z. B. unter einem sehr langen Mietvertrag sehr unterschiedliches verstehen kann. (...) Hier muss man auf jeden Fall etwas vorgeben."
Zur konkreten Abstufung der Laufzeiten Investment Manager 2: „Wir für unsere Vehikel unterteilen da folgendermaßen: Alles >10 Jahre ist ein no-brainer, 5–10 Jahre ist die nächste Gruppe, dann 3–5 Jahre und <3 Jahre da muss ich auch vom Pricing schon in opportunistische Regionen kommen."

Bezüglich des Vermietungsstands waren sich die Probanden der dritten Erhebungsphase einig, dass sich dieser am besten quantitativ ausdrücken lässt. So sei hier aus praktischer Sicht zwischen weitgehend voll vermieteten Objekten (> 90 % Vermietungsstand), schwach vermieteten Objekten (< 50 % Vermietungsstand) und entsprechenden Zwischenstufen zu unterscheiden.[448]

Das Attribut Mieterbonität sei nach Meinung der Befragten der Erhebungsstufe drei zwar prinzipiell quantitativ bemessbar, falls auf entsprechende Ratingauskünfte zurückgegriffen werden könne. Da derartige Kennzahlen jedoch nur einen von mehreren potenziell relevanten Indikatoren für die Bonitätsbeurteilung darstellen, schlugen die Probanden zur Reduktion der Komplexität eine quali-

Dieselbe Abstufung nutzt auch Investment Manager 3: „Die Einteilung ist genau die, die wir nutzen. >10 Jahre Restlaufzeit ist ein Objekt mit besonders langer Restlaufzeit, 5–10 Jahre ist eine ordentliche, gute Restlaufzeit, die auch für unsere Core und Core+ Fonds von Interesse ist, bei 3–5 Jahren ist die Wiedervermietung bereits intensivst zu planen und bei <3 Jahren kommen wir in den höher riskanten Value Add – Bereich rein."
Identisch sieht dies Investment Manager 1: „Als Abstufungen würde ich als Mietvertragsrestlaufzeiten zunächst kurzlaufend, also <3 Jahre sehen. Das sind dann eher diese Value Add – Sachen. Dann hat man viele Investoren, die sagen, dass sie nur über 5 Jahre oder nur über 10 Jahre Restlaufzeit haben wollen."

[448] Zitat des Investmentmaklers: „Man könnte die Attribut-ausprägungen in Prozentschritten abstufen. (...) Alles was >90 % ist das entspricht im Bürobereich quasi einer Vollvermietung. Bei multi-tenant Objekten gibt es immer mal kurze Leerstände wenn ein Mieter auszieht und ein neuer Mieter einzieht. 70–90 % würden dann eher für ein Core+ Investment stehen, alles von 50–70 % ist klassischer Value Add und bei <50 % ist man im opportunistischen Bereich."
Hierzu auch Investment Manager 3: „>90 % Vermietungsstand würden wir als nahezu vollvermietet bezeichnen. (...) 70–90 % ist ein gut vermietetes Objekt, wo man aber schon ordentlich Asset Management – Kapazität bereitstellen muss und das nimmt dann eben zu mit den 50–70 %. <50 % ist dann der Value Add – Bereich."
Identisch sieht dies Investment Manager 1: „Beim Vermietungsstand würde ich abstufen zwischen >90%, dann gibt es hohen Leerstand bzw. eine schlechte Vermietungssituation mit <50% und dann dazwischen vielleicht 50–70 % und 70–90 %."

tative Einstufung des Bonitätsattributs in hohe, mittlere und niedrige Bonität vor.[449]

[449] Zitat des Asset Managers: „Das ist aus meiner Sicht nur qualitativ zu beurteilen, weil ich ansonsten auf ein standardisiertes Rating abstellen müsste, das von allen akzeptiert wird und von dem alle die gleiche Vorstellung haben. Ein ausländischer Investor hat vielleicht noch nie etwas von Creditreform gehört. Hoch, mittel, niedrig macht Sinn."
Hierzu ergänzend der Investmentmakler: „Investoren sehen diese Kreditauskünfte durchaus mit verschiedenen Augen. (...) Es ist z. B. auch wichtig wie groß das Unternehmen oder die Mietgarantiegeberin ist, ob die Gesellschaft in den letzten 5 Jahren stets Gewinne gemacht hat oder auch Verluste, usw. Das kann alles durchaus wichtiger sein als irgendeine Kennzahl. Deshalb würde ich bei der Abstufung zu einer qualitativen Aussage tendieren, z. B. hohe, mittlere und niedrige Bonität."

Tabelle 4.11: Attributgruppe „Cashflow"; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase

Attributgruppe "Cashflow"	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 1	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 2	Erhebungsphase 2: Einzelinterviews	Erhebungsphase 3: Einzelinterviews
Mietvertragsrestlaufzeit	✓	✓	✓ (84%)	durschnittl. Mietvertragsrestlaufzeit * > 10 Jahre * 5-10 Jahre * 3-5 Jahre * < 3 Jahre
Leerstand / Vermietungsstand	✓	✓	✓ (12%)	Vermietungsstand * > 90% * 70-90% * 50-70% * < 50%
Mieterbonität	✓	✓	✓ (76%)	Mieterbonität * hoch * mittel * niedrig
Namhaftigkeit der Mieter			✓ (4%)	
Mietermix	✓	✓	✓ (44%)	Single / Multi Tenant * Single tenant * Multi tenant
Single / Multi Tenant	✓	✓	✓ (56%)	
Relation Höhe Vertragsmiete zu Marktmiete	✓	✓	✓ (40%)	aktuelles Mietniveau * over-rented * rack-rented * under-rented
Indexierung Mietverträge			✓ (12%)	
Nebenkosteneffizienz / -Umlagefähigkeit		✓	✓ (40%)	

Das Attribut Mieterbonität sei nach Meinung der Befragten der Erhebungsstufe drei zwar prinzipiell quantitativ bemessbar, falls auf entsprechende Ratingauskünfte zurückgegriffen werden könne. Da derartige Kennzahlen jedoch nur einen von mehreren potenziell relevanten Indikatoren für die Bonitätsbeurteilung darstellen, schlugen die Probanden zur Reduktion der Komplexität eine quali-

tative Einstufung des Bonitätsattributs in hohe, mittlere und niedrige Bonität vor.[450]

Als weiteres Attribut zur Bemessung des Cashflowrisikos wurde der Mietermix als grundsätzlich beurteilungsrelevant eingestuft,[451] wobei hier nur eine Unterscheidungsmöglichkeit zwischen den beiden Ausprägungen multi-tenant und single-tenant identifiziert wurde.[452]

[450] Zitat des Asset Managers: „Das ist aus meiner Sicht nur qualitativ zu beurteilen, weil ich ansonsten auf ein standardisiertes Rating abstellen müsste, das von allen akzeptiert wird und von dem alle die gleiche Vorstellung haben. Ein ausländischer Investor hat vielleicht noch nie etwas von Creditreform gehört. Hoch, mittel, niedrig macht Sinn."
Hierzu ergänzend der Investmentmakler: „Investoren sehen diese Kreditauskünfte durchaus mit verschiedenen Augen. (...) Es ist z. B. auch wichtig wie groß das Unternehmen oder die Mietgarantiegeberin ist, ob die Gesellschaft in den letzten 5 Jahren stets Gewinne gemacht hat oder auch Verluste, usw. Das kann alles durchaus wichtiger sein als irgendeine Kennzahl. Deshalb würde ich bei der Abstufung zu einer qualitativen Aussage tendieren, z. B. hohe, mittlere und niedrige Bonität."

[451] Zitat Investment Manager 1: „Ob es ein single-tenant oder multi-tenant Objekt ist, ist relevant, denn hier geht es um die Risikoverteilung. Die Mietverträge laufen zu verschiedenen Zeitpunkten aus, man hat nie einen totalen Leerstand falls der einzige Mieter auszieht. (...) Multi-tenant ist natürlich managementintensiver."

[452] Kommentar Investment Manager 1: „Es gibt hier nur zwei verschiedene Pole, nämlich single-tenant und multi-tenant."
Hierzu gibt der Asset Manager zu bedenken: „Bei single-tenant müsste man noch berücksichtigen, dass wenn ich ein großes Objekt habe und als zweiter Mieter ist im Erdgeschoss ein Schreibwarenladen, dann ist es eben als single-tenant Objekt zu charakterisieren."
Ein zusätzlicher Gesichtspunkt des Investmentmaklers: „Bei multi-tenant ist die Frage wie man es definiert. Sind es 10 Mieter im Objekt oder sind es 2 Mieter. Aber das hängt ja auch wiederum mit der Größe des Objekts zusammen. Also macht es durchaus Sinn, sich auf eine Unterscheidung zwischen single-tenant und multi-tenant zu beschränken. Da weiss jeder, was damit gemeint ist."

Das aktuelle Mietniveau in Form der Relation der aktuellen Vertragsmiete zur aktuellen Marktmiete wurde als zusätzliches beurteilungsrelevantes Cashflowkriterium bestätigt, [453] wobei die Probanden die drei Ausprägungen rack-rented, under-rented und over-rented als marktübliche Ausprägungsvarianten identifizierten. [454]

Die in den Erhebungsstufen eins und zwei genannten Attribute Indexierung der Mietverträge [455] sowie Nebenkosteneffizienz/-Umlagefähigkeit [456] wurden von den Probanden der dritten Erhe-

[453] Zitat des Investmentmaklers: „Ich muss ja in meinem Cashflowszenario nicht nur meinen Term beachten, sondern auch meine Reversion und da macht es durchaus einen Unterschied, ob ich, wenn es over-rented ist, damit rechnen muss, dass der Mieter rausgeht und ich später zur Marktmiete nachvermieten muss oder ob ich bei einem under-rent hinterher einen Sprung im Cashflow nach oben mache zur Marktmiete." Hierzu auch Investment Manager 1: „Das aktuelle Mietniveau ist sehr relevant. Das hat verschiedene Gründe. In einem etablierten, stabilen Markt hat man natürlich immer gerne ein Objekt, das im Markt vermietet ist, denn sobald man einen over-rent hat wird einem jedes Jahr das Objekt abgewertet, aber bei steigenden Mieten hat man dann lieber einen under-rent und kurz laufende Mietverträge, damit man an den steigenden Mieten partizipieren kann."

[454] Kommentar Investment Manager 1: „Hier gibt es eigentlich nur drei Ausprägungen: über dem Markt, im Markt und unter Markt oder entsprechend die Anglizismen over-rented, rack-rented und under-rented."
Analog hierzu der Investmentmakler: „Es gibt für mich nur diese drei Möglichkeiten. Entweder ist das Objekt über, unter oder zur Marktmiete vermietet. Andere Unterscheidungsmöglichkeiten gibt es nicht."

[455] So stellte der Asset Manager fest: „Das Attribut Mietindexierung ist eigentlich nur bei lang laufenden Mietverträgen von Relevanz. Bei kurzen Mietverträgen kommt eine Indexierung nicht in dem Maße zum tragen. (...) Es gibt im deutschen Markt relativ standardisierte Indexierungsregelungen bei Büromietverträgen, d.h. die Indexierungen sind ohnehin weitgehend ähnlich."
Investment Manager 3 äußerte hierzu zudem: „Im Moment sind wir in der Inflation in einem sehr niedrigen Bereich, das wird also nicht viel Auswirkungen haben. Natürlich berücksichtigen wir das im Cashflow, ich würde aber hier die Priorisierung klar auf die anderen Attribute setzen."

[456] Hierzu der Asset Manager: „Dieses Attribut ist sicherlich zum Teil schon in dem Lebenszyklusattribut mit berücksichtigt, was die Kosteneffizienz angeht. Ein ineffizientes Gebäude ist in der Regel ein altes Gebäude. Was die Umlagefähigkeit der Kosten angeht, so wird es dort nur marginale Unterschiede geben, weil der übliche Gewer-

bungsphase identisch als nicht primär entscheidungsrelevant beurteilt, weshalb sie in einen generischen Satz beurteilungsrelevanter Kriterien nicht zu berücksichtigen seien.

4.2.2.3.4 Sonstige Attribute

Einige der Probanden der ersten und zweiten Erhebungsstufe identifizierten sonstige Attribute, die sich keiner der o. g. Attributgruppen zuordnen ließen. Diese sind untenstehend in Tabelle 4.12 dargestellt.

bemietvertrag eine ganz normale Umlagefähigkeit vorsieht. Allenfalls bei Sale & Leaseback Deals würde ich hier von besonderen Konstellationen ausgehen."

Tabelle 4.12: Attributgruppe „Sonstige Attribute“; Quantitative Materialübersicht der ersten und zweiten Erhebungsphase sowie finale Ergebnisse der dritten Erhebungsphase

Attributgruppe "Sonstige Attribute"	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 1	Erhebungsphase 1: Gruppendiskussionen 2	Erhebungsphase 2: Einzelinterviews	Erhebungsphase 3: Einzelinterviews
Investitionsvolumen	✓		✓ (16%)	
Transaktionsstruktur			✓ (9%)	
Volleigentum & EBR	✓		✓ (24%)	
Rechtliche Themen*	✓			

* *Qualität der Mietverträge, Planungsrecht, Baugenehmigung*

Als sonstige beurteilungsrelevante Kriterien wurden das Investitionsvolumen einer Immobilie, die Transaktionsstruktur in Form eines Asset oder Share Deals, die Eigentumssituation der Liegenschaft sowie rechtliche Gegebenheiten wie u. a. die rechtliche Qualität der Mietverträge und die planungs- und baurechtliche Situation identifiziert.

Die Probanden der dritten Erhebungsstufe stellten identisch fest, dass diese Attribute nicht zu den generisch beurteilungsrelevanten Attributen zu zählen seien.

Das Investitionsvolumen gehöre zwar offenkundlich zu den relevanten Attributen einer Immobilie, sei aber kein Merkmal, mit dem sich die Investmentqualität einer Liegenschaft charakterisieren ließe. Vielmehr seien Präferenzen bzgl. des Investitionsvolumens in der Eigenschaft des individuellen Investors begründet.[457]

[457] Kommentar Investment Manager 2: „Das ist letztlich eine Investorensache. Jeder Investor hat gewisse Zielgrößen, die er investieren möchte. Wenn ich ein Staatsfonds bin, brauche ich mir 10 oder 20 Millionen Euro – Objekte überhaupt nicht anzuschauen, da muss es schon dreistellig sein, das macht sonst gar keinen Sinn. Wir z. B. schauen uns auch Objekte für unsere Fonds an, die in 5 bis 10 Millionen Euro Größenordnungen liegen. Weil das einfach spezifische Anlagekriterien sind.” Ähnlich hierzu Investment Manager 3: „Das ist anlegergetrieben. (...) Wie groß ist das Investionsprogramm, das vorgesehen ist? Das ist sehr individuell und anlegerbezogen. Insofern wird das jeder Anleger selber indirekt berück-sichtigen.”

Die Transaktionsstruktur sei ebenfalls grundsätzlich unabhängig von der Natur der Immobilie, sondern mit der spezifischen Natur des Verkäufers und des spezifischen Käufers verbunden.[458]

Eine vom Marktstandard abweichende Eigentumsstruktur sei bei Büroimmobilien eher unüblich und daher nicht als generisch beurteilungsrelevantes Attribut zu berücksichtigen.[459]

Bezüglich rechtlicher Gegegebenheiten wurde festgestellt, dass diese zwar grundsätzlich potenziell beurteilungsrelevant, jedoch aufgrund ihrer möglicherweise sehr heterogenen Ausprägungen nicht generisch darstellbar seien. [460]

[458] Zitat Investment Manager 2: „Das ist eine Sache zwischen der Entity des Käufers und des Verkäufers, wie die so etwas regeln wollen. Das ist ja nichts dem Objekt direkt anhaftendes."
Hierzu auch der Asset Manager: „Die Transaktionsstruktur ist in der Regel rein steuerlich getrieben, ist aber am Ende nichts, was die Investitionsentscheidung als solche betrifft."

[459] Kommentar des Asset Managers: „Bei Büroimmobilien in Deutschland ist es eigentlich üblich, von Volleigentum auszugehen."
Zudem gibt Investment Manager 2 zu bedenken: „Das beschreibt die Eigentumssituation des Gebäudes. Es gibt sicherlich Anlagevehikel, die dürfen nicht in Erbbaurechte investieren. Das ist aber eher eine Sache, die in der Sphäre des Käufers angesiedelt ist, ob er da irgendwelche Kriterien hat oder nicht. Das ist nichts, was beschreibt, ob das Objekt gut oder schlecht ist, das ist lediglich ein Eigentumszustand."

[460] Kommentar des Asset Managers: „Natürlich gibt es viele rechtliche Themen, die eine Investition beeinflussen können, aber dann ist man in einer absoluten Einzelfallbetrachtung, die man so auch nicht greifen kann."
Hierzu Investment Manager 2: „Rechtliche Themen sind ja immer irgendwelche Sonderpunkte. Wenn ich bereits im Teaser, den ich vom Makler bekomme, dazu konkrete Informationen bekomme, dann muss ich die reflektieren. Aber normal ist das nicht. Die Braut wird ja erstmal aufgehübscht und erst wenn man in die Due Diligence einsteigt, dann bekommt man so etwas mit. Und dann ist es so, dass man diese Themen auch oft heilen kann."

4.3 Begründete Auswahl präferenzrelevanter Attribute und -ausprägungen

Wie in Abschnitt 2.4.3.1 diskutiert sollten die für die Präferenzmessung gewählten Attribute und Attributausprägungen grundsätzlich sowohl den Erfordernissen der Anwenderebene (Forscher), der Subjektebene (Proband) und der Modellebene (Conjoint-Modell) entsprechen.

Die im Rahmen der Expertenbefragungen identifizierten Attribute erfüllen aus Perspektive der Probanden die Anforderungen an Präferenzrelevanz, Begrenzheit sowie Vollständigkeit des Attributsatzes. Dem Anspruch einer kompensatorischen Beziehung zwischen den eruierten Attributausprägungen ist hierdurch ebenfalls entsprochen.

Eine weitestgehende Unabhängigkeit der identifizierten Attribute voneinander wurde seitens der Probanden versucht sicherzustellen.[461] Aufgrund der spezifischen Natur des Untersuchungsobjekts Immobilie ist eine vollständige Eliminierung aller Interdependenzen zwischen den beurteilungsrelevanten Attributen jedoch weder vor dem Hintergrund der Analyse der bisherigen Forschung (vgl. Kapitel 3), noch durch die in dieser Arbeit genutzten qualitativen Erhebungsmethoden realisierbar.[462]

Eine potenziell in der Realität umsetzbare Beeinflussbarkeit & Realisierbarkeit der identifizierten Merkmale und Merkmalsausprägungen ist gegeben.

Der durch die Experten final identifizierte Satz beurteilungsrelevanter Attribute und Ausprägungen ist in Tabelle 4.13 dargestellt.

[461] Siehe hierzu die Zitate der Probanden in Abschnitt 4.2.2.
[462] Siehe hierzu die Diskussion in Abschnitt 3.5.

Er erfüllt die o. g. Anforderungen maximal, weshalb er ohne weitere Adjustierungen für die Zwecke der nachfolgenden Präferenzmessung in Kapitel 5 herangezogen wurde.[463] Dieser Satz beurteilungsrelevanter Objektattribute beantwortet gleichzeitig Forschungsfrage 1. Aufgrund der internationalen Herkunft der in der nachfolgenden Studie befragten Subjekte wurden die Begriffe in ihr jeweils englisches Äquivalent übersetzt.

[463] Um den Anspruch der kompensatorischen Merkmalsbeziehung nicht zu verletzen wurden die in der Praxis unwahrscheinlichen Merkmalskombinationen CBD-Lage und schlechte verkehrliche Erreichbarkeit sowie single-tenant und 50–70 % vermietet bzw. 70–90 % vermietet in der Conjointanalyse ausgeschlossen. Somit wurde der Forderung nach einer Abwesenheit von Ausschlusskriterien entsprochen.

Tabelle 4.13: Für Präferenzmessung herangezogener Satz beurteilungsrelevanter Attribute und Ausprägungen

Attribut	Ausprägung deutsch	Ausprägung englisch
Lage	CBD	CBD
	CBD-Rand	CBD fringe
	Stadtteillage	city district location
	out-of-town	out-of-town location
verkehrliche Erreichbarkeit	gute verkehrliche Erreichbarkeit	good transport connections
	mittlere verkehrliche Erreichbarkeit	medium transport connections
	schlechte verkehrliche Erreichbarkeit	poor transport connections
Lebenszyklusphase	erbaut / zuletzt vollsaniert vor <5 Jahren	built / last fully refurbished <5 years ago
	erbaut / zuletzt vollsaniert vor 5-10 Jahren	built / last fully refurbished 5-10 years ago
	erbaut / zuletzt vollsaniert vor 10-15 Jahren	built / last fully refurbished 10-15 years ago
	erbaut / zuletzt vollsaniert vor >15 Jahren	built / last fully refurbished >15 years ago
Flexibilität	hohe Gebäudeflexibilität	high building flexibility
	mittlere Gebäudeflexibilität	medium building flexibility
	geringe Gebäudeflexibilität	low building flexibility
Mietvertragsrestlaufzeit	durchschn. Mietvertragslaufzeit >10 Jahre	WAULT >10 years
	durchschn. Mietvertragslaufzeit 5-10 Jahre	WAULT 5-10 years
	durchschn. Mietvertragslaufzeit 3-5 Jahre	WAULT 3-5 years
	durchschn. Mietvertragslaufzeit <3 Jahre	WAULT <3 years
Vermietungsstand	> 90% vermietet	> 90% let
	70-90% vermietet	70-90% let
	50-70% vermietet	50-70% let
	< 50% vermietet	< 50% let
Mieterbonität	hohe Mieterbonität	high tenant credit rating
	mittlere Mieterbonität	medium tenant credit rating
	niedrige Mieterbonität	low tenant credit rating
Mietermix	Single-tenant	single-tenant
	Multi-tenant	multi-tenant
Mietniveau	over-rented	over-rented
	rack-rented	rack-rented
	under-rented	under-rented

Im folgenden Kapitel 5 werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung zur Präferenzmessung von Investoren beschrieben, anhand derer die Forschungsfragen 2 bis 6 beantwortet werden.

5 Empirische Untersuchung zur Präferenzmessung von Investoren

In Abschnitt 5.1 werden zunächst das in der empirischen Studie verwandte Erhebungsdesign sowie die Methoden der Datenerhebung präsentiert, [464] bevor in Abschnitt 5.2 die angewandten Methoden der Datenanalyse dargestellt werden und in Abschnitt o die Ergebnisse der empirischen Erhebung vorgestellt und diskutiert werden.

Zur erneuten Vergegenwärtigung der zentralen Forschungsfragen (vgl. Abschnitt 1.5) der empirischen Erhebung sind diese im Folgenden dargestellt:

- Forschungsfrage 2: Unter denjenigen Beurteilungskriterien, welche der Investitionsentscheidung bei Büroimmobilieninvestments zugrunde liegen, welche Kriterien sind relativ die relevantesten für Investoren?

- Forschungsfrage 3: Gibt es Unterschiede bei den Präferenzmustern zwischen verschiedenen Investoren(-gruppen), und worauf sind diese Unterschiede zurückzuführen?

- Forschungsfrage 4: Welche präferenzhomogenen Investorengruppen lassen sich auf Basis der identifizierten Präferenzmuster eruieren?

[464] Zudem wird die Constant-Sum-Methode vorgestellt, welche als Methode der direkten Präferenzerhebung zur Beantwortung der Forschungsfragen 5 und 6 mit herangezogen wird.

- Forschungsfrage 5: Inwieweit ändern sich deren Präferenzmuster zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Immobilienzyklus und welche Beurteilungskriterien sind zyklenresistent?

- Forschungsfrage 6: Inwieweit unterscheiden sich die von Investoren direkt ausgedrückten Präferenzen von den tatsächlich aus ihren Handlungen ableitbaren Präferenzmustern?

Im folgenden Abschnitt wird der Gesamtaufbau der empirischen Erhebung konkretisiert, sowie daraufhin die gewählte Vorgehensweise in Bezug auf die Datenerhebung vorgestellt.

5.1 Design der Datenerhebung und Datenauswertung

5.1.1 Struktur der Datenerhebung

Neben der Ermittlung von Teilnutzen bzw. relativen Wichtigkeiten der im vorgehenden Kapitel 4 empirisch identifizierten präferenzrelevanten Objektmerkmalen und Merkmalsausprägungen wurden zur Beantwortung der Forschungsfragen und im Hinblick auf mögliche segmentspezifische Auswertungen verschiedene Datenvariablen zur Einordnung und Charakterisierung der an der Erhebung teilnehmenden Probanden und der Unternehmen, für die sie aktiv sind, erhoben.

Zu diesen Variablen zählen auf Ebene des Probanden verschiedene soziodemographische Charakteristika wie deren Alter und Geschlecht, deren Erfahrung im Bereich Immobilieninvestment im Allgemeinen und mit den deutschen Top 5-Büromärkten im Speziellen, sowie deren empfundene Vertrautheit mit diesen Märkten.

In einem weiteren Fragenkomplex wurden die Probanden zu ihrer Einschätzung der aktuellen Phase des Immobilienzyklus[465] sowie ihrer Erwartung an die zukünftige Marktentwicklung befragt, um hierdurch etwaige Implikationen unterschiedlicher Markteinschätzungen aufdecken zu können.

Auf eine direkte Befragung der Probanden zu den in Kapitel 2.3 vorgestellten behaviouristischen Faktoren musste im Rahmen der Erhebung verzichtet werden.[466] Im Rahmen der Auswertung der empirischen Untersuchungsergebnisse (vgl. Abschnitt 5.3) wird jedoch der Versuch unternommen, die Ergebnisse vor dem Hintergrund etwaiger behaviouristische Ursächlichkeiten zu interpretieren.

Auf Ebene des Unternehmens wurden Daten zum Investorentyp, dessen Anlagevolumen, dessen geographischer Organisations- und Entscheidungsstruktur beim Investmentmanagement sowie dessen bevorzugter Investmentstrategie (Investmentstil, Investitionshorizont und Investitionsvolumen) erhoben.

Im Rahmen der Ermittlung der Präferenzstrukturen von Investoren wurden in einem ersten Fragenkomplex durch direkte Befragung anhand der sog. Constant-Sum-Methode die relativen Wichtigkeiten präferenzrelevanter Objektmerkmale im aktuell empfundenen, sowie im zukünftig erwarteten Marktumfeld erfragt.[467]

---

[465] Zu den Phasen des Immobilienzyklus weiterführend bspw. Wernecke/Rottke (2006), S. 79 & 220 f., Rebitzer (2011), S. 8 f. sowie Key u. a. (1994), S. 9.

[466] In Vorgesprächen mit potenziellen Probanden gaben diese zu verstehen, dass sie als Voraussetzung für die Beantwortung des online-Fragebogens eine kurze Bearbeitungszeit sowie einen Verzicht auf persönliche bzw. potenziell kompromittierende Fragen sehen. Um einen möglichst hohen Rücklauf von komplettierten Fragebögen zu erzielen und die Abbruchquote zu minimieren, musste somit auf eine direkte Befragung der Probanden zu behaviouristischen Themen wie bspw. Emotionen, heuristischen Vereinfachungen, Selbstbetrug und sozialen Interaktionen verzichtet werden.

[467] Bei der Constant-Sum-Methode werden Probanden gebeten, bspw. 100 Punkte zwischen verschiedenen Attributen zu vergeben. Hiermit lässt sich ein direktes und expli-

Im darauffolgenden Fragenkomplex wurden anhand der CBC-Befragung auf indirektem (dekompositionellem) Wege die Präferenzmuster der Probanden in Bezug auf beurteilungsrelevante Objektmerkmale erhoben.[468]

Abbildung 5.1: Struktur des Erhebungsdesigns

Aufgrund der begrenzten zeitlichen Verfügbarkeit der potenziellen Probanden (vgl. Abschnitt 4.2.2), und um einen maximalen Rücklauf zu sichern, wurde Wert darauf gelegt, dass die Fragen und Beurteilungsaufgaben weitestmöglich durch Auswahl vordefinierter Antwortalternativen (sog. Multiple Choice-Fragen)[469] beantwortet werden konnten. Dies sollte zudem eine konsistente Datenauswertung gewährleisten.

zit ausgedrücktes Bewertungsurteil der Probanden für jedes einzelne Attribut des angegebenen Attributsatzes ermitteln (vgl. Sawtooth Software (2007), S. 65 sowie Sawtooth Software (2009), S. 74).

468 Eine Kopie des für die empirische Erhebung genutzten online-Fragebogens findet sich in Anhang IV.

469 Vgl. Bortz/Döring (2006), S. 215.

Den o. g. Vorteilen der Nutzung des Multiple Choice-Verfahrens steht der Nachteil eines potenziell geringeren Informationsgehaltes der erhobenen Daten gegenüber. So ließen sich hierdurch lediglich nominal- und ordinalskalierte Parameter erheben, welche bzgl. ihres Informationsgehalts intervallskalierten Parametern unterlegen sind.

Das komplette Erhebungsdesign wurde computerbasiert mittels des Softwarepakets SSI Web als online-Fragebogen konzipiert. Der Weg der interaktiven, computergestützten Datenerhebung war aufgrund der Einbeziehung des CBC-Interviews in den Fragebogen sowie aufgrund der geographisch weiten Streuung der Probanden erforderlich.

Im Rahmen eines Pre-Tests unter 14 Investmentmanagern wurde der online-Fragebogen hinsichtlich seiner inhaltlichen Logik, Verständlichkeit und Vollständigkeit geprüft.

5.1.2 Ablauf der Datenerhebung

Eine erste Kontaktaufnahme mit den potenziellen Probanden erfolgte im Januar 2015 in Form eines personalisierten Teasers per E-Mail – je nach Herkunft der zu befragenden Subjekte in deutscher bzw. englischer Sprache –, in welchem in Kurzform über die Zielsetzung der Studie informiert wurde. Eine Woche später erhielten die potenziellen Probanden ein weiteres personalisiertes E-Mail, in welchem sie detailliertere Informationen zu der Erhebung sowie einen individuellen Hyperlink zur online-Befragung erhielten. Die online-Erhebung fand aufgrund ihres internationalen Teilnehmerkreises in englischer Sprache statt.[470] Die individualisierte Anspra-

[470] Die Probanden wurden bereits im Teaser darauf hingewiesen, dass die Erhebung in englischer Sprache vorgenommen wird. Obschon ein sprachbedingter Bias nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden kann, ist davon auszugehen, dass die an der Erhebung teilnehmenden Probanden über hinreichende Kenntnisse der englischen Sprache verfügten, um die in der online-Erhebung gestellten Fragen zu verstehen und

che sowie die zweistufige Vorgehensweise sollten eine maximal hohe Rücklaufquote sicherstellen. Zur weiteren Erhöhung des Rücklaufs erhielten diejenigen Probanden, die nach einer Frist von zwei Wochen noch nicht an der Erhebung teilgenommen hatten, eine erneute Teilnahmeaufforderung.

5.1.2.1 Grundgesamtheit

Wie in Abschnitt 4.2.1 diskutiert ist ein vollständiges Verzeichnis aller in Deutschland aktiven direkten Investoren in Büroimmobilien nicht verfügbar, weshalb eine Quantifizierung der Grundgesamtheit nicht realisierbar ist.

5.1.2.2 Stichprobe

Zur Selektion des Probandenkreises für die online-Erhebung wurde auf eine von Mitarbeitern der Investmentabteilung des Maklerunternehmens Cushman & Wakefield LLP erstellte Datenbank (Stand Januar 2015) zurückgegriffen, in welcher sowohl nationale als auch internationale Investoren verzeichnet sind, welche nach bestem Wissensstand des Unternehmens in Deutschland potenziell in Gewerbeimmobilien investieren. Die Datenbank ermöglicht eine Selektion der Investoren nach bevorzugten Assetklassen und beinhaltet die persönlichen Kontaktdaten des für Investitionen in die entsprechende Assetklasse verantwortlichen Investmentmanagers.

Eine Auswahl der Unternehmen nach Investorentyp, Herkunft sowie geographisch präferiertem Investmentmarkt innerhalb Deutschlands war nicht möglich. Auch war aufgrund des sich stetig ändernden Marktumfeldes nicht sicherzustellen, dass die in der Datenbank identifizierten Investoren zum Zeitpunkt der online-Befragung tatsächlich im deutschen Markt aktive Investoren darstellen.

kompetent zu beantworten. Zur Minimierung eines sprachbedingten Bias wurden im online-Fragebogen zudem weitestgehend vorformulierte Antwortoptionen verwandt (vgl. Abschnitt 5.1.1).

Für die Erhebung wurden aus der Datenbank diejenigen nationalen und ausländischen Investoren ausgewählt, welche in Deutschland potenziell in Büroimmobilien investieren. Der Datensatz umfasste 524 Unternehmen mit den Kontaktdaten jeweils eines entsprechenden Investmentmanagers.

Von den per E-mail kontaktierten Investmentmanagern nahmen 155 Probanden an der online-Befragung teil. 12 Studienteilnehmer wurden im Zuge der Beantwortung einleitender Screeningfragen disqualifiziert.[471] 32 Teilnehmer brachen die Befragung frühzeitig ab, weshalb deren Fragebögen nicht für die weiteren Analysen herangezogen werden konnten. 111 Probanden komplettierten den Fragebogen, was einer Rücklaufquote von 20,5 % bezogen auf die Stichprobe von 524 kontaktierten Unternehmen entspricht.

[471] Die Screeningfragen dienten der Auslese solcher Probanden, welche nicht für die Teilnahme an der Erhebung qualifiziert waren. Die zur Qualifizierung positiv zu beantwortenden Screeningfragen lauteten „Does your firm consider investing into office real estate in Germany an option?“ und „Within your firm, are you personally responsible for investing into office real estate in Germany?“.

5.2 Datenanalyse

Die Aufarbeitung sowie die Auswertung der erhobenen Daten wurden mittels der Statistik-Software SPSS 21.0 durchgeführt.

Für die Auswertung der erhobenen Datenvariablen erfolgte zunächst eine Transformierung aller nominal und ordinal skalierten Parameter in numerische Werte, um diese durch Kennzahlen der deskriptiven Statistik analysieren zu können.

Zur Analyse von Zusammenhängen und Unterschieden in den Ausprägungen ausgewählter probanden- und unternehmensbezogener Datenvariablen wurden bivariate nicht-parametrische Analysen herangezogen.[472]

Der Test auf statistische Unabhängigkeit zweier kategorialer Variablen wurde mittels Pearson's Chi-Quadrat-Test bzw. Fishers exaktem Test vollzogen.[473] Für den Chi-Quadrat-Test bzw. Fishers exakten Test gilt damit folgende zu testende Hypothese:

Ho: Die Merkmalsausprägungen sind statistisch unabhängig („Nullhypothese")[474]

[472] Unter den im online-Fragebogen erhobenen Parametern sind lediglich die Variable "Präferierter Investmenthorizont in Jahren", die neun zu beurteilenden Variablen des Constant-Sum-Ratings sowie die CBC-Teilnutzenwerte intervallskaliert. Ein Test auf Normalverteilung anhand des Shapiro-Wilk-Tests (aufgrund dessen höherer Aussagekraft wird dieser in dieser Studie grundsätzlich anstatt des Kolmogorov-Smirnov-Tests ange-wandt), sowie eine Anwendung parametrischer Analysen erübrigte sich somit bei einem Großteil der bivariaten Analysen.

[473] Pearson's Chi-Quadrat-Test auf Unabhängigkeit setzt voraus, dass jede Zelle der zugrunde liegenden Kreuztabelle einen erwarteten Count von mindestens 5 hat. Sollte dies nicht der Fall sein, wird alternativ Fishers exakter Test angewandt.

[474] In dem Fall dass die kalkulierte Teststatistik für die betrachtete Stichprobe „extrem unwahrscheinlich" ist, so wird die Nullhypothese als grundsätzliche Ursache für die Teststatistik abgelehnt. Der p-Wert ist die Wahrscheinlichkeit, dass die ermittelte oder noch extremere Teststatistik beobachtet wird. Als „extrem unwahrscheinlich" gilt eine Teststatistik, wenn sie nur in 5% bzw. weniger der Fälle beobachtet werden würde.

H1: Es besteht ein statistischer Zusammenhang zwischen den Merkmalsausprägungen, dessen Struktur jedoch nicht spezifiziert ist („Alternativhypothese“)

Zur Prüfung, ob ein statistischer Zusammenhang zwischen einer nominal und einer mindestens ordinal skalierten Variablen besteht, wurde der Kruskal-Wallis-Test angewandt.[475] Hierbei wird getestet, ob der mittlere Rang in allen zu vergleichenden kategorialen Gruppen identisch ist. Für den Kruskal-Wallis-Test gilt damit folgende zu testende Hypothese:

- Ho: Der mittlere Rang ist in allen Gruppen identisch („Nullhypothese“)
- H1: Der mittlere Rang der unterschiedlichen Gruppen ist unterschiedlich. Es besteht ein statistischer Zusammenhang zwischen den Merkmalsausprägungen („Alternativhypothese“)

Zur Untersuchung, ob ein statistischer Zusammenhang zwischen nominal- bzw. ordinalskalierten Variablen und intervallskalierten Variablen besteht, wurde als bivariates metrisches Analyseverfahren die ANOVA (Analysis of Variance)[476] herangezogen. Mit den Prüfgrößen des Verfahrens wird getestet, ob die Varianz der Erwartungswerte der metrischen Zufallsvariablen zwischen den Gruppen größer ist als die Varianz innerhalb der Gruppen. Grundvoraussetzung für die Anwendbarkeit der ANOVA ist, dass die abhängigen Variablen aus einer normalverteilten Grundgesamtheit stammen und die abhängigen Variablen in den einzelnen Gruppen die gleiche Varianz aufweisen. Aus diesem Grund kann sie nur bei denjenigen intervallskalierten Variablen angewendet werden, welche

Dies bedeutet, dass in dem Fall, dass der p-Wert unter 5 % (0,05) liegt, die Nullhypothese abgelehnt wird.

[475] Falls die nominal skalierte Gruppierungsvariable nur zwei Merkmalsausprägungen hat, wird i. d. R. der Mann-Whitney-U-Test verwendet. Da sich die p-Werte nicht unterscheiden, wurde auch in diesen Fällen der Kruskal-Wallis-Test durchgeführt.

[476] Diese wird im Deutschen auch als einfaktorielle Varianzanalyse bezeichnet.

sich auf Basis eines Tests auf Normalverteilung mittels Kolmogorov-Smirnov-Tests bzw. Shapiro-Wilk-Test und des Levene-Tests auf Varianzhomogenität dafür als geeignet erwiesen. In denjenigen Fällen, in denen dies nicht der Fall war, wurde der Kruskall-Wallis-Test angewandt. Für die ANOVA gilt folgende zu testende Hypothese:

- Ho: Die Mittelwerte der unterschiedlichen Gruppen sind identisch („Nullhypothese“)
- H1: Die Mittelwerte mindestens zweier Gruppen unterscheiden sich, bzw. die Mittelwerte der unterschiedlichen Gruppen sind nicht alle identisch („Alternativhypothese“)

Die Erhebung der Präferenzstruktur(en) der Forschungssubjekte erfolgte im online-Fragebogen durch direkte Abfrage anhand der Constant-Sum-Methode, sowie durch indirekte Abfrage anhand der Discrete-Choice-Investitionsentscheidungen im Rahmen des CBC-Interviews.

Während die durch die Constant-Sum-Methode ermittelten (intervallskalierten) relativen Wichtigkeiten auf Subjektebene direkt aus den erhobenen Datenvariablen eruiert werden konnten, mussten die durch die CBC-Befragung erhobenen agglomerierten Teilnutzenwerte zunächst mit Hilfe des Conjoint-Analysemoduls CBC/HB auf individuelle Teilnutzenwerte pro Proband umgerechnet werden.[477] Aus den hieraus ermittelten Teilnutzenwerten ließen sich die relativen Wichtigkeiten der individuellen Objekteigenschaften auf Probandenebene ermitteln (vgl. Kapitel 5.3).

[477] Die durch die Sawtooth-Software kalkulierten individuellen Teilnutzenwerte stellen bereits auf den gleichen Nullpunkt und ein gemeinsames Skalenniveau normierte Werte innerhalb eines Attributs dar, wodurch die Vergleichbarkeit der erhobenen Teilnutzenwerte eines Attributs untereinander – wie auch eine Agglomeration der Teilnutzenwerte zur Bemessung des Gesamtnutzenwertes eines Produktkonzepts – gegeben ist.

Zur Untersuchung der Separierbarkeit der Stichprobe in Segmente in sich homogener, jedoch untereinander divergierender Präferenzmuster, wurde zunächst anhand unmittelbar beobachtbarer probanden- und unternehmensbezogener Merkmale (vgl. Abbildung 5.1) eine a priori-Segmentierung der Stichprobe vollzogen, und die Teilnutzenwerte für jedes Segment separat ermittelt.

Zum Zweck der Aufdeckung bislang unentdeckter präferenzmusterhomogener Subjektgruppen wurde mittels einer Clusteranalyse eine a posteriori-Segmentierung durchgeführt. Hierzu wurde zunächst auf Ebene des Individuums dessen persönliche Nutzenstruktur identifiziert und daraufhin eine nutzenbasierte Segmentierung in möglichst präferenzmusterhomogene Gruppen (Cluster) vollzogen.[478]

Als Fusionierungsalgorithmus zur Identifikation derartiger Cluster wurde eine Kombination aus hierarchischen und einem partitionierenden Verfahren der Clusteranalyse genutzt: So wurden zunächst mittels des Ward-Verfahrens und des Complete Linkage-Verfahrens Dendogramme zur graphischen Übersicht aller anhand der erhobenenen Datenmaterials fusionierbarer Clusterstrukturen erstellt.[479]

[478] Vgl. Kaltenborn u. a. (2013), S. 78 ff. sowie Backhaus (2011), S. 609
Clusteranalysen dienen dazu, Untersuchungsgegenstände auf eine Weise in Gruppen (sog. Cluster) zu separieren, dass sich die dem gleichen Cluster zugewiesen Gegenstände durch eine weitestgehend hohe Similarität auszeichnen und sich gleichzeitig die Objekte divergierender Cluster signifikant voneinander unterscheiden. Vor Durchführung der Clusteranalyse muss bereits eine klare Definition der anzuwendenden Kriterien der Similaritätsmessung vorliegen, da nur so die jeweilige Fragestellung sinnvoll definiert und gemessen werden kann (vgl. Brosius (2013), S. 711). Eine detaillierte Beschreibung der Methoden zur Clusterbildung findet sich bspw. bei Backhaus (2011),
S. 489 ff. und Hair u. a. (2014), S. 444 ff.

[479] Vgl. Backhaus (2011), S. 426 ff. Wards Methode basiert darauf, den Informationsverlust beim Zusammenfügen von Gruppen zu minimieren. Cluster werden zusammengefügt auf Basis der quadrierten euklidischen Distanz der Cluster-elemente zu ihren jeweiligen Clustermittelpunkten. Die Summe dieser Differenzen entspricht dem In-

Auf Basis der graphischen Analyse des Fusionierungsprozesses konnte die optimale Zahl präferenzmusterdivergenter Cluster identifiziert werden, welche als obligatorische Eingangsvariable für die Anwendung des partizionierenden K-Means-Verfahrens[480] zu definieren war.[481]

formationsverlust. Es werden bei jedem Schritt des Algorithmus diejenigen Cluster zusammengeführt, bei denen der Informationsverlust am geringsten ist. Zur Validierung der ermittelten Clusterstrukturen wurde zusätzlich das Complete Linkage-Verfahren (auch: Farest Neighbour-Verfahren) angewandt, welches die anhand des Ward-Verfahrens ermittelte optimale Clusteranzahl bestätigte. Bei diesem Verfahren werden Cluster zusammengefügt, bei denen die euklidische Distanz der am weitesten voneinander entfernten Clusterelemente zweier Cluster am geringsten sind (vgl. ibid, S. 425 f.). Die Dendogramme finden sich in Anhang V.

[480] Beim K-Means-Verfahren werden auf Basis von K ursprünglichen Clustern alle Elemente dem Cluster mit dem nächsten Clustermittelwert zugeordnet. Dies wird so oft wiederholt, bis die Distanz der Beobachtungen innerhalb der Cluster minimiert und gleichzeitig die Distanz zwischen den Clustern maximiert ist (vgl. Hair u. a. (2014), S. 444 sowie Krzanowski/Marriott (1995), S. 80 f.).

[481] Diese Vorgehensweise wird bspw. von Hair u. a. (2014), S.446 f. vorgeschlagen. Hierbei wird zunächst anhand eines hierarchischen Verfahrens die optimale Anzahl der Cluster ermittelt, welche daraufhin für die Anwendung eines nicht-hierarchischen Verfahrens zugrunde gelegt wird.

5.3 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Die Ergebnisse der empirischen Erhebung werden im Folgenden vorgestellt. Zunächst werden in Abschnitt 5.3.1 grundlegende Charakteristika der an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen sowie der in ihrem Auftrag tätigen Investmentmanager charakterisiert, sowie bivariate Analysen zur Aufdeckung potenzieller Zusammenhänge zwischen den erhobenen unternehmens- und probandenspezifischen Eigenschaften, Einschätzungen und Einstellungen vollzogen. Diese grundlegende Exploration dient zudem der Untersuchung und Auswahl potenziell relevanter Segmentierungsparameter, die zur Identifikation präferenzmusteridentischer bzw. –divergenter Probandengruppen herangezogen werden.

In Abschnitt 5.5.2. werden die im Rahmen der CBC-Interviews ermittelten subjektspezifischen Präferenzmuster sowohl in aggregierter als auch segmentbezogener Form vorgestellt und diskutiert, womit Forschungsfragen 2 bis 4 beantwortet werden sollen.

In Abschnitt 5.5.3 werden die Ergebnisse der anhand der Constant-Sum-Methode durchgeführten direkten Abfrage der Präferenzmuster der Probanden vorgestellt, anhand derer Forschungsfrage 5 beantwortet wird.

In einem weiteren Schritt werden die Ergebnisse der direkten Befragung durch die Constant-Sum-Methode mit den Ergebnissen der indirekten Erhebung der Präferenzmuster anhand der CBC-Interviews verglichen, um Forschungsfrage 6 zu beantworten.

5.3.1 Charakterisierung der Stichprobe & Exploration bivariater Zusammenhänge

Im Zuge der Einordnung der Stichprobe werden zunächst die an der Studie teilnehmenden Unternehmen charakterisiert, bevor die individuellen probandenspezifischen Merkmale vorgestellt werden.

5.3.1.1 Einordnung der Unternehmen

Ein Abgleich der Struktur und Charakteristika der Stichprobe mit der Grundgesamtheit aller prinzipiell in deutsche Büroimmobilien – und speziell in den Top 5 Märkten – potenziell investierenden Investoren, sowie der für sie auftretenden Investmentmanager ist aufgrund der intransparenten Informationslage nicht realisierbar (vgl. Abschnitt 4.2.1).[482]

Von den 111 an der Erhebung teilnehmenden Unternehmen haben 61 Unternehmen (55 %) ihren Hauptsitz in Deutschland und 50 Unternehmen (45 %) ihre Zentrale ausserhalb Deutschlands. 12 der im Ausland ansässigen Unternehmen (10,8 % der Stichprobe) haben ihren Hauptsitz innerhalb der Eurozone, 38 (34,2 %) sind in anderen Währungsräumen beheimatet.[483]

[482] Aufgrund der weitgehenden Unkenntnis bzgl. der Komposition der Grundgesamtheit wurde eine etwaige Gewichtung der Stichprobe hinsichtlich bestimmter Stichprobenmerkmale unterlassen.

[483] Bei den ausserhalb der Eurozone beheimateten Unternehmen spielt potenziell das Währungsrisiko eine Rolle bei Investitionsentscheidungen. Dessen mögliche Implikationen wurden jedoch nicht im Rahmen dieser Erhebung untersucht (vgl. Kapitel 4.2).

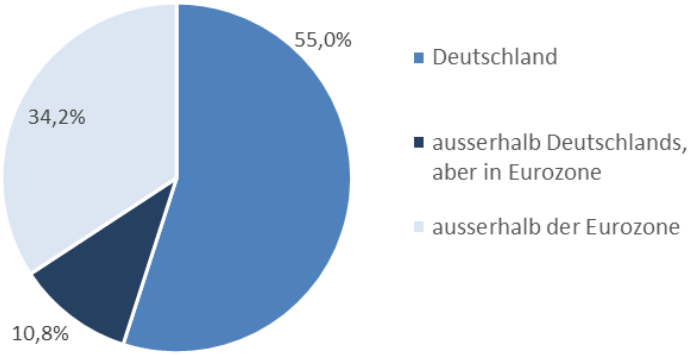


Abbildung 5.2: Hauptsitz der teilnehmenden Unternehmen

Der Kategorie der institutionellen Investoren sind insgesamt 75 Unternehmen (67,7 %) zuzuordnen, während es sich bei 36 Studienteilnehmern (32,4 %) um nicht-institutionelle Investoren wie Privatinvestoren, Family Offices bzw. Projektentwickler handelt.[484]

[484] Eine eindeutige Zuordenbarkeit von Projektentwicklern zur Gruppe der institutionellen bzw. nicht-institutionellen Investoren ist nicht gegeben (vgl. Abschnitt 2.1.2). Für die Zwecke dieser Studie wurden sie den nicht-institutionellen Investoren zugeordnet.

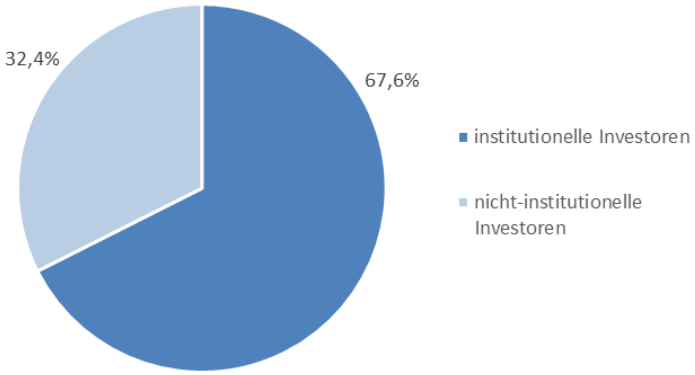


Abbildung 5.3: Typisierung der teilnehmenden Unternehmen

Von den 75 institutionellen Investoren sind 35 in Deutschland ansässig (31,5 %), 9 ausserhalb Deutschlands (8,1 %), aber innerhalb der Eurozone, und 31 (27,9 %) ausserhalb der Eurozone. Von den 36 nicht-institutionellen Investoren sind 26 in Deutschland beheimatet (23,4 %), 3 (2,7 %) in anderen Ländern der Eurozone und 7 (6,3 %) in Ländern ausserhalb der Eurozone (vgl. Tabelle 5.1).

Tabelle 5.1: Geografischer Sitz der teilnehmenden Unternehmen

Investorentyp	Beheimatet in Deutschland	Beheimatet außerhalb Deutschlands, aber in Eurozone	Beheimatet außerhalb der Eurozone	Gesamt
Open-ended fund (public)	5	2		**7**
German special fund	3		2	**5**
Investment / Asset Manager	16	5	12	**33**
Closed-ended fund	1	2	1	**4**
Listed property company	1		2	**3**
REIT	1			**1**
Life insurance company	3		1	**4**
German pension fund	1			**1**
Private equity fund	1		11	**12**
Opportunity fund	1		1	**2**
Sovereign wealth fund	0		1	**1**
Leasing company	1			**1**
Foundation	1			**1**
institutionelle Investoren gesamt	*35*	*9*	*31*	*75*
Private Investor	7		2	**9**
Family office	9	3	4	**16**
Developer	10		1	11
nicht-institutionelle Investoren gesamt	*26*	*3*	*7*	*36*
Gesamtstichprobe	61	12	38	111

In Hinblick auf ihre organisatorische Entscheidungsstruktur bei Immobilieninvestitionsurteilsfindungen stellt die Zentrale der teilnehmenden Unternehmen nicht zwangsläufig den Ort der Investitionsentscheidung dar. So finden bei 22,5 % der Investoren Urteile in Bezug auf Objektakquisitionen im deutschen Markt in einem anderen Land als dem Hauptsitz des Unternehmens statt. Auch das Investmentkommittee befindet sich bei 18,9 % der Investoren in einem anderen Land als der geographischen Heimat des Unternehmens.

Bezüglich des Asset Managements ihres Immobilienbestandes bedienen sich die ausländischen Studienteilnehmer unterschiedlicher Strategien. So verfügen von den 46 im Ausland beheimateten Unternehmen, welche bereits mindestens eine Immobilie in Deutschland besitzen, 65,2 % über eine unternehmenseigene Asset Management Plattform in Deutschland, 13,0 % lassen das Asset

Management von einem Drittanbieter in Deutschland durchführen und nur 21,7 % agieren ohne lokales Asset Management im deutschen Zielmarkt.[485]

Befragt nach ihrem präferierten Investmentstil bei Investitionen in Büroimmobilien in den deutschen Top 5 Märkten nannten 33 Probanden (29,7 %) Core Investments und 29 Befragte (26,1 %) Core+ Investments. 34 Forschungssubjekte (30,6 %) nannten Value Added Investments und 15 (13,5 %) opportunistische Investments als erste Wahl.

Bezogen auf die geographische Herkunft der Investoren waren in der Stichprobe 36,4 % der Unternehmen, die bevorzugt in Core Immobilien investieren wollen, im Ausland ansässig, während 44,8 % der auf Core+, 50 % der auf Value Added und 33,3 % der auf opportunistische Investments fokussierten Unternehmen ausserhalb Deutschlands beheimatet sind (vgl. Abbildung 5.4).[486]

[485] Analysiert nach Investmentstilen sind 38,5 % der ausländischen, bevorzugt in deutsche Core Büroobjekte investierenden Anleger der Meinung, dass sie ohne lokales Asset Management im deutschen Zielmarkt agieren können. Bei den Core+ Investments favorisierenden Investoren sind es 22,2 %, bei Value Added Investoren 18,0 % und bei den Opportunisten 14,3 %. Ob ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Grad der Managementintensität der Immobilieninvestition und dem Bedürfnis nach einem lokalen Asset Management im Zielmarkt besteht, lässt sich aufgrund der geringen Fallzahlen allerdings nicht feststellen.

[486] Da sich bei der Auswertung eines etwaigen Zusammenhangs zwischen den Variablen „Heimatland des Unternehmens“ und „präferierter Investmentstil“ nur sehr schwach besetzte Fallgruppen ergaben, ließen sich aus einer geographisch detaillierteren Auswertung keine validen Schlüsse ziehen.

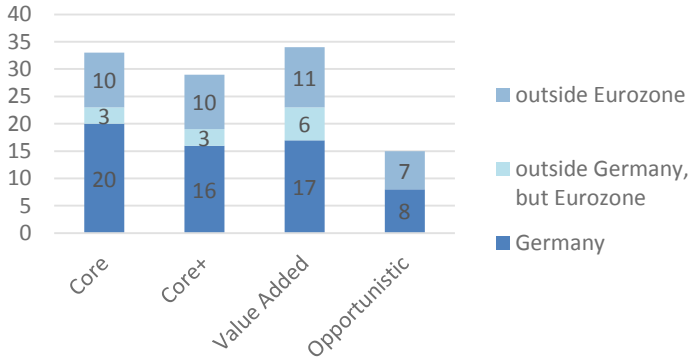


Abbildung 5.4: Präferierter Investmentstil der teilnehmenden Unternehmen nach Herkunftsregion (nach Anzahl der Nennungen)

Um eine etwaige Korrelation zwischen den Variablen „Heimatregion des Unternehmens“ (Deutschland, Eurozone ausserhalb Deutschlands und ausserhalb der Eurozone) und „präferierter Investmentstil“ der teilnehmenden Unternehmen zu untersuchen, wurde ein Chi-Quadrat-Test durchgeführt. Die Untersuchung zeigte einen p-Wert von 0,689 (vgl. Tabelle 5.2), auf Basis dessen die Nullhypothese, dass die Merkmalsausprägungen beider Variablen statistisch unabhängig sind, nicht verworfen werden kann: Ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Heimatregion des Investors und dessen bevorzugtem Investmentstil kann zum Signifikanzniveau von 5 % ausgeschlossen werden.

Tabelle 5.2: Heimatregion des Unternehmens vs. präferierter Investmentstil

Anzahl der Nennungen

Heimatregion	N	Core	Core+	Value Added	Opportunistic
Germany	61	20	16	17	8
outside Germany, but Eurozone	12	3	3	6	0
outside Eurozone	38	10	10	11	7
Gesamt	111	33	29	34	15

relative Häufigkeit in %

Heimatregion	N	Core	Core+	Value Added	Opportunistic
Germany	61	32,8%	26,2%	27,9%	13,1%
outside Germany, but Eurozone	12	25,0%	25,0%	50,0%	0,0%
outside Eurozone	38	26,3%	26,3%	28,9%	18,4%
Gesamt	111	29,7%	26,1%	30,6%	13,5%

Fisher's exakter Test	
Teststatistik	4,006
df	n.a.
p-Wert	0,689

Die Nichtbeheimatung im deutschen Immobilienmarkt führt somit nicht zwangsläufig dazu, dort bspw. risikoärmere Investmentstile zu verfolgen. Dies kann beispielsweise daran liegen, dass nicht in Deutschland beheimatete Unternehmen im Zielmarkt des Investments ein lokales Asset Management einsetzen, wie es beim Gros (78,3 %) der in der Stichprobe vorhandenen Unternehmen der Fall ist.[487]

Die Auswertung der bevorzugten Investmentstile nach Investorentyp (vgl. Tabelle 5.3) zeigt eine prinzipielle Kongruenz mit der in Tabelle 2.1 dieser Arbeit dargestellten Verteilung von Investmentstilen bei den unterschiedlichen Investoren.

[487] Da sich bei der Auswertung eines potenziellen Zusammenhangs zwischen den Variablen „nicht in Deutschland beheimatete Unternehmen“ und „kein Asset Management in Deutschland“ nur sehr schwach besetzte Fallgruppen ergaben, ließen sich hieraus keine empirischen Schlüsse ziehen.

Tabelle 5.3: Präferierter Investmentstil für ein potenzielles Investment in Büroimmobilien an den deutschen Top 5 Standorten (Anzahl der Nennungen)

Investorentyp	Core	Core+	Value Added	Opportunistic	Gesamt
Open-ended fund (public)	6		1		7
German special fund	2	3			5
Investment / Asset Manager	9	12	11	1	33
Closed-ended fund	2	1	1		4
Listed property company		1	2		3
REIT	1				1
Life insurance company	2	1	1		4
German pension fund	1				1
Private equity fund	1	1	2	8	12
Opportunity fund		1	1		2
Sovereign wealth fund		1			1
Leasing company	1				1
Foundation	1				1
Private Investor	2	2	4	1	9
Family office	5	4	6	1	16
Developer		2	5	4	11
Gesamt	33	29	34	15	111

Unter den teilnehmenden nicht-institutionellen Investoren sind bei den Privatinvestoren und Family Offices alle Investmentstile vertreten, was deren in Abschnitt 2.1.2 diskutierte Flexibilität in Bezug auf die Wahl ihrer Anlagestile bestätigt. Bei den an der Erhebung teilnehmenden Projektentwicklern zeigt sich deren grundsätzliche Präferenz für managementintensivere Anlagestile.

Bei den in der Stichprobe vertretenen Investment/Asset Managern und Private Equity Funds ist das gesamte Spektrum von Anlagestilen vertreten, was auf die heterogenen Anlagestile der in ihre Anlagevehikel investierenden Anleger zurückzuführen ist. So stammte das bei den Investment/Asset Managern investierte Kapital beispielsweise aus 12 unterschiedlichen Anlegergruppen, bei den Private Equity Fonds aus fünf differierenden Anlegergruppen.

Die von den partizipierenden Investment/Asset Managern und Private Equity Fonds genannten primären Quellen des bei ihnen investierten Kapitals sind in Abbildung 5.5 dargestellt.

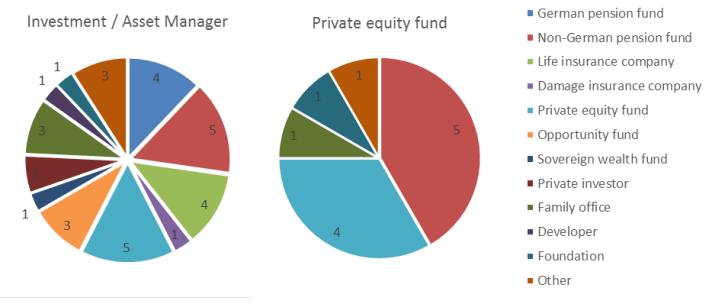


Abbildung 5.5: Primäre Quellen des bei den teilnehmenden Investment/Asset Managern und Private Equity Funds investierten Kapitals (Anzahl der Nennungen)

In der Stichprobe waren unter den Vertretern vorwiegend sicherheitsorientierter institutioneller Investorentypen auch solche Subjekte vertreten, welche als bevorzugten Investmentstil Core+ und Value Added nannten (vgl. Tabelle 5.3). Auffällig ist dies bei Versicherungen, geschlossenen Fonds, sowie offenen Fonds und Spezialfonds. Ursächlich hierfür kann der zum Zeitpunkt der vorliegenden Erhebung starke Wettbewerb um Core Immobilien sein, welcher vor dem Hintergrund eines starken Kapitalanlagedrucks ein Ausweichen in riskantere Investmentstile erfordert.

Da sich bei der Analyse eines etwaigen Zusammenhangs zwischen der Variablen „Investorentyp“ bzw. „Herkunft des Kapitals / Kapitalquelle“ und „präferierter Investmentstil“ nur sehr schwach besetzte Fallgruppen ergaben, ließen sich aus einer geographisch detaillierteren Auswertung keine statistisch aussagekräftigen Schlüsse ziehen.

Von den in der Stichprobe vertretenen Investoren verfügen 64,8 % über ein global in Immobilien angelegtes Investitionsvolumen (Assets und Management) von über € 500 Mio. (vgl. Abbildung 5.6).

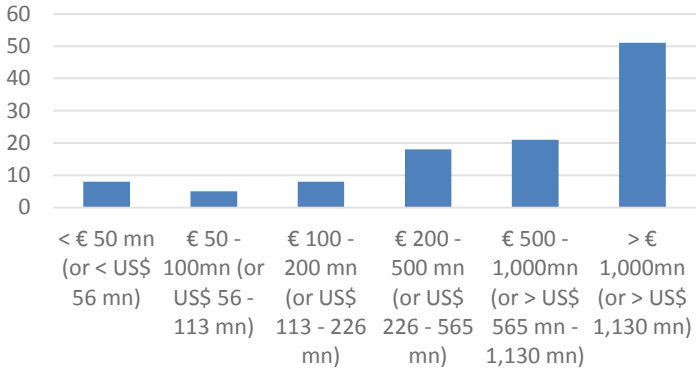


Abbildung 5.6: Assets Under Management der partizipierenden Unternehmen (prozentuale Verteilung in der Stichprobe)

Bedingt durch die in der erhobenen Stichprobe nur schwach besetzten Fallgruppen war ein Zusammenhang zwischen Investorentyp und der Höhe deren globalen Assets under Management statistisch nicht nachweisbar.

Die Aggregation der Investorenvariable in nicht-institutionelle und institutionelle Investorentypen zeigte jedoch einen hoch signifikanten Zusammenhang (p-Wert von 0,001) dieser Variable mit dem weltweiten Immobilieninvestitionsvolumen dieser Unternehmen (vgl. Tabelle 5.4).

Tabelle 5.4: Weltweite Assets Under Management vs. Investorengruppe

Anzahl der Nennungen

Investorentyp	N	Mittlerer Rang	< € 50 mn (or < US$ 56 mn)	€ 50 - 100mn (or US$ 56 - 113 mn)	€ 100 - 200 mn (or US$ 113 - 226 mn)	€ 200 - 500 mn (or US$ 226 - 565 mn)	€ 500 - 1,000mn (or > US$ 565 mn - 1,130 mn)	> € 1,000mn (or > US$ 1,130 mn)
institutionell	87	61,0	4	4	5	12	15	47
nicht-institutionell	24	37,9	4	1	3	6	6	4
Gesamt	111		8	5	8	18	21	51

relative Häufigkeit in %

Investorentyp	N	Mittlerer Rang	< € 50 mn (or < US$ 56 mn)	€ 50 - 100mn (or US$ 56 - 113 mn)	€ 100 - 200 mn (or US$ 113 - 226 mn)	€ 200 - 500 mn (or US$ 226 - 565 mn)	€ 500 - 1,000mn (or > US$ 565 mn - 1,130 mn)	> € 1,000mn (or > US$ 1,130 mn)
institutionell	87	61,0	4,6%	4,6%	5,7%	13,8%	17,2%	54,0%
nicht-institutionell	24	37,9	16,7%	4,2%	12,5%	25,0%	25,0%	16,7%
Gesamt	111		7,2%	4,5%	7,2%	16,2%	18,9%	45,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	10,920
df	1
p-Wert	0,001

Die Nullhypothese, dass die mittleren Ränge für institutionelle und nicht-instititutionelle Investoren gleich sind, wird zum Signifikanzniveau von 5 % verworfen. Der mittlere Rang für institutionelle Investoren ist signifikant größer, was empirisch belegt, dass institutionelle Investoren prinzipiell über ein höhes globales Investitionsvolumen verfügen, als dies nicht-institutionelle Investoren tun. Dieses Ergebnis ist übereinstimmend mit den in der Fachliteratur diskutierten Eigenschaften der unterschiedlichen Investorengruppen (vgl. Abschnitt 2.1.2).

Die Analyse des Zusammenhangs zwischen den Variablen „präferierter Investmentstil“ und „weltweite Assets under Management“ ergab einen p-Wert von 0,210 (vgl. Tabelle 5.5). Die Nullhypothese, dass die mittleren Ränge für unterschiedliche bevorzugte Investmentstile gleich sind, kann zum Signifikanzniveau von 5 % nicht widerlegt werden. Ein Konnex zwischen der Größe des Investors, gemessen an dessen weltweiten Assets und Management, und dessen bevorzugtem Investmentstil ist somit statistisch nicht nachweisbar.

Tabelle 5.5: Weltweite Assets Under Management vs. präferierter Investmentstil

Anzahl der Nennungen

Präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	< € 50 mn (or < US$ 56 mn)	€ 50 - 100mn (or US$ 56 - 113 mn)	€ 100 - 200 mn (or US$ 113 - 226 mn)	€ 200 - 500 mn (or US$ 226 - 565 mn)	€ 500 - 1,000mn (or > US$ 565 mn - 1,130 mn)	> € 1,000mn (or > US$ 1,130 mn)
Core	33	65,9	1	0	1	6	5	20
Core+	29	54,4	0	3	4	3	7	12
Value Added	34	44,2	5	2	3	6	9	9
Opportunistic	15	64,0	2	0	0	3	0	10
Gesamt	111		8	5	8	18	21	51

relative Häufigkeit in %

Präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	< € 50 mn (or < US$ 56 mn)	€ 50 - 100mn (or US$ 56 - 113 mn)	€ 100 - 200 mn (or US$ 113 - 226 mn)	€ 200 - 500 mn (or US$ 226 - 565 mn)	€ 500 - 1,000mn (or > US$ 565 mn - 1,130 mn)	> € 1,000mn (or > US$ 1,130 mn)
Core	33	65,9	3,0%	0,0%	3,0%	18,2%	15,2%	60,6%
Core+	29	54,4	0,0%	10,3%	13,8%	10,3%	24,1%	41,4%
Value Added	34	44,2	14,7%	5,9%	8,8%	17,6%	26,5%	26,5%
Opportunistic	15	64,0	13,3%	0,0%	0,0%	20,0%	0,0%	66,7%
Gesamt	111		7,2%	4,5%	7,2%	16,2%	18,9%	45,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	9,739
df	3
p-Wert	0,210

Hinsichtlich des präferierten Investitionsvolumens pro Objekt lässt sich unter den Unternehmen in der Stichprobe eine Präferenz für kleinere Investitionsvolumen feststellen. So bevorzugen 69,3 % der Befragten Investitionsvolumen pro Objekt von bis zu € 50 Mio., während lediglich 10,9 % Investmentvolumen von über € 100 Mio. bevorzugen (vgl. Abbildung 5.7).

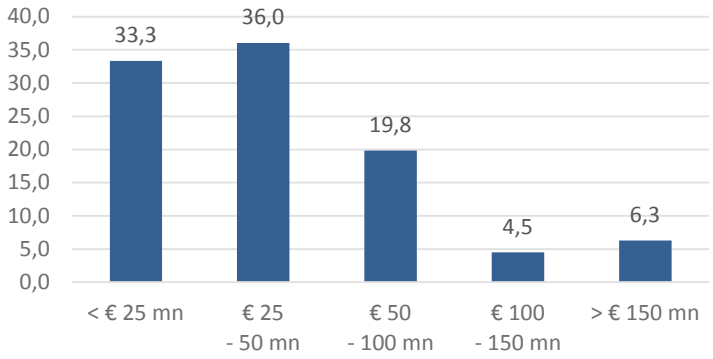


Abbildung 5.7: Präferiertes Investitionsvolumen je Büroobjekt (prozentuale Verteilung in der Stichprobe)

Eine statistisch aussagekräftige Auswertung der bevorzugten Investmentvolumen nach Investorentyp war aufgrund der relativ geringen Fallzahlen nicht möglich. Bestätigt wurde jedoch in der Stichprobe die marktgängige Auffassung, dass Privatinvestoren präferiert in kleinvolumigere Objekte investieren (vgl. Abschnitt 2.1.2). So gaben 100 % der befragten Privatinvestoren an, bevorzugt in Investmentvolumen bis zu € 50 Mio. investieren zu wollen. Selbiges galt für 87,5 % der Family Offices, aber auch für 72,7 % der Investment/Asset Manager. Im Gegensatz dazu gaben 75 % der Private Equity Fonds an, präferiert in Objekte mit einem Investmentvolumen von mehr als € 50 Mio. investieren zu wollen.[488]

Der Zusammenhang zwischen dem von Investoren präferierten Investmentstil und dem bevorzugten Investitionsvolumen pro Objekt ist mit einem p-Wert von 0,003 hoch signifikant: Die Nullhypothese, dass die mittleren Ränge für die unterschiedlichen Investmentstile gleich sind, kann zum Signifikanzniveau von 5 % verworfen werden (vgl. Tabelle 5.6).

[488] Ursächlich für diese Verteilung ist die in Abbildung 5.5 präsentierte Verteilung der primären Quellen des bei den teilnehmenden Investment / Asset Managern und Private Equity Funds investierten Kapitals.

Tabelle 5.6: Bevorzugtes Investitionsvolumen pro Büroobjekt vs. präferierter Investmentstil

Anzahl der Nennungen

präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	< € 25 mn	€ 25 - 50 mn	€ 50 - 100 mn	€ 100 - 150 mn	> € 150 mn
Core	33	57,8	9	14	7	2	1
Core+	29	58,8	7	13	7	2	0
Value Added	34	42,6	19	9	4	0	2
Opportunistic	15	77,1	2	4	4	1	4
Gesamt	111		37	40	22	5	7

relative Häufigkeit in %

präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	< € 25 mn	€ 25 - 50 mn	€ 50 - 100 mn	€ 100 - 150 mn	> € 150 mn
Core	33	57,8	27,3%	42,4%	21,2%	6,1%	3,0%
Core+	29	58,8	24,1%	44,8%	24,1%	6,9%	0,0%
Value Added	34	42,6	55,9%	26,5%	11,8%	0,0%	5,9%
Opportunistic	15	77,1	13,3%	26,7%	26,7%	6,7%	26,7%
Gesamt	111		33,3%	36,0%	19,8%	4,5%	6,3%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	13,911
df	3
p-Wert	0,003

Obwohl die Höhe des bevorzugten Investitionsvolumens pro Objekt aus statistischer Perspektive mit dem präferierten Investmentstil in Abhängigkeit steht, ist kein linearer Zusammenhang zwischen dem zunehmenden Grad des Risikos des Investments und dem präferierten Investitionsvolumen ersichtlich. So zeigt sich bezüglich der mittleren Ränge kein eindeutiges Muster: Während die mittleren Ränge bei den Core und Core+ Investments präferierenden Anlegern sehr ähnlich sind – d.h. bzgl. der Verteilung der bevorzugten Investitionsvolumen keine wesentlichen Unterschiede zwischen diesen Gruppen zu verzeichnen sind – so weichen die mittleren Ränge bei den präferiert Value Added investierenden Anlegern sowie den bevorzugt opportunistisch anlegenden Investoren hiervon diametral ab.

Auffällig ist hier das hohe präferierte Investitionsvolumen bei bevorzugt in opportunistische Anlagen investierenden Anlegern (60,1 % favorisieren Investitionsvolumen pro Objekt von mehr als € 50 Mio.). Bei diesen Anlegern handelt es sich primär um Private

Equity Fonds, welche bedingt durch ihr Geschäftsmodell oftmals in großvolumige Anlageobjekte investieren. Auf der anderen Seite präferieren Investoren, welche Value Added Investments bevorzugen, größtenteils (82,4 %) kleinere Investitionsvolumen pro Objekt von bis zu € 50 Mio. In dieser Gruppe ist eine große Bandbreite unterschiedlicher Anleger vertreten, wie u. a. Investment/Asset Manager, geschlossene Fonds, Opportunity Fonds, Immobilien-AGs, Privatinvestoren und Family Offices. Eine Ursache für dieses höchstwahrscheinlich stichprobenspezifische Phänomen lässt sich nicht identifizieren.

Die Analyse des präferierten Investitionshorizonts der teilnehmenden Unternehmen bestätigt eine grundsätzliche Übereinstimmung mit den in den Abschnitten 2.1.1 und 2.1.2 diskutierten Anlagezeiträumen bei den unterschiedlichen Investmentstilen (vgl. Abbildung 5.8):

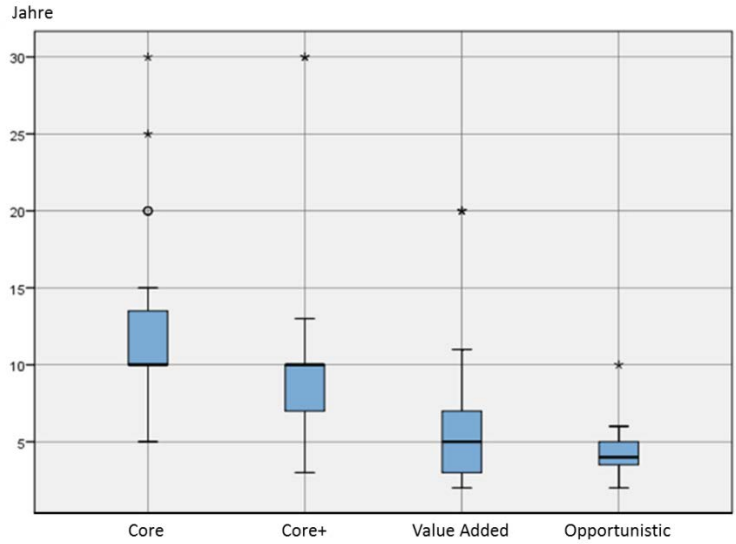


Abbildung 5.8: Präferierter Investitionshorizont in Jahren vs. präferierter Investmentstil

So bevorzugen diejenigen Untersuchungssubjekte, die als präferierten Investmentstil Core Investitionen nannten, mit durchschnittlich 11,75 Jahren einen längeren Investionshorizont als jene, die Core+ Investments (durchschnittlich 9,79 Jahre), Value Added Investments (6,44 Jahre) oder opportunistische Investments (4,53 Jahre) bevorzugen. Die Streuung (gemessen in Form der Standardabweichung) der präferierten Investionszeiträume war am stärksten bei den Core+ Investments, gefolgt von Core Investitionen und Value Added Investments. Die geringste Streuung wurde bei den opportunistischen Investments gemessen (vgl. Tabelle 5.7).

Eine weiterführende Analyse zeigt einen hoch signifikanten Zusammenhang zwischen den beiden Variablen präferierter Anlagezeitraum und präferierter Investmentstil (vgl. Tabelle 5.7). Die Nullhypothese, dass die mittleren Ränge für den präferierten Investitionshorizont die unterschiedlichen Investmentstile gleich sind, kann zum Signifikanzniveau von 1 % verworfen werden.[489]

Tabelle 5.7: Investitionshorizont (in Jahren) der teilnehmenden Unternehmen vs. präferierter Investmentstil

Präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	Min (Jahre)	Max (Jahre)	Mittelwert	Standardabw.
Core	32	76,78	5	30	11,75	5,747
Core+	28	64,88	3	30	9,79	6,179
Value Added	34	39,01	2	20	6,44	4,819
Opportunistic	15	26,33	2	10	4,53	1,846
Gesamt	109		2	30	8,60	5,799

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	40,988
df	3
p-Wert	0,000

Die obigen Daten bestätigen empirisch die in der Fachliteratur diskutierten und in Abschnitt 2.1.1 dieser Arbeit vorgestellten prä-

[489] Der Kolmogorov-Smirnov-Test und der Shapiro-Wilk-Test verwerfen die Hypothese, dass der Investitionshorizont für jeden Investmentstil normalverteilt ist. Aus diesem Grund wurde hier statt einer ANOVA der Kruskall-Wallis-Test angewandt.

ferierten Anlagehorizonte bei den unterschiedlichen Investmentstilen.

5.3.1.2 Einordnung der Investmentverantwortlichen

Neben der unternehmensspezifischen Investitionsstrategie wird das Präferenzverhalten bei der Immobilienselektion auch durch probandenspezifische Charakteristika beeinflusst. Zur Aufdeckung dieser Charakteristika wurden zunächst der geographische Standort der Probanden, ihr Alter, ihr Geschlecht, sowie ihr Erfahrungsniveau als Investmentmanager abgefragt. Daraufhin wurde ihre empfundene Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Büromärkten sowie ihr Einschätzung der aktuellen sowie der zukünftigen Immobilienmarktzyklusphase in diesen Märkten erhoben.

Von den 111 an der Erhebung teilnehmenden Investmentmanagern haben 80,2 % ihren Standort in Deutschland und 19,8 % im Ausland (vgl. Abbildung 5.9).

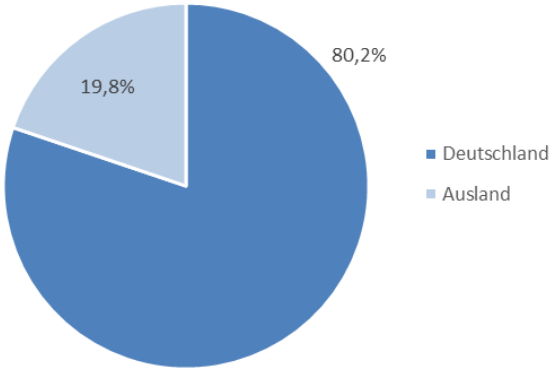


Abbildung 5.9: Standort der teilnehmenden Investmentmanager

Von den Investmentmanagern, welche für einen im Ausland beheimateten Investor arbeiten, haben 56,0 % ihren Standort in Deutschland und 44,0 % ihren Standort ausserhalb Deutschlands. Bei den innerhalb der EU, jedoch ausserhalb Deutschlands beheimateten Unternehmen, sind 42,3 % der Investmentmanager in Deutschland ansässig und 57,7 % im EU-Ausland. Bei den ausserhalb der EU beheimateten Investoren sind 70,8 % der Investmentmanager in Deutschland ansässig, 29,2 % befinden sich im Ausland (vgl. Abbildung 5.10).

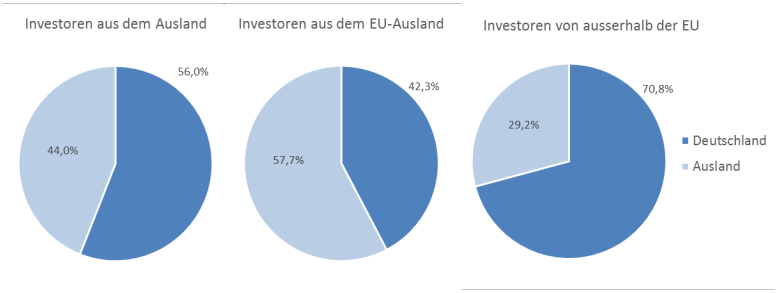


Abbildung 5.10: Heimat der Unternehmen vs. Standort der partizipierenden Investmentmanager

Der auffällig hohe prozentuale Anteil in Deutschland stationierter Investmentmanager bei den ausserhalb der EU beheimateten Unternehmen mag mit deren größerer räumlicher Distanz und deren Bedürfnis nach geographischer Nähe zum Zielmarkt zusammenhängen. Diese Vermutung lässt sich jedoch anhand der im Fragebogen erhobenen Daten nicht empirisch nachweisen.

Von den 111 befragten Investmentmanagern waren 89,2 % männlich und 10,8 % weiblich. 28,8 % der Befragten zählen zur Altersgruppe 25 – 35 Jahre, 40,5 % zur Altersgruppe 36 – 45 Jahre, 26,1 %

waren 46 – 55 Jahre alt und nur 4,5 % der Probanden waren älter als 56 Jahre (vgl. Abbildung 5.11).

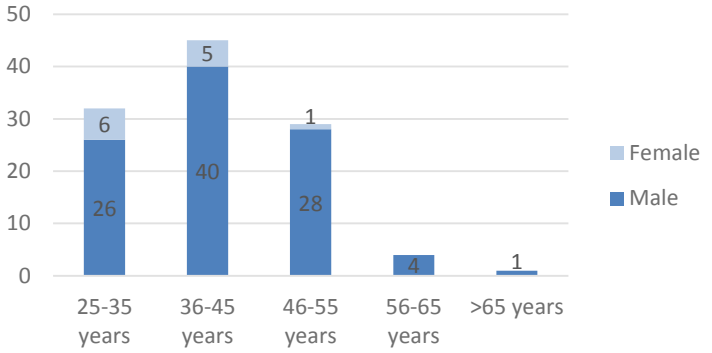


Abbildung 5.11: Alter und Geschlecht der Probanden (Anzahl der Nennungen)

Der Großteil der befragten Investmentmanager (89,2 %) verfügt über mehr als 5 Jahre Immobilieninvestionserfahrung, 62,2 % verfügen über mehr als 10 Jahre Erfahrung in diesem Bereich (vgl. Abbildung 5.12).

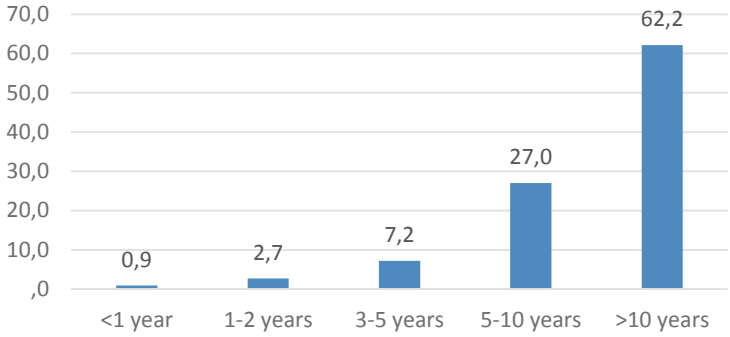


Abbildung 5.12: Immobilieninvestionserfahrung der Probanden in Jahren (prozentualer Anteil der Nennungen)

Die Analyse der Abhängigkeit zwischen „Alter der Probanden“ und der „Dauer ihrer Investmenterfahrung in Jahren“ bestätigte den zu vermutenden hoch signifikanten Zusammenhang zwischen beiden Variablen (vgl. Tabelle 5.8): Je älter der Investmentmanager ist, desto mehr Investmenterfahrung hat er über die Jahre sammeln können.

Tabelle 5.8: Alter der Probanden vs. Investmenterfahrung in Jahren

Anzahl der Nennungen

Alter der Probanden	N	Mittlerer Rang	<1 year	1-2 years	3-5 years	5-10 years	>10 years
25-35 years	32	26,4	1	3	7	17	4
36-45 years	45	63,4	0	0	1	11	33
46-55 years	29	73,6	0	0	0	2	27
56-65 years	4	77,0	0	0	0	0	4
>65 years	1	77,0	0	0	0	0	1
Gesamt	111		1	3	8	30	69

relative Häufigkeit in %

Alter der Probanden	N	Mittlerer Rang	<1 year	1-2 years	3-5 years	5-10 years	>10 years
25-35 years	32	26,4	3%	9%	22%	53%	13%
36-45 years	45	63,4	0%	0%	2%	24%	73%
46-55 years	29	73,6	0%	0%	0%	7%	93%
56-65 years	4	77,0	0%	0%	0%	0%	100%
>65 years	1	77,0	0%	0%	0%	0%	100%
Gesamt	111		1%	3%	7%	27%	62%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	54,347
df	4
p-Wert	0,000

Das Gros der Probanden (86,5 %) verfolgt den deutschen Immobilienmarkt seit mehr als 5 Jahren. 56,8 % der Befragten befassen sich seit mehr als 10 Jahren mit diesem Markt (vgl. Abbildung 5.13).

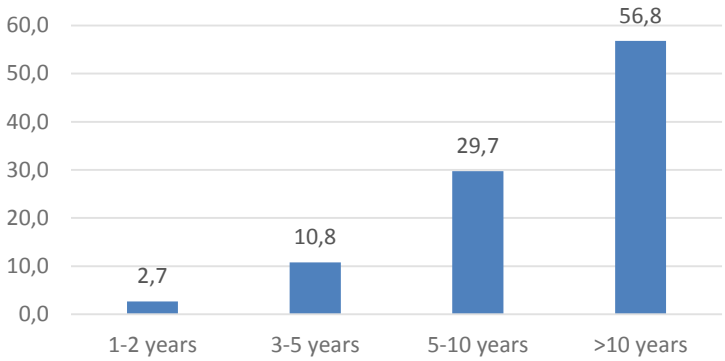


Abbildung 5.13: Verfolgung des deutschen Immobilienmarktes der Probanden in Jahren (prozentualer Anteil der Nennungen)

Befragt nach ihrem gefühlten Grad der Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten gaben nur 0,9 % der Probanden an, sich damit sehr unvertraut zu fühlen. 8,1 % fühlten sich eher unvertraut, 36,0 % eher vertraut und 55,0 % fühlten sich damit sehr vertraut (vgl. Abbildung 5.14).

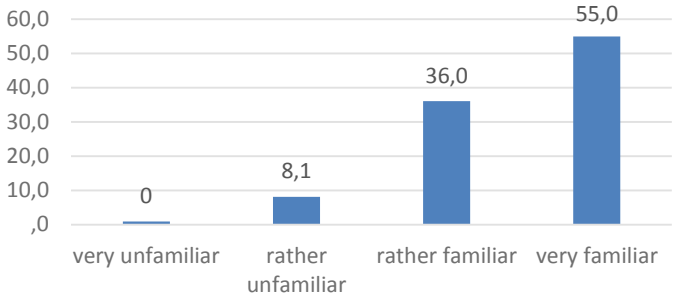


Abbildung 5.14: Empfundene Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten (prozentualer Anteil der Nennungen)

Ob der Grad der empfundenen Vertrautheit der Probanden mit den deutschen Top 5 Märkten mit der Dauer ihrer Investmenterfahrung, der Dauer ihrer Involvierung mit dem deutschen Immobilienmarkt oder deren persönlichem Standort zusammenhängt, wurde im Folgenden getestet.

Es zeigte sich, dass die Dauer der Investmenterfahrung der Probanden keinen statistisch signifikanten Einfluss auf die gefühlte Vertrautheit der Probanden mit den deutschen Top 5 Märkten hat. Die Nullhypothese, dass die Variablen „Dauer Investmenterfahrung in Jahren" und „gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten" bezüglich ihrer mittleren Ränge gleich sind, konnte zu einem Signifikanzniveau von 5% nicht verworfen werden (vgl. Tabelle 5.9).[490]

Tabelle 5.9: Investmenterfahrung in Jahren vs. gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten

Anzahl der Nennungen

Investmenterfahrung	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
<1 year	1	106,0	0	0	1	0
1-2 years	3	64,7	1	2	0	0
3-5 years	8	56,1	5	1	2	0
5-10 years	30	63,8	11	18	1	0
>10 years	69	51,5	44	19	5	1
Gesamt	111		61	40	9	1

relative Häufigkeit in %

Investmenterfahrung	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
<1 year	1	106,0	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%
1-2 years	3	64,7	33,3%	66,7%	0,0%	0,0%
3-5 years	8	56,1	62,5%	12,5%	25,0%	0,0%
5-10 years	30	63,8	36,7%	60,0%	3,3%	0,0%
>10 years	69	51,5	63,8%	27,5%	7,2%	1,4%
Gesamt	111		55,0%	36,0%	8,1%	0,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	7,297
df	4
p-Wert	0,121

[490] Ein niedriger mittlerer Rang bedeutet hier einen hohen Grad an Vertrautheit.

Die Analyse des Zusammenhangs zwischen der „Markterfahrung in Deutschland in Jahren“ und der „gefühlten Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten“ zeigte jedoch eine hoch signifikante Abhängigkeit: Die Nullhypothese, dass die beiden Variablen bezüglich ihrer mittleren Ränge gleich sind, wurde zu einem Signifikanzniveau von 1 % verworfen (vgl. Tabelle 5.10). Die Dauer des Verfolgens des deutschen Immobilienmarktes der Probanden hat somit einen signifikanten Einfluss auf die gefühlte Vertrautheit der Probanden mit den deutschen Top 5 Märkten.

Tabelle 5.10: Dauer des Verfolgens des deutschen Immobilienmarktes in Jahren vs. gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten

Anzahl der Nennungen

Verfolgen des deutschen Marktes	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
1-2 years	3	81,5	0	3	0	0
3-5 years	12	75,3	4	3	4	1
5-10 years	33	60,0	15	16	2	0
>10 years	63	49,0	42	18	3	0
Gesamt	111		61	40	9	1

relative Häufigkeit in %

Verfolgen des deutschen Marktes	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
1-2 years	3	81,5	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%
3-5 years	12	75,3	33,3%	25,0%	33,3%	8,3%
5-10 years	33	60,0	45,5%	48,5%	6,1%	0,0%
>10 years	63	49,0	66,7%	28,6%	4,8%	0,0%
Gesamt	111		55,0%	36,0%	8,1%	0,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	12,317
df	3
p-Wert	0,006

Der Standort des Investmentmanagers hat jedoch keinen statistisch relevanten Einfluss auf den Grad der gefühlten Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten. Die Nullhypothese, dass die Variablen „Standort des Probanden“ und „gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten“ bezüglich ihrer mittleren Ränge gleich sind, konnte zu einem Signifikanzniveau von 5 % nicht widerlegt werden (vgl. Tabelle 5.11).

Tabelle 5.11: Standort des Investmentmanagers vs. gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten

Anzahl der Nennungen

Standort des Investmentmanagers	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
in Germany	89	52,8	54	28	7	0
outside Germany	22	69,0	7	12	2	1
Gesamt	111		61	40	9	1

relative Häufigkeit in %

Standort des Investmentmanagers	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
in Germany	89	52,8	60,7%	31,5%	7,9%	0,0%
outside Germany	22	69,0	31,8%	54,5%	9,1%	4,5%
Gesamt	111		55,0%	36,0%	8,1%	0,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	5,689
df	1
p-Wert	0,170

5.3.1.3 Einschätzung des aktuellen Marktumfeldes sowie dessen zukünftiger Entwicklung

Die Probanden wurden zudem gebeten, ihre Einschätzung bzgl. der aktuellen Immobilienmarktzyklusphase sowie der erwarteten Marktzyklusphase in zwei Jahren darzulegen. Aus dem Vergleich des aktuell empfundenen und des in zwei Jahren erwarteten zukünftigen Marktumfelds wurden die individuellen Erwartungen der Probanden bzgl. der mittelfristigen Marktentwicklung abgeleitet.

Konkret sollten die Probanden jeweils für den Büroimmobilieninvestmentmarkt sowie für den Bürovermietungsmarkt in den deutschen Top 5 Märkten entscheiden, in welcher der vier Phasen des Immobilienzyklus
(„Recovery / Markterholung“, „Expansion / Wachstum“, „Oversupply / Abschwung“ und „Recession / Rezession“) sich ihrer Meinung nach der Markt zu diesen zwei Zeitpunkten befindet.

5.3.1.3.1 Einschätzung der aktuellen Immobilienzyklusphase

Die sich aus den Antwortmöglichkeiten zur aktuellen Zyklusphase des Mietmarktes und des Investmentmarktes ergebenden Daten

wurden mittels einer Kreuztabellierung miteinander kombiniert (vgl. Tabelle 5.12).

Insgesamt zeigt sich auf Basis dieser Datenverknüpfung ein heterogenes Meinungsbild, wobei der Großteil der Probanden (77,5 %) der Meinung ist, dass sich sowohl der Miet- als auch der Investmentmarkt zum Zeitpunkt der Erhebung in einer Erholungs– bzw. Wachstumsphase befinden. Die übrigen 22,5 % der Befragten waren der Meinung, dass sich zumindest einer der beiden Märkte bereits in einer Abschwungsphase befindet.

Tabelle 5.12: Einschätzung der aktuellen Phase des Miet- und des Investmentmarktzyklus in den deutschen Top 5 Märkten

		Investmentmarkt			
		Recovery (Markterholung)	Expansion (Wachstum)	Oversupply (Abschwung)	Recession (Rezession)
Mietmarkt	Recovery (Markterholung)	4,5%	18,0%		
	Expansion (Wachstum)	0,9%	54,1%	7,2%	
	Oversupply (Abschwung)		9,0%	6,3%	
	Recession (Rezession)				

In einem weiteren Schritt wurde analysiert, ob ein etwaiger Konnex zwischen der aktuellen Markteinschätzung der Top 5 Märkte der Probanden mit deren empfundener Vertrautheit mit diesen Märkten besteht.

Anhand der in Tabelle 5.13 dargestellten empirischen Ergebnisse kann die Nullhypothese, dass die Variablen „Einschätzung des aktuellen Marktes“ und „gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten“ bezüglich ihrer mittleren Ränge gleich sind, zu einem Signifikanzniveau von 5 % nicht verworfen werden. Somit ist davon auszugehen, dass die Einschätzung der aktuellen Marktphase statistisch unabhängig vom Grad der Vertrautkeit der Probanden mit dem Markt ist.

Tabelle 5.13: Einschätzung der aktuellen Phase des Marktzyklus in den deutschen Top 5 Märkten vs. empfundene Vertrautheit mit diesen Märkten

Anzahl der Nennungen

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	76,9	2	1	3	0
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	53,8	11	7	0	1
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	47,8	2	1	0	0
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	51,4	36	19	3	0
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	56,3	4	4	0	0
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	58,7	5	4	1	0
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	81,3	1	4	2	0
Gesamt	111		61	40	9	1

relative Häufigkeit in %

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	Mittlerer Rang	very familiar	rather familiar	rather unfamiliar	very unfamiliar
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	76,9	33,3%	16,7%	50,0%	0,0%
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	53,8	57,9%	36,8%	0,0%	5,3%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	47,8	66,7%	33,3%	0,0%	0,0%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	51,4	62,1%	32,8%	5,2%	0,0%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	56,3	50,0%	50,0%	0,0%	0,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	58,7	50,0%	40,0%	10,0%	0,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	81,3	14,3%	57,1%	28,6%	0,0%
Gesamt	111		55,0%	36,0%	8,1%	0,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	10,649
df	6
p-Wert	0,100

Um weitere mögliche Korrelationen zwischen der aktuellen Markteinschätzung der Probanden und deren persönlichen Merkmalen bzw. den Merkmalen ihres Unternehmens zu testen, wurden der Zusammenhang diverser Variablen mit der Variable „aktuelle Markteinschätzung“ geprüft (vgl. Tabelle 5.14).[491]

[491] Die Kreuztabellen pro analysierter Variablenkombination finden sich in Anhang V.

Tabelle 5.14: Signifikanzmaße diverser Variablen in Bezug auf die Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Standorten

Variable	Test	Teststatistik	p-Wert
Alter in Jahren	Kruskall-Wallis-Test	4,522	0,606
Investmenterfahrung in Jahren	Kruskall-Wallis-Test	6,298	0,391
Verfolgung des Marktes in Jahren	Kruskall-Wallis-Test	6,337	0,387
Standort des Probanden	Fisher's exakter Test	6,109	0,350
Präf. Investmentstil des Unternehmens	Fisher's exakter Test	19,177	0,264

Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, liegen alle p-Werte substanziell über dem Signifikanzniveau von 5 % (0,05). Für alle der oben untersuchten Zusammenhänge kann daher die Nullhypothese zu diesem Signifikanzniveau nicht verworfen werden: Die Einschätzung der Probanden bzgl. der aktuellen Marktzyklusphase wird nicht beeinflusst vom Alter der Probanden, der Dauer ihrer Investmenterfahrung, ihrer Dauer des Verfolgens des deutschen Immobilienmarktes, ihres Standortes und des bevorzugten Investmentstils ihres Unternehmens.

5.3.1.3.2 Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklung

Die sich aus der Kombination der Antwortmöglichkeiten zum aktuellen und zukünftigen Marktumfeld ergebenden Erwartungen an die Immobilienmarktentwicklung über die kommenden zwei Jahre wurden mittels einer Auswertungsmatrix in eine fünfstufige Skala

von „sehr negativ“, „negativ“, „neutral“, „positiv“ und „sehr positiv“ transformiert.[492]

Von den 111 Befragten gehen, im Vergleich zur aktuellen Immobilienzyklusphase (2015), in zwei Jahren (2017) mit 38,7 % von einer sehr negativen Entwicklung aus, 27,0 % erwarten eine negative Entwicklung und 28,8 % erwarten eine neutrale Entwicklung. Nur 1,8 % gehen davon aus, dass sich der Markt im Vergleich zum Erhebungszeitpunkt positiv entwickelt und 3,6 % erwarten eine sehr positive Entwicklung (vgl. Abbildung 5.15).

[492] Aus der Verknüpfung der je vier Antwortmöglichkeiten für beide Zeitpunkte ergaben sich $4^2 = 16$ Antwortkombinationen, jeweils in Bezug auf die erwartete Miet- und die erwartete Investmentmarktentwicklung. Eine Verknüpfung der potenziellen Antwortkombinationen zur erwarteten Mietmarktentwicklung und zur Investmentmarktentwicklung ergab $4^4 = 256$ potenzielle Antwortkombinationen, weshalb die erhobenen Daten zunächst anhand einer Matrix zum Zwecke der besseren Auswertbarkeit komprimiert wurden. So wurden die Datenpunkte jeweils für die in den kommenden zwei Jahren erwartete Mietmarkt- und die Investmentmarktentwicklung auf die drei Parameter „negativ“, „neutral“ und „positiv“ zusammengefasst. Eine gleichartige Relevanz der Entwicklung des Mietmarktes und des Investmentmarktes vorausgesetzt, ergab sich aus der Kombination der jeweils drei Parameter in einer Matrix eine fünfstufige Skala für die erwartete Gesamtmarktentwicklung von „sehr negativ“, „negativ“, „neutral“, „positiv“ bis „sehr positiv“.

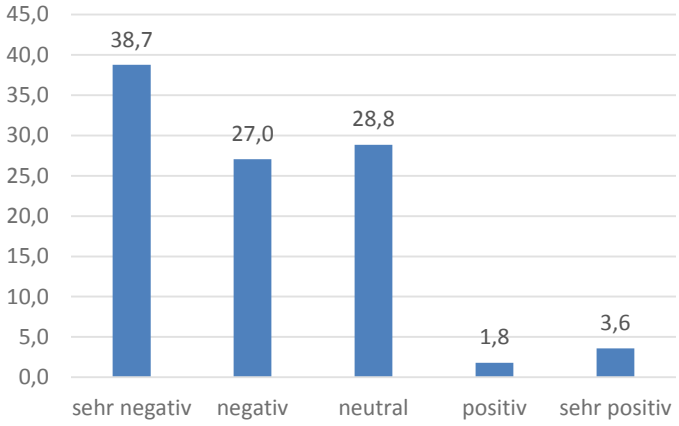


Abbildung 5.15: Erwartete Entwicklung des Immobilienmarkts, zum Erhebungszeitpunkt (2015) vs. zwei Jahre später (2017)

Ursache für den hohen Anteil der negativen bzw. sehr negativen Markterwartung ist die Einschätzung der Probanden der aktuellen Marktzyklusphase, welche der Großteil der Befragten aktuell bereits im Bereich ihrer zyklischen Spitze sieht (vgl. Tabelle 5.12).

Eine Analyse des Zusammenhangs der Erwartung der Probanden an die Immobilienmarktentwicklung in den deutschen Top 5 Märkten in den kommenden zwei Jahren mit dem Grad ihrer gefühlten Marktvertrautheit zeigte keinen statistischen Zusammenhang beider Variablen in Form von Rangunterschieden (vgl. Tabelle 5.15). So kann die Nullhypothese, dass die Variablen „Einschätzung der Immobilienmarktentwicklung in den Top 5 Märkten über die kommenden zwei Jahre“ und „gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten“ bezüglich ihrer mittleren Ränge gleich sind, zu einem Signifikanzniveau von 5 % nicht verworfen werden.

Tabelle 5.15: Grad der gefühlten Vertrautheit der Probanden mit den deutschen Top 5 Standorten vs. deren Erwartung an die Immobilienmarktentwicklung in den kommenden zwei Jahren

Anzahl der Nennungen

Gefühlte Vertrautheit	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
very familiar	61	53,8	24	19	16	1	1
rather familiar	40	54,0	19	9	10	1	1
rather unfamiliar	9	74,5	0	1	6	0	2
very unfamiliar	1	105,0	0	1	0	0	0
Gesamt	111		43	30	32	2	4

relative Häufigkeit in %

Gefühlte Vertrautheit	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
very familiar	61	53,8	39,3%	31,1%	26,2%	1,6%	1,6%
rather familiar	40	54,0	47,5%	22,5%	25,0%	2,5%	2,5%
rather unfamiliar	9	74,5	0,0%	11,1%	66,7%	0,0%	22,2%
very unfamiliar	1	105,0	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamt	111		38,7%	27,0%	28,8%	1,8%	3,6%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	6,418
df	3
p-Wert	0,930

Weitergehend wurde analysiert, ob ein Zusammenhang zwischen der Einschätzung der Probanden bzgl. der zukünftigen Immobilienmarktentwicklung und ihren persönlichen Merkmalen bzw. Merkmalen ihres Unternehmens besteht (vgl. Tabelle 5.16).

Tabelle 5.16: Signifikanzmaße diverser Variablen in Bezug auf die Einschätzung der Immobilienmarktentwicklung in den kommenden zwei Jahren in den Top 5 Standorten

Variable	Test	Teststatistik	p-Wert
Alter in Jahren	Kruskall-Wallis-Test	3,770	0,438
Investmenterfahrung in Jahren	Kruskall-Wallis-Test	2,099	0,718
Verfolgung des Marktes in Jahren	Kruskall-Wallis-Test	5,419	0,161
Standort des Probanden	Kruskall-Wallis-Test	0,055	0,815
Präf. Investmentstil des Unternehmens	Kruskall-Wallis-Test	0,011	1,000

Auch hier liegen alle p-Werte deutlich über dem Signifikanzniveau von 5% (0,05). Für alle oben untersuchten Zusammenhänge kann daher die Nullhypothese zu diesem Signifikanzniveau nicht verworfen werden: Die Einschätzung der Probanden bzgl. der Immobilienmarktentwicklung über die kommenden zwei Jahre wird nicht beeinflusst vom Alter der Probanden, der Dauer ihrer Investmenterfahrung, ihrer Dauer des Verfolgens des deutschen Marktes, ihres eigenen geographischen Standortes und dem bevorzugten Investmentstil ihres Unternehmens.

5.3.1.4 Zwischenfazit

Anhand der oben vorgestellten empirischen Ergebnisse lassen sich folgende Erkenntnisse feststellen:

Der bevorzugte Investmentstil, bzw. die Bereitschaft des Investors, höhere Risiken einzugehen, ist unabhängig von dessen geographischer Ansässigkeit. Einer räumlichen Distanz zum Zielmarkt be-

gegnet ein Großteil der Anleger durch die Stationierung von Investmentmanagern im deutschen Zielmarkt und/oder durch Nutzung einer eigenen bzw. von Dritten betriebenen Asset Management – Plattform in Deutschland. Vor diesem Hintergund stellt sich eine segmentspezifische Auswertung von Präferenzmustern anhand der Variable „Herkunftsland" als nicht zielführend dar und wird daher für die weitere Segmentierung verworfen.

Der bevorzugte Investmentstil eines Unternehmens steht zudem nicht in Zusammenhang mit dessen Größe, gemessen an dessen weltweiten Assets under Management. Vielmehr verfolgen besonders die größeren Kapitalsammelstellen diverse Investmentstile, jeweils abhängig von den teilweise stark unterschiedlichen Investitionspräferenzen der bei Ihnen investierenden Anleger. Ein Segmentierungsansatz zur Analyse von Präferenzmustern auf Basis der Variable „Investorentyp" bzw. „Assets und Management" erweist sich aus diesem Grunde als ebenfalls nicht zielführend und wird für die weitere segmentspezifische Analyse verworfen. Die Variable „institutioneller bzw. nicht-institutioneller Investor" wurde jedoch zur Aufdeckung etwaiger Zusammenhänge bei der weiteren Auswertung berücksichtigt.

Zwar ist zwischen dem präferierten Investmentstil von Investoren und ihrem bevorzugten Investitionsvolumen pro Objekt ein statistischer Zusammenhang zu verzeichnen, doch ist dieser kontraintituitiv ausgeprägt und bei den Investmentstilen Value Added und Opportunistisch auf Sondereffekte zurückzuführen. Um hier jedoch potenziell präferenzbedingte Regelläufigkeiten aufzudecken, wurden beide Variablen als Segmentierungskriterien bei der a priori- und a posteriori-Segmentierung (Abschnitt 5.3.2) berücksichtigt.

Zwischen dem bevorzugten Investmentstil der Investoren und ihrem präferierten Investitionszeitraum besteht ein starker direkter Zusammenhang: Der bevorzugte Investitionshorizont nimmt

mit zunehmendem Risikograd des Investments ab. Der präferierte Anlagezeitraum als separates Segmentierungskriterium wurde somit in den Auswertungen des Abschnitts 5.3.2 nicht herangezogen.

Während ein höheres Alter des Investmentmanagers wie zu erwarten generell mit einer längeren Investmenterfahrung einhergeht,[493] bedeutet eine längere Dauer an Investmenterfahrung nicht zwangsläufig, dass der Investmentmanager sich vertrauter mit den deutschen Top 5 Märkten fühlt. Vielmehr gilt dies für die Dauer des Verfolgens des deutschen Immobilienmarktes: Je länger ein Investmentmanager den deutschen Immobilienmarkt kennt, desto vertrauter fühlt er sich auch mit den deutschen Top 5 Märkten. Wo der Investmentmanager persönlich geographisch ansässig ist, spielt dabei offenbar keine wesentliche Rolle. Nichtsdestotrotz wurde der Standort des Investmentmanagers als potenzielles Segmentierungskriterium in der präferenzmusterbezogenen Untersuchung weiter berücksichtigt.

Bzgl. der Einschätzung der aktuellen Immobilienzyklusphase geht der Großteil der Probanden davon aus, dass sich die deutschen Top 5 Büroinvestment- und Vermietungsmärkte zum Zeitpunkt der Befragung in der Erholungs- oder Wachtumsphase befinden, sich somit an ihrer zyklischen Spitze bzw. kurz davor befindet. Bzgl. der erwarteten Immobilienmarktentwicklung über die kommenden zwei Jahre geht gleichzeitig das Gros der Befragten von einer im Vergleich zur aktuellen Markzyklusphase negativen zyklischen Entwicklung aus.

Die aktuelle und die zukünftige Immobilienmarktzykluseinschätzung sind unabhängig von der gefühlten Vertrautheit der Probanden mit den Top 5 Märkten. Gleiches gilt bezüglich ihres Alters,

[493] Das Alter des Investmentmanagers wurde daher als Variable bei der weiteren segmentspezifischen Analyse nicht berücksichtigt.

ihrer Investmenterfahrung, der Dauer ihrer Verbundenheit mit dem deutschen Markt, ihres geographischen Standortes und des bevorzugten Investmentstils ihres Arbeitgebers.

Für die Einschätzung der aktuellen Immobilienmarktzyklusphase sowie der zukünftigen Marktentwicklung müssen somit andere – möglicherweise behavioristische (vgl. Abschnitt o) – Faktoren ursächlich sein, welche sich anhand der im Fragebogen erhobenen direkten Fragen nicht beantworten lassen. Inwieweit die Marktzykluseinschätzung der Investmentmanager deren Präferenzmuster im Rahmen der Immobilienselektion beeinflusst, wird versucht, im Zuge der a priori-Segmentierung der aus der CBC-Befragung ermittelten Präferenzdaten weiter zu eruieren.

Im Folgenden werden zunächst die aggregierten Ergebnisse der CBC-Befragung vorgestellt, bevor vor dem Hintergrund der o. g. Segmentierungskriterien mögliche präferenzmusteridentische bzw. -divergente Gruppen untersucht werden.

5.3.2 Ergebnisse der Choice-Based Conjointanalyse

Im Rahmen der CBC-Interviews trafen die Probanden je 15 Auswahlentscheidungen in variierenden Choice Sets[494], aus denen die persönliche Präferenzstruktur bzgl. der zuvor in Kapitel 4.3 definierten Objektattribute und deren Ausprägungen ermittelt wurden.[495] Mittels der Hierarchical-Bayes-Schätzung wurden die nor-

[494] Für die Studie wurden mittels des Complete Enumeration – Verfahrens 300 unterschiedliche CBC-Fragebögen mit jeweils 15 unterschiedlichen Choice Sets generiert. Dies entspricht 15 Wahlentscheidungen, in welchen sich Probanden zwischen jeweils zwei fiktiven Büroobjekten mit je neun Eigenschaftsausprägungen entscheiden sollen, bzw. beide Alternativen verwerfen können (Nicht-Kauf-Alternative).

[495] An dieser Stelle sei erneut darauf hingewiesen, dass etwaige persönliche portfoliotheoretische Überlegungen der Probanden bei der Erhebung ausgeblendet wurden. So lautete im Rahmen der CBC-Erhebung die Frage vor jedem der 15 präsentierten Choice Sets: „Disregarding your existing portfolio, and considering a investment pro-

mierten Teilnutzenwerte jeder Ausprägung eines jeden Objektmerkmals für jeden individuellen Probanden gewonnen und hieraus die relativen Wichtigkeiten der Objektattribute kalkulatorisch ermittelt (vgl. Abschnitt o).

5.3.2.1 Analyse der relativen Wichtigkeiten

Die über alle Probanden gemittelten relativen Wichtigkeiten der zur Präferenzmustermessung herangezogenen beurteilungsrelevanten Kriterien sind in Tabelle 5.17 dargestellt.

Tabelle 5.17: Relative Wichtigkeiten der Attribute

Attribut	N	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Lage	111	6,8%	40,0%	24,5%	7,2%
Mietniveau	111	2,6%	30,3%	13,7%	5,7%
verkehrliche Erreichbarkeit	111	1,1%	31,2%	13,3%	5,7%
Mietvertragslaufzeit	111	1,7%	30,0%	11,1%	6,0%
Vermietungsstand	111	1,2%	23,0%	8,5%	4,2%
Mietermix	111	0,2%	23,0%	8,3%	5,1%
Flexibilität	111	0,4%	17,2%	7,9%	4,1%
Lebenszyklusphase	111	0,9%	14,7%	6,6%	2,9%
Mieterbonität	111	0,6%	16,4%	6,2%	3,3%

Gemittelt über die gesamte Stichprobe hat das Attribut Lage mit 24,5 % die größte relative Wichtigkeit bei der Erstprüfung eines potenziellen Büroimmobilieninvestments in den deutschen Top 5 Märkten. Mit Blick auf die in der Stichprobe genannten Minimal- und Maximalwerte sowie das Streuungsmaß in Form der Standardabweichung (Wert von 7,2 %), wird deutlich, dass die relative Wichtigkeit des Attributs Lage unter den Probanden in der Gesamtstichprobe einer sehr großen Streuung unterworfen ist.

file, which of the following investments would you rather choose if you were to invest today?"

Als Attribut mit der zweithöchsten relativen Wichtigkeit stellte sich das Mietniveau heraus, mit einem Mittelwert von 13,7% und einer ebenfalls sehr großen Streuung (Standardabweichung von 5,7 %) innerhalb der Stichprobe. Als drittwichtigstes Attribut wurde die verkehrliche Erreichbarkeit genannt, mit einer gemittelten relativen Wichtigkeit von 13,3 % und einer hohen Standardabweichung von ebenfalls 5,7 %.

Mit einer durchschnittlichen relativen Wichtigkeit von 11,1 % über die gesamte Stichprobe und einer hohen Standardabweichung von 6,0 % stellte sich die Mietvertragslaufzeit als gemittelt viertwichtigstes Attribut heraus, gefolgt vom Vermietungsstand mit einer relativen Wichtigkeit von 8,5 % und einer hohen Streuung von 4,2 %. Eine ähnlich große relative Wichtigkeit (8,3 %) wurde bei der Stichprobe für das Attribut Mietermix ermittelt, wobei auch hier das Spektrum der ermittelten relativen Wichtigkeiten auf Probandenebene eine starke Streuung aufwies (Standardabweichung von 5,1 %).

Die Flexibilität stellte mit einer relativen Wichtigkeit von 7,9 % das siebtwichtigste Attribut dar. Auch hier war eine starke Streuung unter den Probanden zu verzeichnen (Standardabweichung von 4,1 %). Der Lebenszyklusphase wurde mit einer relativen Wichtigkeit von 6,6 % die zweitgeringste Relevanz zugewiesen. Gleichzeitig waren sich bei dieser Einschätzung die Probanden einiger, als dies bei allen anderen Attributen der Fall war (Standardabweichung von 2,9 %). Auch bei dem Attribut mit der im Mittel geringsten relativen Wichtigkeit, der Mieterbonität, war nur eine vergleichsweise geringe Divergenz der Probandenurteile zu verzeichnen (Standardabweichung von 3,3 %).

Die insgesamt große Streuung der relativen Wichtigkeiten unter den Probanden der Stichprobe belegt eine stark heterogene Bedeutungsstruktur der Attribute innerhalb der Präferenzmuster der Untersuchungssubjekte.

Zur Erklärung dieser festgestellten Divergenzen wird im Folgenden der Versuch unternommen, Segmente mit in sich homogener, untereinander jedoch heterogener Präferenzstruktur zu identifizieren. Hierzu wird die Gesamtstichprobe in einem ersten Schritt anhand der in Abschnitt 5.3.1 diskutierten direkt beobachtbaren, subjektspezifischen Eigenschaften segmentiert (a priori – Segmentierung), bevor in einem späteren Schritt mittels einer Clusteranalyse eine a posteriori – Segmentierung zur Identifikation potenziell bisher unentdeckter Strukturmerkmale vollzogen wird.

5.3.2.2 A priori-Segmentierung

Im Rahmen der a priori-Segmentierung definierte sich die Segmentzugehörigkeit über die Ausprägungen der zuvor vorgestellten Unterscheidungsmerkmale in Hinblick auf unternehmens- und probandenspezifische Eigenschaften, Einschätzungen und Einstellungen.

Für jedes der mittels der vorherigen bivariaten Signifikanzanalyse (Abschnitt 5.3.1) als potenziell segmentierungsrelevant identifizierten Merkmale wurden – analog der Vorgehensweise bei der Analyse der Gesamtstichprobe – auf Subgruppenebene aggregierte relative Wichtigkeiten ermittelt. Um signifikante Unterschiede zwischen den Gruppen der a priori-Segmente aufzudecken, wurden auch hier bivariate Signifikanzanalysen durchgeführt.

Aus Gründen der Übersichtlichkeit beziehen sich diese strukturentdeckenden Untersuchungen zunächst auf die relativen Wichtigkeiten der Objektattribute, und nicht auf die Teilnutzenwerte derer Merkmalsausprägungen.[496]

Die resultierenden Ergebnisse auf Basis der relativen Wichtigkeiten sind in Tabelle 5.18 für alle a priori-Segmente gegenüberge-

[496] Aus der Kombination der neun Attribute mit den neun a priori-Segmentierungsmerkmalen ergaben sich bereits 81 zu analysierende Gruppen, deren individuelle Diskussion den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

stellt. Diejenigen Gruppen, welche anhand der Signifikanzprüfung einen potenziell signifikanten Unterschied zwischen den Segmenten aufwiesen, sind in Tabelle 5.18 symbolisch gekennzeichnet.

Aufgrund der Intervallskalierung der relativen Wichtigkeiten war grundsätzlich eine Signifikanzprüfung anhand der einfaktoriellen Varianzanalyse (ANOVA) angezeigt. Hierbei stellte sich heraus, dass bei 6 der 9 Objektattribute die Voraussetzungen für die Anwendung der ANOVA nicht oder nur teilweise erfüllt sind. Dies war bei 5 Attributen durch ein Fehlen Absenz der notwendigen Normalverteilung der Präferenzdaten sowie bei einem Merkmal durch das Fehlen der Varianzhomogenität bedingt,[497] sodass sich nur bei den drei Merkmalen Lage, verkehrliche Erreichbarkeit und Mietniveau die einfaktorielle Varianzanalyse uneingeschränkt anwenden ließ.

[497] Hierzu wurden für jede der 81 Gruppen der Shapiro-Wilk-Test auf Normalverteilung sowie der Levene-Test auf Varianz-homogenität durchgeführt. Die Testergebnisse pro Gruppe können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden.

Tabelle 5.18: Relative Wichtigkeiten der Attribute nach a priori-Segmenten

Exogene Variable	Variablenausprägung	Lage	verkehrliche Erreichbarkeit	Lebenszyklus-phase	Flexibilität	Mehrertrags-laufzeit	Vermietungs-stand	Mieter-bonität	Mietermix	Mietniveau
Investorentyp	Institutional	24,8%	13,0%	6,5%	7,9%	11,2%	8,7%	6,2%	8,0%	13,7%
	non-institutional	23,2%	14,2%	7,1%	8,1%	10,5%	7,7%	5,9%	9,3%	13,9%
präferierter Investmentstil	Core	26,1%	11,7%	6,3%	** 7,4%	** 10,5%	9,0%	7,1%	** 8,3%	13,6%
	Core+	25,6%	14,1%	6,3%	** 9,2%	** 8,0%	7,4%	5,5%	** 10,5%	13,5%
	Value Added	22,5%	13,6%	7,0%	** 8,6%	** 12,8%	9,0%	5,9%	** 6,6%	14,0%
	Opportunistic	23,2%	14,0%	7,0%	** 5,3%	** 14,4%	8,4%	5,8%	** 7,6%	14,1%
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	* 22,5%	14,6%	7,5%	8,1%	11,0%	8,2%	6,1%	8,5%	13,6%
	€ 25 - 50 mn	* 26,8%	12,2%	5,9%	8,7%	9,5%	8,2%	5,9%	9,6%	13,3%
	€ 50 - 100 mn	* 22,4%	13,3%	7,1%	7,0%	12,2%	9,2%	6,6%	6,9%	15,3%
	€ 100 - 150 mn	* 27,8%	9,6%	4,6%	9,0%	13,2%	8,9%	7,3%	7,2%	12,5%
	> € 150 mn	* 25,3%	14,9%	6,3%	4,6%	15,6%	9,1%	6,3%	4,6%	13,3%
Standort des Investmentmanagers	Germany	24,9%	* 12,7%	6,8%	7,7%	10,8%	8,7%	5,9%	8,2%	* 14,4%
	outside Germany	22,8%	* 15,5%	5,6%	9,0%	12,3%	7,7%	7,3%	8,8%	* 11,0%
Investmenterfahrung	<1 year	14,7%	12,5%	10,4%	12,9%	8,9%	10,4%	7,7%	1,0%	21,6%
	1-2 years	27,4%	9,9%	4,9%	10,4%	12,1%	12,3%	9,3%	6,7%	7,0%
	3-5 years	30,4%	11,5%	5,8%	6,1%	10,2%	10,1%	5,3%	8,2%	12,4%
	5-10 years	24,0%	11,9%	6,2%	7,8%	11,4%	9,0%	6,4%	9,1%	14,3%
	>10 years	24,0%	14,2%	6,9%	8,0%	11,1%	7,9%	6,0%	8,1%	13,8%
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	28,4%	14,5%	9,2%	7,6%	9,8%	4,7%	5,7%	13,5%	8,7%
	3-5 years	25,9%	12,8%	6,1%	9,0%	10,3%	9,3%	7,1%	7,1%	12,4%
	5-10 years	24,5%	12,5%	6,1%	7,8%	12,0%	8,4%	6,5%	8,5%	13,7%
	>10 years	24,0%	13,7%	6,9%	7,8%	10,8%	8,5%	5,9%	8,1%	14,3%
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	24,3%	13,0%	6,8%	** 7,0%	11,9%	8,4%	6,4%	8,5%	13,7%
	rather familiar	24,5%	13,6%	6,1%	** 9,3%	10,2%	8,2%	5,8%	8,4%	13,9%
	rather unfamiliar	25,6%	12,9%	7,0%	** 7,7%	9,9%	10,9%	5,9%	6,4%	13,7%
	very unfamiliar	19,0%	19,1%	6,7%	** 14,0%	8,6%	2,5%	8,2%	9,6%	12,4%
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	Met Erholung & Invest Erholung	** 19,8%	13,5%	6,4%	7,0%	13,6%	** 14,4%	4,9%	9,0%	11,3%
	Met Erholung & Invest Wachstum	** 22,7%	14,3%	6,6%	9,0%	11,8%	** 7,8%	6,8%	8,4%	12,6%
	Met Wachstum & Invest Erholung	** 29,2%	10,2%	7,5%	4,1%	11,6%	** 7,4%	8,5%	6,8%	14,8%
	Met Wachstum & Invest Wachstum	** 25,2%	13,6%	6,3%	7,9%	10,7%	** 8,2%	6,0%	8,2%	13,9%
	Met Wachstum & Invest Abschwung	** 22,3%	13,7%	7,4%	7,6%	12,5%	** 8,6%	5,7%	5,4%	16,9%
	Met Abschwung & Invest Wachstum	** 21,7%	11,2%	8,0%	8,5%	11,5%	** 8,6%	6,7%	9,3%	14,5%
	Met Abschwung & Invest Abschwung	** 31,5%	10,8%	5,6%	7,7%	7,8%	** 8,0%	5,7%	10,3%	12,6%
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	24,5%	12,4%	6,6%	8,4%	11,5%	8,6%	6,8%	8,2%	13,2%
	negativ	24,3%	13,6%	7,2%	7,1%	10,7%	9,2%	5,9%	8,7%	13,5%
	neutral	25,5%	14,1%	6,2%	7,9%	10,4%	7,7%	5,9%	8,1%	14,4%
	positiv	20,6%	13,8%	8,2%	9,8%	10,5%	7,5%	6,8%	7,5%	15,4%
	sehr positiv	19,5%	9,2%	5,6%	6,0%	20,1%	14,5%	4,0%	10,6%	10,6%
Gesamt		24,5%	13,3%	6,6%	7,9%	11,1%	8,5%	6,2%	8,3%	13,7%

* Gruppenunterschied ist zum 5%Niveau signifikant

** Gruppenunterschied ist zum 5%Niveau signifikant, doch Voraussetzungen für ANOVA (Normalverteilung & Varianzhomogenität) nur teilweise erfüllt

Dennoch wurde auch bei denjenigen a priori-Segmenten, bei welchen die Voraussetzungen für einen Signifikanztest anhand der ANOVA nicht erfüllt sind, der Test auf Signifikanz durchgeführt,

um möglicherweise relevante Differenzen zwischen den Gruppen aufzudecken können.[498]

Auffällig ist, dass bei denjenigen Gruppen, bei welchen alle Voraussetzungen für die Anwendung der einfaktoriellen Varianzanalyse erfüllt sind, lediglich bei zwei der neun möglichen Gruppenvariablen (präferiertes Investitionsvolumen und Standort des Investmentmanagers) ein signifikanter Präferenzunterschied zwischen den entsprechenden Untergruppen erkennbar ist. Bei der Segmentierungsgruppe präferiertes Investionsvolumen ist ein signifikanter Präferenzunterschied nur bei dem Attribut Lage messbar, bei dem Segmentierungsmerkmal Standort des Investmentmanagers gilt dies nur für die Attribute verkehrliche Erreichbarkeit und Mietniveau.

Selbst bei denjenigen Gruppen, bei welchen die Voraussetzungen für die Anwendung der ANOVA nur teilweise erfüllt sind – die Signifikanzmessergebnisse somit statistisch nur eingeschränkt belastbar sind – waren lediglich bei der Segmentgruppe Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten mit dem Attribut Flexibilität, der Kombination Einschätzung des aktuellen Marktumfelds mit den Attributen Lage und Vermietungsstand, sowie präferierter Investmentstil mit den Attributen Flexibilität, Mietvertragslaufzeit und Mietermix (potenziell) signifikante Präferenzunterschiede messbar.[499]

---

[498] McDonald (2009), S. 151, argumentiert, dass die einfaktorielle Varianzanalyse hinsichtlich der Anforderung an die Normalverteilung der Daten nicht besonders sensitiv ist, die ANOVA somit auch in solchen Fällen zumindest eingeschränkt als Indikationsverfahren für Signifikanzen herangezogen werden kann, in denen der p-Wert des Tests auf Normalverteilung geringfügig über 0,05 liegt. Bei den in Tabelle 5.18 symbolisch mit zwei Sternen gekennzeichneten Gruppen war dies der Fall.
Zusätzlich wurde für alle Fallgruppen der Kruskall-Wallis-Test angewandt, um weitere potenzielle Signifikanzen aufzudecken. Hierdurch wurden jedoch keine weiterführenden signifikanten Zusammenhänge identifiziert.

[499] Die Ergebnisse der a priori-Segmentierung weichen stark von den von Blüml (2014) ermittelten Segmentierungsdaten ab, was potenziell folgende Ursachen haben könnte:

Anhand der vordefinierten Segmentierungsgruppen lassen sich in Bezug auf die relativen Wichtigkeiten der Attribute keine sachlogisch nachvollziehbaren präferenzdivergenten Segmentierungsmerkmale feststellen. Dies ist bedingt durch die sich nur auf wenige ausgewählte Attribute beziehenden, signifikanten Präferenzunterschiede, wie auch den fehlenden logischen Zusammenhang zwischen den vorgebenenen Eigenschaften der a priori-Segmentgruppen und der Präferenzverteilung bei den spezifischen als signifikant bemessenen Attributen. Hier ist somit davon auszugehen, dass es sich um sog. false positives handelt.

Eine Ausnahme stellt aus sachlogischer Perspektive die a priori-Segmentierungsvariable präferierter Investmentstil dar, bei welcher gleichzeitig die verhältnismäßig meisten signifikanten Präferenzunterschiede gemessen wurden. Da anhand der theoretischen Vorüberlegungen in dieser Arbeit (vgl. Abschnitt 2.1.1) sowie der empirischen Vorarbeiten Blümls (2014) von nachweisbaren Präferenzunterschieden bei den Anhängern der unterschiedlichen Investmentstile auszugehen ist, wurden diese potenziellen Unterschiede anhand einer Untersuchung der jeweiligen Teilnutzenfunktionen dieser Segmentierungsgruppe weiter analysiert.

Zum einen treten bei Blüml (2014) aufgrund der Gegenüberstellung charakterlich stark divergierender Assetklassen wie Wohnen, Büro, Logistik, Industrie und Einzelhandel grundsätzlich stärker voneinander abweichende Präferenzmuster auf, als dies lediglich innerhalb einer Assetklasse der Fall ist. Beispielsweise seien hier nutzungsartbedingte Präferenzunterschiede bei der Lagezentralität zwischen Industrie- und Büroimmobilien genannt bzw. divergierende Relevanzen bei der Mietvertragsrestlaufzeit zwischen Wohn- und Büroimmobilien. Zudem wählte Blüml in seiner empirischen Erhebung teilweise andere Beurteilungsmerkmale und Merkmalsausprägungen, was eine weitere Ursache für die Differenz der Präferenzdaten darstellt. Neben diesen untersuchungsobjektbedingten Differenzen liegt die Mutmaßung nahe, dass auch bei den von Blüml erhobenen Präferenzdaten die Grundvoraussetzung der Normalverteilung für die Anwendung der einfaktoriellen Varianzanalyse in vielen Fallgruppen nicht erfüllt sein konnte. Die Anwendung der ANOVA wäre somit auch dort ggf. nicht die adäquate Methode zur Bemessung signifikanter Differenzen gewesen. Diese Vermutung lässt sich jedoch mangels detaillierterer Informationen zu dem von Blüml (2014) gewählten Untersuchungsansatz und den zugrundeliegenden Daten nicht verifizieren.

5.3.2.3 Analyse der Teilnutzenwerte

Im Folgenden werden die aggregierten Nutzenverläufe der jeweiligen Merkmalsausprägungen pro beurteilungsrelevantem Attribut und Investmentstil dargestellt, wobei neben den über die Gesamtstichprobe aggregierten Nutzenverläufen jeweils die aggregierten Nutzenverläufe für die bevorzugt Core, Core+, Value Added bzw. Opportunistic investierenden Probandengruppen ausgewiesen werden, um etwaige Differenzen in den Nutzenverläufen zwischen diesen Charakteristika identifizieren und kommentieren zu können.[500]

Die aus der Normierung resultierenden teilweise negativen Teilnutzenwerte stellen hierbei keine Merkmalsausprägungen mit negativer Nutzenausprägung dar, sondern zeigen lediglich an, dass andere Merkmalsausprägungen mit höheren Zahlenwerten eine höhere Attraktivität für den Probanden besitzen. Ein direkter Vergleich von Teilnutzenwerten ist nur innerhalb der Ausprägungen eines Merkmals zulässig, und nicht merkmalsübergreifend.[501]

Abbildung 5.16 stellt die empirisch ermittelten Nutzenverläufe für die Ausprägungen der Standortmerkmale Lage und verkehrliche Anbindung dar.

[500] Eine tabellarische Übersicht der aggregierten Teilnutzenwerte findet sich in Anhang V.

[501] Vgl. Sawtooth Software (2009), S. 627 f.

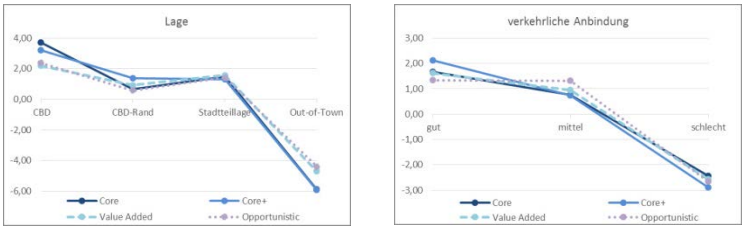


Abbildung 5.16: Teilnutzenwerte der Standortattribute nach bevorzugtem Investmentstil

Bei den Ausprägungen des Attributs Lage zeigt sich über alle Investmentstile hinweg eine generelle Präferenz für im CBD, am CBD-Rand und in Stadtteillage gelegene Büroobjekte gegenüber out-of-town gelegenen Objekten, bei welchen gegenüber zentraleren Lagen eine starke Minderung des Teilnutzenwertes zu verzeichnen ist. Eine periphäre Lage wird somit den Vertretern aller Investmentstile als stark nutzenmindernd eingestuft.

Auffällig ist, dass Value Added und Opportunistisch eingestellte Investoren einen geringfügig niedrigeren Teilnutzenwert für im CBD und am CBC-Rand gelegene Objekte aufweisen, als dies bei Core und Core+ Investoren der Fall ist. Bei out-of-town gelegenen Büroobjekten weisen sie dafür einen leicht positiveren Teilnutzenwert auf. Obgleich sich aus diesen marginalen Unterschieden kein genereller Trend ablesen lässt, bestätigt dies die in Abschnitt 2.1.1 formulierte Einschätzung, dass besonders Core und Core+ investierende Marktteilnehmer einen hohen Wert auf starke Innenstadtlagen legen.

Auch bezüglich der Teilnutzenkurven für die Ausprägungen der verkehrlichen Anbindung zeigt sich über alle Investmentstile ein weitgehend kongruentes Bild. Einem zu erwartenden hohen Teilnutzen einer guten verkehrlichen Anbindung steht ein geringer Teilnutzen für eine mittlere Anbindung gegenüber. Eine schlechte

verkehrliche Anbindung hat über alle Investmentstile den deutlich geringsten Teilnutzenwert, was empirisch belegt, dass eine schlechte Verkehrsanbindung von allen Investorentypen generell kritisch beurteilt wird.

Ersichtlich ist hier, dass die Teilnutzenkurve für Core und Value Added Investoren nahezu identisch ist, während bei den Core+ Investoren ein abweichend höherer Teilnutzenwert für eine gute verkehrliche Anbindung ermittelt wurde als bei anderen Investmentstilen. Eine Ursache für dieses empirische Ergebnis ließ sich nicht feststellen.

Die aggregierten Nutzenverläufe für die Ausprägungen der Objektmerkmale Lebenszyklusphase und Flexibilität sind in Abbildung 5.17 dargestellt:

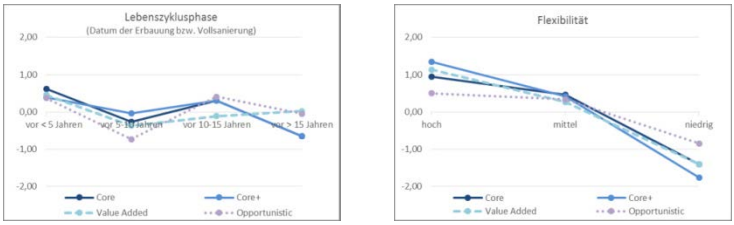


Abbildung 5.17: Teilnutzenwerte der Objektattribute nach bevorzugtem Investmentstil

Bei den Ausprägungen des Attributs Lebenszyklusphase zeigt sich für alle Investmentstile eine relativ flache und zudem überraschend verlaufende Teilnutzenkurve: Die Teilnutzenwerte der Merkmalsausprägungen Zeitraum seit der Erbauung bzw. der letzten Vollsanierung des Objekts von < 5 Jahren bis zu > 15 Jahren divergieren insgesamt relativ gering. Gleichzeitig weisen alle Investoren mit Ausnahme der Value Added Investoren den Merkmalsausprägungen Zeitraum der Erbauung bzw. der letzten Vollsanie-

rung des Objekts von < 5 Jahren und vor 10 – 15 Jahren einen höheren Teilnutzen zu als den Merkmalsausprägungen Zeitraum der Erbauung bzw. der letzten Vollsanierung des Objekts vor 5 – 10 Jahren sowie > 15 Jahren, mit Ausnahme der Value Added Investoren. Eine Begründung hierfür ließ sich nicht finden.

Anhand der empirischen Ergebnisse ist festzustellen, dass grundsätzlich alle Investoren keiner der Merkmalsausprägungen einen besonders hohen bzw. niedrigen Teilnutzenwert beimessen. Ein Zeitraum seit der Erbauung bzw. letzten Vollsanierung von < 5 Jahren geht für alle Investmentstile mit dem höchsten Teilnutzen einher. Obschon das Geschäftsmodell von Value Added und opportunistisch eingestellten Investoren in der Optimierung managementintensiverer Immobilien besteht (vgl. Abschnitt 2.1.1 und 2.1.2), so steht dies offensichtlich nicht einer grundsätzlichen Präferenz für bereits auf einem modernen Stand befindliche Gebäude im Wege.

Gleichzeitig gehen jedoch ältere Baujahre bzw. länger zurückliegende Kernsanierungsmaßnahmen bei allen Investmentstilen mit nur geringfügig verminderten Teilnutzenwerten einher, was bedeutet, dass die relative Wichtigkeit der Lebenszyklusphase der Immobilie für alle Investorengruppen insgesamt eher sekundär ist (vgl. Tabelle 5.18).

Lediglich die Core und Core+ Investments bevorzugenden Investoren messen einem besonders langen Zeitraum seit der Erbauung bzw. letzten Vollsanierung von > 15 Jahren den geringsten Teilnutzenwert bei. Dies bestätigt deren grundsätzliche Präferenz für während ihrer Halteperiode wenig management- bzw. revitalisierungsintensive Investitionen (vgl. Abschnitt 2.1.1 und 2.1.2).

Die Teilnutzenkurven des Merkmals Flexibilität weisen eine grundsätzliche Präferenz aller Investoren für hoch flexible Gebäude gegenüber mittelmäßig flexiblen Gebäuden auf. Eine niedrige

Flexibilität geht für alle Investoren mit einem deutlich niedrigeren Teilnutzen einher, was vor dem Hintergrund der in Abschnitt 3.3 diskutierten Sachverhalte nicht überraschend ist.

Augenfällig ist hier, dass die Core und Value Added Investoren eine weitgehend identische Teilnutzenkurve aufweisen, während die Core+ Investoren einer hohen Flexibilität einen relativ höheren Teilnutzen zuordnen, und die opportunistischen Investoren diesen einen relativ geringeren Teilnutzen zuordnen. Einer niedrigen Flexibilität messen die Core+ Investoren einen geringeren Teilnutzen bei als dies die Core und Value Added Investoren tun. Die opportunistischen Investoren weisen demgegenüber empirisch einen höheren Teilnutzenwert aus. Eine plausible Begründung für dieses Phänomen war nicht zu ermitteln. Abbildung 5.18 stellt die empirisch ermittelten Teilnutzenverläufe für die Ausprägungen der Cashflowmerkmale Mietvertragslaufzeit und Vermietungsstand gegenüber.

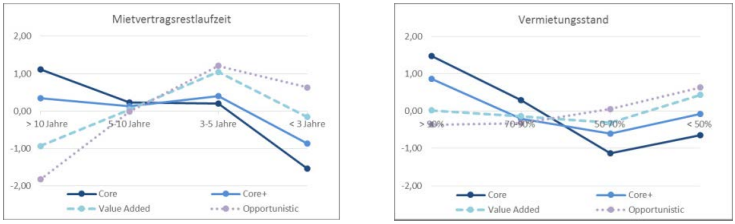


Abbildung 5.18: Teilnutzenwerte der Cashflowattribute nach bevorzugtem Investmentstil

Die stark divergierenden Teilnutzenkurven bei den Ausprägungen des Merkmals Mietvertragslaufzeit spiegeln die zuvor in den Abschnitten 2.1.1 und 2.1.2 diskutierten Präferenzen der unterschiedlichen Investorengruppen wieder: Während besonders die opportunistischen Anleger kurze Mietvertragsrestlaufzeiten bevorzugen,

um im Rahmen eines aktiven Managementansatzes einen Mehrwert zu generieren, weisen Core und Core+ Investoren für Mietvertragsrestlaufzeiten < 3 Jahren die niedrigsten Teilnutzenwerte aus. Hier zeigt sich neben deren höherer Risikoaversion ihre Präferenz für wenig managementintensive Immobilien. Bei den Core+ Investoren zeigt sich bei den Mietvertragsrestlaufzeiten von 3 – 5 Jahren ein höherer Teilnutzenwert als bei den Core Investoren. Dies belegt empirisch die in Abschnitt 2.1.1 diskutierte Strategie von Core+ Investoren: Als eine der zentralen Wertschöpfungsstrategien nutzen diese die Optimierung des immobiliären Cashflows durch Neu bzw. Wiedervermietungen. Längere Mietvertragsrestlaufzeiten werden von Core+ Investoren somit im Gegensatz zu den Core Investoren durch keinen Anstieg der Teilnutzenwerte honoriert. Während Core Investoren bei Mietvertragsrestlaufzeiten von > 10 Jahren den größten Teilnutzenwert aufweisen, ist dieser bei den opportunistischen und Value Added Investoren erwartungsgemäß am niedrigsten: Bei derartig langen Mietverträgen haben sie keine Möglichkeit, im Rahmen eines aktiven Managements der Immobilie einen Mehrwert zu generieren.

Auch die stark divergierenden Teilnutzenkurven bei den Ausprägungen des Attributs Vermietungsstand belegen empirisch die in der Fachliteratur (vgl. Abschnitte 2.1.1 und 2.1.2) diskutierten Investmentstrategien:

Während Core und Core+ Investoren einem hohen Vermietungsstand von > 90 % den höchsten – und einem geringen Vermietungsstand von < 50 % den niedrigsten Teilnutzen beimessen – ist wie zu erwarten bei den Value Added und opportunistischen Investoren das Gegenteil der Fall. Hier zeigen sich die in den Abschnitten 2.1.1 und 2.1.2 erörterten unterschiedlichen Strategien der Investoren in Bezug auf das aktive Vermietungs- und Objektmanagement von Immobilieninvestments über den jeweiligen Investitionshorizont.

Auffällig ist, dass bei den Core und Core+ Investoren der Teilnutzen bei einem Vermietungsstand von 50 – 70 % niedriger ist, als dies bei einem Vermietungsstand von < 50 % der Fall ist. Zu erwarten wäre, dass ein höherer Leerstand besonders bei den Core Investoren mit einem weiter abnehmenden Teilnutzen einhergeht. Ebenso ist bei den Value Added Investoren der Teilnutzen des Vermietungsstands von 50 – 70 % am geringsten, und steigt sowohl mit zunehmendem als auch mit abnehmendem Vermietungstand wieder an. Möglicherweise sehen Investoren bei einem < 50 % Vermietungsstand bessere Vermietungschancen für die verbliebenen Leerstandsflächen als sie dies bei einem Vermietungsstand von 50 – 70 % tun.

Beim Cashflowattribut Mieterbonität (vgl. Abbildung 5.19) zeigt sich besonders bei den risikofreudigeren Investmentstilen eine flachere Teilnutzenkurve als dies bei den risikoaverseren Investmentstilen der Fall ist. Da insbesondere die opportunistischen und Value Added Investoren kürzere Mietvertragsrestlaufzeiten und höhere Leerstände bevorzugen, um durch aktives Management der Immobilie einen Mehrwert zu generieren, ist die Bonität der aktuellen Mieter offensichtlich von geringerer Relevanz, als dies für die Core+ und Core Investoren der Fall ist, welche ihre Investitonsstrategie stärker auf die Sicherung eines längerfristigen und stabileren Cashflows fokussieren.

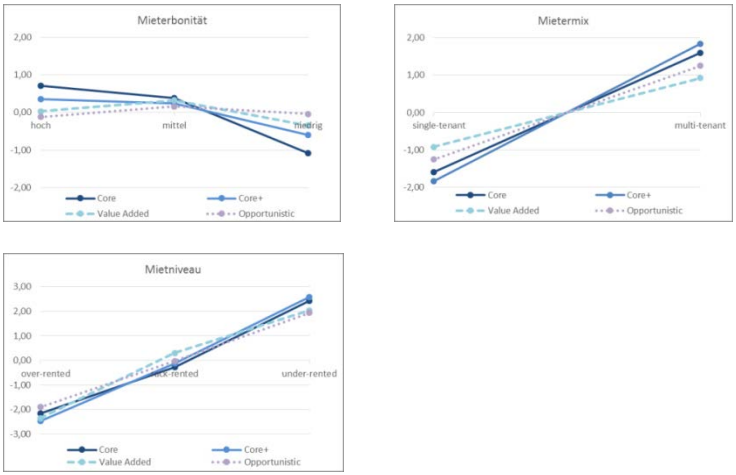


Abbildung 5.19: Teilnutzenwerte der Cashflowattribute nach bevorzugtem Investmentstil

Bzgl. der in Abbildung 5.19 dargestellten Merkmalsausprägungen des Attributs Mietermix ist bei allen Investmentstilen eine klare Präferenz für an mehrere Mieter (multi-tenant) vermietete Objekte zu verzeichnen. Hierfür ist möglicherweise der in Abschnitt 3.3 erörterte Sachverhalt ursächlich: So wird single-tenant Objekten grundsätzlich ein höheres Cashflowrisiko beigemessen, als dies bei multi-tenant Objekten der Fall ist. In dem Fall, dass der Mieter seinen Mietzahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommt bzw. auszieht, ist nicht nur mit einem Totalverlust der Mieteinnahmen zu rechnen, sondern auch mit höheren Wiedervermietungskosten, als dies bei einem Freizug von lediglich Teilflächen des Gebäudes gegeben wäre.

Obgleich dieses höhere Risiko offensichtlich von den Vertretern aller Investmentstile wahrgenommen wird, so zeigen die empirischen Ergebnisse, dass bei den Value Added und opportunisti-

schen Investoren die Teilnutzenkurven marginal flacher sind, als dies bei Core und Core+ Investoren zu beobachten ist. Dies könnte daran liegen, dass die Vertreter risikoaffinerer Investmentstile eher bereit sind, auf auftretende Cashflowrisiken durch aktives Management zu reagieren.

Bei dem Attribut Mietniveau zeigt sich über alle Investmentstile eine fast identisch lineare Teilnutzenkurve, wobei alle Investoren eine deutliche Präferenz für Büroobjekte, die beim Ankauf under-rented sind, aufweisen. Objekte, welche zum Marktmietniveau vermietet sind, zeigen einen geringeren Teilnutzenwert und Objekte, welche over-rented sind, zeichnen sich durch den niedrigsten Teilnutzenwert aus.

Hier zeigt sich auf empirischer Basis die in Abschnitt 3.3 diskutierte Attraktivität möglicher Mietsteigerungen im Laufe des Investitionshorizonts, welche sich grundsätzlich positiv auf die laufende Cashflowrendite, wie auch auf den erzielbaren Verkaufspreis zum Zeitpunkt der Desinvestition, auswirken kann (vgl. Abbildung 2.1). Während eine rack-rented Vermietungssituation ceteris paribus cashflowneutral ist, wirkt sich ein over-rented Mietniveau grundsätzlich eher nachteilig auf den erzielbaren Cashflow aus, irrespektive, welchen Investmentstil der individuelle Investor verfolgt.

Nachdem anhand der o. g. erhobenen Präferenzdaten grundsätzliche Präferenzunterschiede zwischen den Vertretern unterschiedlicher Investmentstile empirisch nachgewiesen und sachlogisch interpretiert wurden, wird im Folgenden mittels einer Clusteranalyse der Versuch unternommen potenzielle, bisher unentdeckte präferenzmusterdifferenzierende Strukturmerkmale zu identifizieren.

5.3.2.4 A posteriori-Segmentierung

Zur a posteriori-Segmentierung der Stichprobe wurden die anhand der CBC-Befragung erhobenenen Teilnutzenwerte der individuel-

len Attributausprägungen auf Probandenebene herangezogen. Die Clusterung der Fälle erfolgte derart, dass die Präferenzstruktur innerhalb der Cluster maximal homogen war. Im Gegensatz zur zuvor durchgeführten a priori-Segmentierung sollen nun anhand dieses Segmentierungsprozesses somit eindeutig präferenzdivergente Cluster ermittelt werden.

Die graphische Analyse der anhand des Ward-Verfahrens und auch des Farest-Neighbour-Verfahrens ermittelten Clusterstrukturen belegte, dass eine Drei-Cluster-Segmentierung gegenüber anderen Segmentierungslösungen vorzuziehen ist (vgl. Anhang V, S. 20). Hierbei erwiesen sich die ermittelten Gruppen zudem als groß genug, um potenzielle i. d. R. bei kleineren Clustergrößen auftretende Interpretationsprobleme zu minimieren.[502]

Der gewählte Segmentierungsansatz resultiert in drei präferenzdivergenten Clustern, welchen jeweils 61,3 %, 23,4 % und 15,3 % der Untersuchungssubjekte der Stichprobe zuzuordnen waren.

Zum Zwecke der genaueren Charakterisierung der ermittelten präferenzdivergenten Cluster und zur potenziellen Erklärung der Präferenzunterschiede zwischen den Clustern wurde zunächst untersucht, ob sich die Cluster anhand statistisch signifikanter Unterschiede bzgl. probanden- bzw. unternehmensspezifischer Merkmalsausprägungen charakterisieren lassen (vgl. Tabelle 5.19).

Wie schon bei der a priori-Segmentierung ließen sich anhand des Großteils der vordefinierten probanden- und unternehmensspezi-

[502] So zeigt sich, dass eine Zwei-Cluster-Segmentierung im Vergleich zu einer Drei-Cluster-Lösung zu einem signifikanten Informationsverlust führt (vgl. Anhang V, S. 20). Gleichzeitig führt eine Erhöhung der Zahl der Cluster nur zu einem verhältnismäßig geringen Informationsgewinn. Bereits bei einer Vier-Cluster-Lösung sind die Fallzahlen in den Clustern so gering, dass sich hieraus keine eindeutigen Erkenntnisse gewinnen lassen. Das Risiko eines arbiträren Ergebnisses übertrifft somit den Vorteil eines relativ geringen potenziellen Informationsgewinns bei einer Vier-Cluster-Lösung.

fischen Merkmale keine signifikanten Präferenzunterschiede in Hinblick auf ihre clusterspezifischen Häufigkeitsverteilungen feststellen: Die mittels der a posteriori-Segmentierung ermittelten präferenzhomogenen Subjektgruppen lassen sich weder anhand der Charakteristika Investorentyp (institutionell bzw. nicht-institutionell), präferiertes Investitionsvolumen des Unternehmens, Standort des Investmentmanagers, Investmenterfahrung und Kenntnis des deutschen Immobilienmarktes, gefühlte Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten, Einschätzung des aktuellen Marktumfeldes, noch durch die Erwartung an die zukünftige Marktentwicklung unterscheiden.[503]

Bei der Variable präferierter Investmentstil zeigte sich jedoch, dass sich Unterschiede in der Präferenzstruktur anhand der Ausprägungsvariationen dieser Variable erklären lassen: Mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 0,0 % ist davon auszugehen, dass der bevorzugte Investmentstil die Präferenzstruktur innerhalb der präferenzdivergenten Cluster – und somit auch deren subjektspezifische Zusammensetzung – beeinflusst. So zeichnet sich Cluster 1 durch einen im Vergleich zur Gesamtstichprobe überproportional hohen Anteil von sicherheitsorientierten Investoren aus, deren bevorzugter Investmentstil Core bzw. Core+ ist (71,1 %), während Cluster 2 von solchen Investoren dominiert wird, welche bevorzugt Value Added bzw. Opportunistisch investieren (88,5 %). In Cluster 3 sind Vertreter der drei Investmentstile Core, Core+ und Value Added mit je 29,4 % quantitativ gleich stark vertreten (vgl. Tabelle 5.19).

[503] Die anhand des Kruskall-Wallis-Tests bzw. Fishers exakten Tests ermittelten p-Werte lagen in Hinsicht auf diese acht exogenen Variablen zwischen 0,322 und 1,000 (vgl. Tabelle 5.19).

Tabelle 5.19: Clusterspezifische Häufigkeitsverteilungen der probanden- und unternehmensspezifischen Variablen

Exogene Variable	Variablenausprägung	Gesamt	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Signifikanz (p-Wert)
		N=111	*N=68*	*N=26*	*N=17*	
Investorentyp	Institutional	78,4%	77,9%	80,8%	76,5%	1,000
	non-institutional	21,6%	22,1%	19,2%	23,5%	
präferierter Investmentstil	Core	29,7%	41,2%	0,0%	29,4%	* 0,000
	Core+	26,1%	30,9%	11,5%	29,4%	
	Value Added	30,6%	23,5%	50,0%	29,4%	
	Opportunistic	13,5%	4,4%	38,5%	11,8%	
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	33,3%	30,9%	30,8%	47,1%	0,345
	€ 25 - 50 mn	36,0%	42,6%	26,9%	23,5%	
	€ 50 - 100 mn	19,8%	16,2%	23,1%	29,4%	
	€ 100 - 150 mn	4,5%	5,9%	3,8%	0,0%	
	> € 150 mn	6,3%	4,4%	15,4%	0,0%	
Standort des Investmentmanagers	Germany	80,2%	82,4%	80,8%	70,6%	0,555
	outside Germany	19,8%	17,6%	19,2%	29,4%	
Investmenterfahrung	<1 year	0,9%	0,0%	0,0%	5,9%	0,844
	1-2 years	2,7%	2,9%	0,0%	5,9%	
	3-5 years	7,2%	8,8%	7,7%	0,0%	
	5-10 years	27,0%	26,5%	34,6%	17,6%	
	>10 years	62,2%	61,8%	57,7%	70,6%	
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	2,7%	2,9%	0,0%	5,9%	0,636
	3-5 years	10,8%	11,8%	3,8%	17,6%	
	5-10 years	29,7%	30,9%	34,6%	17,6%	
	>10 years	56,8%	54,4%	61,5%	58,8%	
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	55,0%	48,5%	65,4%	64,7%	0,322
	rather familiar	36,0%	42,6%	26,9%	23,5%	
	rather unfamiliar	8,1%	7,4%	7,7%	11,8%	
	very unfamiliar	0,9%	1,5%	0,0%	0,0%	
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	Miet Erholung & Invest Erholung	5,4%	4,4%	11,5%	0,0%	0,726
	Miet Erholung & Invest Wachstum	17,1%	17,6%	15,4%	17,6%	
	Miet Wachstum & Invest Erholung	2,7%	2,9%	3,8%	0,0%	
	Miet Wachstum & Invest Wachstum	52,3%	54,4%	50,0%	47,1%	
	Miet Wachstum & Invest Abschwung	7,2%	5,9%	11,5%	5,9%	
	Miet Aschwung & Invest Wachstum	9,0%	7,4%	3,8%	23,5%	
	Miet Abschwung & Invest Abschwung	6,3%	7,4%	3,8%	5,9%	
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	32,4%	32,4%	34,6%	29,4%	0,886
	negativ	21,6%	20,6%	26,9%	17,6%	
	neutral	37,8%	39,7%	26,9%	47,1%	
	positiv	5,4%	5,9%	3,8%	5,9%	
	sehr positiv	2,7%	1,5%	7,7%	0,0%	
Gesamt						

* Gruppenunterschied ist zum 5%Niveau signifikant

Die spezifischen Präferenzmuster der drei innerhalb der Stichprobe identifizierten Investorencluster sind in Tabelle 5.20 gegenübergestellt und werden im Folgenden individuell diskutiert.

Tabelle 5.20: Relative Wichtigkeiten der Attribute sowie Teilnutzenwerte der Attributausprägungen je Cluster

Cluster		1		2		3	
Beschreibung		*Passive Investoren*		*Managementaffine Investoren*		*Sonstig motivierte Investoren*	
Attribut	*Ausprägung*	*rel. W.*	*Teilnutzenwerte*	*rel. W.*	*Teilnutzenwerte*	*rel. W.*	*Teilnutzenwerte*
Lage	CBD	29,0%	3,69	24,8%	1,84	18,2%	1,64
	CBD-Rand		1,15		1,21		-0,37
	Stadtteillage		1,61		1,58		0,69
	Out-of-Town		-6,46		-4,63		-1,96
verkehrliche Anbindung	gut	14,4%	2,11	13,1%	1,29	17,3%	0,90
	mittel		0,82		0,85		1,26
	schlecht		-2,93		-2,13		-2,17
Lebenszyklusphase (erbaut/ voll saniert vor..)	< 5 Jahren	2,8%	0,42	4,4%	0,39	6,8%	0,82
	5-10 Jahren		0,08		-0,75		-0,52
	10-15 Jahren		0,23		0,34		-0,17
	> 15 Jahren		-0,56		0,01		-0,12
Flexibilität	hoch	9,3%	1,40	4,7%	0,48	5,8%	0,49
	mittel		0,47		0,27		0,16
	niedrig		-1,87		-0,75		-0,65
Mietvertragsrestlaufzeit von..	> 10 Jahren	6,4%	1,01	17,1%	-2,94	13,4%	-0,30
	5-10 Jahren		0,25		-0,97		0,79
	3-5 Jahren		0,20		1,52		1,08
	< 3 Jahren		-1,24		1,51		-1,58
Vermietungsstand	> 90%	8,4%	1,01	8,0%	-0,69	11,1%	1,11
	70-90%		0,00		-0,83		0,92
	50-70%		0,81		0,26		0,94
	< 50%		-1,94		1,26		-1,09
Meterbonität	hoch	4,2%	0,61	3,3%	-0,41	10,4%	0,12
	mittel		0,26		-0,04		0,97
	niedrig		-0,87		0,45		-1,09
Metermix	single-tenant	10,8%	-1,90	5,7%	-0,74	4,4%	-0,43
	multi-tenant		1,90		0,74		0,43
Metniveau	over-rented	14,4%	-2,37	18,9%	-2,50	12,8%	-1,50
	rack-rented		-0,31		0,07		1,03
	under-rented		2,68		2,42		0,46

5.3.2.4.1 Cluster 1 – Passive Investoren

Cluster 1 repräsentiert mit 68 Probanden bzw. 61,3 % der Untersuchungssubjekte das größte Investorensegment mit maximal homogener Präferenzstruktur, wobei hier mit 41,2 % solche Investoren vertreten sind, die nach eigenen Bekunden bevorzugt in Core Immobilien investieren, 30,9 % bevorzugt in Core+ Investments und 23,5 % präferiert in Value Added Investments anlegen. Nur 4,4 % der Untersuchungssubjekte in diesem Cluster gab an, bevorzugt in opportunistische Anlagen zu investieren.

Mit einer relativen Wichtigkeit von 29,0 % stellt die Lage in diesem Segment das mit Abstand bedeutendste beurteilungsrelevante Merkmal dar: Ein Wechsel von der präferiertesten Lageausprägung hin zur am wenigsten präferierten Lageausprägung geht hier von allen Attributen mit der größten Gesamtnutzenreduktion einher. Diese Investorengruppe zeigt eine deutliche Präferenz für CBD-Lagen gegenüber Stadtteillagen, gefolgt von CBD-Randlagen. Während ein Wechsel vom CBD hin zu den periphäreren Lagen CBD-Rand und Stadtteilage in Bezug auf die Gesamtnutzenbetrachtung einer Investition bereits zu einem bedeutenden Nutzenverlust führt, so sinkt dieser zwischen Stadtteillagen bzw. CBD-Randlagen und den Out-of-Town Lagen besonders stark: Immobilien in Out-of-Town Lagen bedeuten für dieses Investorencluster eine vergleichsweise wenig attraktive Investmentoption.

Die verkehrliche Anbindung stellt zusammen mit dem Mietniveau (je 14,4 % relative Wichtigkeit) das zweitwichtigste Beurteilungskriterium für diese Subjektgruppe dar. Bei der verkehrlichen Anbindung ist ein starker Abfall des Teilnutzens von einer guten verkehrlichen Anbindung zu mittelmäßiger Anbindung zu verzeichnen, wobei zwischen einer mittleren und einer schlechten Anbindung der Teilnutzenwert jedoch noch stärker sinkt.

Bezüglich des Mietniveaus zeigt sich eine starke Präferenz dieser Gruppe von Investoren für Objekte, die zum Akquisitionszeitpunkt under-rented sind. Der Wechsel von einem under-rent Status hin zu rack-rented bzw. over-rented Mietniveau geht mit einem fast linear verlaufenden Verlust des Teilnutzens und einer signifikanten Reduktion des Gesamtnutzens des Investitionsangebotes einher.

Der Mietermix hat eine relative Wichtigkeit von 10,8 %, wobei eine starke Präferenz der Investoren für multi-tenant Objekte gegenüber single-tenant Objekten zu verzeichnen ist.

Das Gebäudeattribut Flexibilität stellt das fünftwichtigste Entscheidungsmerkmal für diese Anlegergruppe dar (relative Wichtigkeit von 9,3 %), wobei eine klare Präferenz für eine hohe Gebäudeflexibilität gegenüber einer mittleren Flexibilität besteht, und der Wechsel von einer mittleren Flexibilität hin zu einer niedrigen Flexibilität mit einem stärkeren Rückgang des Teilnutzenwertes verbunden ist.

Bezüglich des Vermietungsstands, dem mit einer relativen Wichtigkeit von 8,4 % sechstwichtigsten Beurteilungskriterium, zeigt sich eine Präferenz der Investoren für entweder fast voll vermietete Objekte (> 90 % Vermietungsstand) und 50 – 70 % vermietete Objekte gegenüber 70 – 90 % vermieteten Objekten, wobei hier – wie auch schon bei den Ergebnissen der a priori-Segmentierung – eine zweifelsfreie sachlogische Begründung für dieses empirische Phänomen nicht gegeben ist. Ein geringer Vermietungsstand von weniger als 50 % ist für dieses Investorencluster mit einem stark verringerten Teilnutzenwert verbunden und führt somit zu einer entsprechenden Reduktion des Gesamtnutzens.

Die durchschnittliche Mietvertragsrestaufzeit hat eine relative Wichtigkeit von 6,4 %, wobei die Investoren lange Mietvertragslaufzeiten von mehr als 10 Jahren gegenüber kürzer laufenden Mietverträgen bevorzugen. Auffällig ist hier, dass Mietvertragsrestlaufzeiten von 3 – 5 Jahren bzw. 5 – 10 Jahren fast den gleichen Teilnutzen bieten, Investoren innerhalb des Spektrums von 3 – 10 Jahren Restlaufzeit somit keine signifikanten Präferenzunterschiede empfinden. Eine kurze durchschnittliche Restlaufzeit von weniger als 3 Jahren geht für diese Investorengruppe jedoch gegenüber längeren Laufzeiten mit einem stark verminderten Teilnutzenwert und einer entsprechenden Verringerung des Gesamtnutzens einher.

Die Mieterbonität hat für dieses Investorencluster eine vergleichsweise geringe Relevanz (relative Wichtigkeit von 4,2 %), wobei

eine klare Präferenz für bonitätstarke Mieter gegenüber Mietern mittlerer Bonität zu verzeichnen ist, und der Wechsel zwischen mittlerer Bonität und schlechter Bonität mit einem relativ höheren Verlust des Teilnutzens verbunden ist.

Das Beurteilungskriterium mit der geringsten relativen Wichtigkeit (2,8 %) ist für diese Investorengruppe die Lebenszyklusphase des Objekts: Ob ein Büroobjekt erst vor weniger als 5 Jahren erbaut bzw. voll saniert wurde, oder der Zeitpunkt schon länger zurückliegt, hat eine vergleichweise geringere Auswirkung auf den Gesamtnutzen des Investitionsangebots, als dies bei den anderen Beurteilungskriterien der Fall ist. Die Investorengruppe bevorzugt Objekte, die kürzlich erbaut bzw. voll saniert wurden und weist einen etwas geringeren Teilnutzenwert solchen Objekten zu, deren Erbauungs- bzw. Sanierungszeitpunkt 10 – 15 Jahre zurückliegt. Einen weiterhin leicht verminderten Teilnutzenwert haben solche Objekte, welche vor 5 – 10 Jahren erbaut bzw. voll saniert wurden, während ein Erbauungs- bzw. Sanierungszeitpunkt vor mehr als 15 Jahren mit der gegenüber den anderen Merkmalsausprägungen stärksten Verringerung des Teilnutzens einhergeht, somit die am wenigsten attraktive Variante darstellt. Wie auch schon bei der a priori – Segmentierung ist eine zweifelsfreie sachlogische Begründung für dieses Phänomen nicht erkennbar.

Auf Basis der oben beschriebenen Präferenzmuster lässt sich dieses Investorencluster als Anlegergruppe mit einem passiven Investmentstil charakterisieren. Bevorzugt werden bereits langfristig und an mehrere bonitätstarke Mieter möglichst voll vermietete, flexible Büroobjekte in verkehrlich gut angebundenen, zentralen Stadtlagen. Die Lebenszyklusphase der Immobilie spielt hierbei eine untergeordnete Rolle, wobei jedoch Immobilien mit kürzer zurückliegendem Baujahr bzw. Sanierungsdatum präferiert werden (vgl. Tabelle 5.21). Die Möglichkeit, im Rahmen von Anschlussvermietungen etwaige zukünftige Mietsteigerungen durch Anpassung an das Marktmietniveau zu generieren, stellt für diese Investoren-

gruppe den primären Ansatz dar, Mietcashflows – zumindest auf langfristige Sicht – zu optimieren.

Tabelle 5.21: Relative Wichtigkeit der beurteilungsrelevanten Attribute sowie ideale Attributausprägung für passive Investoren (Cluster 1)

Attribut	*relative Wichtigkeit*	*ideale Attributausprägung*
Lage		CBD-Lage
verkehrliche Erreichbarkeit		verkehrlich gut erreichbar
Mietniveau		aktuell under-rented
Mietermix		multi-tenant vermietet
Flexibilität		hoch flexibles Gebäude
Vermietungsstand		zu > 90% vermietet
Mietvertragslaufzeit		> 10 Jahre durchschnittl. MV-Restlaufzeit
Mieterbonität		hohe Bonität der Mieter
Lebenszyklusphase		erbaut bzw. voll saniert vor < 5 Jahren

Auffällig ist die Präsenz solcher Subjekte im Cluster der passiven Anleger, die als bevorzugten Investmentstil die als eher managementaffin zu charakterisierenden Investmentstile Value Added (16 Probanden) und Opportunistisch (3 Probanden) nannten. Da eine marktweit anerkannte und eindeutige Definition bzw. Abgrenzung unterschiedlicher Investmentstile bis dato nicht existiert (vgl. Abschnitt 2.1.1), könnten individuelle Probanden von unterschiedlichen Charaktereigenschaften der zu wählenden Investmentstile ausgegangen sein. Potenziell können für dieses Wahlverhalten auch behavioristische Ursachen verantwortlich sein: So ist es bspw. möglich, dass Investoren zwar angeben bzw. glauben, einen managementaffinen, aktiven Investmentstil zu präferieren, bei der Selektion von Investitionsoptionen aber dann bevorzugt solche Investments wählen, welche ein niedriges Risiko und lediglich geringen Managementeinsatz erfordern. Diese Mutmaßung lässt sich allerdings auf Basis der ermittelten quantitativen Daten nicht empirisch belegen und sollte ggf. anhand experimenteller Untersuchungen weiter geprüft werden.

5.3.2.4.2 Cluster 2 – Managementaffine Investoren

Im Gegensatz zu den passiven Investoren zeichnet sich Cluster 2 durch ein bei mehreren Beurteilungskriterien gegensätzliches Präferenzmuster aus. Mit 23,4 % der Untersuchungssubjekte stellt dieses Cluster das zweitgrößte Investorensegment mit maximal homogener Präferenzstruktur dar. 50,0 % der in diesem Cluster vertretenen Investoren gaben an, bevorzugt in Value Added Immobilien zu investieren und 38,5 % präferiert in opportunistische Investments. 11,5 % der in diesem Cluster präsenten Anleger (3 Subjekte) bekundeten, bevorzugt in Core+ Investments zu investieren, wobei neben den zuvor diskutierten etwaigen Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen den Investmentstilen bei diesen Subjekten potenziell der Wunsch nach möglichst weitgehenden aktiven Managementmöglichkeiten des Immobilieninvestments von Relevanz war.

Wie auch bei den passiven Investoren stellt die Lage mit einer relativen Wichtigkeit von 24,8 % für diese Anlegergruppe das weitaus relevanteste Merkmal dar. Obgleich CBD-Lagen mit dem höchsten Teilnutzenwert honoriert werden, sind CBD-Randlagen und Stadtteillagen für diese Investoren nur unwesentlich weniger attraktiv. Wie bei den passiven Investoren so geht auch hier ein Wechsel von den CBD-, CBD-Rand- und Stadtteilagen hin zu den Out-of-Town Lagen mit einer sehr starken Gesamtnutzenreduktion einher.

Das Mietniveau stellt das Attribut mit der zweitgrößten relativen Wichtigkeit dar (18,9 %), gefolgt von der Mietvertragsrestlaufzeit (17,1 %). Wie bei den passiven Investoren haben die Investoren des Clusters 2 eine starke Präferenz für unter Marktmietniveau vermietete Immobilien. Gleichzeitig bevorzugen diese Anleger deutlich Mietvertragsrestlaufzeiten von maximal 5 Jahren gegenüber längerfristig fixierten Mietcashflows. Hier zeigt sich die Strategie dieser Anlegergruppe, Mietcashflows kurz- bis mittelfristig durch Vermietungsoptimierungsmaßnahmen zu steigern.

Die verkehrliche Anbindung hat für Cluster 2 mit einer relativen Wichtigkeit von 13,1 % eine ähnliche Relevanz wie für die passiven Investoren. Auch hier zeigt sich eine starke Präferenz für verkehrlich gut angebundene Lagen.

Beim Vermietungsstand (relative Wichtigkeit von 8,0 %) bevorzugt diese Anlegergruppe Büroimmobilien mit einem hohen Leerstand. Den höchsten Teilnutzenwert weisen die Investoren weniger als 50 % vermieteten Objekten zu, gefolgt von 50 – 70 % vermieteten Büroobjekten. Immobilien mit weniger als 30 % Leerstand führen bei den Subjekten dieser präferenzmusterhomogenen Gruppe zu einer starken Abnahme des Gesamtnutzens. Auch hier zeigt sich die Philosophie dieser Investoren, durch aktives Vermietungsmanagement Wertsteigerungspotenziale zu generieren.

Bezüglich der Flexibilität der Immobilie zeigt Cluster 2 eine Vorliebe für hoch flexible Gebäude, wobei diese Präferenz jedoch nicht besonders stark ausgeprägt ist, was sich in einer verhältnismäßig geringen relativen Wichtigkeit dieses Beurteilungsmerkmals ausdrückt (4,7 % relative Wichtigkeit). Wie bei den passiven Investoren zeigt sich aber auch hier, dass eine geringe Gebäudeflexibilität für Investoren grundsätzlich von geringer Akzeptanz ist.

Die Lebenszyklusphase hat wie auch für die passiven Investoren eine geringe relative Wichtigkeit (4,4 %). Bei Cluster 2 zeigt sich hier sowohl eine Präferenz für kürzlich erbaute bzw. voll sanierte Objekte wie auch für vor 10 – 15 Jahren erbaute Objekte, während 5 – 10 Jahre alte Objekte den bei weitem geringsten Teilnutzwert aufweisen. Hier lassen sich zwei divergierende Managementansätze identifizieren: So werden von Cluster 2 sowohl solche Objekte honoriert, bei welchen aufgrund ihrer erst kürzlich zurückliegenden Erbauung bzw. Vollsanierung kurzfristig keine instandhaltungs- bzw. instandsetzungsbezogenen Maßnahmen durchzuführen sind. Hier haben diese Investoren die Möglichkeit, sich voll auf vermietungsbezogene Optimierungspotenziale zu konzentrieren.

Zugleich stellt jedoch die Revitalisierung von älteren Bestandsgebäuden für diese Investorengruppe eine ähnlich attraktive Option dar, bei welcher sich neben aktivem Vermietungsmanagement durch die Revitalisierung von Gebäudesubstanz grundsätzlich zusätzliche Potenziale generieren lassen. So sind selbst Objekte, welche vor mehr als 15 Jahren erbaut bzw. voll saniert wurden, für diese Anlegergruppe attraktiver als solche, bei welchen dies erst 5–10 Jahre zurückliegt und somit objektsubstanzbezogene Maßnahmen mit größerer Wahrscheinlichkeit erst mittelfristig durchzuführen sind.

Das Beurteilungskriterium mit der geringsten relativen Wichtigkeit ist mit 3,9 % die Mieterbonität. Da Cluster 2 sich durch eine starke Präferenz für hohen Leerstand und kurze Mietvertragsrestlaufzeiten auszeichnet, spielt die Bonität der Bestandsmieter nur eine untergeordnete Rolle. Dieser Zusammenhang könnte zudem als Erklärung für das Phänomen dienen, dass diese Anlegergruppe einer niedrigen Mieterbonität der Bestandsmieter einen höheren Teilnutzen zuweist als einer mittleren bzw. hohen Mieterbonität: Je früher bestehende Mietverträge aufgelöst werden können, desto schneller ist eine Optimierung des Mietcashflows durch Nachvermietungen realisierbar.

Anhand ihres oben diskutierten Präferenzmusters lässt sich diese Investorengruppe als managementaffines Anlegercluster charakterisieren. Bevorzugt werden für einen kurzen Zeitraum an grundsätzlich mehrere Mieter vermietbare Büroobjekte mit einem zum Erwerbszeitpunkt hohen Leerstandsniveau, in verkehrlich gut angebundenen und weitgehend zentralen innerstädtischen- und Stadtteillagen (vgl. Tabelle 5.22) Mehrwert zu generieren. Um dem Anspruch an eine gute (Wieder-) Vermietbarkeit der Immobilie gerecht zu werden, wird eine zumindest mittlere Gebäudeflexibilität bevorzugt. In Bezug auf den Gebäudezustand stellen für die managementaffinen Investoren kürzlich erbaute bzw. voll sanierte Gebäude, wie auch kurzfristig sanierungsbedürftige Immobilien,

attraktive Investitionsoptionen dar. Hier bietet sich die Möglichkeit, nicht nur durch aktives Vermietungsmanagement, sondern auch durch aktive Bewirtschaftung der Gebäudesubstanz einen Mehrwert zu generieren.

Tabelle 5.22: Relative Wichtigkeit der beurteilungsrelevanten Attribute sowie ideale Attributausprägung für management-affine Investoren (Cluster 2)

Attribut	*relative Wichtigkeit*	*ideale Attributausprägung*
Lage		CBD-Lage bis Stadtteillage
Mietniveau		aktuell under-rented
Mietvertragslaufzeit		< 5 Jahre durchschnittl. MV-Restlaufzeit
verkehrliche Erreichbarkeit		verkehrlich gut erreichbar
Vermietungsstand		zu < 50% vermietet
Mietermix		multi-tenant vermietet
Flexibilität		hoch flexibles Gebäude
Lebenszyklusphase		erbaut bzw. voll saniert vor < 5 Jahren oder vor 10-15 Jahren
Mieterbonität		niedrige Bonität der Mieter

5.3.2.4.3 Cluster 3 – Sonstig motivierte Investoren

In Cluster 3 sind bevorzugt in Core, Core+ und Value Added Investments investierende Anleger zu gleichen Teilen mit je 29,4 % vertreten. Einige der in diesem Cluster vertretenen Anleger (11,8 %) gaben an, bevorzugt einen opportunistischen Investmentstil zu verfolgen. Mit insgesamt 17 Probanden (15,3 % der Gesamtstichprobe) stellt Custer 3 die kleinste Gruppe mit in sich weitestgehend homogener Präferenzstruktur dar.

Im Gegensatz zu den passiven Investoren und den managementaffinen Investoren ist Cluster 3 durch ein weitgehend unscharfes Präferenzmuster gekennzeichnet.[504] So sind die relativen Wichtigkeiten der beurteilungsrelevanten Attribute untereinander wesentlich weniger akzentuiert als dies in den beiden anderen Clustern der Fall ist. Dies ist auf eine höhere Indifferenz dieser Anlegergruppe in Bezug auf die Ausprägungen der unterschiedlichen

[504] Auch eine weitere Aufteilung dieses Clusters bewirkt keine weitere Schärfung des Präferenzmusters.

Merkmale zurückzuführen. Nicht nur sind die Präferenzen weniger stark ausgeprägt, auch zeigt sich bei den Teilnutzenkurven der beurteilungsrelevanten Kriterien ein wenig kohärentes und sachlogisch zunächst schwer nachvollziehbares Präferenzmuster.

So zeigt diese Subjektgruppe bzgl. der bevorzugten Lagemerkmale eine Präferenz für CBD-Lagen, gefolgt von Stadtteillagen, während CBD-Randlagen mit einem wesentlich geringeren Teilnutzenwert beurteilt werden. Wie auch die passiven und die managementaffinen Investoren weist diese Investorengruppe Out-of-Town Lagen die geringste Attraktivität zu. Auch bei der verkehrlichen Erreichbarkeit zeigt Cluster 3 wenig Akzeptanz für eine schlechte Anbindung, allerdings weisen diese Anleger einer Anbindung mittlerer Qualität einen höheren Teilnutzenwert als einer guten verkehrlichen Erreichbarkeit zu.

Bezüglich der durchschnittlichen Mietvertragsrestlaufzeit werden Laufzeiten zwischen 3 und 10 Jahren bevorzugt, während kurze Restlaufzeiten von weniger als 3 Jahren mit einem starken Verlust des Gesamtnutzens einhergehen. Gleichzeitig bevorzugen diese Investoren möglichst voll vermietete Objekte. Ein Vermietungsstand von weniger als 50 % ist für sie am wenigsten akzeptabel. Wie auch die passiven und die managementaffinen Investoren präferieren die Subjekte in Cluster 3 hinsichtlich des Mietermix multi-tenant Büroimmobilien. Bezüglich der Bonität der Bestandsmieter zeigt sich der höchste Teilnutzen bei einer mittleren Mieterbonität. Eine hohe Mieterbonität geht mit einem geringeren Teilnutzen einher, während eine schlechte Bonität auch für diese Investorengruppe mit der geringsten Akzeptanz verbunden ist. Beim Mietniveau wird einer zum Marktmietniveau vermieteten Immobilie der höchste Teilnutzenwert zugewiesen, während einem unter Marktmietniveau vermieteten Objekt ein geringerer Teilnutzen zugeordnet wird. Wie auch bei den Investoren der anderen Cluster findet ein over-rent die geringste Akzeptanz.

Bzgl. der Gebäudeflexibilität ist wie bei den passiven und den managementaffinen Investoren eine Präferenz für hoch flexible Büroobjekte zu verzeichnen, während mittelmäßig flexible und wenig flexible Gebäude mit einem abfallenden Teilnutzen verbunden werden. Hinsichtlich der Gebäudelebenszyklusphase präferieren die Investoren des Clusters 3 deutlicher als die in den anderen Clustern vertretenen Anleger ein zeitlich möglich kurz zurückliegendes Baujahr bzw. Sanierungsdatum.

Das oben beschriebene Präferenzmuster der in Cluster 3 vertretenen Investoren lässt weder eine Charakterisierung dieser Anleger als aktive, managementaffine Investoren zu, noch als passive, hauptsächlich sicherheitsorientierte Investoren. So erlauben es mittelfristige Mietvertragsrestlaufzeiten, mittlere Vermietungsstände und Mieterbonitäten mittlerer Qualität nicht, in Bezug auf das Vermietungsmanagement eine rein passive Position einzunehmen, da bei dessen Vernachlässigung potenziell negative Auswirkungen auf den Mietcashflow in Kauf zu nehmen sind. Gleichzeitig sind bei mittelfristigen Mietvertragsrestlaufzeiten und bevorzugt zu Marktmietniveau vermieteten Immobilien keine Mietcashflowsteigerungspotenziale durch aktives Vermietungsmanagement zu generieren. In Hinblick auf die Lagequalität sind die Subjekte des Clusters 3 offensichtlich bereit, sich mit mittelmäßigen verkehrlichen Anbindungen zufrieden zu geben. Auch bzgl. der Lage der Immobilie zeigt sich keine eindeutiges stadtraumbezogenes Präferenzmuster. Hinsichtlich der Gebäudesubstanz zieht diese Investorengruppe solche Büroimmobilien vor, bei denen möglichst wenig aktives Gebäudemanagement notwendig ist, und welche gleichzeitig genügend Flexibilität für potenzielle Nachvermietungen bieten (vgl. Tabelle 5.23).

Gegenüber den passiven Investoren und den managementaffinen Investoren zeichnen sich die maximal präferenzmusterhomogenen Subjekte des Clusters 3 dadurch aus, bei einem Großteil der beurteilungsrelevanten Kriterien bereit zu sein, Kompromisse hinsicht-

lich deren Merkmalsausprägungen einzugehen. Nutzenmaximierendes Handeln vorausgesetzt ist davon auszugehen, dass es sich hier um sonstig motivierte Investoren handelt, bei deren Investitionsentscheidungen möglicherweise zusätzliche Aspekte eine Rolle spielen:

So ist bspw. vorstellbar, dass diese Investoren dann bereit sind, hinsichtlich der beurteilungsrelevanten Kriterien Kompromisse einzugehen, wenn sich die Immobilie im Gegenzug besonders preisgünstig erwerben lässt. Diese naheliegende Vermutung lässt sich jedoch anhand der erhobenen quantitativen Daten nicht verifizieren, da das Attribut Preis nicht in den untersuchten beurteilungsrelevanten Merkmalen enthalten war.[505]

Zudem können für dieses Präferenzverhalten möglicherweise behaviouristische Faktoren verantwortlich sein. So befand sich nach Ansicht des Großteils der Probanden der Immobilienmarkt zum Erhebungszeitpunkt in seiner zyklischen Spitzenphase. Es herrschte – auch getrieben durch die von der Staatsschuldenkrise hervorgerufenen Sondereffekte – im deutschen Immobilieninvestmentmarkt ein starker Anlagedruck. Dieser könnte eine der Ursachen dafür sein, dass die in Cluster 3 vertretenen Anleger eine erhöhte Bereitschaft zeigen, suboptimale Merkmalsausprägungen bei der Investmentselektion zu akzeptieren. Als weiterer behaviouristischer Faktor könnte Herdentrieb eine Rolle spielen: Um in den Top 5 Büromärkten investiert zu sein, könnten bestimmte Investoren bereit sein, den spezifischen Qualitäten des Investments weniger Augenmerk zu schenken, als sie dies ggf. in anderweitigen Fällen tun würden. Auch der in Abschnitt o diskutierte Moral Hazard

[505] Weder wurde das Attribut Preis im Rahmen der qualitativen Erhebung (vgl. Kapitel 4) von den Probanden als generisch beurteilungsrelevantes Merkmal identifiziert, noch hätte sich dieses Merkmal in einer allgemeingültig adäquaten Form definieren lassen. Bspw. seien hier die bei unterschiedlichen Investorentypen genutzten unterschiedlichen Preis- und Renditeparameter wie Kaufpreis, Nettoanfangsrendite, laufende Rendite, Gesamtrendite, etc. genannt (vgl. Abschnitt 2.1).

bei Principal-Agent-Beziehungen könnte als möglicher Einflussfaktor in dieser Subjektgruppe eine stärkere Rolle spielen als in den anderen Gruppen: Möglicherweise zeigen besonders in diesem Cluster die Untersuchungssubjekte als Agenten ihres Unternehmens jenes opportunistische Verhalten, dass sie sich über etwaige Vorgaben ihres Arbeitgebers hinwegsetzen, bspw. um hiervon sozial bzw. monetär zu profitieren.

Keiner dieser möglichen behaviouristischen Faktoren lässt sich anhand der quantitativ erhobenen Präferenzdaten empirisch belegen. Eine weiterführende experimentelle Studie würde sich zur Untersuchung dieser potenziellen verhaltenswissenschaftlichen Ursachen anbieten.

Tabelle 5.23: Relative Wichtigkeit der beurteilungsrelevanten Attribute sowie ideale Attributausprägung für sonstig motivierte Investoren (Cluster 3)

Attribut	*relative Wichtigkeit*	*ideale Attributausprägung*
Lage		CBD-Lage
verkehrliche Erreichbarkeit		verkehrlich mittelmäßig erreichbar
Mietvertragslaufzeit		3-5 Jahre durchschnittl. MV-Restlaufzeit
Mietniveau		rack-rented
Vermietungsstand		zu > 90% vermietet
Mieterbonität		mittlere Bonität der Mieter
Lebenszyklusphase		erbaut bzw. voll saniert vor < 5 Jahren
Flexibilität		hoch flexibles Gebäude
Mietermix		multi-tenant vermietet

5.3.2.5 Zwischenfazit

Zusammenfassend lässt sich anhand der a posteriori – Segmentierung die grundsätzliche Präsenz dreier generischer Investorengruppen feststellen, welche unterschiedliche Ansprüche an die spezifischen Charakteristika von Investitionsimmobilien haben:

Passive Investoren mit einer hohen Risikoaversion, die solche Immobilien bevorzugen, welche aufgrund ihrer spezifischen Attributausprägungen kurz- bis mittelfristig nur ein Minimum an Managementaufwand erfordern.

Managementaffine Investoren mit einer geringeren Risikoaversion, die Objekte mit solchen Attributausprägungen bevorzugen, bei denen sie durch aktives Vermietungs- bzw. Objektmanagement kurz- bis mittelfristig aktiv Mehrwert generieren können.

Sonstig motivierte Investoren, welche aus potenziell unterschiedlichsten Motivationen bereit sein können, hinsichtlich der Qualität der Attributausprägungen Kompromisse einzugehen, falls sich als Kompensation dafür ein anderer Mehrwert bietet.

Diese divergierenden Investmentansätze sind grundsätzlich unabhängig von probanden- und unternehmensspezifischen Merkmalen wie dem Investorentyp, dem bevorzugten Investitionsvolumen des Unternehmens, dem Standort des Investmentmanagers, dessen Investmenterfahrung und Kenntnis des deutschen Immobilienmarktes, dessen gefühlter Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten, seiner Einschätzung des aktuellen Immobilienmarktumfeldes und dessen Erwartung an die zukünftige Marktentwicklung.

Eine Verbindung zwischen den oben ermittelten maximal präferenzmusterhomogenen Investorengruppen mit dem von ihnen bekundeten bevorzugten Investmentstil ist grundsätzlich gegeben. Auffällig ist in diesem Zusammenhang die Präsenz solcher Anleger in den ermittelten Segmentgruppen, welche hinsichtlich ihres präferierten Investmentstils aus sachlogischer Perspektive eher einer anderen Segmentgruppe zuzuordnen wären. Beispielsweise zeigt sich dies in der Anwesenheit solcher Investoren in Cluster 1, welche zwar nach eigenem Bekunden bevorzugt in Value Added Investments investieren, jedoch anhand ihrer ermittelten Präferenzmuster einen weitgehend passiven, managementaversen Investitionsstil zu verfolgen scheinen. Da offenkundig die alleinige Segmentierung immobilienwirtschaftlicher Investmentstile anhand der Segmente Core, Core+, Value Added und Opportunistisch keine aus verhaltenswissenschaftlicher Lesart eindeutig abgrenzbaren Präferenzmuster repräsentieren kann, stellt der anhand der a

posteriori – Segmentierung ermittelte präferenzmusterbasierte Segmentierungsansatz eine zusätzliche Verfahrensweise dar, das divergierende Investitionsselektionsverhalten der im Markt aktiven Investorengruppen aus behaviouristischer Perspektive zu erklären.

Bezüglich der Generalisierbarkeit der ermittelten maximal präferenzmusteridentischen Investorengruppen sind folgende Einschränkungen festzustellen:

Zunächst gilt der obige auf Basis von Präferenzurteilen empirisch ermittelte Segmentierungsansatz speziell in Bezug auf potenzielle Büroimmobilienakquisitionen in den deutschen Top 5 Märkten. Die Relevanz dieses Teilmarktes des deutschen Gewerbeimmobilieninvestmentmarktes wurde bereits in Abschnitt o diskutiert: So wurde in diesem Marktsegment in den vergangenen fünf Jahren fast ein Drittel des jährlichen Gewerbeimmobilienanlagevolumens in Deutschland investiert.

Obschon aufgrund der wirtschaftlichen, sozio-demographischen und stadtgeographischen Heterogenität der unterschiedlichen deutschen und ausländischen Büroimmobilienmärkte davon auszugehen ist, dass Investoren hinsichtlich der relativen Wichtigkeiten und Teilnutzen der beurteilungsrelevanten Merkmale individuell unterschiedliche Präferenzpriorisierungen vornehmen, so erscheint aus sachlogischer Perspektive eine für alle Büroimmobilieninvestmentmärkte gültige Segmentierung dort operierender Investoren in passive, managementaffine und sonstig motivierte Investoren grundsätzlich plausibel. Gleiches gilt auch für andere Assetklassen aus dem Gewerbeimmobilienbereich wie auch dem Wohnimmobilienbereich. Inwieweit Präferenzmuster im Einzelfall konkret divergieren, ließe sich mittels entsprechender empirischer

Erhebungen in diesen anderen Märkten bzw. Sektoren detailliert nachvollziehen.[506]

Offenkundig stellen die erhobenen Präferenzdaten der Investoren auf Gesamtstichprobenebene wie auch auf Clusterebene lediglich eine Momentaufnahme zum Zeitpunkt der Erhebung dar und sind im Zeitablauf gewissen Veränderungen unterworfen. Der Einfluss derartiger marktzyklusbedingter Veränderungen auf die Präferenzmuster der Investoren wird im folgenden Abschnitt untersucht.

5.3.3 Erkenntnisse aus der direkten Befragung der Investorenpräferenzen

Mittels der Constant-Sum-Methode wurden die Probanden gebeten, die relativen Wichtigkeiten präferenzrelevanter Objektmerkmale im aktuell empfundenen, sowie im zukünftig erwarteten Marktumfeld direkt zu benennen (vgl. Abschnitt 5.1.1).

Zunächst dient dieser Ansatz der Identifikation möglicher Veränderungen der Präferenzmuster der Probanden zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Immobilienzyklus (Forschungsfrage 5).

Dem Vorteil einer direkten und unmittelbaren Erhebung von Präferenzdaten anhand der Constant-Sum-Methode steht die Limitierung entgegen, dass nicht nachvollziehbar ist, mit welchem individuellen mentalen Prozess die Probanden bei der Zuordnung von Constant-Sum-Präferenzwerten innerhalb des vorgegebenen Merkmalssatzes vorgehen.[507] Obgleich sich aufgrund der potenziell unterschiedlichen Zuordnungsstrategien verschiedener Probanden keine eindeutig und allgemeingültig interpretierbaren Präferenzurteilsdaten erheben lassen und sich somit auch ein entsprechender

[506] Zu den Themen für zukünftige Forschung siehe Abschnitt 6.2.
[507] Vgl. Sawtooth Software (2009), S. 74.

Signifikanztest zwischen Probandengruppen als wenig aussagekräftig erweist, ermöglichen die auf diese Weise erhobenen direkten Präferenzurteile dennoch die indikative Offenlegung präferenzbezogener Sachverhalte, wie die Probanden sie offenkundig auszudrücken vermögen.

Im Folgenden werden die mittels der Constant-Sum-Methode erhobenen potenziellen Veränderungen von Präferenzmustern bei unterschiedlichen Marktentwicklungserwartungen analysiert.

5.3.3.1 Marktzyklusbedingte Veränderlichkeit von Präferenzmustern

In Tabelle 5.24 sind die über die Gesamtstichprobe aggregierten Veränderungen der relativen Wichtigkeiten für jedes der neun Objektattribute gegenübergestellt. Die Veränderung der relativen Wichtigkeit errechnet sich für jeden Probanden – je nach dessen Erwartung an die Marktentwicklung – als Delta zwischen der vom Probanden in der Constant-Sum-Befragung genannten relativen Wichtigkeit eines jeden Attributs im heutigen Marktumfeld und der relativen Wichtigkeit desselben Attributs im erwarteten Marktumfeld in zwei Jahren.

Da 94,5 % der Probanden von einem sich im Vergleich zum Erhebungszeitpunkt neutral bis sehr negativ entwickelnden Immobilienmarktumfeld ausgehen (vgl. Abschnitt 5.3.1), ergeben sich nur sehr schwach besetzte Fallgruppen bei „positiver“ und „sehr positiver“ Marktentwicklungserwartung.

Tabelle 5.24: Veränderung der relativen Wichtigkeiten zwischen dem Erhebungszeitpunkt (2015) und dem erwarteten Immobilienmarktumfeld in zwei Jahren (2017), aggregiert über die Gesamtstichprobe (absolute Zahlen; Gesamtscore der relativen Wichtigkeiten über alle Attribute = 100)

	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
Gesamt	*N=36*	*N=24*	*N=42*	*N=6*	*N=3*
Lage	2,58	1,66	-0,17	0,56	0,90
verkehrliche Erreichbarkeit	1,53	1,04	0,21	1,05	1,66
Lebenszyklusphase	-3,58	-2,65	-0,47	-0,28	0,34
Flexibilität	-1,30	-0,41	-0,38	0,49	-0,06
Mietvertragslaufzeit	0,51	0,17	0,01	-0,05	0,58
Vermietungsstand	0,11	0,06	0,09	-0,22	-0,30
Mieterbonität	0,18	0,05	0,29	-0,66	-1,16
Mietermix	-0,10	0,07	0,33	-0,72	-1,83
Mietniveau	0,06	0,00	0,10	-0,18	-0,15

Insgesamt zeigt sich anhand der in Tabelle 5.24 dargestellten Wertveränderungen der relativen Wichtigkeiten eine relativ geringe Variation der genannten Wichtigkeiten in Reaktion auf erwartete Veränderungen des Marktumfeldes.

Auffällig ist die gesteigerte Relevanz der Standortmerkmale Lage und verkehrliche Erreichbarkeit bei den Probanden, welche eine negative bzw. sehr negative Immobilienmarktentwicklung erwarten. Gleichzeitig nimmt die relative Wichtigkeit der Gebäudeattribute Lebenszyklusphase und Flexibilität ab, während die relativen Wichtigkeiten der Cashflowattribute Vermietungsstand, Mieterbonität, Mietermix und Mietniveau weitgehend unverändert bleiben und nur die Mietvertragslaufzeit eine etwas höhere anteilige Relevanz erfährt.

Während bei einer neutralen Marktentwicklungserwartung offenkundig lediglich sehr geringfügige Veränderungen bei den relativen Wichtigkeiten der Attribute auftreten, so sind die Verände-

rungen bei positiver bzw. sehr positiver Marktentwicklungserwartung wegen der geringen Fallzahlen nicht eindeutig interpretierbar.

Verbunden mit den in Abschnitt 5.3.2 empirisch nachgewiesenen Unterschieden zwischen den Präferenzmustern der Vertreter unterschiedlicher Investmentstile wurde neben der über die gesamte Stichprobe aggregierten Analyse eine Auswertung auf Investmentstilebene vollzogen, um auf dieser Ebene etwaige Differenzen bei der Veränderung relativer Wichtigkeit (vgl. Tabelle 5.25) aufzudecken.

Aufgrund der stichprobenbedingt niedrigen Fallzahlen in den nach Investmentstil und Markterwartung segmentierten Fallgruppen ist eine statistische Signifikanzprüfung nicht zielführend. Dennoch sind anhand der tabellarischen Auswertung der Präferenzdaten Muster erkennbar, welche sich sachlogisch nachvollziehen lassen.

Neben der quantitativ ausgedrückten relativen Wichtigkeit der Attribute im zukünftig erwarteten Marktumfeld konnten die Probanden zudem in einem Kommentarfeld zu jedem Attribut etwaige qualitative Anmerkungen geben. Diese wurden – wo verfügbar – bei der Interpretation der quantitiven Daten berücksichtigt.

Tabelle 5.25: Veränderung der relativen Wichtigkeiten zwischen dem Erhebungszeitpunkt und dem erwarteten Marktumfeld in zwei Jahren (aggregiert auf Investmentstilebene)

		sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
	Core	*N=11*	*N=6*	*N=14*	*N=1*	*N=1*
Core	Lage	1,79	1,23	-0,01	-0,01	-0,04
Core	verkehrliche Erreichbarkeit	1,22	0,74	0,31	0,28	0,30
Core	Lebenszyklusphase	-2,37	-1,68	-0,17	-0,15	-0,12
Core	Flexibilität	-1,80	-0,92	-0,26	-0,27	-0,17
Core	Mietvertragslaufzeit	0,61	0,21	0,01	-0,01	0,01
Core	Vermietungsstand	0,11	0,06	0,01	0,02	0,01
Core	Mieterbonität	0,38	0,30	0,04	0,01	-0,01
Core	Mietermix	0,02	0,03	0,02	0,04	-0,01
Core	Mietniveau	0,03	0,02	0,04	0,08	0,02
	Core+	*N=9*	*N=6*	*N=13*	*N=1*	*N=0*
Core+	Lage	1,96	1,32	0,04	0,01	
Core+	verkehrliche Erreichbarkeit	1,14	0,72	0,39	0,30	
Core+	Lebenszyklusphase	-2,72	-1,65	-0,40	-0,12	
Core+	Flexibilität	-1,51	-0,89	-0,18	-0,23	
Core+	Mietvertragslaufzeit	0,57	0,26	0,02	-0,02	
Core+	Vermietungsstand	0,21	0,11	0,03	0,01	
Core+	Mieterbonität	0,22	0,10	0,02	-0,01	
Core+	Mietermix	0,03	-0,03	0,04	0,02	
Core+	Mietniveau	0,10	0,06	0,04	0,04	
	Value Added	*N=12*	*N=7*	*N=10*	*N=3*	*N=2*
Value Added	Lage	3,23	1,78	0,04	0,01	0,02
Value Added	verkehrliche Erreichbarkeit	1,71	1,33	0,47	0,40	0,42
Value Added	Lebenszyklusphase	-4,44	-3,13	-0,49	-0,21	-0,20
Value Added	Flexibilität	-1,13	-0,48	-0,13	-0,25	-0,23
Value Added	Mietvertragslaufzeit	0,25	0,29	0,05	-0,02	-0,05
Value Added	Vermietungsstand	0,13	0,06	0,02	0,01	0,01
Value Added	Mieterbonität	0,15	0,07	0,01	0,01	-0,01
Value Added	Mietermix	0,02	0,01	0,03	0,03	0,03
Value Added	Mietniveau	0,08	0,07	0,01	0,02	0,01
	Opportunistic	*N=4*	*N=5*	*N=5*	*N=1*	*N=0*
Opportunistic	Lage	3,69	2,34	0,09	0,04	
Opportunistic	verkehrliche Erreichbarkeit	1,99	1,38	1,05	0,51	
Opportunistic	Lebenszyklusphase	-6,47	-4,26	-1,15	-0,60	
Opportunistic	Flexibilität	0,14	0,05	-0,01	0,01	
Opportunistic	Mietvertragslaufzeit	0,24	0,24	0,03	0,01	
Opportunistic	Vermietungsstand	0,04	0,01	0,02	0,01	
Opportunistic	Mieterbonität	0,11	0,05	-0,01	0,02	
Opportunistic	Mietermix	0,03	0,02	-0,03	-0,01	
Opportunistic	Mietniveau	0,02	0,04	0,01	0,01	

Bei der Entwicklung der relativen Wichtigkeit der Lage fällt auf, dass die Probanden, welche eine negative bzw. sehr negative Marktentwicklung erwarten, das Lagekriterium als zunehmend wichtig erachten. Besonders ausgeprägt ist dies bei den bevorzugt oppor-

tunistisch ausgerichteten Anlegern, während die Zunahme der anteiligen Relevanz der Lage mit sinkendem Risikograd des Investmentstils hin zu den Core Investoren relativ abnimmt.

Das Attribut Mietvertragslaufzeit nimmt im Gegenzug bei denjenigen Core Investoren, welche eine negative bzw. sehr negative Marktentwicklung erwarten, eine stärker steigende relative Wichtigkeit ein, als dies bei den entsprechenden auf kurzfristigere Investmenthorizonte und aktiveres Management fokussierten Value Added und opportunistischen Investoren der Fall ist. Da die Vertreter dieser Investmentstile versuchen, mittels aktiven Immobilienmanagements Wertschöpfung zu betreiben, nimmt für sie die Relevanz der Sicherheit der Einnahmen aus bestehenden Mietvertragsverhältnisse in schwächeren Marktphasen in einem geringeren Maße zu als bei Core und Core+ Investoren.[508]

Ähnlich wie bei der relativen Wichtigkeit der Lage verhält es sich mit der anteiligen Relevanz der verkehrlichen Erreichbarkeit. Diese nimmt bei negativen Markterwartungen zu, wobei diese selbst bei einer neutralen, positiven und sehr positiven Erwartung an die Marktentwicklung eine steigende Relevanz erfährt. Die Daten suggerieren, dass die Probanden generell von einer zunehmenden Wichtigkeit der verkehrlichen Erreichbarkeit ausgehen.[509]

Die relative Wichtigkeit des Mietniveaus und des Mietermix zeigt eine weitgehende Zyklenresistenz dieser Attribute: So wird sie von

[508] Dies wird untermauert durch qualitative Anmerkungen zweier Probanden: Core+ Investor, sehr negative Markterwartung: „If we enter the next downturn, I would rather prefer a secure cash flow. In the meantime, we can take more risk"; opportunistischer Investor, sehr negative Marktentwicklungserwartung; „Longer leases give you more time in difficult situations".

[509] Diese Schlussfolgerung wird unterstützt durch qualitative Anmerkungen zweier Probanden: Core Investor, neutrale Marktentwicklungserwartung: „If public transportation is not good enough, the property will loose in the future"; Core+ Investor, neutrale Marktentwicklungserwartung: „Public transport will become increasingly important".

den Vertretern aller Investmentstile und unterschiedlicher Marktentwicklungserwartungen als weitgehend unverändert wichtig eingeschätzt.

Bei der relativen Relevanz der Mieterbonität ist ein geringer Anstieg bei negativer und sehr negativer Markterwartung zu verzeichnen, wobei der Anstieg mit zunehmendem Grad der Risikoaversion des Investmentstils steigt. Dieser Sachverhalt mag auf den gleichen Grund wie bei der Mietvertragslaufzeit zurückzuführen sein.

Beim Vermietungsstand ist ein sehr geringer Anstieg der relativen Wichtigkeit zu verzeichnen, wobei auch hier die relative Wichtigkeit mit pessimistischerer Marktentwicklungserwartung zunimmt. Eine Ausnahme stellen die opportunistischen Investoren dar, bei welchen die relative Wichtigkeit dieses Attributs weitgehend zyklenneutral ist, sowie die Core+ Investoren, bei welchen die Relevanz stärker ansteigt als bei den Core Investoren. Bei den Core und Value Added Investoren ist hingegen ein fast identischer Anstieg der relativen Wichtigkeit zu verzeichnen. Da es keine sachlogische Begründung für dieses Phänomen gibt, mag diese Abweichung vom zu erwartenden Muster in den geringen Fallzahlen in den untersuchten Gruppen und etwaigen Abweichlern begründet liegen.

Auffällig ist die starke Abnahme der relativen Wichtigkeit der Gebäudeattribute Lebenszyklusphase und Flexibilität zugunsten besonders der Lageattribute bei denjenigen Probanden, welche eine negative bzw. sehr negative Marktentwicklung erwarten. Während die anteilige Relevanz der Flexibilität bei den Core Investoren weit stärker abnimmt als bei den Value Added Investoren, und diese bei opportunistischen Investoren gar nicht abnimmt, so ist bei der relativen Wichtigkeit der gegenteilige Effekt beobachtbar: Die Relevanz des Attributs Lebenszyklusphase nimmt stärker ab, je risikoaffiner der Investmentstil des Investors ist.

Obgleich diesbezüglich keine qualitativen Kommentare verfügbar waren, welche die These unterstützen, so deuten die Daten darauf hin, dass Investoren aller Investmentstile bei einer erwarteten negativen Marktentwicklung gesteigerten Wert auf die Qualität der Standortattribute legen, und gleichzeitig den Gebäudeattributen verhältnismäßig weniger Augenmerk schenken. Dies mag daran liegen, dass sich Gebäudeattribute grundsätzlich durch aktives Management der Immobilie ändern lassen, und Investoren somit selbst in schwierigen Marktphasen potenziell Wertschöpfung generieren können, Anleger jedoch in Bezug auf die Gestaltung von Standortattributen weitgehender Einflusslosigkeit unterworfen sind (vgl. Kapitel 3).[510]

Abschliessend sei erneut darauf hingewiesen, dass die o. g. Erkenntnisse aufgrund der geringen Fallzahlen pro Gruppe sowie der methodenbedingten potenziellen Einschränkungen der Constant-Sum-Methode lediglich indikativer Natur sind. Zudem gilt zu bedenken, dass Zukunftseinschätzungen der Attributrelevanzen von Probanden grundsätzlich durch deren aktuelles Marktumfeld zum Erhebungszeitpunkt beeinflusst sein können. Zu einem anderen Erhebungszeitpunkt und in einem anderen Marktumfeld könnten daher die Zukunftseinschätzungen der Attributrelevanzen von Probanden durchaus abweichen. Zur Validierung der gewonnenen Erkenntnisse ist daher eine vertiefende Untersuchung mittels weiterer Erhebungsverfahren und/oder einer größeren Stichprobe als unabdingbar zu erachten.

[510] Diese Hypothese wird durch die festgestellte Verteilung der relativen Wichtigkeiten des Attributs Flexibilität untermauert: Bei den opportunistischen Investoren nimmt die relative Wichtigkeit dieser Eigenschaft – im Gegensatz zu bspw. den Core Investoren - nicht ab. Während sicherheitsorientiertere Anleger in schwächeren Marktphasen auf den Erhalt der laufenden Mieteinnahmen fokussieren und daher höheren Wert auf eine sichere Lage legen, nimmt die Qualität der Lage in einem schwierigeren Marktumfeld bei den opportunistischen Investoren eine umso stärkere Rolle ein, da sie nur an solchen Standorten durch aktives Management der Immobilie neue Mieter gewinnen können, an denen eine entsprechende Flächennachfrage herrscht.

5.3.3.2 Differenzen zwischen direkt und indirekt erhobenen Präferenzmustern

Anhand eines Vergleichs der in der direkten Befragung von den Investoren explizit ausgedrückten Präferenzen mit den anhand ihrer simulierten Investitionsauswahlentscheidungen ermittelten tatsächlichen Präferenzmuster konnten unterschiedliche Divergenzen der relativen Wichtigkeiten bei allen beurteilungsrelevanten Attributen festgestellt werden (vgl. Forschungsfrage 6). Weder über die Gesamtstichprobe aggregiert, noch auf Investmentstilebene, war ein klares Muster in Hinblick auf Abweichungen zwischen den genannten und den observierten Präferenzmustern erkennbar (vgl. Tabelle 5.26).

Tabelle 5.26: Differenzen der mittels des CBC-Verfahrens indirekt ermittelten und der im Constant-Sum-Verfahren direkt benannten relativen Wichtigkeiten (aggregiert auf Investmentstilebene)

	Gesamt	Core	Core+	Value Added	Opportunistic
	N=111	*N=33*	*N=29*	*N=34*	*N=15*
Lage	2,01	-0,47	-0,14	5,75	3,15
verkehrliche Erreichbarkeit	-1,92	-1,01	-4,59	-0,05	-2,98
Lebenszyklusphase	2,21	4,28	0,34	1,71	2,41
Flexibilität	5,50	2,88	5,28	6,68	9,00
Mietvertragslaufzeit	-2,87	-0,74	-1,35	-4,46	-6,90
Vermietungsstand	-1,63	-1,52	-0,43	-2,87	-1,36
Mieterbonität	1,40	0,81	4,33	-0,29	0,85
Mietermix	-0,37	-0,74	0,52	-1,30	0,89
Mietniveau	-4,33	-3,49	-3,95	-5,15	-5,05

Die Existenz dieser Differenzen lässt jedoch – abgesehen von den zuvor diskutierten Einschränkungen bei der Vergleichbarkeit der erhobenen Daten – zumindest die Folgerung nicht ausschließen, dass bei Investoren keine völlige Übereinstimmung zwischen ihren direkt benannten Präferenzen und ihren bei simulierten Kaufentscheidungen beobachteten Präferenzmustern herrscht. Schlussfolgernd wäre davon auszugehen, dass eine solche Divergenz auch bei reellen Kaufentscheidungen vorhanden ist.

Ob sich Investoren dieser Divergenzen nicht bewusst sind, oder sie bewusst die Wichtigkeit bestimmter Attribute stärker in den Vordergrund stellen, ist anhand dieser indikativen empirischen Ergebnisse nicht feststellbar.

Vorstellbar wäre in diesem Zusammenhang der Einfluss verschiedener behaviouristischer Phänomene, die im Rahmen von Entscheidungsprozessen auftreten können: So könnten Emotionen, heuristische Vereinfachung, Selbstbetrug und soziale Interaktionen, wie auch inhaltliche und kausale Zusammenhänge zwischen diesen verhaltenswissenschaftlichen Phänomenen, für derartige Divergenzen ursächlich sein. Eine zukünftige vertiefende Untersuchung dieser Divergenzen mittels experimenteller Observationen könnte hier einen weiteren Erkenntnisgewinn ermöglichen.

6 Zusammenfassung und Ausblick

6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

Die vorliegende Arbeit setzte sich mit den Präferenzmustern von Investoren im Rahmen der Immobilieninvestitionsentscheidung auseinander. Die detaillierte Kenntnis der Produktpräferenzmuster der im Immobilieninvestmentmarkt aktiven Investoren(-gruppen) ermöglicht nicht nur eine gezielte und zielgruppengerechte Ansprache relevanter Investoren im Rahmen des Immobilienvermarktungsprozesses, sondern auch die Entwicklung bzw. Umgestaltung von Immobilien, welche aufgrund einer optimierten Übereinstimmung mit den Präferenzen der Nachfrager auf Investorenseite besser platzierbar sind. Die Ermittlung von Präferenzmustern erfolgte durch empirische Erhebung beobachtbaren Verhaltens von Forschungssubjekten. Insofern lässt sich die vorliegende Untersuchung dem Forschungsgebiet der Behavioural Finance zuordnen.

Da der Immobilienmarkt durch eine weitgehende Fragmentierung in unterschiedliche Teilmärkte und –funktionen gekenzeichnet ist, erforderte die Schwerpunktsetzung der vorliegenden Untersuchung in praktischer Hinsicht eine Eingrenzung und Präzisierung des Forschungsgegenstands in typologischer und geographischer Hinsicht. So bezieht sich die vorliegende Untersuchung auf Investitionshandlungen im Büroimmobilieninvestmentmarkt der sog. deutschen Top 5 Büromärkte Frankfurt am Main, Berlin, Düsseldorf, Hamburg und München. Die besondere Bedeutung dieser fünf Märkte wird durch das dort jährlich platzierte Investitionsvolumen belegt: Büroinvestments in diesen Städten bilden fast ein Drittel des jährlichen von nationalen und internationalen Investo-

ren in Deutschland platzierten Gewerbeimmobilieninvestitionsvolumens ab. Obgleich die anhand dieser ausgewählten Märkte gewonnenen Erkenntnisse naturgemäß nicht sämtlich auf andere Assetklassen und Immobilienmärkte übertragbar sind, lassen sich hieraus dennoch verschiedene allgemeingültige Erkenntnisse gewinnen.

Bezüglich der zu beleuchtenden Phase im Rahmen des Immobilieninvestitionsprozesses so lag in der vorliegenden Arbeit das Augenmerk auf der Erstprüfung potenzieller Investitionsoptionen. Dieser Phase kommt eine zentrale Bedeutung zu, da hier auf Basis relativ limitierter Informationen überschlägig die wichtigsten Eigenschaften des Investments überprüft werden und entschieden wird, ob das Investment unmittelbar verworfen wird, oder als weiter prüfenswert eingestuft wird.

Anders als bei den bisherigen Studien zur Messung von Investorenpräferenzen lag der Fokus der vorliegenden Untersuchung darauf, die Präferenzmuster des gesamten Spektrums der im Markt aktiven Investoren(-gruppen) zu identifizieren und gegenüberzustellen. Die Untersuchungssubjekte dieser Studie umfassen neben domestischen auch ausländische Investoren unterschiedlichster Typisierungen und Anlagestrategien. Die vorliegende Untersuchung stellt somit die erste international vergleichende Studie von Präferenzmustern von Immobilieninvestoren dar.

Sechs zentrale Forschungsfragen bilden den Rahmen dieser Dissertation:

1. Welche sind die zentralen investitionsrelevanten Beurteilungskriterien eines Büroimmobilieninvestments, die potenzielle Investoren im Rahmen der Produktselektion berücksichtigen?

2. Unter denjenigen Beurteilungskriterien, welche der Investitionsentscheidung bei Büroimmobilieninvestments zugrunde liegen, welche Kriterien sind relativ die relevantesten für Investoren?

3. Gibt es Unterschiede bei den Präferenzmustern zwischen verschiedenen Investoren(-gruppen), und worauf sind diese Unterschiede zurückzuführen?

4. Welche präferenzhomogenen Investorengruppen lassen sich auf Basis der identifizierten Präferenzmuster eruieren?

5. Inwieweit ändern sich deren Präferenzmuster zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Immobilienzyklus und welche der Beurteilungskriterien sind zyklenresistent?

6. Inwieweit unterscheiden sich die von Investoren direkt kommunizierten Präferenzmuster von den tatsächlich aus ihren Investitionshandlungen ableitbaren Präferenzmustern?

Zur Beantwortung der ersten Forschungsfrage wurde eine Bestandsaufnahme der in der immobilienwirtschaftlichen Fachliteratur diskutierten potenziell beurteilungsrelevanten Kriterien im Rahmen von Immobilieninvestitionsentscheidungen durchgeführt (Kapitel 3). In einer anschliessenden empirischen Erhebung wurde mittels einer Kombination dreier Erhebungsverfahren (Dokumentenanalyse, Gruppeninterviews und Einzelinterviews mit Investmentmarktteilnehmern) das große Spektrum potenziell entscheidungsrelevanter Merkmale bei Büroimmobilieninvestitionen auf einen Satz von neun generisch beurteilungsrelevanten Attributen komprimiert (vgl. Kapitel 4). Zu diesen relevanten Merkmalen zählt die Lage des Objekts, dessen verkehrliche Erreichbarkeit, die Lebenszyklusphase des Gebäudes, die Flexibilität des Gebäudes,

die Mietvertragslaufzeit, der Vermietungsstand, die Mieterbonität, der Mietermix und das Mietniveau.

Zur Beantwortung der Forschungsfragen 2 bis 4 wurde in Kapitel 5 eine empirische Erhebung zur Ermittlung von Präferenzmustern im deutschen Markt aktiver Büroimmobilieninvestoren vollzogen. Hierzu wurde die sog. Choice-Based Conjointanalyse als in der aktuellen Forschungspraxis bedeutendste Methode indirekter Präferenzmessung angewandt, bei welcher mittels simulierter Produktauswahlentscheidungensaufgaben die Präferenzmuster individueller Investoren vor dem Hintergrund der zuvor ermittelten beurteilungsrelevanten Objektmerkmale erhoben wurden.

Neben den simulierten Produktauswahlentscheidungsaufgaben wurden von den Probanden diverse unternehmens- und probandenspezifische Eigenschaften, Einschätzungen und Einstellungen erhoben. Die unternehmens- und probandenspezifischen Variablen wurden zunächst anhand bivariater Signifikanzanalysen auf Abhängigkeiten untereinander getestet, um etwaige für die spätere Analyse der Präferenzmuster redundante Variablen bereits im Vorfeld auszuschließen. Die übrigen als potenziell segmentierungsrelevant erachteten Merkmalsvariablen wurden daraufhin als exogene Variablen im Rahmen einer a priori – Segmentierung herangezogen, um potenziell signifikante Unterschiede zwischen den Präferenzstrukturen der a priori-Segmente aufzudecken und zu erklären.

Es stellte sich heraus, dass der präferierte Investmentstil von Investoren unabhängig von deren Größe und auch deren geographischer Ansässigkeit ist: Einer räumlichen Distanz zum Zielmarkt begegnen die meisten Anleger durch Stationierung von Investmentmanagern sowie Unterhaltung eines Asset Managements im deutschen Zielmarkt. Auch hinsichtlich des Investorentyps war festzustellen, dass dieser nicht notwendigerweise mit dessen präferiertem Investmentstil zusammenhängt. Gerade die großen Kapi-

talsammelstellen können vielmehr diverse Investmentstile vertreten, je nachdem, was deren jeweilige Klientel bevorzugt.

Hinsichtlich der Charakteristika der Investmentmanager wurde empirisch nachgewiesen, dass deren Alter grundsätzlich mit der Dauer ihrer Investmenterfahrung korreliert ist. Gleichzeitg bedeutet deren längere Investmenterfahrung nicht zwangsläufig, dass sie sich auch vertrauter mit dem Zielmarkt fühlen. Bezogen auf die Dauer der Erfahrung mit dem deutschen Immobilienmarkt lässt sich jedoch festzustellen, dass diese mit der gefühlten Vertrautheit der Investoren mit diesem Markt in Zusammenhang steht. Ob der Investmentmanager dabei im Zielmarkt oder ausserhalb stationiert ist, scheint hierbei keine wesentliche Rolle zu spielen.

Zum Zeitpunkt der Erhebung ging der Großteil der Investmentmanager davon aus, dass sich der Immobilienmakrt an seiner zyklischen Spitze befand und sich das Marktumfeld in den kommenden zwei Jahren eher negativ entwickeln wird. Ein Zusammenhang zwischen der Markteinschätzung der Probanden und deren zuvor analysierten Charakteristika ließ sich empirisch nicht feststellen.

Im Rahmen der a priori-Segmentierung zeigte sich, dass sich anhand der als potenziell segementierungsrelevant erachteten exogenen Vatriablen keine präferenzmusterbezogen ausgeprägten Differenzen bzgl. der relativen Wichtigkeiten der beurteilungsrelevanten Objektmerkmale erklären ließen. So fanden sich weder bzgl. des Investorentyps (institutionell bzw. nicht-institutionell), der Dauer der Investmenterfahrung der Investmentmanager, deren Marktkenntnis in Deutschland noch deren erwarteter Marktentwicklung signifikante Präferenzunterschiede hinsichtlich der beurteilungsrelevanten Attribute für ein Büroimmobilieninvestment. Bzgl. der Variablen präferierter Investmentstil, präferiertes Investitionsvolumen, Standort des Investmentmanagers, Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten und Einschätzung des aktuellen Marktumfelds zeigten sich nur bei jeweils ein bis drei der neun

beurteilungsrelevanten Merkmale auffällige Präferenzdifferenzen. Anhand der vordefinierten probanden- und unternehmensbezogenen Segmentierungsmerkmale ließen sich somit in Bezug auf die relativen Wichtigkeiten der Attribute keine nachvollziehbaren relevanten Präferenzunterschiede feststellen.

Eine Ausnahme stellte aus sachlogischer Perspektive der präferierte Investmentstil dar, bei welchem gleichzeitig die meisten signifikanten Präferenzunterschiede gemessen wurden. Anhand der Analyse der aggregierten Teilnutzenverläufe der Merkmalsausprägungen der beurteilungsrelevanten Objektattribute für die unterschiedlichen Investmentstile konnte in dieser Studie bestätigt werden, dass die in der immobilienwirtschaftlichen Literatur diskutierten grundsätzlichen Präferenzdifferenzen zwischen den Vertretern der unterschiedlichen Investmentstile auch empirisch nachweisbar sind.

Um aus den erhobenen Präferenzdaten eindeutig präferenzdivergente Cluster zu ermitteln, wurden im Rahmen einer a posteriori-Segmentierung der Stichprobe die erhobenenen Teilnutzenwerte der individuellen Attributausprägungen auf Probandenebene herangezogen. Auch hier wurde zum Zwecke der genaueren Charakterisierung und zur möglichen Erklärung der Präferenzdivergenzen zwischen den Clustern untersucht, ob sich diese anhand der vorselektierten probanden- und unternehmensspezifischen Merkmale unterscheiden lassen.

Anhand der a posteriori – Segmentierung ließ sich die grundsätzliche Präsenz dreier unterschiedlicher Investorengruppen feststellen, welche unterschiedliche Präferenzen hinsichtlich der spezifischen Charakteristika von Investitionsimmobilien aufweisen:

- *Passive Investoren* mit einer hohen Risikoaversion, die solche Immobilien bevorzugen, welche aufgrund ihrer spezifischen

Attributausprägungen kurz- bis mittelfristig nur ein Minimum an Managementaufwand erfordern.

- *Managementaffine Investoren* mit einer geringeren Risikoaversion, die Objekte mit solchen Attributausprägungen bevorzugen, bei denen sie durch aktives Vermietungs- bzw. Objektmanagement kurz- bis mittelfristig aktiv Mehrwert generieren können.

- *Sonstig motivierte Investoren*, welche aus potenziell unterschiedlichsten Motivationen bereit sein können, hinsichtlich der Qualität der Attributausprägungen Kompromisse einzugehen, falls sich als Kompensation dafür ein anderer Mehrwert bietet. Der spezifische Mehrwert kann bei den unterschiedlichen Mitgliedern dieses Investorenclusters verschiedenartiger Natur sein.

Speziell bezogen auf Büroimmobilieninvestitionen in den deutschen Top 5 Märkten drücken sich deren Investitionspräferenzen im aktuellen Marktumfeld folgendermaßen aus:

- Die Anlegergruppe mit einem *passiven* Investmentstil bevorzugt bereits langfristig und an mehrere bonitätstarke Mieter möglichst voll vermietete, flexible Büroobjekte in verkehrlich gut angebundenen, zentralen Stadtlagen. Die Lebenszyklusphase der Immobilie spielt hierbei eine untergeordnete Rolle, wobei jedoch Immobilien mit kürzer zurückliegendem Baujahr bzw. Sanierungsdatum präferiert werden. Ein under-rent wird bevorzugt, da sich hierdurch im Rahmen zukünftiger Wiedervermietungen mögliche Mietsteigerungen generieren lassen.

- Die *managementaffinen* Anleger bevorzugen für einen möglichst kurzen Zeitraum an grundsätzlich mehrere Mieter vermietbare Büroobjekte, mit einem zum Erwerbszeitpunkt ho-

hen Leerstandsniveau, in verkehrlich gut angebundenen und weitgehend zentralen innerstädtischen- und Stadtteillagen. Um dem Anspruch an eine gute (Wieder-) Vermietbarkeit der Immobilie gerecht zu werden, wird eine zumindest mittlere Gebäudeflexibilität präferiert. In Bezug auf den Gebäudezustand stellen kürzlich erbaute bzw. voll sanierte Gebäude, wie auch kurzfristig sanierungsbedürftige Immobilien, attraktive Investitionsoptionen dar.

- Da *sonstig motivierte* Investoren bzgl. der beurteilungsrelevanten Objektattribute gegenüber passiven und managementaffinen Investoren eine höhere Bereitschaft zeigen, Kompromisse einzugehen, ist hier die Erfüllung weiterer nutzenstiftender Faktoren von Relevanz. Dies kann z. B. ein besonders günstiger Kaufpreis sein, oder auch z. B. die Befriedigung behaviouristischer Einflussfaktoren wie bspw. hohen Anlagedrucks, Herdentriebs, oder Umständen, bei denen der Investmentmanager als Agent seines Unternehmens bei der Investitionsentscheidung persönlich profitiert. Da derartige behaviouristische Einflussfaktoren sich in der vorliegenden Erhebung nicht eindeutig identifizieren ließen, sowie zudem zwischen Individuen stark unterschiedlich ausgeprägt sein können, lassen sich schlussfolgernd für die sonstig motivierten Investoren auch in Hinblick auf deren Präferenzen bei Büroimmobilieninvestments keine allgemeingültigen Aussagen treffen.

Die oben definierten, grundsätzlich für alle Märkte und Assetklassen geltenden präferenzmusterdivergenten Investmentansätze stellten sich als unabhängig von den vordefinierten probanden- und unternehmensspezifischen Merkmalen wie dem Investorentyp, dem präferierten Investitionsvolumen des Unternehmens, dem Standort des Investmentmanagers, dessen Investmenterfahrung und Kenntnis des deutschen Immobilienmarktes, dessen gefühlter Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten, seiner

Einschätzung des aktuellen Immobilienmarktumfeldes und dessen Erwartung an die zukünftige Marktentwicklung heraus.

Eine Verbindung zwischen den maximal präferenzmusterhomogenen Investorengruppen mit dem von ihnen bekundeten präferierten Investmentstil ist gegeben. Auffällig ist jedoch die Präsenz solcher Anleger in den ermittelten Segmentgruppen, welche hinsichtlich ihres bevorzugten Investmentstils aus sachlogischer Perspektive eher einer anderen Segmentgruppe zuzuordnen wären. Beispielsweise zeigt sich dies in der Anwesenheit solcher Subjekte unter den passiven Investoren, welche zwar nach eigenem Bekunden bevorzug in Value Added Investments investieren, jedoch anhand ihrer ermittelten Präferenzmuster einen weitgehend passiven, managementaversen Investitionsstil zu verfolgen scheinen.

Da die Segmentierung immobilienwirtschaftlicher Investmentstile anhand der Segmente Core, Core+, Value Added und Opportunistisch wie empirisch nachgewiesen keine aus verhaltenswissenschaftlicher Sicht eindeutig abgrenzbaren präferenzmusterhomogenen Investorengruppen repräsentieren kann, stellt der in dieser Arbeit herausgearbeitete präferenzmusterbasierte Segmentierungsansatz eine zusätzliche Möglichkeit dar, die verschiedenartiger Präferenzmuster der im Markt aktiven Investorengruppen aus behaviouristischer Perspektive zu erklären.

Für die Praxis bietet der in dieser Studie festgestellte präferenzmusterbasierte Segmentierungsansatz Hilfestellung, die Eigenschaften von Immobilien zielgruppengerecht so zu auszurichten und zu präsentieren, dass ein maximaler Verkaufserfolg gewährleistet wird:

Aus produktpolitischer Perspektive bieten die Untersuchungsergebnisse speziell Aufschluss darüber, welche Eigenschaften einer Büroimmobilie für die im Markt aktiven Anlegergruppen von größter Relevanz sind. So können Projektentwickler bei Neubauprojek-

ten, wie auch Bestandshalter im Rahmen des Asset Management, sich auf die Optimierung ausgewählter, präferenzrelevanter Eigenschaften ihrer Büroimmobilien fokussieren. Für die eindeutig charakterisierbaren präferenzmusterhomogenen Investorengruppen der passiven und der managementaffinnen Investoren sind die relativen Wichtigkeiten der relevantesten Beurteilungskriterien inklusive deren ideale Merkmalsausprägungen in Tabelle 6.1 gegenübergestellt.

Aus kommunikationspolitischer Perspektive bieten die Untersuchungsergebnisse Aufschluss darüber, welche ausgewählten Objektinformationen von Investoren im Rahmen der Erstansprache berücksichtigt werden, welche Relevanz speziell bei Büroimmobilien die Attribute für diese Investoren bei ihrer Investitionsauswahl einnehmen, und welche spezifischen Produkteigenschaften diesen potenziellen Käufern gegenüber kommuniziert werden müssen, damit ihnen der größtmögliche Produktnutzen präsentiert wird und sie das Investitionsangebot einer tieferen Prüfung unterziehen wollen.

Tabelle 6.1: Relative Wichtigkeiten und ideale Ausprägungen der wichtigsten beurteilungsrelevanten Kriterien bei der Erstprüfung eines Investments in Büroimmobilien in den deutschen Top 5 Märkten zum Zeitpunkt der Datenerhebung

	passive Investoren		managementaffine Investoren	
Attribut	*relative Wichtigkeit*	*ideale Attributausprägung*	*relative Wichtigkeit*	*ideale Attributausprägung*
Lage		CBD		CBD - Stadtteil
verkehrliche Erreichbarkeit		gut		gut
Mietniveau		under-rented		under-rented
Mietermix		multi-tenant		multi-tenant
Flexibilität		hoch		hoch
Vermietungsstand		> 90%		< 50%
Mietvertragslaufzeit		> 10 Jahre		< 5 Jahre
Mieterbonität		hoch		niedrig
Lebenszyklusphase		vor < 5 Jahren		vor < 5 Jahren & vor 10-15 Jahren

Ein Segmentierungsansatz anhand von im Markt beobachtbaren Präferenzmustern kann zwangsläufig nur eine Momentaufnahme

darstellen, da Präferenzen im Zeitablauf möglichen Veränderungen unterworfen sind. Um zu identifizieren, inwieweit die erhobenen Präferenzmuster resistent bzgl. zyklischer Veränderungen sind (Forschungsfrage 5), wurden mittels eines direkten Verfahrens der Präferenzmessung, der sog. Constant-Sum-Methode, die relativen Wichtigkeiten entscheidungsrelevanter Beurteilungsmerkmale im aktuell empfundenen, sowie im zukünftig erwarteten Marktumfeld erhoben.

Die aufgrund der möglichen methodenspezifischen Beschränkungen des Erhebungsverfahrens nicht eindeutig empirisch validierbaren Untersuchungsergebnisse deuten darauf hin, dass Investoren aller Investmentstile bei einer erwarteten negativen Marktentwicklung einen gesteigerten Wert auf die Qualität der Standortattribute legen, und gleichzeitig den Gebäudeattributen verhältnismäßig weniger Augenmerk schenken. Dies mag daran liegen, dass sich Gebäudeattribute grundsätzlich durch aktives Management der Immobilie ändern lassen, und Investoren somit selbst in schwierigen Marktphasen potenziell Wertschöpfung generieren können. In Bezug auf die Gestaltung von Standortattributen sind sie jedoch weitgehender Einflusslosigkeit unterworfen. Einig war sich der Großteil der Investoren, dass die verkehrliche Erreichbarkeit der Immobilie in der Zukunft eine größere Rolle einnimmt, irrespektive, wie sich der Markt zyklisch entwickelt.

Bei den Cashflowattributen zeigte sich der erwartbare Effekt, dass bei den Investoren, welche einen vergleichsweise passiven Managementansatz verfolgen, in schwächeren Marktphasen die relative Wichtigkeit der Mietvertragslaufzeit und der Mieterbonität proportional stärker steigt als bei managementaffineren Investoren. Bzgl. des Mietniveaus und des Mietermix zeigte sich bei allen Investoren eine grundsätzliche Zyklenresistenz. So bleibt deren Präferenz für under-rented und an mehrere Mieter vermietbare Objekte in allen Marktphasen weitgehend gleich.

Ein Vergleich der im Rahmen der Constant-Sum-Erhebung direkt ausgedrückten Präferenzen mit den aus den simulierten Investitionsauswahlentscheidungen ermittelten tatsächlichen Präferenzen diente der Klärung der Frage, ob Investoren bei Auswahlentscheidungen tatsächlich nach denselben Präferenzmustern entscheiden, welche sie Dritten gegenüber – bspw. der Anbieterseite – behaupten zu verfolgen (Forschungsfrage 6). Differenzen zwischen kommunizierten und tatsächlichen Präferenzen zeigten sich zu unterschiedlichen Graden bei allen beurteilungsrelevanten Attributen, wobei weder über die Gesamtstichprobe, noch auf Investmentstilebene aggregiert, ein klares Muster dieser Abweichungen erkennbar war. Die grundsätzliche Präsenz dieser Abweichungen lässt zumindest die Folgerung nicht ausschliessen, dass Investoren bei Investitionsauswahlentscheidungen nicht nach denselben Präferenzmustern entscheiden, welche sie in einer direkten Befragung zum Ausdruck bringen. Ob sich Investoren dieser Differenzen nicht bewusst sind, oder sie bewusst die Wichtigkeit bestimmter Attribute stärker in den Vordergrund stellen, lässt sich anhand dieser methodenbedingt nicht eindeutig validierbaren Ergebnisse nicht final klären.

6.2 Ausblick und Themen für zukünftige Forschung

Diese erste international vergleichende Studie von Präferenzmustern von Immobilieninvestoren ermöglichte die empirische Analyse der Präferenzen nicht nur eines ausgewählten Segments von Investoren, sondern eines allumfassenden Spektrums aktiver Marktteilnehmer.

Bedingt durch die typologische Eingrenzung des Forschungsgegenstands in der vorliegenden Untersuchung auf Investitionsentscheidungen bei Büroimmobilieninvestments, sowie die geographische Eingrenzung auf die deutschen Top 5 Märkte, bietet sich die Durchführung weiterer Studien mit anderen Assetklassen und in anderen Märkten an, um anhand der erhobenen Daten markt- und immobilientypbezogene Gemeinsamkeiten und Differenzen im Detail analysieren zu können. Eine Wiederholung der Studie zu anderen Marktphasen würde desweiteren empirisch validierbare Erkenntnisse hinsichtlich der Veränderlichkeit von Präferenzmustern im Verlauf des Immobilienzyklus ermöglichen.

Aufgrund der stichprobenbedingt teilweise geringen Fallzahlen ließen sich im Hinblick auf einige unternehmens- und probandenbezogene Eigenschafts-, Einschätzungs- und Einstellungsausprägungen keine empirisch validierbaren Erkenntnisse gewinnen. So ließen sich zum Beispiel investorentypbezogene Präferenzmuster nur auf der aggregierten Ebene der institutionellen und nicht-institutionellen Investoren analysieren. Gleiches galt bspw. für die geographische Herkunft der Unternehmen, deren präferenzbezogene Auswirkungen sich nur auf geographisch stark zusammengefasster Ebene auswerten ließen. Die Wiederholung der empirischen Erhebung mit einer größeren Probandenzahl könnte ggf. empirische Erkenntnisse auf einem Niveau geringerer Granularität ermöglichen.

Dem Investmentmanager als Individuum kommt im Rahmen der Erstprüfung von Investitionsangeboten eine zentrale Rolle zu. Die Präsenz von Interessenskonflikten zwischen Investmentmanagern und deren Arbeitgebern in Form abweichender Investitionsauswahlpräferenzen lässt sich nicht grundsätzlich ausschliessen. Der Grad der Unterbindung von Interessenskonflikten sowie der Sicherstellung der Interessensgleichheit zwischen dem Investmentmanager und dessen Arbeitgeber ist mutmaßlich bei unterschiedlichen Marktteilnehmern verschiedenartig ausgeprägt und lässt sich bislang nicht empirisch bemessen. Weiterführende experimentelle Untersuchungen hierzu könnten Gegenstand zukünftiger Forschungsvorhaben sein.

Im Rahmen ihrer Immobilieninvestitionsentscheidungen können Investmentmanager zudem potenziell zu verschiedenen Graden dem Einfluss unterschiedlichster verhaltenswissenschaftlicher Faktoren unterliegen. Wie in Abschnitt o beschrieben wurde der Einfluss von Emotionen, heuristischen Vereinfachungen, Selbstbetrug und sozialer Interaktion in vielen wirtschaftlichen Entscheidungssituationen bereits experimentell nachgewiesen. Im immobilienwirtschaftlichen Bereich erstreckten sich derartige experimentelle Untersuchungen bislang jedoch nur auf limitierte Phänomene.

Vor dem Hintergrund der Erkenntnisse dieser Studie stellt sich die Frage, welche zusätzlichen urteilsbeeinflussenden – möglicherweise behaviouristischen – Faktoren bei den einzelnen Investmentmanagern im Rahmen der Investitionsauswahlentscheidungen präsent waren. Obschon besonders offensichtlich bei denjenigen Investmentmanagern, die anhand ihrer Investitionsentscheidungen keine aus sachlogischer Perspektive eindeutig nachvollziehbaren Präferenzmuster aufwiesen (Cluster 3), so kann auch bei den Probandengruppen mit sachlogisch klarer definierten Präferenzstrukturen der Einfluss derartiger Einflussfaktoren nicht ausgeschlossen werden. Weiterführende experimentelle Untersu-

chungen mit Investmentmanagern könnten solche behaviouristischen Faktoren aufdecken und somit ein zukünftig tieferes Verständnis des "human factor" bei Immobilieninvestitionsentscheidungen ermöglichen.

Aus verhaltenswissenschaftlicher Perspektive gilt es auch den Einfluss des Erfahrungsschatzes von Investmentmanagern auf deren Präferenzmuster näher zu beleuchten: Aufgrund der überwiegend langjährigen Erfahrung der in der Stichprobe vertretenen Investmentmanager ließ sich in der vorliegenden Untersuchung dessen Einfluss auf das Entscheidungsverhalten nicht empirisch analysieren. Anbieten würde sich eine vergleichende experimentelle Untersuchung von Investmentmanagern unterschiedlicher Erfahrungsniveaus, bzw. zwischen Experten und Nicht-Experten.

Insgesamt bieten sich viele Anknüpfungspunkte für künftige Untersuchungen, in denen die komplexen Zusammenhänge im Rahmen von Immobilieninvestitionsentscheidungen näher beleuchtet werden können.

Immobilieninvestitionsentscheidungen werden tangiert durch vielfältige Einflüsse im Zusammenspiel zwischen rationalen und emotionalen Faktoren. Durch eine zunehmend breitere und tiefere Datenbasis werden diese Einflüsse in empirischen Analysen mehr und mehr transparent.

7 Anhang

Anhang I – Angewandte Methoden qualitativer Marktforschung

Anhang II – Interviewleitfäden

Anhang III – Güteprüfung des faktoriellen Designs der CBC-Analyse

Anhang IV – Exemplarisches Erhebungsdesign

Anhang V – Zusätzliche Auswertungstabellen zur empirischen Erhebung

7.1 Anhang I – Angewandte Methoden qualitativer Marktforschung

Dokumentenanalyse

Bei der Dokumentenanalyse werden Sekundärquellen mittels eines bereits im Vorfeld definierten, standardisierten Kategoriensystems untersucht. Dieses basiert in der Regel auf wissenschaftlich-theoretischen Vorüberlegungen sowie einschlägigem Alltagswissen des Forschers. Der Forscher sucht in jedem Dokument nach den Ausprägungen von zuvor definierten Variablen.[511] Prinzipiell, so die Zahl der untersuchten Dokumente dies zulässt, lässt sich die Erhebung statistisch auswerten.

Die prozessualen Schritte bei der Dokumentenanalyse sind nachfolgend in Abbildung 7.1 dargestellt:

[511] Vgl. Lamnek (2010), S. 456.

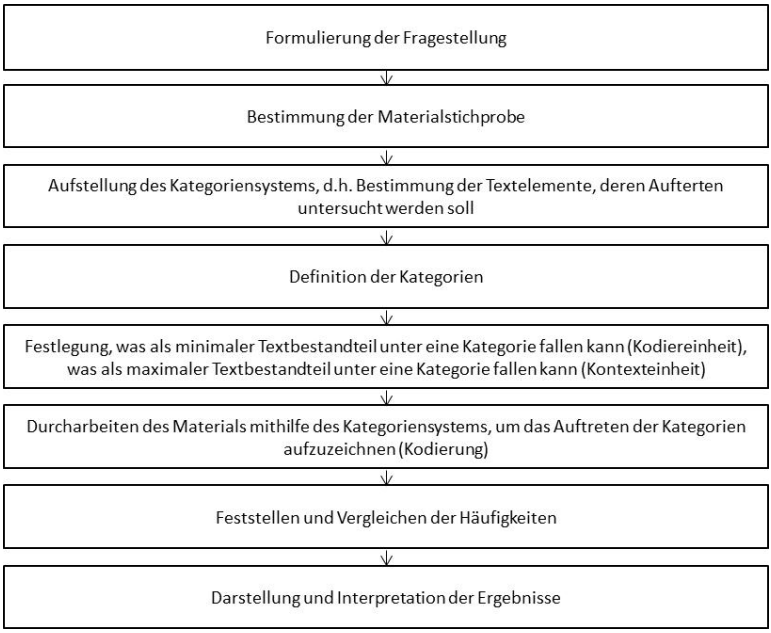


Abbildung 7.1: Ablaufschema der Dokumentenanalyse[512]

Zum Zweck der Identifikation präferenzrelevanter Attribute und –ausprägungen ist die Dokumentenanalyse in der Regel nicht spezifisch genug für den betreffenden Untersuchungshintergrund, weshalb eine Kombination mit weiteren Erhebungsverfahren unter Nutzung von Primärquellen empfohlen wird.[513]

Einzelinterview

In der Literatur wird dem Einzelinterview eine Vielzahl von ähnlichen, wenn auch nicht identischen Erhebungsverfahren zugeordnet, wobei eine deutliche Abgrenzung der einzelnen Erhebungsverfahren aufgrund begrifflicher Unschärfen und teilweise nur

[512] Eigene Darstellung in Anlehnung an Mayring (2010), S. 15.
[513] Vgl. Weiber/Mühlhaus (2009), S. 49 ff.

semantischer inhaltlicher Unterschiede nicht unbedingt nachvollziehbar ist.[514]

Beim Einzelinterview handelt es sich um eine persönliche, mündliche Befragung, bei welcher die Befragten auf offen formulierte Fragen frei ihre Antworten formulieren können.[515] Das qualitative Interview ist typischerweise nicht standardisiert[516], wobei Ablauf und Inhalt des Gesprächs nur mittels eines Leitfadens grob strukturiert sind.[517] Aufgrund der Nähe des qualitativen Einzelinterviews zur alltagssprachlichen Kommunikation schwankt dessen Dauer situationsbezogen erheblich und lässt sich im Vorfeld nicht absehen.[518]

Als Instrument der explorativen Marktforschung bezweckt das qualitative Einzelinterview mit Experten (sog. Experteninterview), im Gespräch mit Personen, welche sich bzgl. des Forschungsobjekts mit besonderem Fachwissen auszeichnen, eine möglichst umfassende und vollständige Sammlung individueller Sachinformationen deskriptiv zu erfassen.[519]

---

514 Vgl. Lamnek (2010), S. 326. Lamnek hat in der Fachliteratur bis zu 18 unterschiedliche Bezeichnungen für qualitative Interviewverfahren identifiziert. Lamnek (2010), S. 350, unterscheidet selber zwischen sechs Formen des qualitativen Interviews: dem narrativen Interview, dem episodischen Interview, dem problemzentrierten Interview, dem fokussierten Interview, dem Tiefen- oder Intensivinterview sowie dem rezeptiven Interview. Kuß (2012), S. 142 unterscheidet zwischen Experteninterview, problemzentriertem Interview und narrativem Interview, während Kepper (2000), S. 167 f., zwischen dem explorativen Interview, dem psychologischen Tiefeninterview und dem fokussierten Interview unterscheidet. Kuß (2012), S. 142, weist darauf hin, dass die verschiedenen Formen qualitativer Interviews methodisch gegenüber dem Tiefeninterview keine besonders weitreichenden Unterschiedlichkeiten haben.

515 Vgl. Koch (2012), S. 49.

516 Vgl. Kepper (2000), S. 165.

517 Vgl. Kuß (2012), S. 140.

518 Vgl. Lamnek (2010), S. 323.

519 Vgl. Kuß (2012), S. 37, Lamnek (2010), S. 305 und Kepper (2000), S. 167.

Die Biographie des befragten Individuums tritt im Expertengespräch in den Hintergrund. Stattdessen werden die Forschungssubjekte als Handelnde innerhalb des von ihnen repräsentierten Funktionsfeldes befragt.[520]

Aufgrund des Umfangs der im qualitativen Interview erhaltenen Informationen wird eine Protokollierung mit Tonband bzw. mit Video empfohlen.[521] Zudem erleichtert eine Überführung der Ton- und Bildaufnahmen in eine schriftliche Form durch Transkription die Auswertung der erhobenen Daten.[522]

Gruppeninterview

Die Gruppendiskussion als Form des qualitativen Interviews ist durch die gleichzeitige Befragung von mehreren Auskunftspersonen charakterisiert, denen Interaktion untereinander gestattet ist. Im Vergleich zum Einzelinterview bietet die Gruppendiskussion den Vorteil, dass die Interaktion innerhalb der Gruppe zu intensiven Auseinandersetzungen mit dem gegebenen Sachverhalt stimuliert und somit eine Vielfalt von Meinungsäußerungen und Ideen provoziert.[523] Zudem erhält man durch den Diskurs der Gruppenteilnehmer Zugang zu kollektiven Orientierungen und Wissensbeständen.[524]

[520] Vgl. Mey/Mruck (2011), S. 364 und Bohnsack u. a. (2003), S. 57.

[521] Vgl. Lamnek (2010), S. 323.

[522] Vgl. Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 161.
Kowal/O´Connell (2012), S. 438 betonen, dass in Transkripten nicht nur die verbalen Äußerungen der Untersuchungssubjekte, sondern auch deren nichtsprachliches Verhalten dokumentiert werden sollten, sodass für die spätere Datenauswertung alle Sinnzusammenhänge und Besonderheiten des Gesprächs transparent verfügbar sind. Damit stellen sie eine sinnvolle Ergänzung zu elektronischen Aufnahmen dar.

[523] Vgl. Kuß (2012), S. 134ff, Weis/Steinmetz (2012), S. 134, Koch (2012), S. 51 und Berekoven u. a. (2009), S. 90.

[524] Vgl. Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 106.

Die Gruppendiskussion wird unter Leitung eines geeigneten, psychologisch geschulten Diskussionsleiters anhand eines zuvor definierten Themenkatalogs moderiert.[525] Eine Protokollierung kann mit Tonband oder Video erfolgen,[526] wobei zusätzlich empfohlen wird, wichtige Sachverhalte zu notieren sowie das Aufgezeichnete durch Transkription zu verschriften.[527]

Der Gruppendiskussion kommt in der explorativen Forschung eine hohe Relevanz zu, insbesondere dann, wenn zu einem bestimmten Thema bisher wenige Erkenntnisse vorliegen bzw. das Forschungsthema von großer Komplexität gekennzeichnet ist.[528] Im Vorfeld einer quantitativen Studie eignet sich die Gruppendiskussion besonders, um relevante Inhalte sowie sprachlich adäquate Ausdrucksformen zu identifizieren.[529]

Als potenzielle Schwäche der Gruppendiskussion gilt, dass sich während der Gruppeninteraktion eine Gruppennorm herausbilden kann, sodass individuelle Teilnehmer davon Abstand nehmen, gegenüber dieser Gruppennorm abweichende Ansichten zu vertreten.[530] Zudem können aufgrund der Diskussionsdynamik vom individuellen Teilnehmer der Gruppendiskussion generell weniger Informationen erhalten werden als dies in einem Einzelinterview der Fall wäre, da einzelne Teilnehmer zu bestimmten Aspekten ggf. nicht oder nur unvollständig zu Wort kommen können.[531]

Um die o. g. Schwächen der Gruppendiskussion als isoliertem Erhebungsverfahren zu kompensieren wird eine Kombination mit

[525] Vgl. Berekoven u. a. (2009), S. 91 und Kuß (2012), S. 137.
[526] Vgl. Berekoven u. a. (2009), S. 91.
[527] Vgl. Lamnek (2005), S. 156. Zu der Methodik der Transkription vgl. Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 160–172.
[528] Vgl. Blank (2011), S. 295 und Kühn/Koschel (2010), S. 31.
[529] Vgl. Blank (2011), S. 295. Dies gilt offensichtlich auch für das qualitative Einzelinterview.
[530] Vgl. Weis/Steinmetz (2012), S. 134.
[531] Vgl. Kuß (2012), S. 137.

anderen Erhebungsverfahren wie z. B. dem qualitativen Einzelinterview nahegelegt.[532]

Die angemessene Zahl der Teilnehmer hängt von der Komplexität des Untersuchungsproblems und der Intensität der Auseinandersetzung mit dem Thema ab. Während bei sehr komplexen Themen kleinere Gruppen mit fünf bis sechs Teilnehmern als zielführend erachtet werden, so werden größere Gruppen bis zu 10 Teilnehmern in dem Falle präferiert, dass das Ziel die Identifikation eines möglichst breiten Spektrums von Meinungen ist.[533]

Hinsichtlich der Zusammensetzung der Gruppe ist von besonderer Relevanz, dass alle Teilnehmer eine Beziehung zum vorgegebenen Untersuchungsthema haben.

Bezüglich der Ausprägung der sozialen und psychischen Merkmale der Gruppenmitglieder wird heterogenenen Gruppen eine intensivere Auseinandersetzung mit dem vorgegebenen Thema attestiert. Während bei heterogenen Gruppen ein breites Spektrum an unterschiedlichen Meinungen und Erfahrungen erhoben werden kann,[534] werden bei homogenen Gruppen häufig schneller übereinstimmende Meinungen generierert.[535]

Die Anzahl der durchzuführenden Gruppendiskussionen richtet sich nach der Fragestellung und dem Erkenntnisziel der Untersuchung. Um der Gefahr eines zufälligen Untersuchungsergebnisses zu entgegnen, sollten jedoch mehr als eine Gruppendiskussion durchgeführt werden, selbst in dem Falle dass die Homogenität der

[532] Vgl. Lamnek (2010), S. 430.
[533] Vgl. Berekoven u. a. (2009), S. 91, Kepper (2000), S. 173, Koch (2012), S. 51, Blank (2011), S 306 und Weis/Steinmetz (2012), S. 134.
[534] Vgl. Blank (2011), S. 293 und Vgl. Kuß (2012). S. 138.
[535] Vgl. Kuß (2012), S. 138.

Gruppe bzw. die Quotenanforderungen eine einzige Gruppendiskussion rechtfertigen sollten.[536]

Rolle des Interviewerleitfadens

Sowohl bei der Gruppendiskussion als auch beim qualitativen Einzelinterview bedient sich der Interviewer in der Regel eines Interviewerleitfadens. Dieser soll das der qualitativen Marktforschung zugrunde liegende Prinzip der Offenheit wahren, gleichzeitig aber die für das Forschungsinteresse notwendige Strukturierung der Erhebung gewährleisten.[537] So gilt es, bereits im Vorfeld fest ausformulierte Fragestellungen zu vermeiden, sodass spontan auf die Bedürfnisse der Befragten eingegangen werden kann. Um die für den Interviewverlauf notwendige Flexibilität zu gewährleisten sollte zudem auf eine fest definierte Reihenfolge der Fragen verzichtet werden. Zweck des Leitfadens ist primär, dem Interviewer zu ermöglichen, die im Vorfeld festgelegten Untersuchungsinhalte zu passenden Zeitpunkten in das Interview einzubeziehen,[538] sodass die Probanden im Rahmen der Befragung zu allen relevanten Aspekten Informationen geben.[539]

Qualitative Stichprobenkonzepte

Bei der qualitativen Forschung steht nicht die statistische Verallgemeinerbarkeit einer Stichprobe auf eine Population im Mittelpunkt,[540] sondern der Wunsch, anhand der Stichprobe möglichst detailliert Aufschluss über einen definierten Untersuchungsgegen-

[536] Vgl. Blank (2011), S. 307. Hierzu auch Lamnek (2005), S. 109.
[537] Vgl. Helfferich (2011), S. 182.
[538] Vgl. Kepper (2000), S. 166.
[539] Vgl. Gläser/Laudel (2010), S. 41. Detaillierte Handlungsanweisungen zur Strukturierung eines Interviewerleitfadens finden sich bei Helfferich (2011), S. 178–190) sowie Kühn/Koschel (2010), S. 97–131 und Gläser/Laudel (2010), S. 138–146.
[540] Vgl. Schreier (2011), S. 245. Hierzu auch Lamnek (1993), S. 92 und Kuß (2012), S. 37 und Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 176.

stand zu gewinnen und diesen in allen relevanten Facetten zu beleuchten.[541]

Entsprechend spielen im Bereich der qualitativen Forschung auch andere Formen der Stichprobenziehung eine Rolle als bei der quantitativen Marktforschung.[542] Hier kommen insbesondere nonprobabilistische Verfahren der Stichprobenauswahl zum Tragen, bei welchen die Auswahl der Untersuchungssubjekte auf Basis mehr oder weniger subjektiver Entscheidungen des Forschers getroffen wird.[543]

Hierzu zählt insbesondere die absichtsvolle (bewusste) Stichprobenziehung. Diese verfolgt das Ziel, genau diejenigen informationshaltigen Fälle systematisch auszuwählen, die im Hinblick auf die Fragestellung besonders bedeutsam und aufschlussreich sind.[544]

Die Anwendung theoriengesteuerter bewusster Stichprobenziehung setzt voraus, dass der Forscher bereits vor Beginn der Ziehung des Samples über ein gewisses Vorwissen über den Untersu-

[541] Vgl. Merkens (2012), S. 291 und Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 176.

[542] Vgl. Schreier (2011), S. 245.

[543] Vgl. Weis/Steinmetz (2012), S. 88.

[544] Vgl. Schreier (2011), S. 245 und Kelle/Kluge (2010), S. 56
Es wird zwischen theoriengesteuerten und datengesteuerten Verfahren der absichtsvollen Stichprobenziehung unterschieden. Beide Verfahrenstypen zielen darauf ab, die Untersuchungseinheiten so zu bestimmen, dass diejenigen Merkmale, welche für den Untersuchungsgegenstand relevant sind, in der Stichprobe in ausrei-chender Weise verteten sind. Beide Verfahrenstypen unterscheiden sich jedoch darin, zu welchem Zeitpunkt im Forschungsprozess der Forscher in der Lage ist, die für die Analyse des Untersuchungsgegenstands wichtigen Charakteristika der zu Befragenden zu identifizieren und so die Zusammensetzung der Stichprobe zu spezifizieren. Während bei datengesteuerten Verfahren die Zusammensetzung der Stichprobe aufgrund des ursprünglich noch geringen Kenntnisstands des Forschers erst zum Ende des Erhebungsprozesses präzisiert wird, so wird diese bei den theoriegesteuerten Verfahren bereits beim Untersuchungsbeginn bestimmt (vgl. Schreier (2011), S. 246f). Zur Auswahl der Interviewpartner siehe auch Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 134.

chungsgegenstand verfügt, welches auf Ergebnissen vorheriger Untersuchungen oder einschlägigem Alltagswissen basieren kann.[545]

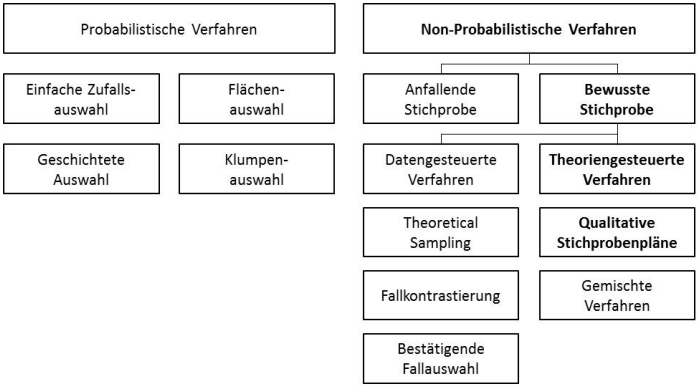


Abbildung 7.2: Systematik der Stichprobenverfahren [546]

Wenn bereits vor Beginn der Feldphase Kenntnisse über relevante Charakteristika der Forschungssubjekte vorliegen, so lässt sich mittels eines sog. qualitativen Stichprobenplans eine bewusste Auswahl der Forschungssubjekte prozessual strukturieren.

Zur Erstellung eines qualitativen Stichprobenplans wird zunächst definiert, welche Merkmale der Probanden sich voraussichtlich auf den zu untersuchenden Sachverhalt auswirken, welche Merkmale somit zu einer Variation der Perspektiven bzgl. des zu untersuchenden Sachverhalts beitragen. Daraufhin wird eine Auswahl derjenigen Merkmalsausprägungen vollzogen, die in dem Stichprobenplan inkludiert werden sollen, und die Merkmale und deren Ausprägungen dann in einer Kreuztabelle kombiniert.

[545] Vgl. Kelle/Kluge (2010), S. 38f. Hierzu auch Schreier (2011), S. 249.

[546] Eigene Darstellung in Anlehnung an Koch (2012), S. 22, Weis/Steinmetz (2012), S. 88 und Schreier (2011), S. 244.

Bzgl. des Umfangs der definierten Stichprobe ist sicherzustellen, dass sämtliche hypothetisch relevanten Merkmale in ausreichender Anzahl in Form von Einzelfällen vertreten sind.[547]

Als Gütekriterium für qualitative Stichproben ersetzt die „innere Repräsentation" das Kriterium der Repräsentativität.[548] Diese ist erreicht, wenn sowohl der Kern des Feldes des Samples gut vertreten ist, als dort auch abweichende Vertreter in ausreichendem Maße repräsentiert sind. So sollte das Sample neben als typisch geltenden Fällen auch maximal unterschiedliche Fälle beinhalten.[549]

Als Indikator dafür, ob auf Basis der Stichprobe eine Verallgemeinerung der Erkenntnisse legitim ist, gilt das Saturierungsprinzip. Die Stichprobe gilt dann als saturiert, wenn durch zusätzliche Befragungen keine weiteren Erkenntnisse mehr gewonnen werden können. Das Saturierungsprinzip lässt sich in der Praxis nur umsetzen, wenn der Umfang des Samples nicht vorab zahlenmäßig begrenzt wird, sondern solange zusätzliche Fälle in die Stichprobe aufgenommen werden, bis alle relevanten Gesichtspunkte und Perspektiven auch tatsächlich durch die Erhebung erfasst sind. [550]

[547] Vgl. Lamnek (2010), S. 171 f., Schreier (2010), S. 245 und Kelle/Kluge (2010), S. 55. Zum qualitativen Stichprobenplan siehe auch Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 179.

[548] Vgl. Helfferich (2011), S. 173.

[549] Vgl. Merkens (2012), S. 291.
Kleine Stichproben, welche ein breites Spektrum an Merkmalsausprägungen der zu Untersuchenden aufweisen und ggf. auch Extremgruppen einschliessen, sind sinnvoller als große Stichproben, welche wenig Variation aufweisen und so den Forschungsgegenstand nur einseitig und ohne Grenzbereiche beleuchten. Durch das geregelte Auswahlverfahren muss jedoch sichergestellt sein, dass alle für die Untersuchung relevanten Merkmalskombinationen in der Stichprobe zahlenmäßig hinreichend vertreten sind, sodass theoretisch relevante Verzerrungen verhindert werden (vgl. Kleinig (2011), S. 210, Witt (2001). o. S. und Kelle/Kluge (2010), S. 41).

[550] Vgl. Helfferich (2011), S. 174 und Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 182. Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 182 definieren das „Saturierungsprinzip" als „theoretische Sättigung".

Auswertung qualitativer Erhebungen

Im Gegensatz zu quantitativen Formen der Erhebung sind die Ergebnisse qualitativer Erhebungsformen durch eine prinzipielle Unschärfe charakterisiert, wobei sich im erhobenen Datenmaterial sowohl relevante Informationen befinden, als auch redundante Informationen.[551] Ziel der qualitativen Auswertungsmethoden ist somit, genau diejenigen Informationen zu gewinnen, welche für den Forschungsgegenstand von Relevanz sind.

Eine nach forschungspraktischen Aspekten vollzogene Kategorisierung qualitativer Auswertungsmethoden findet sich bei Gläser/Laudel (2010), welche zwischen freier Interpretation, sequenzanalytischen Methoden, Kodieren und qualitativer Inhaltsanalyse unterscheiden (vgl. Abbildung 7.3).[552]

[551] Vgl. Gläser/Laudel (2010), S. 41.
[552] Ibid, S. 42 ff.

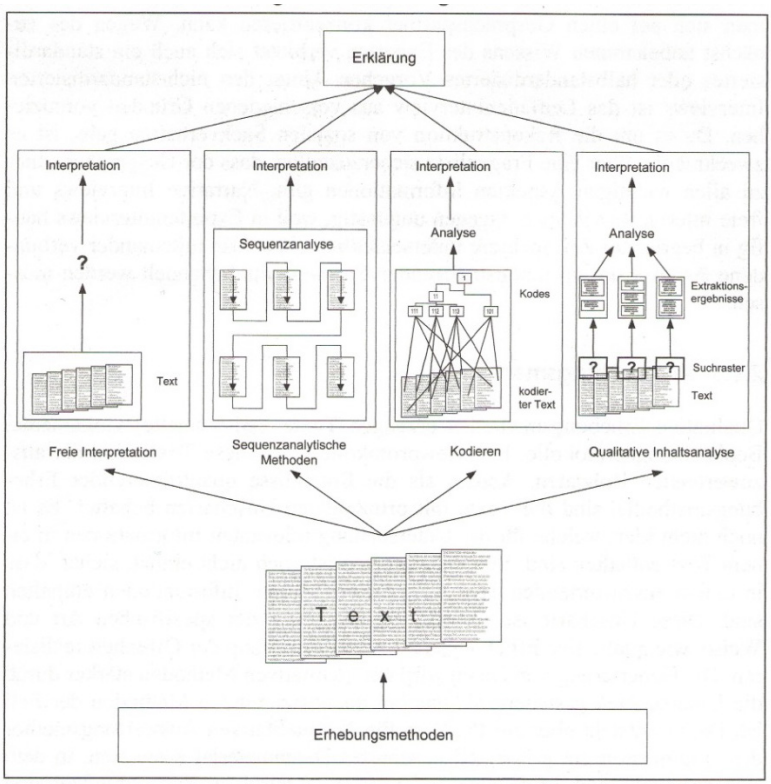


Abbildung 7.3: Klassifizierung qualitativer Auswertungsmethoden [553]

Freie Interpretation: Für diese in der wissenschaftlichen Praxis weit verbreitete Form der qualitativen Auswertung bestehen keine dezidierten Verfahrensregeln. Vielmehr liegt es im freien Ermessen des Forschers, die im transkribierten Text vorhandenen empirischen Daten zu interpretieren und zusammenzufassen. Eine Nachvollziehbarkeit, auf welche Weise Schlussfolgerungen aus den im Text erhaltenen Daten getroffen wurden, ist nicht gegeben, wes-

[553] Vgl. Gläser/Laudel (2010), S. 42.

halb der wissenschaftliche Wert der freien Interpretation fragwürdig ist.[554]

Sequenzanalytische Methoden: Hierbei werden transkribierte Texte hinsichtlich thematischer und zeitlicher Verknüpfungen analysiert.[555] Aufgrund des hohen analytischen Aufwands finden sequenzanalytische Methoden in der Forschungspraxis jedoch eher selten Anwendung.[556]

Qualitative Inhaltsanalyse: Bei der qualitativen Inhaltsanalyse werden die Untersuchungsergebnisse mittels eines vom Forscher ex ante definierten Kategorienschemas auf relevante Informationen hin analysiert. Diese Informationen werden extrahiert, den Kategorien des Kategorienschemas zugeordnet und separiert von den ursprünglichen Daten der Untersuchung in weiteren Analyseschritten analysiert, ggf. umgewandelt und/oder mit anderen Informationen synthetisiert.[557]

Kodieren: Hierbei werden aus den Interviewdokumentationen bezogene Daten, die relevante Informationen enthalten, mit einem sogenannten Kode (entweder in Form eines Stichworts oder einer Ziffer) markiert.[558] Mittels des Kodierens wird ein empirisches Phänomen, repräsentiert durch eine Textstelle, begrifflich „auf den Punkt gebracht“ und durch die Zuordnung zu einer Klasse von

[554] Ibid, S. 42 f.

[555] Hierzu zählen zum einen die Narrationsanalyse, bei welcher die Anordnung sowie werden zunächst vom Forscher alle potenziell denkbaren Interpretationen generiert und diese daraufhin auf ihre Übereinstimmung mit den in den transkribierten Verknüpfung von Teilabschnitte der transkribierten Texte analysiert wird. Bei der objektiven Hermeneutik Texten erhaltenen Daten überprüft, sodass nach und nach die nichtadäquaten Interpretationen verworfen werden (vgl. Lamnek (1993), S. 218 ff. sowie Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 217 ff.).

[556] Vgl. Gläser/Laudel (2010), S. 43.

[557] Ibid. Weiteres zur qualitativen Inhaltsanalyse findet sich in Lamnek (1993), S. 205 ff.

[558] Vgl. Przyborski/Wohlrab-Sahr (2010), S. 201.

Begriffen beschrieben, verstanden und ggf. auch erklärt.[559] Idealerweise werden solche Kodes genutzt, die direkt aus dem sprachlichen Gebrauch des Untersuchungsfelds stammen.[560]

Strukturierung der Datenauswertung

Zur Auswertung der in den Gruppen- und Einzelinterviews der ersten und zweiten Erhebungsphase gewonnenen Daten wurde ein fünfstufiger Auswertungsprozess für qualitative Interviews vollzogen.

Das im Rahmen der Dokumentenanalyse identifizierte Kategoriensystem von investitionsrelevanten Beurteilungskriterien mit den Attributklassen Markt & Standortattribute, Objektattribute, Cashflowattribute und sonstige Attribute wurde als Kategorisierungsraster für die Auswertung der in den Interviews erhobenen qualitativen Daten zugrunde gelegt. Während der Interviews wurden die genannten Attribute auf Karteikarten notiert,[561] die Karteikarten nach Finalisierung der Interviews der ersten und zweiten Erhebungsphase ausgewertet[562] und dem Kategoriensystem zugeordnet. Attribute, welche im Rahmen der Dokumentenanalyse zuvor nicht identifiziert worden waren, wurden als weitere potenziell investitionsrelevante Attribute in das Auswertungsraster eingefügt.[563]

559 Vgl. Kelle/Kluge (2010), S. 61 sowie Schmidt (2012), S. 451.

560 Vgl. Böhm (2012), S. 478.

561 Die Karteikarten wurden den Probanden während des Interviews vorgelegt und ihnen die Möglichkeit gegeben, Begrifflichkeiten ggf. weiter zu präzisieren.

562 Hiermit erübrigte sich das als erste Stufe des fünfstufigen Auswertungsprozesses vorgeschlagene intensive und wiederholte Lesen bzw. Hören von Transkripten bzw. Mitschnitten zur Bestimmung der Auswertungskategorien.

563 Wie schon im Rahmen der Dokumentenanalyse so wurden auch bei der Auswertung der Karteikarten synonyme oder semantisch ähnliche Begriffe zusammengefasst. Attribute, welche sich nicht klar einer Attributgruppe zuordnen ließen, wurden nach eigenem Ermessen der adäquatesten Attributgruppe zugeordnet.

Um einen Überblick über die Häufigkeitsverteilungen der genannten Attribute zu gewinnen, wurden die erwähnten Attributnennungen in einer quantifizierenden Materialübersicht ausgewertet. Mittels des Kategoriensystems wurden die Transkripte bzw. Tonbandmitschnitte der Interviews zudem thematisch auf für die Erkenntnisfindung relevante Wortbeitrage durchsucht. Relevante Zitate wurden verschriftet und den entsprechenden Attributen im Auswertungsraster zugeordnet, was eine strukturierte Auswertung der qualitativen Aussagen ermöglichte. Die im Rahmen der dritten Erhebungsphase generierten Daten wurden analog der beschriebenen Vorgehensweise analysiert.

7.2 Anhang II – Interviewleitfäden

Leitfaden für Gruppeninterviews: Differenzierung von Objektattributen

Einführungsphase/Warm-Up

Kurze persönliche Vorstellung jedes Teilnehmers (5–10 Min)

Zur Person: Wie lange arbeitet er schon in der Immobilienbranche, wieviel Zeit davon als Investment Manager bzw. als Asset Manager

Zum Arbeitgeber: In was für Objekte investiert der Arbeitgeber des Teilnehmers, in welchen Zielmärkten und mit welchem Risikoprofil? Wer sind die Geldgeber ihres Fonds?

Frage an jeden einzelnen Investment Manager unter den Teilnehmern (5–10 Min)

Wie läuft bei Ihnen ein typischer Investmentprozess ab? Wer prüft die Angebote, aus wem besteht das Investment Committee, wie wird letztendlich entschieden? Wie wichtig ist Portfolio Theory bei Investitionsentscheidungen?

Frage an jeden einzelnen Teilnehmer (5–10 Min)

Welche Investment Performance Measures gibt es für Ihren Fond? Warum ist das so?

abschließende Frage ans Gremium: Gibt es noch andere Measures, die für Investoren wichtig sein könnten?

Hauptteil

Frage ans Gremium: Wenn Sie den potenziellen Erwerb einer Büroimmobilie prüfen, welche Eigenschaften dieser Immobilie sind für Ihre Investitionsentscheidung wichtig? (15 Min)

Präsentation von Stimuli: Foto einer Topimmobilie im Stadtkern, einer Stadtkarte von Frankfurt auf der verschiedene Bürostandorte mit roten Punkten gekennzeichnet sind, symbolische Darstellung des Immobilienzyklus

Während Teilnehmer brainstormen halten 2 Assistenten die Stichpunkte auf Karteikarten fest und fixieren diese auf einem Whiteboard

Wenn von Teilnehmern keine weiteren Ideen kommen, Präsentation des nächsten Stimulus (Bild von nicht so guter Büro-immobilie mit Leerstand); Wiederholung des 2. Schrittes

Wenn von Teilnehmern keine weiteren Ideen kommen, Präsentation des nächsten Stimulus (Bild einer sanierungsbedürftigen Immobilie in sekundärer Lage); Wiederholung des 2. Schrittes

Alle Stichpunkte bleiben am Whiteboard sichtbar

Bitte an Teilnehmer, sich in Zweiergruppen zusammenzutun. Frage an die Zweiergruppen: Wenn Sie einen Satz von 5–8 Attributen generieren müssten, der die wichtigsten Attribute, die für Sie für eine Büroimmobilie wichtig sind, zusammenfassen sollten – was wären diese?

Jede Gruppe bekommt Karteikarten und ein Flipchart, an dem sie die Karten anbringen können. Jede Gruppe soll sich in eine eigene Ecke zurückziehen und unbeaufsichtigt arbeiten (10 Min)

Bitte an jede Gruppe, die Ergebnisse anhand des Flipcharts zu präsentieren. (25 Min)

Fragen an jede Gruppe während ihrer Präsentation:

Was für eine Immobilie haben Sie gerade vor Augen?

Was wäre, wenn es eine andere Immobilie wäre? Wären andere Attribute für Sie relevant?

Was wäre, wenn diese Immobilie in einem für Sie unbekannten Markt Läge? Wären andere Attribute für Sie relevant?

Frage ans Gremium: Offensichtlich sind für unterschiedliche Objekt- und Investorentypen und Investitionspräferenzen unterschiedliche Attribute wichtig. Wenn Sie einen Satz von 5-8 Attributen generieren müssten, der für alle unterschiedlichen Objekt-, Investorentypen und Investitionspräferenzen gemein-gültig und relevant wäre, wir würde der aussehen? (15 Min)

Abschlussteil

Bitte an jeden einzelnen Teilnehmer, das Gruppenergebnis zu kommentieren (15 Min)

gesamt: 110 Minuten

Leitfaden für Einzelinterviews: Differenzierung von Objektattributen

Einführungsphase/Warm-Up

Einführung

Dieses Interview dient dazu, ein grundlegendes Verständnis für Entscheidungsprozesse von Immobilieninvestoren zu gewinnen, und auch dafür, welche Objektattribute für Investoren primär relevant sind. Am Ende wird ein generischer Satz von Objektattributen und -ausprägungen stehen, der auf der Basis der erfolgten Interviews entwickelt wurde.

Die Auswertung wird komplett anonym durchgeführt, und ich werde keine Fragen stellen, die in irgendeiner Form politisch sensibel sind, auch werden in diesem Interview keinerlei Geschäftsgeheimnisse Ihres Arbeitgebers diskutiert werden.

Kurze persönliche Vorstellung

Name

Alter

Wie lange bereits in der Immobilienbranche tätig?

In welchem Bereich genau sind Sie dort tätig?

Seit wann als Investment Manager bzw. als Asset Manager tätig?

Was sind Schwerpunkte Ihrer Tätigkeit?

In was für Objekte investiert Ihr Arbeitgeber?

In welchen Zielmärkten und mit welchem Risikoprofil?

(Wer sind die Geldgeber ihres Fonds?)

Entscheidungsprozesse

Wie läuft bei Ihnen ein typischer Investmentprozess ab?

Wer prüft die Angebote, aus wem besteht das Investment Committee?

Wie wird letztendlich entschieden?

Welche Rolle spielt Portfolio Theory bei Ihren Investitionsentscheidungen?

Achten Sie bei Ihrer Investitionsentscheidung auf vorgesetzte Objekt-attribute?

Hauptteil: Abgrenzungen von Objektattributen

Wenn Sie den potenziellen Erwerb einer Büroimmobilie prüfen, welche Eigenschaften dieser Immobilie sind für Ihre Investitionsentscheidung wichtig?

Bitte zu jeder Eigenschaft einen Satz zur ersten Erläuterung des Gemeinten

Begriffe auf Papierschnipsel notieren

Präsentation von Stimuli zur Vertiefung

Sind schon alle relevanten Attribute genannt worden oder fallen Ihnen noch welche ein?

ggf. Vorgabe weiterer Eigenschaften durch den Moderator

Sortingaufgabe

Wie würde man diese Eigenschaften gruppieren? Warum?

Bitte immer konkret: Was für eine Immobilie hat man gerade vor Augen?

Welche Kategorien sieht man denn?

Was wäre, wenn diese Immobilie in einem für Sie unbekannten Markt läge? Wären andere Attribute für Sie relevant?

Wo sind Schnittmengen?

Bei welchen Attributen wird es knifflig/gibt es möglicherweise Überschneidungen/Abhängigkeiten? Warum?

Abgrenzungen der relevantesten Objektattribute

Offensichtlich sind für unterschiedliche Objekt- und Investorentypen und Investitionspräferenzen unterschiedliche Attribute wichtig.

Wenn Sie einen Satz von fünf bis acht Attributen generieren müssten, der für alle unterschiedlichen Objekt- und Investorentypen sowie Investitionspräferenzen gemeingültig und relevant wäre, wie würde der aussehen?

Wie sieht es mit der Attributrelevanz in der Praxis aus? Worauf würden Sie besonders achten? Warum?

Wenn das Objekt in einer anderen Stadt als _____ liegen würde, wären die Attribute anders, oder würden sie andere Relevanz haben? Warum?

Was wäre, wenn Sie als Investor nicht aus Deutschland kommen würden und mit den deutschen Markt noch nicht vertraut wären (z. B. naher Osten, Asien, Americas)? Wären die Attribute anders, oder würden sie andere Relevanz haben? Warum?

Wären die Attributrelevanzen anders für einen Core-Investor als für einen opportunistischen Investoren? inwiefern und warum?

7.3 Anhang III – Güteprüfung des faktoriellen Designs der CBC-Analyse

Ein optimal effizientes faktorielles CBC-Design schätzt alle Teilnutzen mit maximaler Präzision. Dies ist dann der Fall, wenn die Standardabweichung der Schätzungen so gering wie möglich ist, vor dem Hintergrund der Anzahl der Gesamtbeobachtungen (Probanden x Choice Tasks), der Anzahl der Produktkonzepte pro Choice Task und der Präferenzen der Probanden.

Die CBC-Software SSI Web von Sawtooth Software verfügt über zwei Testmodi: Die Default Test Design Funktion testet die separate Effizienz der Schätzungen des faktoriellen Designs auf Ebene der Merkmalsausprägungen. Die Advanced Test Funktion simuliert fiktive Probandenantworten und misst die Standardabweichungen sowie die sog. D-Efficiency, welche die relative Präzision des Designs im Vergleich zu anderen potenziellen Designs darstellt.[564] Zum Test des für diese Studie genutzten faktoriellen Designs wurden beide Testmodi genutzt.

Der für das faktorielle Design dieser Studie generierte Default Test Design Report zeigt, dass von der Software 150 Versionen des CBC-Fragebogens erstellt wurden. Jede Version beinhaltet 15 individuelle Choice Tasks, sodass insgesamt 2.250 Choice Tasks generiert wurden.

[564] Vgl. Sawtooth Software (2007), S. 364 ff. und S. 413 ff.

Tabelle 7.1: Default Test Design Report

CBC Design Efficiency Test, Copyright Sawtooth Software, 2/03/2015 12:28:36 PM

Task generation method is 'Complete Enumeration' using a seed of 1. Based on 150 version(s). Includes 2250 total choice tasks (15 per version). Each choice task includes 2 concepts and 9 attributes.
A Priori Estimates of Standard Errors for Attribute Levels

Att/Lev	Freq.	Actual Ideal Effic.
1 1	1107	(this level has been deleted)
1 2	1131	0.0564
1 3	1131	0.0560
1 4	1131	0.0566
2 1	1506	(this level has been deleted)
2 2	1505	0.0420
2 3	1489	0.0463
3 1	1125	(this level has been deleted)
3 2	1125	0.0523
3 3	1125	0.0513
3 4	1125	0.0516
4 1	1500	(this level has been deleted)
4 2	1500	0.0422
4 3	1500	0.0422
5 1	1125	(this level has been deleted)
5 2	1125	0.0512
5 3	1125	0.0520
5 4	1125	0.0519
6 1	1175	(this level has been deleted)
6 2	1075	0.1262
6 3	1075	0.1251
6 4	1175	0.0556
7 1	1500	(this level has been deleted)
7 2	1500	0.0422
7 3	1500	0.0422
8 1	2201	(this level has been deleted)
8 2	2299	0.1162
9 1	1500	(this level has been deleted)
9 2	1500	0.0422
9 3	1500	0.0422

Die Spalte „Freq." zeigt an, wie oft jede Attributausprägung in dem faktoriellen Design repräsentiert ist. Optimal effiziente Designs sind durch eine perfekt balancierte Anzahl von Ausprägungen innerhalb der jeweiligen Attribute gekennzeichnet, was bei dem faktoriellen Design bis auf minimale Abweichungen bei vier der neun Attribute der Fall ist.

Die Spalte „Effic." stellt die relative Effizienz des Designs dar. Die Designeffizienz reicht von geringster Effizienz (0,0) bis höchster Effizienz (1,0).[565] Durch Ausschluss bestimmter Ausprägungskombinationen kann die Effizienz des faktoriellen Designs negativ beeinflusst werden. Da die Probanden im Rahmen des Pre-Tests des CBC-Fragebogens darauf aufmerksam machten, dass die Merkmalskombinationen CBD-Lage und schlechte verkehrliche Erreichbarkeit sowie Single Tenant und 50–70 % vermietet und 70–90 % vermietet in der Realität nicht anzutreffen seien, wurden diese Kombinationen für die CBC-Studie ausgeschlossen (siehe hierzu Kapitel 4.3). Während die Effizienz der Schätzwerte für 27 Attributausprägungen bei mindestens 0,83 liegt, ergibt sich bedingt durch den Ausschluss der Merkmalskombinationen eine lediglich geringe Effizienz der Schätzwerte für die drei Attributausprägungen Multi-Tenant, 50–70 % vermietet und 70–90 % vermietet. Abgesehen von diesem Sondereffekt zeichnet sich das für die Studie generierte faktorielle Design auf Basis des Default Test Design Report somit durch eine hohe Effizienz aus.

[565] Die Spalte „Actual" gibt die geschätzten Standardabweichungen für das generierte faktorielle Design an. Die Spalte „Ideal" gibt die relative Effizienz des Designs für die Schätzung jedes Parameters an, unter der Prämisse, dass das Designs präzise orthogonal ist und über eine identische Anzahl von Beobachtungen verfügt. Die Spalte „Effic." zeigt die relative Effizienz des Designs für die Schätzung der Parameter, im Vergleich zu dem hypothetisch präzise orthogonalen Design (kalkuliert als Quadratwurzel ihrer Relation).

Die Schätzwerte sind jedoch lediglich approximativer Natur. So treten laut Sawtooth Software bei kleinen Stichproben häufig Anomalien auf – zumindest eine starke Variabilität der Schätzwerte – welche jedoch nicht von Relevanz sind. [566] Beispielsweise zeigt der Effizienztest bei vier Merkmalsausprägungen geringere geschätzte Standard-abweichungen für das von der Software generierte faktorielle Design ("Actual") als für das präzise orthogonale Design ("Ideal").

Der Advanced Test Report ermittelt die absolute Präzision der Parameterschätzungen bei aggregierter Messung, basierend auf den kombinierten Elementen Designeffizienz und Stichprobenumfang (Probanden x Choice Tasks). Hierzu werden von der Software die Antworten einer vordefinierten Zahl von Probanden zu diesen Choice Tasks simuliert. Für den Advanced Test wurde davon ausgegangen, dass 120 Probanden an der CBC-Studie teilnehmen werden. Die Testergebnisse sind in Tabelle 7.2 dargestellt:

Tabelle 7.2: Advanced Test Report

Logit Report with Simulated Data

Main Effects: 1 2 3 4 5 6 7 8 9
Build includes 120 respondents.

Total number of choices in each response category:

Category	Number	Percent
1	876	48.67%
2	906	50.33%
3	18	1.00%

There are 1800 expanded tasks in total, or an average of 15.0 tasks per respondent.

Iter 1 Log-likelihood = -1522.30987
Iter 2 Log-likelihood = -1392.48575
Iter 3 Log-likelihood = -1347.37141

[566] Vgl. Sawtooth Software (2007), S. 414 ff.

Iter 4 Log-likelihood = -1333.07618	Chi Sq = 1288.85188	RLH = 0.47683
Iter 5 Log-likelihood = -1329.65914	Chi Sq = 1295.68596	RLH = 0.47773
Iter 6 Log-likelihood = -1329.16013	Chi Sq = 1296.68398	RLH = 0.47787
Iter 7 Log-likelihood = -1329.12049	Chi Sq = 1296.76326	RLH = 0.47788
Iter 8 Log-likelihood = -1329.11848	Chi Sq = 1296.76727	RLH = 0.47788
Iter 9 Log-likelihood = -1329.11840	Chi Sq = 1296.76744	RLH = 0.47788
Iter 10 Log-likelihood = -1329.11840	Chi Sq = 1296.76745	RLH = 0.47788

*Converged

Effect	Std Err
1	-0.02494 0.05704
2	-0.01638
3	0.01103
4	0.03028
5	0.05079
6	-0.00040
7	-0.05039
8	-0.00103
9	0.06473
10	-0.03228
11	-0.03143
12	0.04150
13	0.01944
14	-0.06094
15	-0.04831
16	0.04769
17	0.00945
18	-0.00883 0.05038
19	0.09288
20	-0.09613
21	0.00259
22	0.00065
23	-0.03596
24	0.01141
25	0.02455
26	-0.07374
27	0.07374
28	-0.03467
29	0.02393
30	0.01074
31	-3.89571

The strength of design for this model is 521.36832 (The ratio of strengths of design for two designs reflects the D-Efficiency of one design relative to the other.)

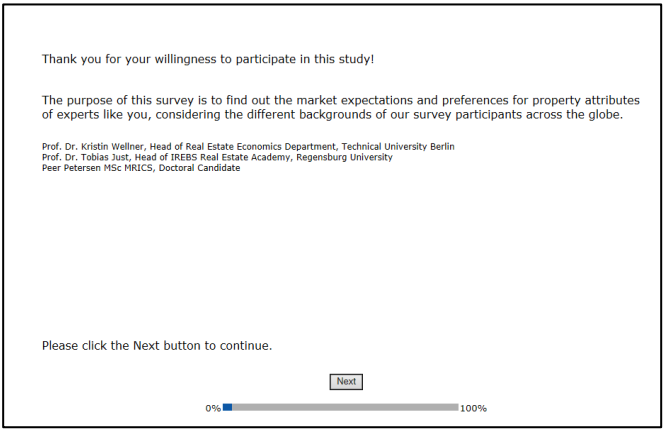
Laut Sawtooth Software verfügt ein faktorielles Design dann über genügend Präzision, wenn die Standardabweichungen der Ausprägungen innerhalb eines Attributs weitgehend äquivalent und zudem nicht größer als 0,05 sind.[567]

Während das erste Gütekriterium bei dem generierten faktoriellen Design uneingeschränkt erfüllt ist, so zeigt sich auch beim Advanced Test, dass durch den Ausschluss dreier Ausprägungskombinationen die Effizienz des Designs beeinflusst wird: Während bei 24 Merkmalsausprägungen die Standardabweichungen bei unter 0,05 bzw. lediglich leicht darüber liegen, werden bei den vier Ausprägungen des Attributs Vermietungsstand und den zwei Ausprägungen des Attributs Single/Multi Tenant Standard-abweichungen von mehr als 0,09 geschätzt.

Die D-Effizienz, welche zusammenfasst, wie präzise das faktorielle Design die relevanten Parameter im Vergleich zu anderen potenziellen faktoriellen Designs schätzt, beträgt 521.36832. Die D-Effizienz ohne Berücksichtigung von Kombinationsausschlüssen beträgt jedoch 603.95525, was den durch diesen Effekt bedingten Verlust an Effizienz des faktoriellen Designs quantitativ belegt.

[567] Die Analysedaten in den Spalten “Effect” sowie “t Ratio” sind zur Analyse der Qualität des faktoriellen Designs nicht heranzuziehen, da beim Advanced Test lediglich beliebige Daten aus den Choice Tasks generiert wurden (vgl. Sawtooth Software (2007), S. 418).

7.4 Anhang IV – Exemplarisches Erhebungsdesign


Thank you for your willingness to participate in this study!

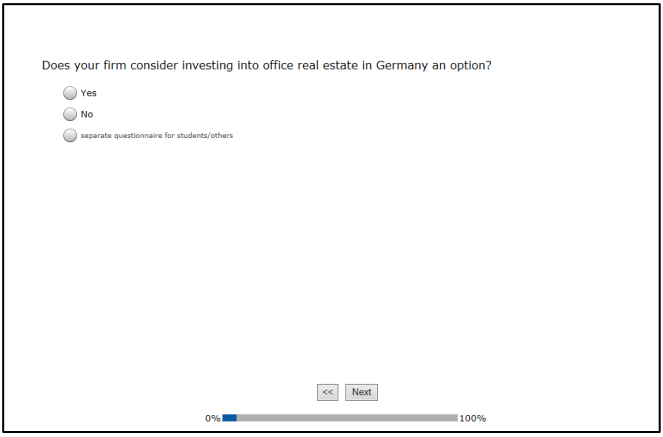
The purpose of this survey is to find out the market expectations and preferences for property attributes of experts like you, considering the different backgrounds of our survey participants across the globe.

Prof. Dr. Kristin Wellner, Head of Real Estate Economics Department, Technical University Berlin
Prof. Dr. Tobias Just, Head of IREBS Real Estate Academy, Regensburg University
Peer Petersen MSc MRICS, Doctoral Candidate

Please click the Next button to continue.

Next

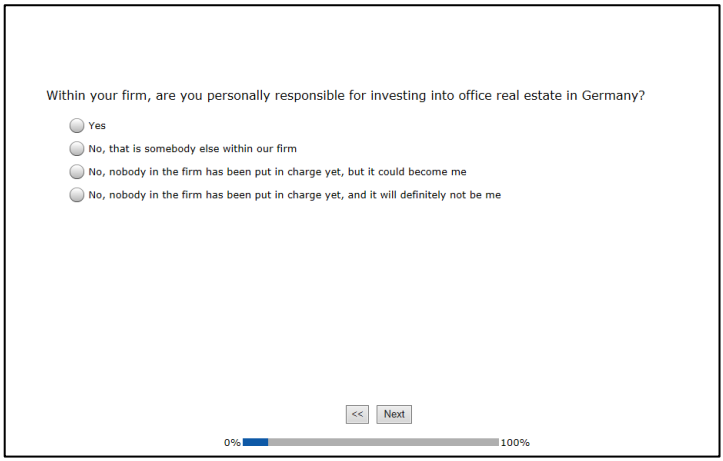
0% 100%

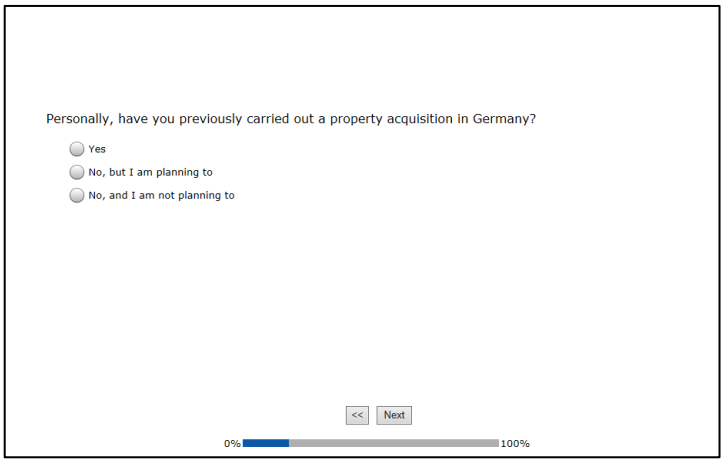

Does your firm consider investing into office real estate in Germany an option?

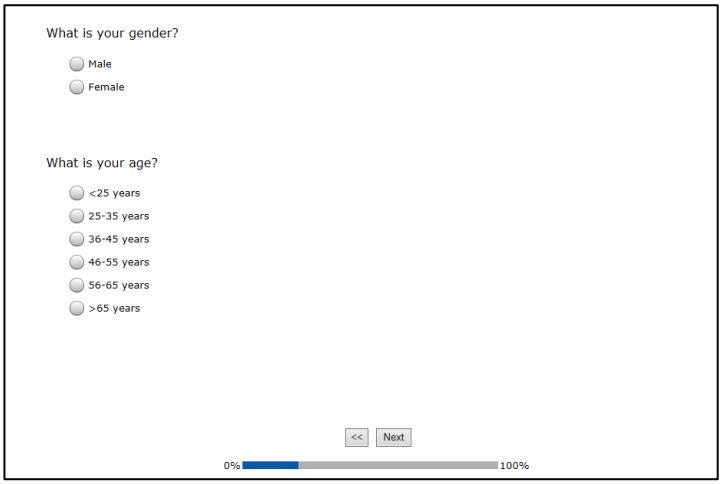
- Yes
- No
- separate questionnaire for students/others

<< Next

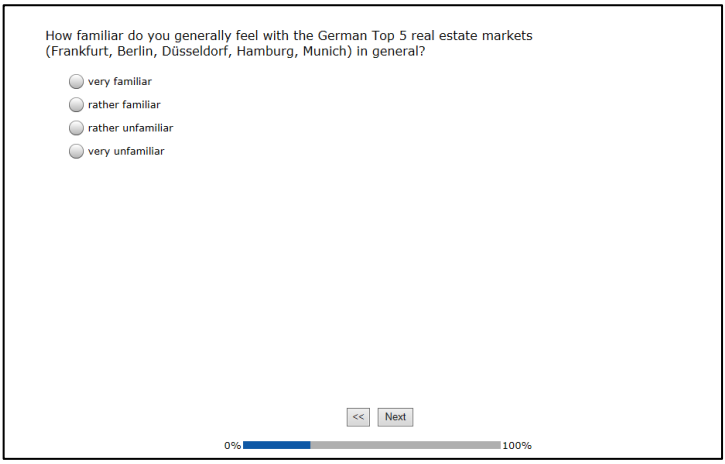
0% 100%

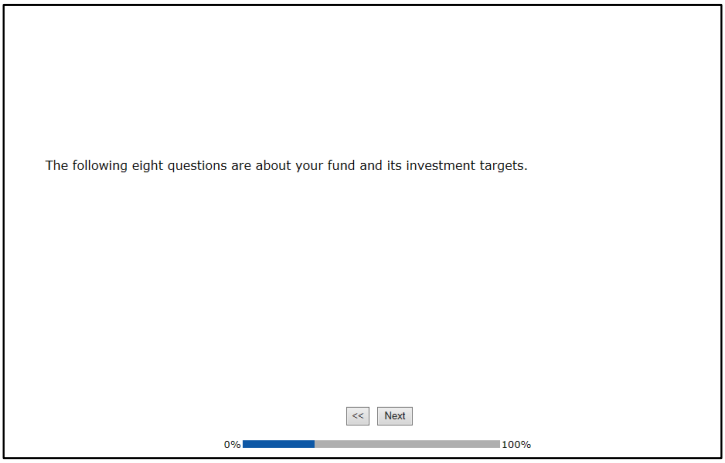

Within your firm, are you personally responsible for investing into office real estate in Germany?
Yes
No, that is somebody else within our firm
No, nobody in the firm has been put in charge yet, but it could become me
No, nobody in the firm has been put in charge yet, and it will definitely not be me
<<
Next
0%
100%

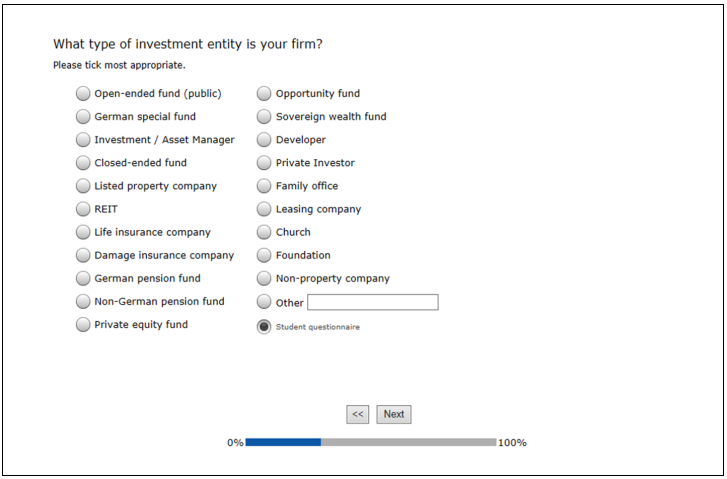

Personally, have you previously carried out a property acquisition in Germany?
Yes
No, but I am planning to
No, and I am not planning to
<<
Next
0%
100%


What is your gender?
Male
Female
What is your age?
<25 years
25-35 years
36-45 years
46-55 years
56-65 years
>65 years
<<
Next
0%
100%

How many years of real estate investment experience do you have?
none
<1 year
1-2 years
3-5 years
5-10 years
>10 years
How many years have you been following the German real estate market?
not at all yet
<1 year
1-2 years
3-5 years
5-10 years
>10 years
<<
Next
0%
100%


How familiar do you generally feel with the German Top 5 real estate markets (Frankfurt, Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Munich) in general?
very familiar
rather familiar
rather unfamiliar
very unfamiliar
<<
Next
0%
100%


The following eight questions are about your fund and its investment targets.
<<
Next
0%
100%



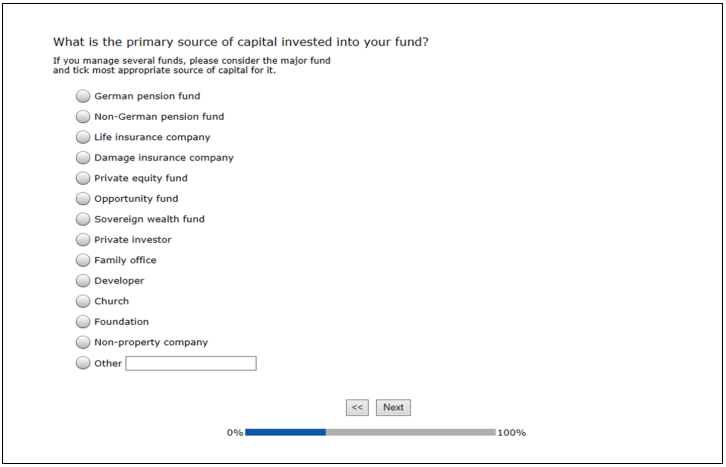
What type of investment entity is your firm?

Please tick most appropriate.

- Open-ended fund (public)
- German special fund
- Investment / Asset Manager
- Closed-ended fund
- Listed property company
- REIT
- Life insurance company
- Damage insurance company
- German pension fund
- Non-German pension fund
- Private equity fund
- Opportunity fund
- Sovereign wealth fund
- Developer
- Private Investor
- Family office
- Leasing company
- Church
- Foundation
- Non-property company
- Other
- Student questionnaire

<< Next

0% 100%



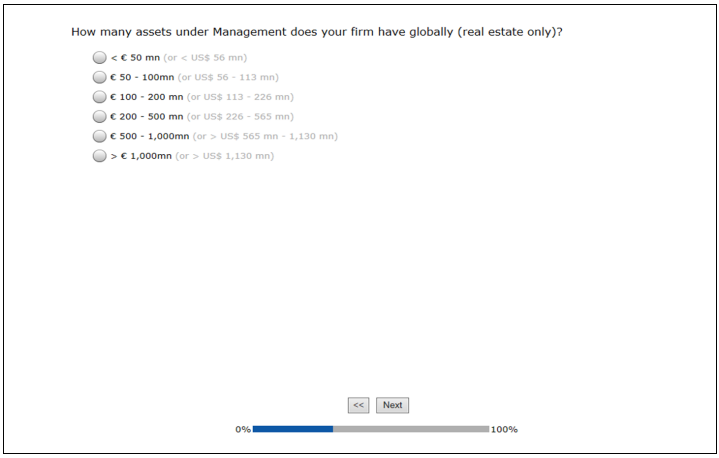
What is the primary source of capital invested into your fund?

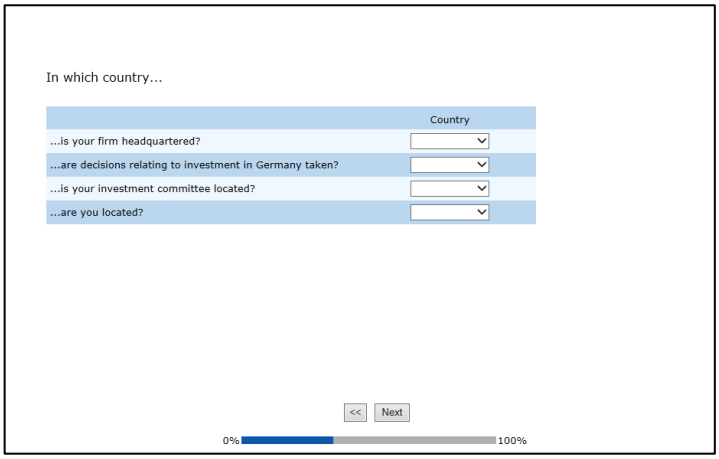
If you manage several funds, please consider the major fund and tick most appropriate source of capital for it.

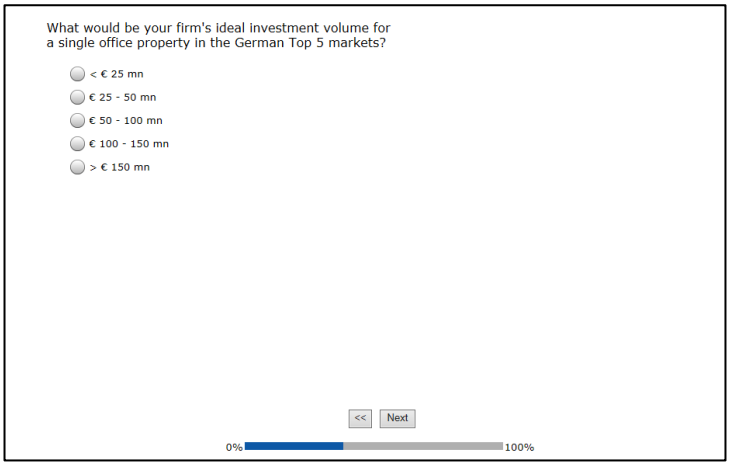
- German pension fund
- Non-German pension fund
- Life insurance company
- Damage insurance company
- Private equity fund
- Opportunity fund
- Sovereign wealth fund
- Private investor
- Family office
- Developer
- Church
- Foundation
- Non-property company
- Other

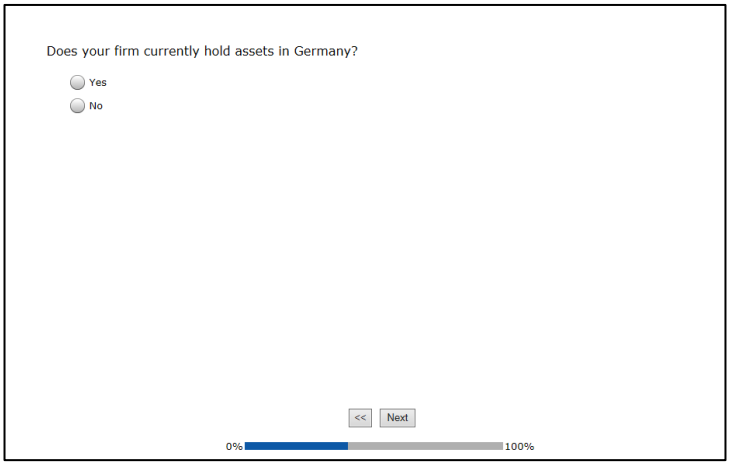
<< Next

0% 100%

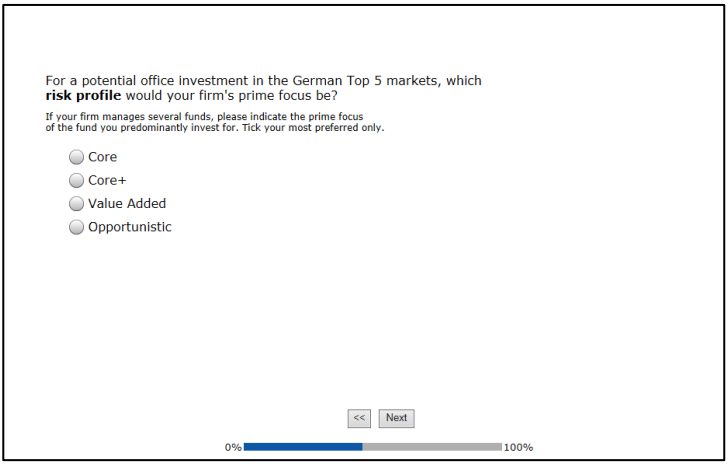

How many assets under Management does your firm have globally (real estate only)?
< € 50 mn (or < US$ 56 mn)
€ 50 - 100mn (or US$ 56 - 113 mn)
€ 100 - 200 mn (or US$ 113 - 226 mn)
€ 200 - 500 mn (or US$ 226 - 565 mn)
€ 500 - 1,000mn (or > US$ 565 mn - 1,130 mn)
> € 1,000mn (or > US$ 1,130 mn)
<< Next
0%
100%

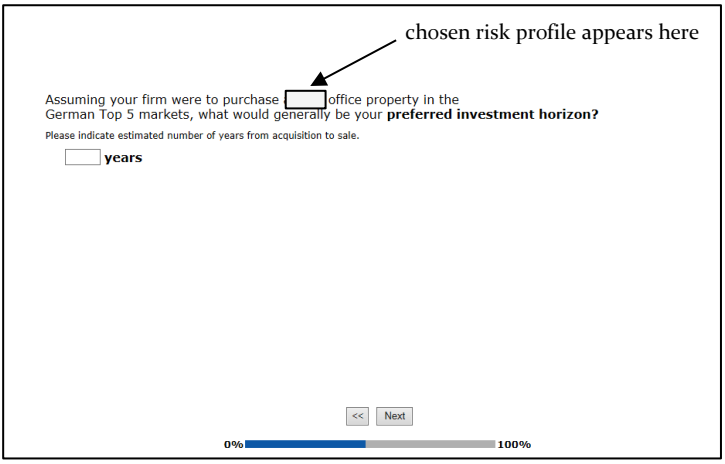

In which country…
Country
…is your firm headquartered?
…are decisions relating to investment in Germany taken?
…is your investment committee located?
…are you located?
<< Next
0%
100%

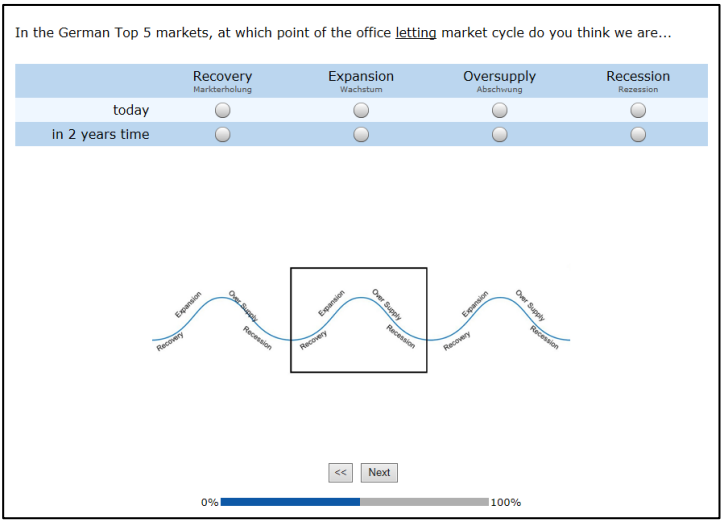

What would be your firm's ideal investment volume for a single office property in the German Top 5 markets?
< € 25 mn
€ 25 - 50 mn
€ 50 - 100 mn
€ 100 - 150 mn
> € 150 mn
<<
Next
0%
100%


Does your firm currently hold assets in Germany?
Yes
No
<<
Next
0%
100%

Do you have an Asset Management platform in Germany?
yes, we have our own Asset Management platform in Germany
yes, we work with an external Asset Manager in Germany
no, we do not need an Asset Management platform in Germany
<<
Next
0%
100%

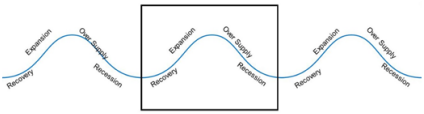

For a potential office investment in the German Top 5 markets, which risk profile would your firm's prime focus be?
If your firm manages several funds, please indicate the prime focus of the fund you predominantly invest for. Tick your most preferred only.
Core
Core+
Value Added
Opportunistic
<<
Next
0%
100%


chosen risk profile appears here
Assuming your firm were to purchase office property in the German Top 5 markets, what would generally be your **preferred investment horizon?**
Please indicate estimated number of years from acquisition to sale.
years
<<
Next
0%
100%


In the German Top 5 markets, at which point of the office letting market cycle do you think we are...
Recovery
Markterholung
Expansion
Wachstum
Oversupply
Abschwung
Recession
Rezession
today
in 2 years time
Recovery
Expansion
Over Supply
Recession
<<
Next
0%
100%

In the German Top 5 markets, at which point of the office investment market cycle do you think we are...

	Recovery Markterholung	Expansion Wachstum	Oversupply Abschwung	Recession Rezession
today	○	○	○	○
in 2 years time	○	○	○	○



<< Next

0% 100%

Disregarding your existing portfolio, in **today's phase** of the real estate cycle, how relatively important is each of the below attributes for you when making an investment decision for a Core asset in those markets?

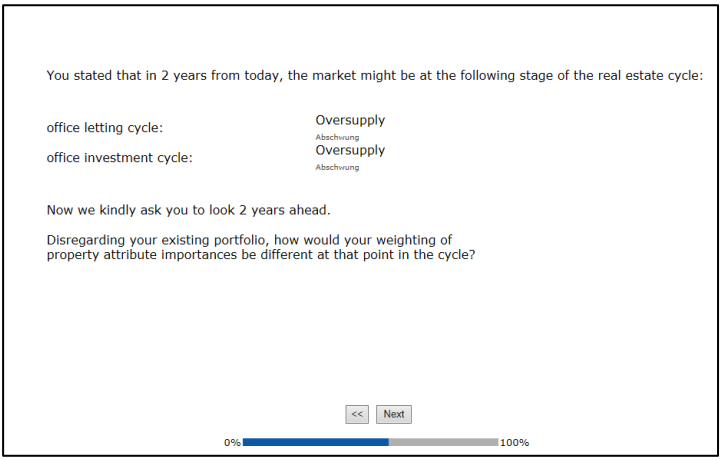
Please **allocate 100 points** among the below attributes. The more important the particular attribute is to you, the more points it should receive.

Micro location of the building within the city	
Quality of transport connections to the building	
Building age / Recency of last full refurbishment	
Flexibility of the building	
Unexpired lease term	
Degree of vacancy in the building	
Quality of tenant credit rating	
Tenant mix (single-tenant vs. multi-tenant)	
Current rental level (contract rent vs. market rent)	
Total	0

Please ensure that the numbers you allocate sum up to 100.

<< Next

0% 100%



You stated that in 2 years from today, the market might be at the following stage of the real estate cycle:

office letting cycle: Oversupply
Abschwung

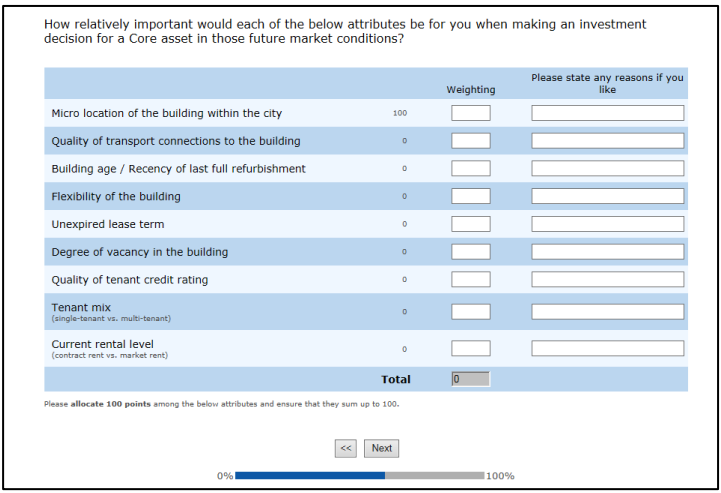
office investment cycle: Oversupply
Abschwung

Now we kindly ask you to look 2 years ahead.

Disregarding your existing portfolio, how would your weighting of property attribute importances be different at that point in the cycle?

<< Next

0% 100%



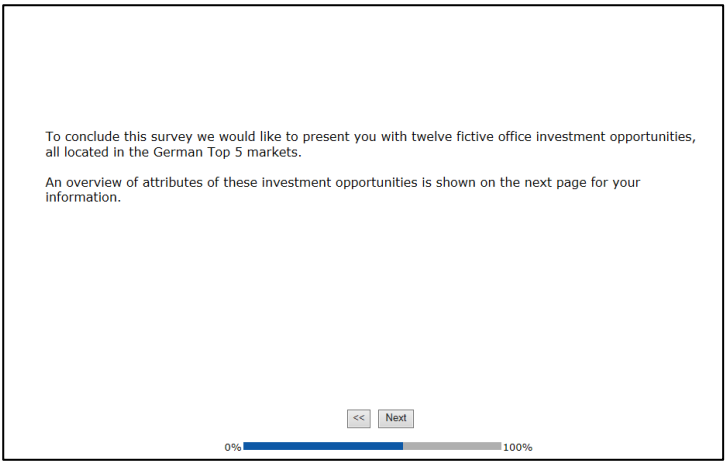
How relatively important would each of the below attributes be for you when making an investment decision for a Core asset in those future market conditions?

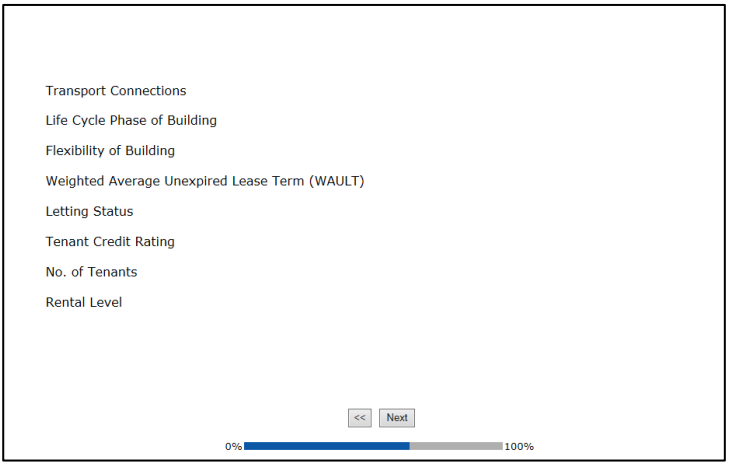
		Weighting	Please state any reasons if you like
Micro location of the building within the city	100		
Quality of transport connections to the building	0		
Building age / Recency of last full refurbishment	0		
Flexibility of the building	0		
Unexpired lease term	0		
Degree of vacancy in the building	0		
Quality of tenant credit rating	0		
Tenant mix (single-tenant vs. multi-tenant)	0		
Current rental level (contract rent vs. market rent)	0		
Total		0	

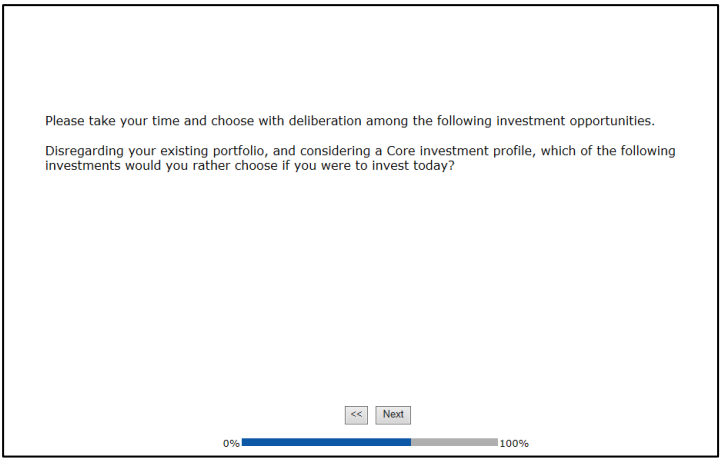
Please **allocate 100 points** among the below attributes and ensure that they sum up to 100.

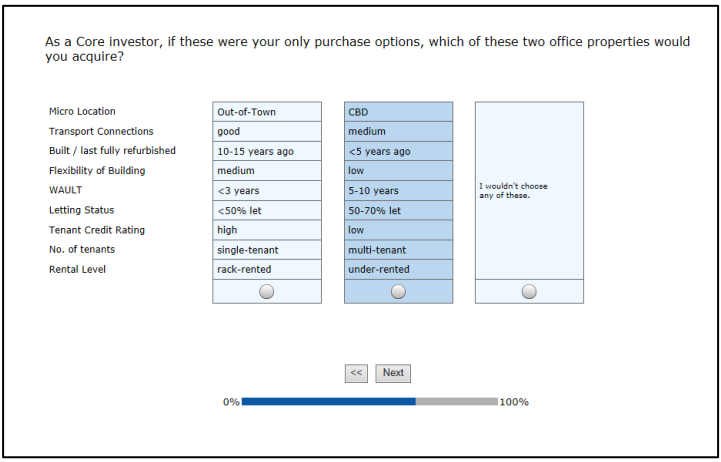
<< Next

0% 100%

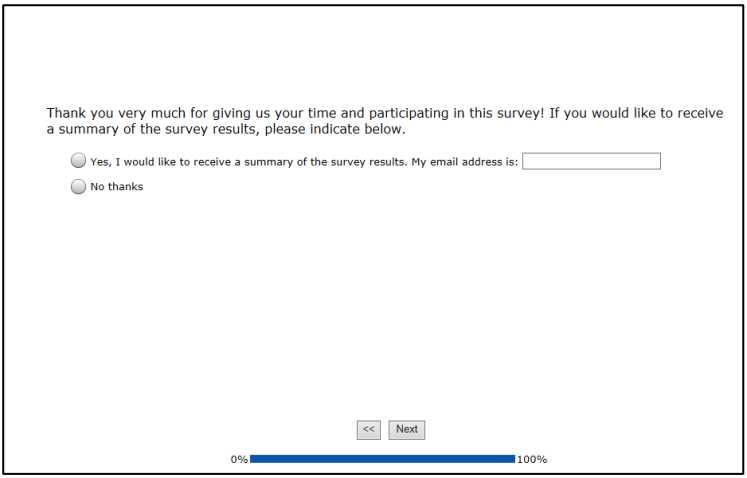

To conclude this survey we would like to present you with twelve fictive office investment opportunities, all located in the German Top 5 markets.
An overview of attributes of these investment opportunities is shown on the next page for your information.
<<
Next
0%
100%


Transport Connections
Life Cycle Phase of Building
Flexibility of Building
Weighted Average Unexpired Lease Term (WAULT)
Letting Status
Tenant Credit Rating
No. of Tenants
Rental Level
<<
Next
0%
100%





15 variierende Choice Sets werden den Probanden zu Auswahl geboten


Thank you very much for giving us your time and participating in this survey! If you would like to receive a summary of the survey results, please indicate below.
Yes, I would like to receive a summary of the survey results. My email address is:
No thanks
<<
Next
0%
100%

7.5 Anhang V – Zusätzliche Auswertungstabellen zur empirischen Erhebung

Tabelle 1: Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Märkten vs. Alter des Probanden

Anzahl der Nennungen

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	25-35 years	36-45 years	46-55 years	56-65 years	>65 years
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	1	1	2	2	0
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	5	9	5	0	0
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	0	2	1	0	0
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	18	23	15	1	1
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	1	5	2	0	0
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	3	5	2	0	0
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	4	0	2	1	0
Gesamt	111	32	45	29	4	1

relative Häufigkeit in %

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	25-35 years	36-45 years	46-55 years	56-65 years	>65 years
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	16,7%	16,7%	33,3%	33,3%	0,0%
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	26,3%	47,4%	26,3%	0,0%	0,0%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	0,0%	66,7%	33,3%	0,0%	0,0%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	31,0%	39,7%	25,9%	1,7%	1,7%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	12,5%	62,5%	25,0%	0,0%	0,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	30,0%	50,0%	20,0%	0,0%	0,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	57,1%	0,0%	28,6%	14,3%	0,0%
Gesamt	111	28,8%	40,5%	26,1%	3,6%	0,9%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	4,522
df	6
p-Wert	0,606

Tabelle 2: Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Märkten vs. Investmenterfahrung des Probanden in Jahren

Anzahl der Nennungen

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	<1 year	1-2 years	3-5 years	5-10 years	>10 years
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	0	0	1	1	4
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	0	0	1	5	13
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	0	0	0	1	2
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	0	1	5	14	38
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	0	0	0	4	4
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	1	0	0	3	6
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	0	2	1	2	2
Gesamt	111	1	3	8	30	69

relative Häufigkeit in %

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	<1 year	1-2 years	3-5 years	5-10 years	>10 years
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	0,0%	0,0%	16,7%	16,7%	66,7%
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	0,0%	0,0%	5,3%	26,3%	68,4%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	66,7%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	0,0%	1,7%	8,6%	24,1%	65,5%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	10,0%	0,0%	0,0%	30,0%	60,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	0,0%	28,6%	14,3%	28,6%	28,6%
Gesamt	111	0,9%	2,7%	7,2%	27,0%	62,2%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	6,298
df	6
p-wert	0,391

Tabelle 3: Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Märkten vs. Verfolgen des Marktes in Jahren

Anzahl der Nennungen

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	1-2 years	3-5 years	5-10 years	>10 years
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	0	1	1	4
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	0	2	6	11
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	0	0	1	2
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	2	4	20	32
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	0	1	1	6
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	0	1	3	6
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	1	3	1	2
Gesamt	111	3	12	33	63

relative Häufigkeit in %

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	1-2 years	3-5 years	5-10 years	>10 years
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	0,0%	16,7%	16,7%	66,7%
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	0,0%	10,5%	31,6%	57,9%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	0,0%	0,0%	33,3%	66,7%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	3,4%	6,9%	34,5%	55,2%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	0,0%	12,5%	12,5%	75,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	0,0%	10,0%	30,0%	60,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	14,3%	42,9%	14,3%	28,6%
Gesamt	111	2,7%	10,8%	29,7%	56,8%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	6,337
df	6
p-wert	0,387

Tabelle 4: Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Märkten vs. Standort des Probanden

Anzahl der Nennungen

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	Germany	outside Germany
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	6	0
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	13	6
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	3	0
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	46	12
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	6	2
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	10	0
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	5	2
Gesamt	111	89	22

relative Häufigkeit in %

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	Germany	outside Germany
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	100,0%	0,0%
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	68,4%	31,6%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	100,0%	0,0%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	79,3%	20,7%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	75,0%	25,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	100,0%	0,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	71,4%	28,6%
Gesamt	111	80,2%	19,8%

Fishers exakter Test	
Teststatistik	6,019
df	n.a.
p-Wert	0,350

Tabelle 5: Einschätzung der aktuellen Marktphase in den Top 5 Märkten vs. Investmentstil des Unternehmens

Anzahl der Nennungen

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	Core	Core+	Value Added	Opportunistic
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	2	0	4	0
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	6	4	6	3
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	2	0	1	0
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	15	20	16	7
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	3	0	1	4
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	4	2	3	1
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	1	3	3	0
Gesamt	111	33	29	34	15

relative Häufigkeit in %

Einschätzung der aktuellen Marktphase	N	Core	Core+	Value Added	Opportunistic
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Erholung	6	33,3%	0,0%	66,7%	0,0%
Mietmarkt Erholung & Investmentmarkt Wachstum	19	31,6%	21,1%	31,6%	15,8%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Erholung	3	66,7%	0,0%	33,3%	0,0%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Wachstum	58	25,9%	34,5%	27,6%	12,1%
Mietmarkt Wachstum & Investmentmarkt Abschwung	8	37,5%	0,0%	12,5%	50,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Wachstum	10	40,0%	20,0%	30,0%	10,0%
Mietmarkt Abschwung & Investmentmarkt Abschwung	7	14,3%	42,9%	42,9%	0,0%
Gesamt	111	29,7%	26,1%	30,6%	13,5%

Fishers exakter Test	
Teststatistik	19,177
df	n.a.
p-Wert	0,264

Tabelle 6: Einschätzung der Marktentwicklung in den Top 5 Märkten in den kommenden zwei Jahren vs. Alter des Probanden

Anzahl der Nennungen

Alter des Probanden	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
25-35 years	32	55,3	11	6	13	1	1
36-45 years	45	52,0	15	13	15	2	0
46-55 years	29	59,9	9	4	13	3	0
56-65 years	4	80,0	1	0	1	0	2
>65 years	1	48,5	0	1	0	0	0
Gesamt	111		36	24	42	6	3

relative Häufigkeit in %

Alter des Probanden	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
25-35 years	32	55,3	34,4%	18,8%	40,6%	3,1%	3,1%
36-45 years	45	52,0	33,3%	28,9%	33,3%	4,4%	0,0%
46-55 years	29	59,9	31,0%	13,8%	44,8%	10,3%	0,0%
56-65 years	4	80,0	25,0%	0,0%	25,0%	0,0%	50,0%
>65 years	1	48,5	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamt	111		32,4%	21,6%	37,8%	5,4%	2,7%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	3,77
df	4
p-Wert	0,438

Tabelle 7: Einschätzung der Marktentwicklung in den Top 5 Märkten in den kommenden zwei Jahren vs. Investmenterfahrung des Probanden in Jahren

Anzahl der Nennungen

Investmenterfahrung des Probanden	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
<1 year	1	81,5	0	0	1	0	0
1-2 years	3	60,5	1	0	2	0	0
3-5 years	8	60,5	2	2	3	1	0
5-10 years	30	50,4	12	7	9	1	1
>10 years	69	57,4	21	15	27	4	2
Gesamt	111		36	24	42	6	3

relative Häufigkeit in %

Investmenterfahrung des Probanden	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
<1 year	1	81,5	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%
1-2 years	3	60,5	33,3%	0,0%	66,7%	0,0%	0,0%
3-5 years	8	60,5	25,0%	25,0%	37,5%	12,5%	0,0%
5-10 years	30	50,4	40,0%	23,3%	30,0%	3,3%	3,3%
>10 years	69	57,4	30,4%	21,7%	39,1%	5,8%	2,9%
Gesamt	111		32,4%	21,6%	37,8%	5,4%	2,7%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	2,099
df	4
p-Wert	0,718

Tabelle 8: Einschätzung der Marktentwicklung in den Top 5 Märkten in den kommenden zwei Jahren vs. Verfolgen des Marktes in Jahren

Anzahl der Nennungen

Verfolgen des Marktes in Jahren	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
1-2 years	3	49,5	1	1	1	0	0
3-5 years	12	74,8	1	2	7	2	0
5-10 years	33	53,2	12	7	12	1	1
>10 years	63	54,2	22	14	22	3	2
Gesamt	111		36	24	42	6	3

relative Häufigkeit in %

Verfolgen des Marktes in Jahren	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
1-2 years	3	49,5	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	0,0%
3-5 years	12	74,8	8,3%	16,7%	58,3%	16,7%	0,0%
5-10 years	33	53,2	36,4%	21,2%	36,4%	3,0%	3,0%
>10 years	63	54,2	34,9%	22,2%	34,9%	4,8%	3,2%
Gesamt	111		32,4%	21,6%	37,8%	5,4%	2,7%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	5,149
df	3
p-Wert	0,161

Tabelle 9: Einschätzung der Marktentwicklung in den Top 5 Märkten in den kommenden zwei Jahren vs. Standort des Probanden

Anzahl der Nennungen

Standort des Probanden	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
Germany	89	56,3	29	18	35	4	3
Non-Germany	22	54,6	7	6	7	2	0
Gesamt	111		36	24	42	6	3

relative Häufigkeit in %

Standort des Probanden	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
Germany	89	56,3	32,6%	20,2%	39,3%	4,5%	3,4%
Non-Germany	22	54,6	31,8%	27,3%	31,8%	9,1%	0,0%
Gesamt	111		32,4%	21,6%	37,8%	5,4%	2,7%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	0,055
df	1
p-Wert	0,815

Tabelle 10: Einschätzung der Marktentwicklung in den Top 5 Märkten in den kommenden zwei Jahren vs. präferierter Investmentstil des Unternehmens

Anzahl der Nennungen

Präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
Core	33	56,1	11	6	14	1	1
Core+	29	56,0	9	6	13	1	0
Value Added	34	56,3	12	7	10	3	2
Opportunistic	15	55,2	4	5	5	1	0
Gesamt	111		36	24	42	6	3

relative Häufigkeit in %

Präferierter Investmentstil	N	Mittlerer Rang	sehr negativ	negativ	neutral	positiv	sehr positiv
Core	33	56,1	33,3%	18,2%	42,4%	3,0%	3,0%
Core+	29	56,0	31,0%	20,7%	44,8%	3,4%	0,0%
Value Added	34	56,3	35,3%	20,6%	29,4%	8,8%	5,9%
Opportunistic	15	55,2	26,7%	33,3%	33,3%	6,7%	0,0%
Gesamt	111		32,4%	21,6%	37,8%	5,4%	2,7%

Kruskall-Wallis-Test	
Teststatistik	0,011
df	3
p-Wert	1,000

Tabelle 11: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Lage

		N	CBD	CBD-Rand	Stadtteillage	Out-of-Town
Gesamte Stichprobe		111	2,944	0,929	1,467	-5,340
Investorentyp	Institutional	87	3,069	0,885	1,488	-5,442
	Private	24	2,493	1,087	1,390	-4,970
präferierter Investmentstil	Core	33	3,725	0,674	1,500	-5,899
	Core+	29	3,220	1,393	1,323	-5,937
	Value Added	34	2,199	0,928	1,574	-4,701
	Opportunistic	15	2,384	0,592	1,432	-4,407
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	2,696	0,885	1,328	-4,908
	€ 25 - 50 mn	40	3,151	1,145	1,843	-6,139
	€ 50 - 100 mn	22	2,800	0,501	1,218	-4,519
	€ 100 - 150 mn	5	3,663	2,099	0,351	-6,113
	> € 150 mn	7	3,018	0,436	1,634	-5,089
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	2,977	0,986	1,496	-5,458
	Non-Germany	22	2,814	0,696	1,351	-4,862
Investmenterfahrung	<1 year	1	1,734	1,021	-0,546	-2,209
	1-2 years	3	2,813	-0,644	2,530	-4,699
	3-5 years	8	3,493	0,968	1,923	-6,383
	5-10 years	30	2,636	1,635	1,072	-5,342
	>10 years	69	3,038	0,684	1,569	-5,292
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	3,495	1,403	0,752	-5,650
	3-5 years	12	2,923	0,330	1,821	-5,074
	5-10 years	33	2,919	1,315	1,324	-5,558
	>10 years	63	2,935	0,818	1,509	-5,262
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	2,956	0,882	1,355	-5,193
	rather familiar	40	2,954	0,958	1,662	-5,574
	rather unfamiliar	9	2,759	1,254	1,452	-5,465
	very unfamiliar	1	3,571	-0,333	0,638	-3,876
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	2,306	0,806	1,671	-4,784
	M Erh I Wachs	19	3,163	0,312	1,533	-5,007
	M Wachs I Erh	3	3,312	1,185	1,574	-6,070
	M Wachs I Wachs	58	3,091	1,060	1,482	-5,633
	M Wachs I Abschw	8	2,017	1,120	1,178	-4,315
	M Aschw I Wachs	10	2,864	1,032	0,666	-4,562
	M Abschw I Abschw	7	2,704	1,146	2,416	-6,266
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	2,863	0,875	1,444	-5,182
	negativ	24	2,893	1,094	1,364	-5,351
	neutral	42	3,183	0,960	1,498	-5,641
	positiv	6	2,442	0,509	1,537	-4,488
	sehr positiv	3	1,998	0,648	1,997	-4,643

Tabelle 12: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut verkehrliche Anbindung

		N	gut	mittel	schlecht
Gesamte Stichprobe		111	1,734	0,893	-2,627
Investorentyp	Institutional	87	1,712	0,879	-2,590
	Private	24	1,815	0,946	-2,762
präferierter Investmentstil	Core	33	1,677	0,768	-2,445
	Core+	29	2,133	0,749	-2,882
	Value Added	34	1,624	0,950	-2,574
	Opportunistic	15	1,338	1,318	-2,657
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	1,838	1,033	-2,871
	€ 25 - 50 mn	40	1,659	0,869	-2,528
	€ 50 - 100 mn	22	1,693	0,777	-2,470
	€ 100 - 150 mn	5	1,550	0,522	-2,072
	> € 150 mn	7	1,876	0,924	-2,801
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	1,666	0,849	-2,515
	Non-Germany	22	2,010	1,073	-3,084
Investmenterfahrung	<1 year	1	0,005	1,663	-1,668
	1-2 years	3	0,504	0,833	-1,338
	3-5 years	8	1,583	0,756	-2,339
	5-10 years	30	1,470	0,883	-2,353
	>10 years	69	1,945	0,905	-2,850
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	1,806	1,187	-2,993
	3-5 years	12	1,544	0,744	-2,287
	5-10 years	33	1,766	0,752	-2,517
	>10 years	63	1,751	0,982	-2,733
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	1,622	0,926	-2,547
	rather familiar	40	1,876	0,872	-2,748
	rather unfamiliar	9	1,672	0,812	-2,484
	very unfamiliar	1	3,484	0,498	-3,982
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	2,198	0,760	-2,958
	M Erh I Wachs	19	1,819	1,092	-2,911
	M Wachs I Erh	3	1,408	0,494	-1,902
	M Wachs I Wachs	58	1,895	0,850	-2,745
	M Wachs I Abschw	8	1,467	1,025	-2,491
	M Aschw I Wachs	10	1,177	0,944	-2,121
	M Abschw I Abschw	7	1,013	0,778	-1,791
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	1,568	0,887	-2,456
	negativ	24	1,735	0,938	-2,674
	neutral	42	1,848	0,925	-2,773
	positiv	6	2,028	0,739	-2,767
	sehr positiv	3	1,532	0,467	-1,999

Tabelle 13: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Lebenszyklusphase

		N	erbaut / voll saniert vor < 5 Jahren	erbaut / voll saniert vor 5-10 Jahren	erbaut / voll saniert vor 10-15 Jahren	erbaut / voll saniert vor > 15 Jahren
Gesamte Stichprobe		111	0,475	-0,301	0,189	-0,363
Investorentyp	Institutional	87	0,505	-0,322	0,140	-0,323
	Private	24	0,368	-0,227	0,366	-0,506
präferierter Investmentstil	Core	33	0,615	-0,267	0,298	-0,646
	Core+	29	0,393	-0,044	0,306	-0,656
	Value Added	34	0,455	-0,365	-0,112	0,022
	Opportunistic	15	0,374	-0,731	0,405	-0,047
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	0,310	-0,252	0,227	-0,285
	€ 25 - 50 mn	40	0,503	-0,248	0,237	-0,492
	€ 50 - 100 mn	22	0,794	-0,392	-0,040	-0,362
	€ 100 - 150 mn	5	0,466	-0,103	0,358	-0,721
	> € 150 mn	7	0,197	-0,725	0,314	0,214
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	0,511	-0,370	0,283	-0,423
	Non-Germany	22	0,331	-0,022	-0,190	-0,120
Investmenterfahrung	<1 year	1	1,245	0,150	0,137	-1,531
	1-2 years	3	0,731	-0,238	0,268	-0,761
	3-5 years	8	0,216	-0,194	0,115	-0,136
	5-10 years	30	0,437	-0,199	-0,153	-0,085
	>10 years	69	0,500	-0,368	0,344	-0,476
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	0,227	-0,679	0,075	0,377
	3-5 years	12	0,430	-0,203	0,080	-0,306
	5-10 years	33	0,492	-0,021	-0,124	-0,347
	>10 years	63	0,487	-0,449	0,379	-0,417
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	0,512	-0,413	0,394	-0,493
	rather familiar	40	0,409	-0,229	-0,019	-0,162
	rather unfamiliar	9	0,621	-0,040	-0,101	-0,479
	very unfamiliar	1	-0,399	1,236	-1,371	0,534
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	0,587	-0,340	0,069	-0,316
	M Erh I Wachs	19	0,325	-0,271	0,326	-0,381
	M Wachs I Erh	3	1,027	-1,102	0,760	-0,685
	M Wachs I Wachs	58	0,494	-0,271	0,159	-0,381
	M Wachs I Abschw	8	0,448	-0,262	0,350	-0,536
	M Aschw I Wachs	10	0,596	-0,320	-0,126	-0,150
	M Abschw I Abschw	7	0,255	-0,276	0,192	-0,171
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	0,637	-0,219	-0,008	-0,411
	negativ	24	0,462	-0,486	0,342	-0,317
	neutral	42	0,379	-0,231	0,208	-0,356
	positiv	6	0,205	-0,434	0,532	-0,303
	sehr positiv	3	0,527	-0,533	0,373	-0,368

Tabelle 14: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Flexibilität

		N	hoch	mittel	niedrig
Gesamte Stichprobe		111	1,044	0,376	-1,420
Investorentyp	Institutional	87	1,060	0,356	-1,416
	Private	24	0,986	0,450	-1,436
präferierter Investmentstil	Core	33	0,941	0,462	-1,403
	Core+	29	1,338	0,425	-1,763
	Value Added	34	1,132	0,268	-1,399
	Opportunistic	15	0,503	0,339	-0,842
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	1,084	0,321	-1,405
	€ 25 - 50 mn	40	1,250	0,474	-1,725
	€ 50 - 100 mn	22	0,661	0,418	-1,079
	€ 100 - 150 mn	5	1,553	-0,002	-1,551
	> € 150 mn	7	0,493	0,245	-0,739
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	0,966	0,390	-1,355
	Non-Germany	22	1,361	0,321	-1,682
Investmenterfahrung	<1 year	1	-1,551	1,896	-0,345
	1-2 years	3	0,582	-0,001	-0,581
	3-5 years	8	0,869	0,031	-0,900
	5-10 years	30	1,050	0,437	-1,488
	>10 years	69	1,119	0,384	-1,503
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	1,213	0,257	-1,470
	3-5 years	12	0,701	0,235	-0,937
	5-10 years	33	1,100	0,471	-1,571
	>10 years	63	1,072	0,359	-1,431
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	0,873	0,321	-1,194
	rather familiar	40	1,339	0,528	-1,868
	rather unfamiliar	9	0,771	-0,027	-0,744
	very unfamiliar	1	2,091	1,290	-3,381
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	1,064	0,361	-1,424
	M Erh I Wachs	19	1,294	0,601	-1,895
	M Wachs I Erh	3	0,671	-0,064	-0,607
	M Wachs I Wachs	58	1,117	0,322	-1,439
	M Wachs I Abschw	8	0,844	0,481	-1,325
	M Aschw I Wachs	10	0,697	0,680	-1,377
	M Abschw I Abschw	7	0,626	-0,137	-0,489
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	1,153	0,361	-1,514
	negativ	24	0,899	0,451	-1,350
	neutral	42	1,013	0,284	-1,297
	positiv	6	1,328	0,692	-2,020
	sehr positiv	3	0,764	0,614	-1,377

Tabelle 15: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Mietvertragsrestlaufzeit

		N	> 10 Jahre	5-10 Jahre	3-5 Jahre	< 3 Jahre
Gesamte Stichprobe		111	-0,113	0,114	0,647	-0,647
Investorentyp	Institutional	87	-0,002	0,093	0,658	-0,749
	Private	24	-0,516	0,191	0,604	-0,279
präferierter Investmentstil	Core	33	1,110	0,234	0,195	-1,539
	Core+	29	0,345	0,126	0,397	-0,869
	Value Added	34	-0,936	0,043	1,049	-0,156
	Opportunistic	15	-1,824	-0,015	1,209	0,630
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	-0,298	0,108	0,738	-0,548
	€ 25 - 50 mn	40	0,343	0,054	0,389	-0,786
	€ 50 - 100 mn	22	-0,239	0,134	0,803	-0,697
	€ 100 - 150 mn	5	0,386	0,440	0,451	-1,277
	> € 150 mn	7	-1,701	0,194	1,279	0,228
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	-0,235	0,158	0,624	-0,547
	Non-Germany	22	0,378	-0,063	0,738	-1,053
Investmenterfahrung	<1 year	1	0,503	-1,265	1,113	-0,351
	1-2 years	3	0,360	0,350	0,947	-1,656
	3-5 years	8	0,224	-0,032	0,755	-0,947
	5-10 years	30	-0,313	-0,202	0,906	-0,392
	>10 years	69	-0,095	0,278	0,501	-0,684
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	0,643	0,228	0,564	-1,435
	3-5 years	12	0,238	0,123	0,666	-1,027
	5-10 years	33	0,192	-0,252	0,858	-0,798
	>10 years	63	-0,376	0,299	0,536	-0,458
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	-0,361	0,258	0,637	-0,534
	rather familiar	40	0,217	-0,146	0,666	-0,737
	rather unfamiliar	9	-0,141	0,447	0,668	-0,975
	very unfamiliar	1	2,071	-1,288	0,244	-1,026
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	-0,462	-0,176	1,150	-0,512
	M Erh I Wachs	19	0,253	0,140	0,537	-0,930
	M Wachs I Erh	3	-0,396	0,188	0,772	-0,564
	M Wachs I Wachs	58	0,071	0,137	0,535	-0,743
	M Wachs I Abschw	8	-1,807	-0,404	1,382	0,830
	M Aschw I Wachs	10	0,136	0,146	0,611	-0,893
	M Abschw I Abschw	7	-0,637	0,618	0,595	-0,576
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	-0,066	0,091	0,641	-0,666
	negativ	24	-0,264	0,116	0,491	-0,343
	neutral	42	0,065	0,124	0,704	-0,894
	positiv	6	-0,608	0,292	0,574	-0,258
	sehr positiv	3	-0,986	-0,127	1,296	-0,184

Tabelle 16: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Vermietungsstand

		N	> 90% vermietet	70-90% vermietet	50-70% vermietet	< 50% vermietet
Gesamte Stichprobe		111	0,625	-0,051	-0,582	0,009
Investorentyp	Institutional	87	0,701	-0,059	-0,621	-0,022
	Private	24	0,346	-0,025	-0,439	0,118
präferierter Investmentstil	Core	33	1,480	0,295	-1,130	-0,645
	Core+	29	0,871	-0,204	-0,599	-0,068
	Value Added	34	0,022	-0,139	-0,316	0,433
	Opportunistic	15	-0,367	-0,321	0,055	0,632
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	0,483	0,051	-0,505	-0,029
	€ 25 - 50 mn	40	0,635	-0,237	-0,505	0,108
	€ 50 - 100 mn	22	0,883	0,124	-0,738	-0,269
	€ 100 - 150 mn	5	1,089	-0,280	-0,781	-0,029
	> € 150 mn	7	0,167	0,082	-0,788	0,539
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	0,640	-0,065	-0,634	0,060
	Non-Germany	22	0,563	0,005	-0,370	-0,198
Investmenterfahrung	<1 year	1	1,345	1,184	-1,438	-1,091
	1-2 years	3	2,501	-0,185	-1,382	-0,933
	3-5 years	8	0,612	-0,075	-0,730	0,194
	5-10 years	30	0,478	-0,162	-0,283	-0,033
	>10 years	69	0,598	-0,013	-0,647	0,062
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	-0,254	0,047	0,031	0,176
	3-5 years	12	1,079	-0,018	-0,959	-0,101
	5-10 years	33	0,731	-0,114	-0,535	-0,081
	>10 years	63	0,524	-0,029	-0,564	0,069
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	0,578	-0,027	-0,526	-0,026
	rather familiar	40	0,659	-0,168	-0,573	0,082
	rather unfamiliar	9	0,833	0,352	-1,115	-0,069
	very unfamiliar	1	0,184	-0,523	0,476	-0,138
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	-0,081	0,097	-0,894	0,877
	M Erh I Wachs	19	0,649	0,363	-0,781	-0,231
	M Wachs I Erh	3	1,008	-0,701	-0,171	-0,136
	M Wachs I Wachs	58	0,693	-0,124	-0,571	0,003
	M Wachs I Abschw	8	0,518	-0,239	-0,448	0,169
	M Aschw I Wachs	10	0,604	0,302	-0,644	-0,262
	M Abschw I Abschw	7	0,587	-0,712	-0,104	0,229
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	0,721	-0,004	-0,541	-0,175
	negativ	24	0,520	-0,160	-0,497	0,137
	neutral	42	0,740	-0,014	-0,690	-0,035
	positiv	6	0,236	-0,057	-0,378	0,199
	sehr positiv	3	-0,536	-0,254	-0,628	1,418

Tabelle 17: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Mieterbonität

		N	hoch	mittel	niedrig
Gesamte Stichprobe		111	0,296	0,296	-0,592
Investorentyp	Institutional	87	0,323	0,365	-0,688
	Private	24	0,201	0,044	-0,245
präferierter Investmentstil	Core	33	0,709	0,379	-1,089
	Core+	29	0,357	0,241	-0,598
	Value Added	34	0,029	0,321	-0,350
	Opportunistic	15	-0,122	0,159	-0,037
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	0,029	0,300	-0,329
	€ 25 - 50 mn	40	0,521	0,219	-0,740
	€ 50 - 100 mn	22	0,380	0,501	-0,880
	€ 100 - 150 mn	5	0,587	0,116	-0,703
	> € 150 mn	7	-0,040	0,195	-0,155
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	0,277	0,258	-0,535
	Non-Germany	22	0,374	0,450	-0,824
Investmenterfahrung	<1 year	1	0,577	0,742	-1,319
	1-2 years	3	1,082	0,661	-1,743
	3-5 years	8	0,286	0,500	-0,786
	5-10 years	30	0,262	0,245	-0,508
	>10 years	69	0,274	0,272	-0,546
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	0,520	0,503	-1,022
	3-5 years	12	0,433	0,526	-0,959
	5-10 years	33	0,366	0,302	-0,668
	>10 years	63	0,223	0,239	-0,462
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	0,189	0,291	-0,480
	rather familiar	40	0,524	0,190	-0,714
	rather unfamiliar	9	0,002	0,673	-0,675
	very unfamiliar	1	0,400	1,409	-1,808
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	0,388	-0,054	-0,334
	M Erh I Wachs	19	0,399	0,441	-0,840
	M Wachs I Erh	3	0,847	0,497	-1,344
	M Wachs I Wachs	58	0,254	0,366	-0,621
	M Wachs I Abschw	8	0,445	-0,213	-0,232
	M Aschw I Wachs	10	-0,084	0,207	-0,123
	M Abschw I Abschw	7	0,428	0,238	-0,666
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	0,304	0,345	-0,649
	negativ	24	0,457	0,032	-0,488
	neutral	42	0,223	0,475	-0,697
	positiv	6	0,039	0,183	-0,222
	sehr positiv	3	0,472	-0,461	-0,011

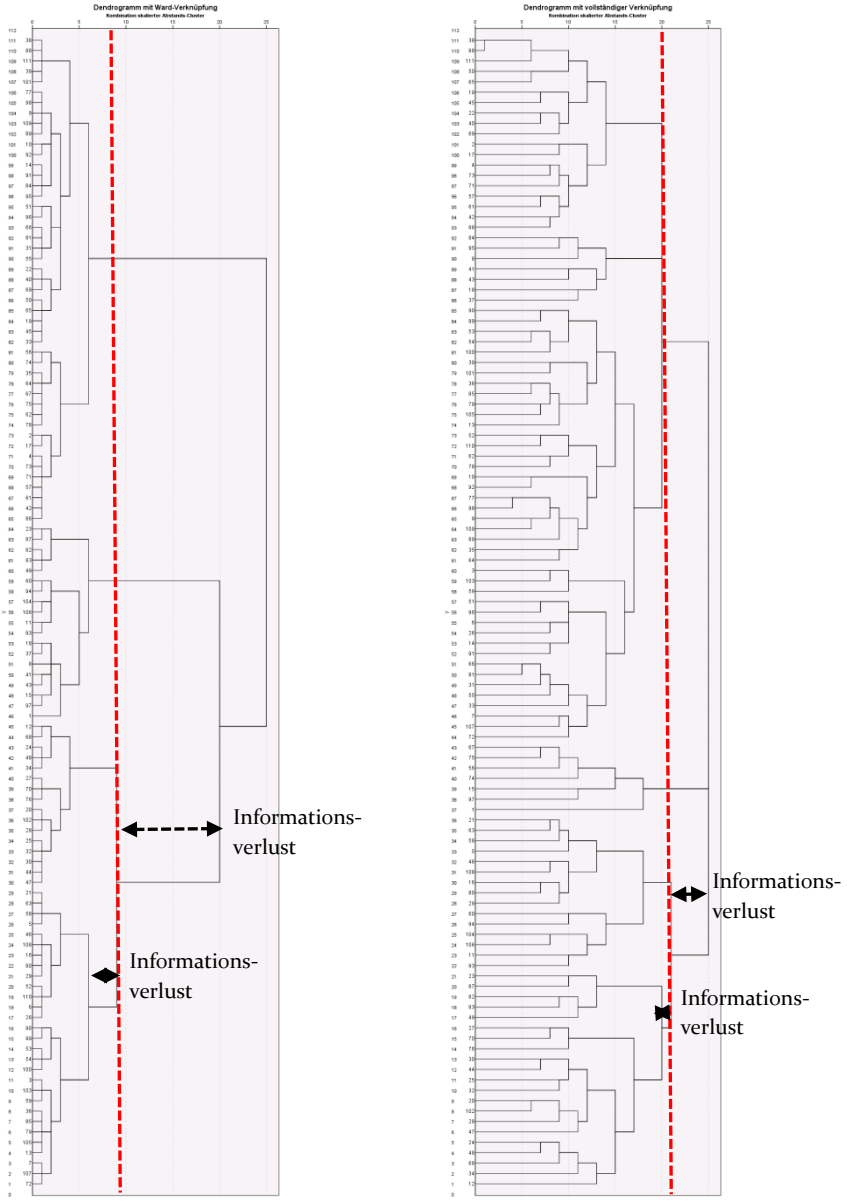
Tabelle 18: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Single-/Multi-Tenant

		N	single-tenant	multi-tenant
Gesamte Stichprobe		111	-1,402	1,402
Investorentyp	Institutional	87	-1,335	1,335
	Private	24	-1,642	1,642
präferierter Investmentstil	Core	33	-1,589	1,589
	Core+	29	-1,831	1,831
	Value Added	34	-0,921	0,921
	Opportunistic	15	-1,250	1,250
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	-1,453	1,453
	€ 25 - 50 mn	40	-1,680	1,680
	€ 50 - 100 mn	22	-1,029	1,029
	€ 100 - 150 mn	5	-1,335	1,335
	> € 150 mn	7	-0,762	0,762
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	-1,392	1,392
	Non-Germany	22	-1,441	1,441
Investmenterfahrung	<1 year	1	-0,131	0,131
	1-2 years	3	0,434	-0,434
	3-5 years	8	-1,359	1,359
	5-10 years	30	-1,442	1,442
	>10 years	69	-1,487	1,487
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	-2,315	2,315
	3-5 years	12	-0,813	0,813
	5-10 years	33	-1,410	1,410
	>10 years	63	-1,466	1,466
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	-1,438	1,438
	rather familiar	40	-1,402	1,402
	rather unfamiliar	9	-1,102	1,102
	very unfamiliar	1	-1,877	1,877
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	-1,010	1,010
	M Erh I Wachs	19	-1,476	1,476
	M Wachs I Erh	3	-0,921	0,921
	M Wachs I Wachs	58	-1,524	1,524
	M Wachs I Abschw	8	-0,824	0,824
	M Aschw I Wachs	10	-1,673	1,673
	M Abschw I Abschw	7	-1,001	1,001
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	-1,433	1,433
	negativ	24	-1,514	1,514
	neutral	42	-1,392	1,392
	positiv	6	-1,230	1,230
	sehr positiv	3	-0,602	0,602

Tabelle 19: Aggregierte Teilnutzenwerte – Attribut Mietniveau

		N	over-rented	rack-rented	under-rented
Gesamte Stichprobe		111	-2,266	-0,170	2,283
Investorentyp	Institutional	87	-2,266	-0,078	2,344
	Private	24	-2,263	0,204	2,059
präferierter Investmentstil	Core	33	-2,164	-0,262	2,426
	Core+	29	-2,476	-0,112	2,587
	Value Added	34	-2,345	0,307	2,038
	Opportunistic	15	-1,903	-0,029	1,933
präferiertes Investitionsvolumen	< € 25 mn	37	-2,216	-0,007	2,222
	€ 25 - 50 mn	40	-2,300	-0,109	2,409
	€ 50 - 100 mn	22	-2,408	0,147	2,261
	€ 100 - 150 mn	5	-2,212	-0,144	2,356
	> € 150 mn	7	-1,922	0,028	1,894
Standort des Investmentmanagers	Germany	89	-2,328	-0,119	2,447
	Non-Germany	22	-2,013	0,397	1,616
Investmenterfahrung	<1 year	1	-3,434	1,098	2,336
	1-2 years	3	-1,364	0,444	0,920
	3-5 years	8	-1,832	-0,603	2,435
	5-10 years	30	-2,512	0,220	2,292
	>10 years	69	-2,231	-0,089	2,319
Marktkenntnis in Deutschland	1-2 years	3	-1,640	0,645	0,995
	3-5 years	12	-1,952	-0,056	2,008
	5-10 years	33	-2,516	0,160	2,356
	>10 years	63	-2,224	-0,134	2,358
Vertrautheit mit den deutschen Top 5 Märkten	very familiar	61	-2,158	-0,089	2,248
	rather familiar	40	-2,398	-0,031	2,429
	rather unfamiliar	9	-2,317	0,331	1,986
	very unfamiliar	1	-3,041	1,829	1,212
Einschätzung aktuelles Marktumfeld	M Erh I Erh	6	-2,217	0,490	1,727
	M Erh I Wachs	19	-2,059	-0,185	2,244
	M Wachs I Erh	3	-2,560	0,129	2,431
	M Wachs I Wachs	58	-2,302	-0,126	2,428
	M Wachs I Abschw	8	-2,476	0,315	2,161
	M Aschw I Wachs	10	-2,391	0,347	2,044
	M Abschw I Abschw	7	-2,021	-0,053	2,074
Erwartete Marktentwicklung	sehr negativ	36	-2,112	0,005	2,107
	negativ	24	-2,136	-0,096	2,231
	neutral	42	-2,451	-0,023	2,473
	positiv	6	-2,551	-0,088	2,639
	sehr positiv	3	-1,985	0,561	1,423

Abbildung 7.4: Dendogamme des Ward- und des Farest Neighbour-Verfahrens



Literaturverzeichnis

Ackert, Lucy F./Deaves, Richard (2010): Behavioral finance. Psychology, decision-making, and markets, Mason, OH.

Alda, Willi/Hirschner, Joachim (2007): Projektentwicklung in der Immobilienwirtschaft. Grundlagen für die Praxis, 2. Aufl., Wiesbaden.

Alda, Willi/Lassen, Janpeter (2005): Kapitalanlagegesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln.

Alpert, Mark I. (1971): Identification of Determinant Attributes: A Comparison of Methods, in: Journal of marketing research, 8:2 (1971:May), S. 184–191.

Altmeppen, Herrmann (2006): gif-Standardisierung des DCF-Verfahrens.

Appel-Meulenbroek, Rianne (2008): Managing "keep" factors of office tenants to raise satisfaction and loyalty, in: Property Management, 26. Jg., Nr. 1, S. 43–56.

Arge, Kirsten (2005): Adaptable office buildings: theory and practice, in: Facilities, 23. Jg., 3/4, S. 119–127.

Arrow, Kenneth (1985): The economics of agency, in: Pratt, John W. (Hrsg.): Principals and agents, Boston, S. 37–55.

Auty, Susan (1995): Using Conjoint Analysis in Industrial Marketing. The role of judgement, in: Industrial Marketing Management, 24. Jg., S. 191–206.

Backhaus, Klaus (2011): Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung, 13. Aufl., Berlin [u. a.].

Backhaus, Klaus/Erichson, Bernd/Weiber, Rolf (2013): Fortgeschrittene multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung, 2. Aufl., Berlin [u. a.].

Baczewski, John/Hands, Kathleen/Lathem, Charles R. (2003): Real Estate Investment Styles: Trends from the catwalk, URL: www.ncreif.org/download.aspx?file=2004-02-01_portfolio_minutes.pdf, Stand: 28. Dezember 2014 (Link nicht mehr verfügbar)

Baddeley, Michelle (2013): Behavioural economics and finance, London/New York.

Baier, Daniel/Brusch, Michael (Hrsg.) (2009a): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg.

Baier, Daniel/Brusch, Michael (2009b): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg.

Baker, H. Kent/Ricciardi, Victor (2014): Investor behavior. The psychology of financial planning and investing.

Balderjahn, Ingo/Hedergott, Doreen/Peyer, Mathias (2009): Choice-Based Conjointanalyse, in: Baier, Daniel/Brusch, Michael (Hrsg.): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg, S. 129–146.

Banerjee, Abhijit (1992): A Simple Model of Herd Behavior, in: The Quarterly Journal of Economics, 107. Jg., Nr. 3, S. 797–817.

Barberis, Nicholas/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert (1998): A model of investor sentiment, in: Journal of Financial Economics, 49. Jg., Nr. 3, S. 307–343.

Baum, Andrew (1993): Quality, Depreciation, and Property Performance, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, Nr. 4, S. 541–566.

Baum, Andrew (1994): Quality and Property Performance, in: Journal of Property Valuation and Investment, 12. Jg., Nr. 1, S. 31–46.

Baum, Andrew (2009): Commercial real estate investment. A strategic approach, 2. Aufl., London.

Baum, Andrew/Crosby, Neil (1995): Property investment appraisal, 2. Aufl., London/New York.

Baumgartner, Bernhard/Steiner, Winfried J. (2009): Hierarchisch bayesianische Methoden der Conjointanalyse, in: Baier, Daniel/Brusch, Michael (Hrsg.): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg, S. 147–162.

Beenen/Ingo/Wagner, Roman/Friedemann, Tajo (2009): Wertschöpfung durch nachhaltiges Immobilieninvestment, in: Mütze, Michael/Abel, Marcel/Senff, Thomas (Hrsg.): Immobilieninvestitionen, 1. Aufl., [s. l.], S. 81–113.

Beidatsch, Kaja (2006): Geographic Selection – Auswahl von Zielmärkten im Portfoliomanagement. Eine empirische Analyse am Beispiel ausgewählter deutscher Büromärkte, Köln.

Benjamin, John D./Shilling, James D./Sirmans, C. F. (1992): Security Deposits, Adverse Selection and Office Leases, in: Real Estate Economics, 20. Jg., Nr. 1, S. 259–272.

Berekoven, Ludwig/Eckert, Werner/Ellenrieder, Peter (2009): Marktforschung. Methodische Grundlagen und praktische Anwendung, in: Marktforschung.

Beyerle, Thomas (2007): Renditekennziffern – Zum aktuellen Stand der Diskussion in Deutschland, in: Mayrzedt, Hans (Hrsg.): Internationales Immobilienmanagement. Handbuch für Praxis, Aus- und Weiterbildung, München, S. 397–405.

Beyerle, Thomas (2009): Methoden und Prozesse des Immobilienstandortscorings, in: Everling, Otto (Hrsg.): Praxishandbuch Rating von Immobilienportfolios, Köln, S. 223–241.

Beyerle, Thomas (2014), o. S., zitiert in Immobilien Zeitung (02.10.2014), Ausgabe 39–40, S. 1

Bichler, Axel/Trommsdorff, Volker (2009): Präferenzmodelle bei der Conjointanalyse, in: Baier, Daniel/Brusch, Michael (Hrsg.): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg, S. 59–72.

Bienert, Sven/Braun, Thomas (2011): Nachhaltigkeit und Immobilienfonds – ein Rezept der Zukunft?, in: Schumacher, Christoph (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilien-Fondsmanagement und -Investment, Köln, S. 411–431.

Bikhchandani, Sushil/Hirshleifer, David/Welch, Ivo (1992): A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, in: Journal of Political Economy, 100. Jg., Nr. 5, S. 992.

Black, Roy T. (1997): Expert property negotiators and pricing information, revisited, in: Journal of Property Valuation and Investment, 15. Jg., Nr. 3, S. 274–281.

Black, Roy T./Diaz, Julian (1996): The use of information versus asking price in the real property negotiation process, in: Journal of Property Research, 13. Jg., Nr. 4, S. 287–297.

Blank, Renate (2011): Gruppendiskussionsverfahren, in: Naderer, Gabriele/Balzer, Eva (Hrsg.): Qualitative Marktforschung in Theorie und Praxis. Grundlagen – Methoden – Anwendungen, 2. Aufl., Wiesbaden.

Blüml, Andreas (2014): Immobilienwirtschaftliche Investmentstile. Eine theoretische und empirische Untersuchung am Beispiel der Präferenzstrukturen institutioneller Immobilieninvestoren, Regensburg.

BNP Paribas Real Estate (2012), o. V., o. S.: Investmentmarkt Deutschland Property Report 2012

BNP Paribas Real Estate (2014), o. V., o. S.: Investmentmarkt Deutschland Property Report 2014

BNP Paribas Real Estate (2015), o. V., o. S.: Investmentmarkt Deutschland Property Report 2015

Böhler, Heymo/Scigliano, Dino (2009): Traditionelle Conjointanalyse, in: Baier, Daniel/Brusch, Michael (Hrsg.): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg, S. 101–112.

Böhm, Andreas (2012): Theoretisches Codieren: Textanalyse in der Grounded Theory, in: Flick, Uwe/Kardorff, Ernst von/Steinke, Ines (Hrsg.): Qualitative Forschung. Ein Handbuch, 9. Aufl., Hamburg, S. 475–485.

Bohnsack, Ralf/Marotzki, Winfried/Meuser, Michael (2003): Hauptbegriffe qualitative Sozialforschung. Ein Wörterbuch, Opladen.

Bond, S. A./Loizou, P./McAllister, P. (2005): Lease maturity and initial rent: is there a term structure for UK commercial property leases?, in: Working Papers in Real Estate & Planning. University of Reading, 28/05.

Bone-Winkel, Stephan (2000): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds. Unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, Köln.

Bone-Winkel, Stephan (2005): Strategisches Immobilien-Portofoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln, S. 491–530.

Bone-Winkel, Stephan/Müller, Thomas, Pfrang, Dominique (2008): Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1 : Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Aufl., München [u. a.], S. 29–45.

Bone-Winkel, Stephan/Schulte, Karl-Werner/Allendorf, Georg/Walbröhl, Victoria/Kurzrock, Björn-Martin (2008): Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1 : Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Aufl., München [u. a.], S. 627–712.

Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias/Allendorf, Georg/Walbröhl, Victoria/Kurzrock, Björn-Martin (2008): Immobilien-

Portfoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1 : Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Aufl., München [u. a.], S. 781–843.

Bortz, Jürgen/Döring, Nicola (2006): Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler, 4. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York.

Bottom, Connel/McGreal, Stanley/Heaney, George (1997): Evaluating office environments using tenant organization perceptions, in: Facilities, 15. Jg., 7/8, S. 195–203.

Brade, Kerstin (2001): Strategisches und operatives Immobilien-Marketing, in: Schulte, Karl-Werner/Brade, Kerstin (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Marketing, Köln, S. 47–70.

Brosius, Felix (2013): SPSS 21, 1. Aufl., Heidelberg [u. a.].

Brübach, Jürgen (2005): Private Direktinvestitionen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln, S. 69–85.

Brueggeman, William B./Fisher, Jeffrey D. (2005): Real estate finance and investments, 12. Aufl., Boston.

Brühl, Martin J./Jandura, Isabelle (2006): Due Diligence und Transaktionsstruktur, in: Rottke, Nico/Rebitzer, Dieter (Hrsg.): Handbuch real estate private equity, Köln, S. 193–209.

Building Owners and Managers Association International (BOMA): Building Class Definitions, URL: http://www.boma.org/research/Pages/building-class-definitions.aspx, Stand: 31. August 2014.

Bysh, Rodney M. (2007): Anlagestrategien und Anlagevehikel institutioneller Investoren, in: Mayrzedt, Hans (Hrsg.): Internationales Immobilienmanagement. Handbuch für Praxis, Aus- und Weiterbildung, München, S. 191–360.

Cattin, Philippe/Wittink, Dick R. (1982): Commercial Use of Conjoint Analysis: A Survey, in: Journal of marketing, (1982:Summer) 46:3, S. 44–53.

CBRE (2015), o. V., o. S.: Deutschland Investment Quarterly Q2 2015

Clamor, Tim/Haas, Heide/Voigtländer, Michael (2011): Büroleerstand – ein zunehmendes Problem des deutschen Immobilienmarktes, URL: http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-trends/beitrag/53458. Stand: 30. August 2014.

Clapp, John M. (1980): The intrametropolitan location of office activities, in: Journal of regional science, 20. Jg., Nr. 3, S. 387–399.

Collett, D./Lizieri, Colin/Ward, C. (2003): Timing and holding periods of institutional real estate, in: Real Estate Economics, 31. Jg., Nr. 2, S. 205–222.

Crosby, Neil/Hughes, Cathy/Murdoch, Sandy (2006): Flexible property leasing and the small business tenant, in: Journal of Property Research, 23. Jg., Nr. 2, S. 163–188.

Crosby, Neil/McAllister, Patrick (o.A.): Liquidity in Commercial Property Markets. Deconstructing the transaction process, in: The University of Reading Business School.

Cushman & Wakefield (2015), o. V., o. S.: interne Transaktionsdatenbank Q1 2015

Davies, Greg B./Servigny, Arnaud de (2012): Behavioral investment management. Applying the principles of behavioural finance in portfolio construction, New York, NY.

Daxhammer, Rolf J./Facsar, Máté (2012): Behavioral Finance, 1. Aufl., Stuttgart.

deBondt, Werner/Thaler, Richard H. (1985): Does the stock market overreact?, in: The Journal of Finance, 40. Jg., Nr. 3, S. 793–805.

deBruin, Anne/Flint-Hartle, Susan (2003): A bounded rationality framework for property investment behaviour, in: Journal of Property Investment & Finance, 21. Jg., Nr. 3, S. 271–284.

Devenow, Andrea/Welch, Ivo (1996): Rational herding in financial economics, in: European Economic Review, 40. Jg., S. 603–615.

Diaz, Julian (1993): Science, engineering and the discipline of real estate, in: Journal of Real Estate Literature, 1. Jg., Nr. 2, S. 183–195.

Diaz, Julian/Hansz, J. Andrew (1997): How valuers use the value opinions of others, in: Journal of Property Valuation and Investment, 15. Jg., Nr. 3, S. 256–260.

Diaz, Julian/Zhao, Rong/Black, Roy (1999): Does contingent reward reduce negotiation anchoring?, in: Journal of Property Investment & Finance, 17. Jg., Nr. 4, S. 374–379.

DiPasquale, Denise/Wheaton, William C. (1996): Urban economics and real estate markets, Englewood Cliffs, NJ.

Dunse, Neil/Jones, Colin (2002): The existence of office submarkets in cities, in: Journal of Property Research, 19. Jg., Nr. 2, S. 159–182.

Dunse, Neil/Leishman, Chris/Watkins, Craig (2002): Testing for the Existence of Office Sub-markets: A Comparison of Evidence from Two Cities, in: Urban Studies, 39. Jg., Nr. 3, S. 483–506.

Dziomba, Maike/Walther, Monika/Muncke, Günter (2007): Standort- und Marktanalyse. Fachbeiträge aus der Immobilien Zeitung, in: Immobilien Zeitung vom 2007.

Eichholtz, Piet/Kok, Nils/Quigley, John M. (2011): Who rents green? Ecological responsiveness and real estate (Working Paper Series), URL: http://urbanpolicy.berkeley.edu/pdf/EKQ_Tenants _to_JoM_070411_wcover.pdf, Stand: 31. August 2014.

Ellsberg, Daniel (1961): Risk, ambiguity and the savage axioms, in: Quarterly Journal of Economics, 75. Jg., Nr. 4, S. 643–669.

Ertle-Straub, Susanne (2003): Standortanalyse für Büroimmobilien, Leipzig.

Evans, Jonathan (1989): Bias in human reasoning. Causes and consequences, London.

Falk, Bernd R. (2004): Fachlexikon Immobilienwirtschaft. Mit zahlreichen Tabellen, 3. Aufl., Köln.

Flick, Uwe (2012): Triangulation in der qualitativen Forschung, in: Flick, Uwe/Kardorff, Ernst von/Steinke, Ines (Hrsg.): Qualitative Forschung. Ein Handbuch, 9. Aufl., Hamburg, S. 309–318.

Forbes, William (2009): Behavioural finance, New York.

French, Nick (2001): Decision theory and real estate investment: An analysis of the decision-making processes of real estate fund managers, in: Managerial and Decision Economics, 22. Jg., S. 399–410.

Friedemann, Tajo/Büchner, Gregor (2010): Nachhaltigkeit im Spannungsfeld von Staat und Markt: Eine Suche nach Konzepten, in: Rottke, Nico/Landgraf, Daniel (Hrsg.): Ökonomie vs. Ökologie. Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft?; mit 102 Abbildungen, Köln, S. 65–86.

Fuerst, Franz (2008): Office rent determinants: a hedonic panel analysis, in: Working Papers in Real Estate & Planning. University of Reading, S. 48pp.

Fuerst, Franz/McAllister, P. (2011): Green Noise or Green Value? Measuring the Effects of Environmental Certification on Office Values, in: Real Estate Economics, 39. Jg., Nr. 1, S. 45–69.

Gallimore, Paul (1994): Aspects of information processing in valuation judgement and choice, in: Journal of Property Research, 11. Jg., Nr. 2, S. 97–110.

Gallimore, Paul/Hansz, J. Andrew/Gray, Adelaide (2000): Decision making in small property companies, in: Journal of Property Investment & Finance, 18. Jg., Nr. 6, S. 602–612.

Gallimore, Paul/Wolverton, Marvin (1997): Price-knowledge-induced bias: a cross-cultural comparison, in: Journal of Property Valuation and Investment, 15. Jg., Nr. 3, S. 261–273.

Gat, Daniel (1998): Urban Focal Points and Design Quality Influence Rents: The Tel Aviv Office Market, in: Journal of Real Estate Research, 16. Jg., Nr. 2, S. 229–247.

Geltner, David/Miller, Norman G. (2007): Commercial real estate analysis and investments, Cincinnati, Ohio.

Gerrig, Richard J./Zimbardo, Philip (2015): Psychologie, 20. Aufl., München/Boston [u. a.].

gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2004a): Definitionssammlung zum Büromarkt, Wiesbaden.

gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (Hrsg.) (2004b): Richtlinie Definition und Leistungskatalog Real Estate Investment Management, Wiesbaden.

gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (September 2004): Leitfaden Immobilienobjekt-Rating.

gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2013): Indirekte Anlageformen von Immobilien, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Sonderausgabe 2013, S. 89–98.

Gläser, Jochen/Laudel, Grit (2010): Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse. Als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen, 4. Aufl., Wiesbaden.

Goldberg, Joachim/Nitzsch, Rüdiger von (2000): Behavioral finance. Gewinnen mit Kompetenz, 2. Aufl., München.

Gondring, Hanspeter (2013): Immobilienwirtschaft. Handbuch für Studium und Praxis, 3. Aufl., München.

Green Paul E./Srinivasan, V. (1978): Conjoint Analysis in Consumer Research: Issues and Outlook, in: Journal of Consumer Research, 5. Jg., Nr. 2, S. 103–123.

Greiner, Martin (2008): Verhaltenstheorie: Behavioral Real Estate, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie; Band 4. Volkswirtschaftliche Grundlagen, München/Wien, S. 373–391.

Griffin, Dale/Tversky, Amos (1992): The weighting of evidence and the determinants of confidence, in: Cognitive Psychology, 24. Jg., S. 411–435.

Gunnelin, Ake/Soederberg, Bo (2003): Term Structures in the Office Rental Market in Stockholm, in: Journal of Real Estate Finance & Economics, 26. Jg., Nr. 2, S. 241–265.

Gustafsson, Anders/Herrmann, Andreas/Huber, F. (Hrsg.) (2007): Conjoint measurement. Methods and applications, 4. Aufl., Berlin/New York.

Haight, G. Timothy/Singer, Daniel (2004): The Real Estate Investment Handbook.

Hair, Joseph F. u. a. (2014): Multivariate data analysis, 7. Aufl., Harlow.

Hammer, Hans (2009): Weiche Standortfaktoren bei der Bewertung von Immobilien – eine Geschichte von Missverständnissen, in: Everling, Otto (Hrsg.): Praxishandbuch Rating von Immobilienportfolios, Köln, S. 205–221.

Hardin, William (1999): Behavioral research into heuristics and bias as an academic pursuit, in: Journal of Property Investment & Finance, 17. Jg., Nr. 4, S. 333–352.

Hargitay, Stephen E./Yu, Shi-Ming (1993): Property investment decisions. A quantitative approach, 1. Aufl., London/New York/New York.

Harmsen, Charlotte (2008): Standortfaktoren von Gewerbeimmobilien. Eine Methode zu deren Bewertung, untersucht am Beispiel eines deut-

schen offenen Immobilienfonds, in: Schlesinger, Dieter Matthew (Hrsg.): Branchenspezifische Standortforschung aus relationaler Perspektive, München, S. 77–137.

Heibel, Harald/Riegel, Gert W. (2009): Professionelles Management der Immobilie, in: Mütze, Michael/Abel, Marcel/Senff, Thomas (Hrsg.): Immobilieninvestitionen, 1. Aufl., [s. l.], S. 275–306.

Heineberg, Heinz (2006): Stadtgeographie. 8 Tabellen, 3. Aufl., Paderborn/München [u. a.].

Helfferich, Cornelia (2011): Die Qualität qualitativer Daten. Manual für die Durchführung qualitativer Interviews, 4. Aufl., Wiesbaden.

Hennig, Dirk/Senff, Thomas/Wilkens, Mike (2009): Maßgebliche Bedeutung der Standortauswahl, in: Mütze, Michael/Abel, Marcel/Senff, Thomas (Hrsg.): Immobilieninvestitionen, 1. Aufl., [s. l.], S. 1–44.

Heyser, Hartwig (2006): Bestimmungsgründe des Büromietzinses. Hedonische Mietpreise am Beispiel des Münchener Gewerbemarktes, 1. Aufl., Berlin.

Hillenbrand, Manfred (2006): Akteure des Real Estate Private Equity Marktes, in: Rottke, Nico/Rebitzer, Dieter (Hrsg.): Handbuch real estate private equity, Köln, S. 77–86.

Hillig, Thomas (2006): Verfahrensvarianten der Conjoint-Analyse zur Prognose von Kaufentscheidungen. Eine Monte-Carlo-Simulation, Wiesbaden.

Hirshleifer, David (2001): Investor Psychology and Asset Pricing, URL: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/5300/1/MPRA_paper_5300. pdf, Stand: 5. Januar 2015.

Hirshleifer, David/Hong Teoh, Siew (2003): Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis, in: European Financial Management, 9. Jg., Nr. 1, S. 25–66.

Ho, Daniel/Newell, Graeme/Walker, Anthony (2005): The importance of property-specific attributes in assessing CBD office building quality, in: Journal of Property Investment & Finance, 23. Jg., Nr. 5, S. 424–444.

Hochrein, Silvia (12. August 2011): Zusammenhang zwischen Renovationszeitpunkt und Marktmietzyklen. Masterthesis. Universität Zürich, Zürich.

Hoffmann, Carsten (2001): Gleichgerichtetes Verhalten am Aktienmarkt. Eine Verbindung ökonomischer, psychologischer und soziologischer Ansätze, Berlin.

Hogdson, Douglas/Slade, Barrett/Vorkink, Keith (2006): Constructing Commercial Indices: A Semiparametric Adaptive Estimator Approach, in: Journal of Real Estate Finance and Economics, 32. Jg., Nr. 2, S. 151–168.

Holoch, Douglas M./Bischoff, Torsen/Breuer, Lars-Oliver/Hahn, Tjark-Kai (2002): Investitionsprozess / Grundlagen der Investorenentscheidung, in: Schäfer, Jürgen/Conzen, Georg (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilien-Projektentwicklung, München, S. 559–583.

Holzmann, Christoph/Rottke, Nico (2005): Opportunity Funds, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln.

Hough, Douglas E./Kratz, Charles G. (1983): Can "good" architecture meet the market test?, in: Journal of urban economics, 14. Jg., S. 40–54.

Hugenroth, Jan (2010): Anforderungen und Grundkonzeption eines idealen Zertifizierungssystems für Nachhaltigkeit, in: Rottke, Nico/Landgraf, Daniel (Hrsg.): Ökonomie vs. Ökologie. Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft?; mit 102 Abbildungen, Köln, S. 133–174.

Ihlanfeldt, Keith R./Raper, Michael D. (1990): The Intrametropolitan Location of New Office Firms, in: Land Economics, 66. Jg., Nr. 2, S. 182–198.

Immobilien Zeitung (02.10.2014): Wenn nicht jetzt, wann dann?, in: Immobilien Zeitung, 39–40/2014 vom 2.10.2014, S. 1&4.

INREV (2011): INREV Fund Style Classification, URL: https://www.inrev.org/publications/223-inrev-fund-style-classification, Stand: 28. Dezember 2014.

Irle, Martin (2010): Preisblasen in Wohnimmobilienmärkten. Eine Betrachtung aus Sicht der Behavioural Finance, Köln.

Isenhöfer, Björn/Väth, Arno/Hofmann, Philip (2008): Immobilienanalyse, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Aufl., München [u. a.], S. 391–451.

Jackson, Cath/Orr, Allison (2011): Real estate stock selection and attribute preferences, in: Journal of Property Research, 28. Jg., Nr. 4, S. 317–339.

Jaffe, Austin J./Sirmans, C. F. (1995): Fundamentals of real estate investment, 3. Aufl., Cincinnati, OH.

Johnson, Richard M./Orme, Bryan (1996): How many questions should you ask in Choice-Based Conjoint?, URL: http://www.sawtoothsoftware.com/support/technical-papers/cbc-related-papers/how-many-questions-should-you-ask-in-choice-based-conjoint-studies-1996, Stand: 30. Mai 2015.

Jones Lang LaSalle (2007): Ökologische Nachhaltigkeit von Büroimmobilien.

Jones Lang LaSalle (2014), o. V., o. S.: Investmentmarktüberblick Deutschland, 4. Quartal 2014

Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1972): Subjective probability: A judgment of representativeness, in: Cognitive Psychology, 3. Jg., Nr. 3, S. 430–454.

Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, in: Econometrica, 47. Jg., Nr. 2, S. 263–292.

Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1982): The psychology of preferences, in: Scientific American, 246. Jg., Nr. 1, S. 160–173.

Kaltenborn, Tim u. a. (2013): Conjoint-Analyse, 1. Aufl., München/Mering.

Kämpf-Dern, Annette (2010): Organisation des Immobilienmanagements als Professional Service. Performanceorientierte Konfiguration am Beispiel des Real Estate Assetmanagements, Köln.

Kats, Greg/Alevantis, Leon/Mills, Evan/Perlman, Jeff (October 2003): The Costs and Financial Benefits of Green Buildings. A Report to California's Sustainable Building Task Force.

Kelle, Udo/Kluge, Susann (2010): Vom Einzelfall zum Typus. Fallvergleich und Fallkontrastierung in der qualitativen Sozialforschung, 2. Aufl., Wiesbaden.

Kempf, Simon (2008): Development of hedonic office rent indices for German metropolitan areas, Köln.

Kepper, Gaby (2000): Methoden der qualitativen Marktforschung, in: Herrmann, Andreas (Hrsg.): Marktforschung. Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele, 2. Aufl., Wiesbaden.

Key, T. u. a. (1994): Economic Cycles and Property Cycles. Main report for Understanding the Property Cycle, London.

Kippes, Stephan (2001): Professionelles Immobilienmarketing. Marketing-Handbuch für Makler, Bauträger, Projektentwickler und Immobilienverwalter, München.

Kippes, Stephan (2005): Marketing, in: Kippes, Stephan/Sailer, Erwin (Hrsg.): Immobilienmanagement. Handbuch für professionelle Immobilienbetreuung und Vermögensverwaltung, Stuttgart/München/ Hannover/Berlin/Weimar/Dresden, S. 459–481.

Klein, Markus (2002): Die Conjoint-Analyse, Köln, URL: http://www.gesis.org/fileadmin/upload/forschung/publikationen/zeitschriften/za_information/ZA-Info-50.pdf
Stand: 30. August 2014

Kleinig, Gerhard (2011): Der qualitative Forschungsprozess, in: Naderer, Gabriele/Balzer, Eva (Hrsg.): Qualitative Marktforschung in Theorie und Praxis. Grundlagen – Methoden – Anwendungen, 2. Aufl., Wiesbaden.

Koch, Jörg (2012): Marktforschung. Grundlagen und praktische Anwendungen, 6. Aufl., München.

Kotler, Philip (2003): Grundlagen des Marketing, 3. Aufl., München/ Boston [u. a.].

Kowal, Sabine/O´Connell, Daniel C. (2012): Zur Transkrition von Gesprächen, in: Flick, Uwe/Kardorff, Ernst von/Steinke, Ines (Hrsg.): Qualitative Forschung. Ein Handbuch, 9. Aufl., Hamburg.

Krzanowski, Wojtek/Marriott, Francis (1995): Multivariate Analysis. Classification, covariance structures and repeated measurements, London [u. a.].

Kühn, Thomas/Koschel, Kai-Volker (2010): Gruppendiskussionen. Ein Praxis-Handbuch, 1. Aufl., Wiesbaden.

Kupsch, Peter Uwe (1973): Das Risiko im Entscheidungsprozess, Wiesbaden.

Kurzrock, Björn-Martin (2007): Einflussfaktoren auf die Performance von Immobilien-Direktanlagen, Köln.

Kuß, Alfred (2012): Marktforschung. Grundlagen der Datenerhebung und Datenanalyse, 4. Aufl., Wiesbaden.

Lamnek, Siegfried (1993): Qualitative Sozialforschung – Methoden und Techniken, 2. Aufl., Weinheim/Basel.

Lamnek, Siegfried (2005): Gruppendiskussion. Theorie und Praxis, 2. Aufl., Weinheim/Basel.

Lamnek, Siegfried (2010): Qualitative Sozialforschung. Lehrbuch, 5. Aufl., Weinheim/Basel.

Lichtenstein, Sarah/Slovic, Paul (1971): Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions, in: Journal of Experimental Psychology, 89. Jg., Nr. 1, S. 46–55.

Lifka, Stephan (2005): Ansätze zur Beurteilung von Standortfaktoren für Direktinvestitionen in der Immobilienwirtschaft. Dargestellt am Beispiel von Büroimmobilien in Ostmitteleuropa, in: Haas, Hans-Dieter (Hrsg.): Strategien zur Marktanalyse in der Immobilienwirtschaft, München, S. 49–101.

Lücking, Lars (2001): Ansatz des Marketing-Controllings für effizientes Immobilien-Marketing, in: Schulte, Karl-Werner/Brade, Kerstin (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Marketing, Köln, S. 107–123.

Maier, Kurt M. (2007): Risikomanagement im Immobilien- und Finanzwesen. Ein Leitfaden für Theorie und Praxis, 3. Aufl., Frankfurt, M.

Mayring, Philipp (2010): Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken, in: Qualitative Inhaltsanalyse.

McDonald, John H. (2009): Handbook of Biological Statistics, 2. Aufl., Baltimore.

McMahan, John (2006): The Handbook of Commercial Real Estate Investing, New York.

Meins, Erika (2010): Der finanzielle Wert der Nachhaltigkeit von Immobilien, in: Rottke, Nico/Landgraf, Daniel (Hrsg.): Ökonomie vs. Ökologie. Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft?; mit 102 Abbildungen, Köln, S. 259–274.

Merkens, Hans (2012): Auswahlverfahren, Sampling, Fallkonstruktion, in: Flick, Uwe/Kardorff, Ernst von/Steinke, Ines (Hrsg.): Qualitative Forschung. Ein Handbuch, 9. Aufl., Hamburg, S. 290–297.

Mey, Günter/Mruck, Katja (2011): Qualitative Interviews, in: Naderer, Gabriele/Balzer, Eva (Hrsg.): Qualitative Marktforschung in Theorie und Praxis. Grundlagen – Methoden – Anwendungen, 2. Aufl., Wiesbaden.

Mills, Edwin S. (1992): Office Rent Determinants in the Chicago Area, in: Real Estate Economics, 20. Jg., Nr. 2, S. 273–287.

Montier, James (2007): Behavioural investing. A practitioner's guide to applying behavioural finance, Chichester/England/ Hoboken, NJ.

Montier, James (2011): Behavioural finance. Insights into irrational minds and markets, West Sussex/England/Hoboken, NJ.

Muncke, Günter/Dziomba, Maike/Walther, M. (2008): Standort- und Marktanalysen in der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln, S. 131–200.

Myagkov, Mikhail/Plott, Charles (1997): Exchange Economies and Loss Exposure:. Experiments Exploring Prospect Theory and Competitive Equilibria in Market Environments, in: American Economic Review, 87. Jg., Nr. 5, S. 801–828.

Nelson, A. (2007): The Greening of U.S. Investment Real Estate – Market Fundamentals, Prospects and Opportunities, in: RREEF Research Report No. 57.

Nickerson, Raymond (1998): Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises, in: Review of General Psychology, 2. Jg., Nr. 2, S. 175–200.

Nitsch, Harald (2006): Pricing Location: A Case Study of the Munich Office Market, in: Journal of Property Research, 23. Jg., Nr. 2, S. 93–107.

Nwogugu, Michael (2005): Towards multi-factor models of decision making and risk: A critique of Prospect Theory and related approaches, part II, in: The Journal of Risk Finance, 6. Jg., Nr. 2, S. 163–173.

Oehler, Andreas (1995): Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen, Stuttgart.

Orme, Bryan (2002): Formulating Attributes and Levels in Conjoint Analysis, URL: http://www.sawtoothsoftware.com/download /techpap/formatt.pdf.

Paesler, Reinhard (2008): Stadtgeographie, Darmstadt.

Pelz, Joachim R. (2012): Aussagefähigkeit und Aussagewilligkeit von Probanden bei der Conjoint-Analyse, Wiesbaden.

Perridon, Louis/Steiner, Manfred (2007): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14. Aufl., München.

Petersen, Olaf/Radtke, Udo (2011): Standort- und Marktanalysen, in: Schäfer, Jürgen/Conzen, Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. [Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung], 2. Aufl., München, S. 497–516.

Pfnür, Andreas (2011): Modernes Immobilienmanagement. Immobilieninvestment, Immobiliennutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb, 3. Aufl., Berlin [u. a.].

Pfnür, Andreas/Armonat, Stefan (2001): Immobilienkapitalanlage institutioneller Investoren – Risikomanagement und Portfolio-planung. Ergebnisbericht, FB Wirtschaftswissenschaften, Universität Hamburg.

Przyborski, Aglaja/Wohlrab-Sahr, Monika (2010): Qualitative Sozialforschung. Ein Arbeitsbuch, 3. Aufl., München.

Pyhrr, Stephen A. (©1989): Real estate investment. Strategy analysis, decisions, 2. Aufl., New York.

Raftery, John/Runeson, Goran (1998): Money illusion in consumer perception of housing transactions, in: Journal of Property Valuation and Investment, 16. Jg., Nr. 2, S. 175–184.

Rapp, Heinz-Werner (2000): Der tägliche Wahnsinn als Methode. Behavioural Finance: Paradigmenwechsel in der Kapitalmarktforschung, in: Jünemann, Bernhard/Schellenberger, Dirk (Hrsg.): Psychologie für Börsenprofis. Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage, Stuttgart, S. 85–124.

Rebitzer, Dieter (2011): Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestition sowie Immobilieninvestoren, in: Schäfer, Jürgen/Conzen, Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. [Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung], 2. Aufl., München, S. 1–38.

Reimann, Martin/Weber, Bernd (2008): Neuroökonomie. Konsumentenverhalten, Investorenverhalten und organisationales Käuferverhalten, 1. Aufl., Wiesbaden.

Roberts, Claire/Henneberry, John (2007): Exploring office investment decision-making in different European contexts, in: Journal of Property Investment & Finance, 25. Jg., Nr. 3, S. 289–305.

Rottke, Nico (2005): Investititionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln.

Ryan, Sherry (2005): The value of access to highways and light rail transit: evidence for industrial and office firms, in: Urban Studies, 42. Jg., Nr. 4, S. 751–764.

Sah, Vivek (2011): Asset acquisition criteria: A process tracing investigation into real estate investment decision making, in: Journal of Property Investment & Finance, 29. Jg., Nr. 1, S. 7–18.

Sawtooth Software, Inc. (2007): SSI Web v6.4 Software for Web Interviewing Documentation.

Sawtooth Software, Inc. (2009): Sawtooth Software Technical Papers.

Schäfer, Jürgen/Conzen, Georg (Hrsg.) (2002): Praxishandbuch Immobilien-Projektentwicklung, München.

Schäfer, Jürgen/Conzen, Georg (Hrsg.) (2011): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. [Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung], 2. Aufl., München.

Scharfstein, David/Stein, Jeremy (1990): Herd behaviour and investment, in: American Economic Review, 80. Jg., Nr. 3, S. 465–479.

Schätzl, Ludwig M. (2002): Strukturwandel im Gewerbeimmobilienmarkt. Eine volkswirtschaftliche Analyse des Gewerbebaus und der Gewerbefinanzierungen, Frankfurt am Main.

Schmidt, Christiane (2012): Analyse von Leitfadeninterviews, in: Flick, Uwe/Kardorff, Ernst von/Steinke, Ines (Hrsg.): Qualitative Forschung. Ein Handbuch, 9. Aufl., Hamburg, S. 447–456.

Scholz, Michael (2009): Die Conjoint-Analyse als Instrument zur Nutzenmessung in Produktempfehlungssystemen, Berlin.

Schreier, Margrit (2010): Fallauswahl, in: Mey, Günter (Hrsg.): Handbuch Qualitative Forschung in der Psychologie, 1. Aufl., Wiesbaden, S. 238–251.

Schreier, Margrit (2011): Qualitative Stichprobenkonzepte, in: Naderer, Gabriele/Balzer, Eva (Hrsg.): Qualitative Marktforschung in Theorie und Praxis. Grundlagen – Methoden – Anwendungen, 2. Aufl., Wiesbaden.

Schröder, Regina Wencke (2005): Risikoaggregation unter Beachtung der Abhängigkeiten zwischen Risiken, 1. Aufl., Baden-Baden.

Schubert, Bernd (1991): Entwicklung von Konzepten für Produktinnovationen mittels Conjointanalyse, Stuttgart.

Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) (2005): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln.

Schulte, Karl-Werner (Hrsg.) (2008): Immobilienökonomie. Band 1 : Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Aufl., München [u. a.].

Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.) (2008): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln.

Schulte, Karl-Werner/Holzmann, Christoph (2005): Investition in Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln, S. 23–42.

Schulte, Karl-Werner/Holzmann, Christoph (2008): Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie. Band 1 : Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Aufl., München [u. a.], S. 167–208.

Schumacher, Christoph (Hrsg.) (2011): Praxishandbuch Immobilien-Fondsmanagement und -Investment, Köln.

Schweizer, Mark (2005): Kognitive Täuschungen vor Gericht. Eine empirische Studie, Zürich.

Shafir, Eldar/Diamond, Peter/Tversky, Amos (1997): Money Illusion, in: The Quarterly Journal of Economics, 112. Jg., Nr. 2, S. 341–374.

Shanteau, James (1992): Competence in experts: The role of task characteristics, in: Organizational Behavior and Human Decision Processes, 53. Jg., S. 252–266.

Sivitanidou, Rena (1996): Do office-commercial firms value access to service employment centers? A hedonic value analysis within polycentric Los Angeles, in: Journal of urban economics, 40. Jg., S. 125–149.

Slade, Barrett (2000): Office Rent Determinants During Market Decline and Recovery, in: Journal of Real Estate Research, 20. Jg., Nr. 3, S. 357–380.

Steiner, Manfred/Bruns, Christoph (2002): Wertpapiermanagement. Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 8. Aufl., Stuttgart.

Stock, Alexandra (2009): Risikomanagement im Rahmen des Immobilien-Portfoliomanagements institutioneller Investoren.

Sydow, Ferdinand von (2007): Grundlagen der Anlagepolitik von Versicherungen, in: Mayrzedt, Hans (Hrsg.): Internationales Immobilienmanagement. Handbuch für Praxis, Aus- und Weiterbildung, München, S. 214–222.

Teichert, Thorsten (2000): Conjoint-Analyse, in: Herrmann, Andreas (Hrsg.): Marktforschung. Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele, 2. Aufl., Wiesbaden.

The European Group of Valuers' Association (TEGoVA) (2003): European Property and Market Rating: A Valuer's Guide, URL: http://www.tegova.de/cms/tegova.nsf/0/B05B9153C7FF33F0C1257B47005175E5/$FILE/PropertyMarketRating.pdf?OpenElement, Stand: 16. Juli 2015.

Thomas, Lutz (1983): Der Einfluss von Kindern auf Produktpräferenzen ihrer Mütter, Berlin.

Trotz, Raymond (2004): Immobilien – Markt- und Objektrating. Ein praxiserprobtes System für die Immobilienanalyse, 1. Aufl., Köln.

Trübestein, Michael (Hrsg.) (2012a): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategie in Deutschland und Österreich., 1. Aufl.

Trübestein, Michael (2012b): Strukturierung von Immobilieninvestitionen seit 2000, in: Trübestein, Michael (Hrsg.): Praxishandbuch

Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategie in Deutschland und Österreich., 1. Aufl.

Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1973): Availability: A heuristic for judging frequency and probability, in: Cognitive Psychology, 5. Jg., Nr. 2, S. 207–232.

Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1974): Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Science, 185. Jg., Nr. 4157, S. 1124–1131.

Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1981): The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, in: Science, Nr. 211, S. 453–458.

Unser, Matthias (1999): Behavioral finance am Aktienmarkt. Empirische Analysen zum Risikoverhalten individueller Anleger, Bad Soden/Ts.

Urschel, Oliver (2010): Risikomanagement in der Immobilienwirtschaft. Ein Beitrag zur Verbesserung der Risikoanalyse und -bewertung, Karlsruhe.

Vandell, Kerry/Lane, Jonathan (1989): The Economics of Architecture and Urban Design: Some Preliminary Findings, in: Real Estate Economics, 17. Jg., Nr. 2, S. 235–260.

Väth, Arno/Hoberg, Wenzel (2005): Immobilienanalyse – die Beurteilung von Standort, Markt, Gebäude und Vermietung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Köln, S. 359–390.

Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V. (ohne Jahresangabe): Objekt- und Marktrating, URL: http://www.dr-winkler.org/ downloads/standortundmarktrating.pdf, Stand: 15. Juli 2015.

Viering, Markus G./Kochendörfer, Bernd/Liebchen, Jens H. (2007): Managementleistungen im Lebenszyklus von Immobilien, 1. Aufl., Wiesbaden.

Walbröhl, Victoria (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, Köln.

Weeber, Hannes/Bosch, Simone (2003): Bauqualität. Verfahrensqualität und Produktqualität bei Projekten des Wohnungsbaus, Stuttgart.

Weiber, Rolf/Mühlhaus, Daniel (2009): Auswahl von Eigenschaften und Ausprägungen bei der Conjointanalyse, in: Baier, Daniel/Brusch, Michael (Hrsg.): Conjointanalyse, Berlin, Heidelberg, S. 43–58.

Weis, Hans Christian/Steinmetz, Peter (2012): Marktforschung, 8. Aufl., Herne.

Wellner, Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems. Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios, Norderstedt.

Wernecke, MArtin/Rottke, Nico (Hrsg.) (2006): Praxishandbuch Immobilienzyklen, Köln.

Wheaton, William C./Torto, Raymond G. (1995): Office Rent Indices and Their Behavior over Time, in: Journal of urban economics, 35. Jg., Nr. 2, S. 121–139.

Witt, Harald (2001): Forschungsstrategien bei quantitativer und qualitativer Sozialforschung, in: Forum Qualitative Sozialforschung / Forum Forum Qualitative Social Research, 2(1).

Woyczyk, Rino/Schneider, Rüdiger (2006): Büroimmobilien – Büroorganisation und Abwicklungsmodelle, in: Falk, Bernd (Hrsg.): Handbuch Gewerbe- und Spezialimmobilien, Köln, S. 201–226.

Wyman, David/Seldin, Maury/Worzala, Elaine (2011): A new paradigm for real estate valuation?, in: Journal of Property Investment & Finance, 29. Jg., 4/5, S. 341–358.

Ziering, Barry/McIntosh, Willard (1999): Property Size and Risk: Why Bigger Is Not Always Better, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, 5. Jg., Nr. 2, S. 105–112.

Ziesenitz, Thomas-Andreas (2006): VÖB-ImmobilienAnalyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Risikoprofils von Immobilien, URL: http://www.voeb.de /de/publikationen /fachpublikationen/publikation-immoanalyse.pdf, Stand: 15. Juli 2015.

Zimbardo, Philip G./Hoppe-Graff, Siegfried/Keller, Barbara (1992): Psychologie. Mit 48 Tabellen, 5. Aufl., Berlin [u. a.].

Zweig, Jason (2007): Gier. Neuroökonomie: wie wir ticken, wenn es ums Geld geht, München.

Universitätsverlag der TU Berlin

pbi planungs- und bauökonomie immobilienwirtschaft

Technische Universität Berlin

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit dem Investitionsauswahlentscheidungsverhalten von Investoren bei Immobilieninvestitionsentscheidungen. Anhand einer empirischen Untersuchung am Beispiel simulierter Investitionsauswahlentscheidungen in den deutschen Top 5 Büromärkten verfolgt die Arbeit das Ziel, einen präferenzmusterbasierten Segmentierungsansatz zu entwickeln, anhand dessen eine maximal zielgruppenadäquate Gestaltung und Präsentation von Immobilien ermöglicht wird. Hierdurch soll ein Beitrag zur Maximierung von Verkaufserfolgen sowie zur Optimierung der Ressourcenallokation sowohl in der aktuellen, wie auch in zukünftigen Marktphasen geleistet werden.

ISBN 978-3-7983-2916-4 (print)
ISBN 978-3-7983-2917-1 (online)

ISBN 978-3-7983-2916-4

http://verlag.tu-berlin.de