



DEUTSCHE IMMOBILIEN WIRTSCHAFTS GESELLSCHAFT

**SINGLE-TENANT
BÜROOBJEKTE**

**SINGLE-TENANT
OFFICE PROPERTIES**

Inhaltsverzeichnis | Index

Redaktion Editorial office	1
I. Single-Tenant Büroobjekte	2
II. Risikoprofile von Immobilieninvestitionen	3
Transaktionsvolumen in Deutschland nach Risikoklassen	4
III. Single-Tenant-Objekte: Core oder nicht Core?	6
Objektcharakteristik	6
Anlegerstruktur	6
Vielschichtige Risiken bei Single-Tenant Objekten	7
Objektbezogene Risiken: In Stein gemeißelt und kaum zu beseitigen	8
Mieterbezogene Risiken: Haben den größten Einfluss auf den Objektwert	11
Nachvermietung: Eine echte Herausforderung für das Asset Management	12
Verkauf von Single-Tenant Objekten: Selten ohne Verlust möglich	14
IV. Beispiele für Single-Tenant Objekte: von Core bis zu Problemimmobilien	16
Neue Börse Frankfurt am Main (CFB-Fonds 130)	18
Grüne Mitte Essen (Hannover Leasing)	20
Vodafone Campus Düsseldorf (DFH Immobilienfonds 98)	22
V. Fazit: Single-Tenant-Objekte sind selten Core	24

I.	Single-Tenant Office Properties	26
II.	Risk profiles of real estate investments	27
	Transaction volume in Germany according to risk categories	28
III.	Single-Tenant-properties: Core or not Core?	30
	Typical features	30
	Investor structure	30
	Complex risks in single-tenant properties	31
	Property-related risks: Chiseled-in-stone and hard to remove	32
	Tenant-related risks: Have the greatest impact on the property value	35
	Re-letting: A real challenge for Asset Management	36
	Sale of single-tenant properties: Rarely possible without a loss	37
IV.	Examples for single-tenant properties: from core to problem properties	40
	Neue Börse Frankfurt am Main (CFB-Fonds 130)	42
	Grüne Mitte Essen (Hannover Leasing)	44
	Vodafone Campus Dusseldorf (DFH Immobilienfonds 98)	46
V.	Conclusion: Single-Tenant properties are rarely Core	48

Redaktion | Editorial office



Horst Jaletzky

Partner

Berliner Allee 51-53
40212 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 56 94 09 - 12
jaletzky@diwg.de



Thorsten Baum

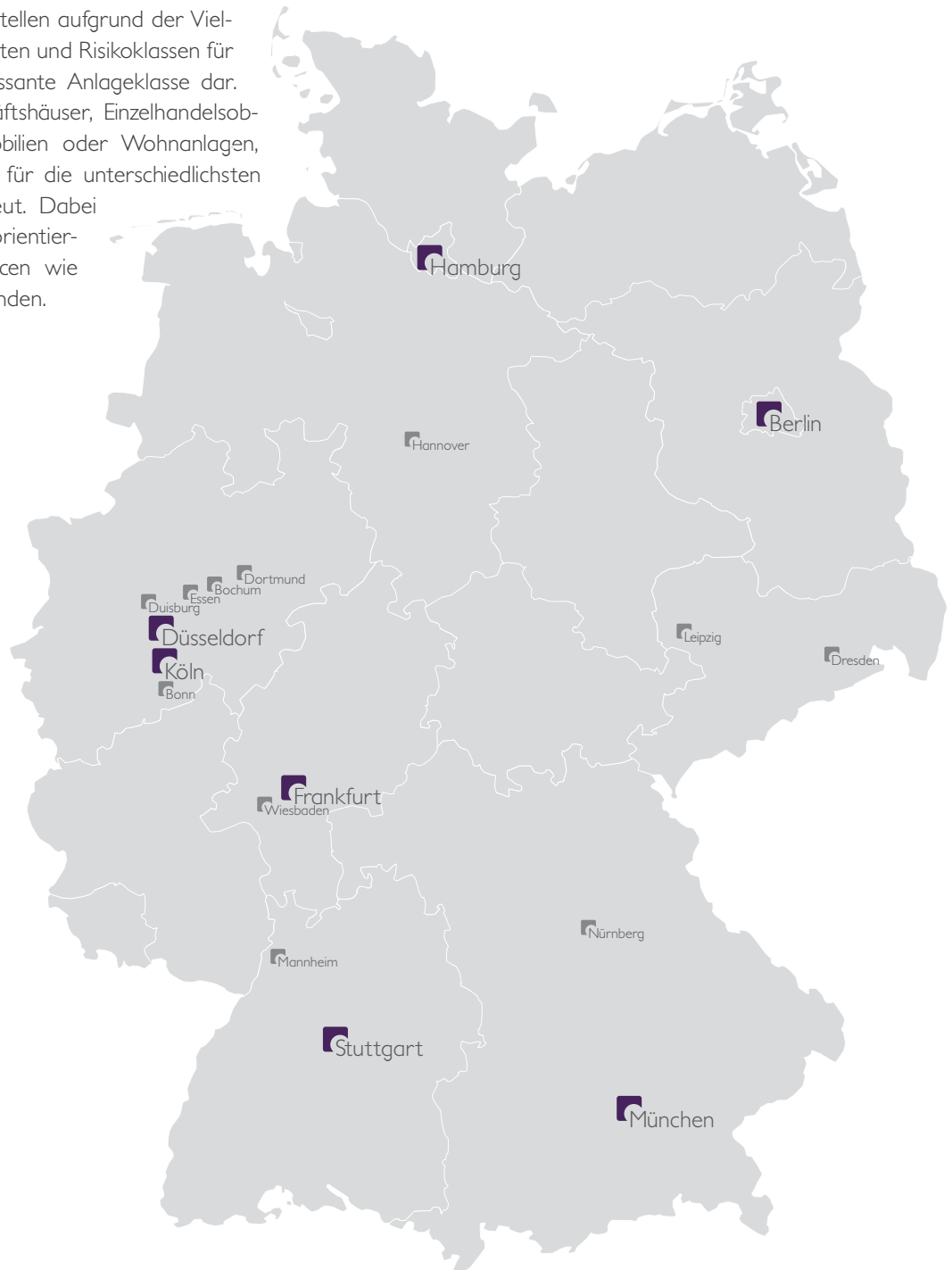
Leiter Research

Berliner Allee 51-53
40212 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 56 94 09 - 40
baum@diwg.de

I. Single-Tenant Büroobjekte

Investitionen in Immobilien stellen aufgrund der Vielzahl verschiedener Objektarten und Risikoklassen für viele Investoren eine interessante Anlageklasse dar. Ob Büroimmobilien, Geschäftshäuser, Einzelhandelsobjekte, Hotels, Logistikimmobilien oder Wohnanlagen, das Angebot an Objekten für die unterschiedlichsten Bedürfnisse ist breit gestreut. Dabei bieten sich dem sicherheitsorientierten Investor ebenso Chancen wie dem opportunistisch Denkenden.



II. Risikoprofile von Immobilieninvestitionen

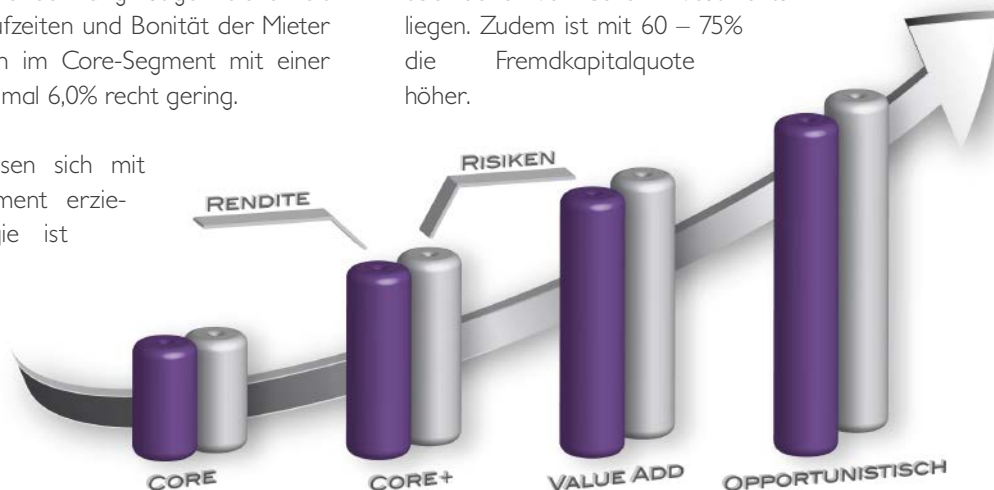
Bei Immobilieninvestitionen wird in vier Risikoklassen unterschieden: Core, Core+, Value Add und Opportunistisch.

Wesentliche Unterscheidungsmerkmale sind das primäre Anlageziel, die spezifischen Charakteristika des Investitionsobjektes, der geplante Anlagehorizont, die Renditeerwartung sowie die Quote des einzusetzenden Eigenkapitals.

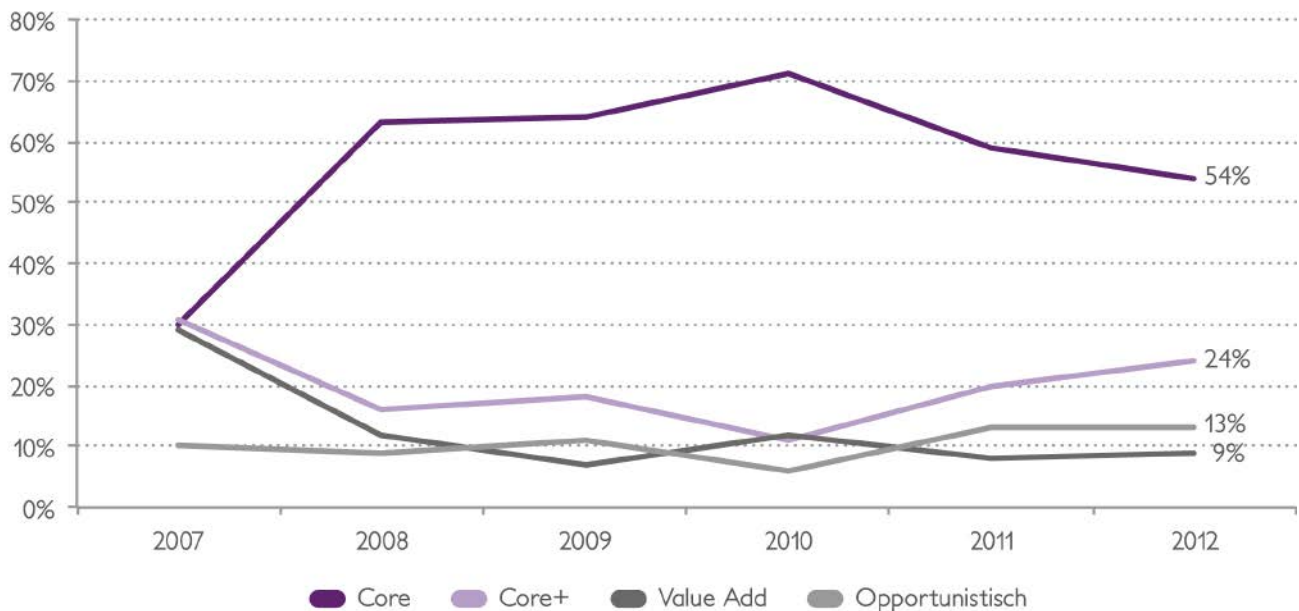
Investitionen im Core-Segment stellen die klassische Form des Immobilieninvestments für den sicherheitsorientierten Anleger dar. Primäres Anlageziel ist es, eine laufende Ausschüttung durch stabile Mieterträge zu erzielen. Hierzu wird in Objekte in sehr guten Lagen, meist an einem der Top-7 Bürostandorte (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München oder Stuttgart) investiert. In der Regel handelt es sich bei den Lagen um den Kernbereich der Innenstadt, den sogenannten CBD (Central Business District). Die Investitionsobjekte verfügen über eine hohe, zeitgemäße Ausstattungsqualität und sind voll vermietet. Die Mieter zeichnen sich durch sehr hohe Bonität aus, oftmals handelt es sich um börsennotierte, international tätige Konzerne. Die Laufzeiten der Mietverträge sind langfristig, ebenso wie der Anlagehorizont im Core-Segment. Die Haltedauer der Immobilien liegt in aller Regel bei mindestens 10 Jahren bei einer Fremdkapitalquote von maximal 50%. Typische Investorengruppen im Core-Segment sind geschlossene und offene Immobilienfonds, Versicherungen und Pensionskassen. Entsprechend der guten und damit teuren Lagen, der Hochwertigkeit der Objekte sowie der langfristigen Sicherheit aufgrund der Mietvertragslaufzeiten und Bonität der Mieter sind die Renditeerwartungen im Core-Segment mit einer Spanne zwischen 4,0 bis maximal 6,0% recht gering.

Etwas höhere Renditen lassen sich mit Investments im Core+-Segment erzielen. Die Investitionsstrategie ist vergleichbar mit der im Core-Segment, allerdings werden weniger hohe Anforderungen an die Immobilien und die Mietverträge gestellt. Bei Investments

im Core+-Segment geht es in erster Linie um das Ziel, Wertsteigerungen bei auslaufenden Mietverträgen und entsprechender Anschlussvermietung zu erzielen. Hierzu wird in Objekte von hoher Qualität in sehr guten und guten Lagen investiert, also in Innenstädten und etablierten Bürolagen, aber eben auch außerhalb des CBD. Bei der Vermietung werden gegebenenfalls geringe Leerstände sowie kürzer laufende Mietverträge akzeptiert, die Mieter sollten jedoch über eine hohe Bonität verfügen. Der Anlagehorizont ist wie bei Core-Investments langfristig ausgelegt und liegt bei 10 oder mehr Jahren. Die Fremdkapitalquote bei Core+-Investments liegt üblicherweise bei 40 – 60%. Typische Investorengruppen sind Immobilien AG's, REIT's und Vermögensverwalter sowie in geringerem Umfang auch offene und geschlossene Fonds. Bedingt durch das höhere Risiko, was in erster Linie auf den kürzeren Mietvertragslaufzeiten beruht, sind die Renditeerwartungen mit 6,0 – 8,0% höher als bei Core-Investments. Investitionen im Value Add-Segment sind vor allem auf eine Wertsteigerung der Objekte ausgelegt. Hierzu wird in Immobilien in mittleren Lagen mit mittlerer bis niedriger Objektqualität investiert. Signifikante Leerstände oder kurz laufende Mietverträge sowie Mieter mit mittlerer Bonität sind ebenfalls typische Merkmale dieser Risikoklasse. Diese Parameter tragen dazu bei, dass Immobilien im Value Add-Segment verhältnismäßig günstig zu erwerben sind. Durch kurz- oder mittelfristig mögliche Neuvermietungen zu höheren Konditionen lassen sich entsprechende Renditen erwirtschaften, die mit 8,0 – 12,0% deutlich über denen von Core+ Investments liegen. Zudem ist mit 60 – 75% die Fremdkapitalquote höher.



Transaktionsvolumen in Deutschland nach Risikoklassen



Der Anlagehorizont beträgt üblicherweise 3 – 8 Jahre. Investitionen im Value Add-Segment werden vor allem durch Fonds für Versicherungen und Pensionskassen, private Vermögensverwalter und Family Offices sowie teilweise auch durch Immobilien AG's und REIT's getätigt.

Opportunistische Investments in Immobilien stellen die mit Abstand risikoreichste Anlageklasse im Vergleich dar. Primäres Anlageziel ist die Erwirtschaftung hoher Renditen innerhalb kurzer Zeit. Hierzu wird in Immobilien in B- und C-Lagen sowohl innerhalb der Top 7 als auch an kleineren Büromärkten investiert, wobei es sich in der Regel um Lagen handelt, die über ein gewisses Entwicklungspotenzial verfügen. Die Investitionsobjekte sind typischerweise ebenfalls von geringer Qualität, weisen aber Wertsteigerungspotenzial auf. Hohe oder komplette Leerstände der Immobilien sowie kurze Restlaufzeiten der eventuell vorhandenen Mietverträge bei mittlerer bis niedriger Bonität der Mieter lassen dem Investor genügend Handlungsspielraum, um kurzfristig durch Neuvermietung höhere Erträge zu generieren. In der Regel werden derartige Objekte nicht länger als 5 Jahre im Bestand gehalten, bieten aber aufgrund des günstigen Kaufpreises und der Wertsteigerungsmöglichkeiten eine erheblich höhere Rendite als die anderen Risikoklassen. Üblicherweise liegt die Renditeerwartung bei über 15% bei einer relativ hohen Fremdkapitalquote von meist über 65%. Hohe Risikobereitschaft wird somit mit hohen Renditen belohnt, sofern sich die erwarteten Wertsteigerungen realisieren lassen. Typische Investoren in dieser Risikoklasse sind Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds.

Nach wie vor spielt für die Mehrzahl der Immobilieninvestoren die Sicherheit des Investments die entscheidende Rolle. So sind Immobilien im Core-Segment weiterhin die mit Abstand gefragteste Anlageklasse gemessen am getätigten Investitionsvolumen. Insbesondere seit Beginn der Immobilien- und Finanzkrise ist das Sicherheitsbedürfnis der Investoren sprunghaft angestiegen. So verdoppelte sich der Anteil von Investments im Core-Segment von 30% in 2007 innerhalb eines Jahres und stieg bis 2010 weiter bis auf 71% an. Seitdem ist der Anteil zwar wieder leicht rückläufig, liegt aber nach wie vor mit deutlichem Abstand vor allen anderen Risikoklassen.

Ursachen für den Rückgang sind einerseits das geringe Angebot an Core-Immobilien, das Investoren in andere Risikoklassen ausweichen lässt, andererseits aber auch die Tatsache, dass Investitionen in deutsche Immobilien im europäischen Vergleich nach wie vor als sichere Anlage gelten und daher die Risikobereitschaft wieder etwas zunimmt. Investments im Core+-Segment erreichten innerhalb der letzten sechs Jahre Anteile zwischen 11 und 31% und liegen damit an zweiter Stelle. Der Anteil von Value Add Investments ist seit 2007 stark zurückgegangen. Entfiel auf diese Risikoklasse anfangs noch ein Anteil von 29%, liegt dieser seit 2008 nur noch zwischen 7 und 12%. Opportunistische Investments zeigten sich über den gesamten Erfassungszeitraum hinweg relativ stabil mit Anteilen zwischen 6 und 13%. Offenbar hat die Immobilien- und Finanzkrise bei den sowieso schon sicherheitsorientierten Anlegern das Sicherheitsbedürfnis weiter verstärkt, während sich die risikoaffinen Investoren relativ unbeeindruckt zeigen.

	Core	Core+
primäres Anlageziel	laufende Ausschüttung durch stabile Mieterträge	Wertsteigerung bei auslaufenden Mietverträgen
Lage	sehr gute Lagen	sehr gute und gute Lagen
Objektqualität	hohe Qualität der Ausstattung	hohe Qualität
Vermietungsstand	voll vermietet	ggf. geringer Leerstand
Vermietungsdauer	langfristige Mietverträge	kürzer laufende Mietverträge
Mieter	sehr hohe Bonität	hohe Bonität
Haltedauer	10 Jahre und länger	10 Jahre und länger
Renditeerwartung (auf Eigenkapital)	4,0 - 6,0%	6,0 - 8,0%
Fremdkapitalquote	maximal 50%	40 - 60%
Typische Investoren	geschlossene Fonds offene Fonds Versicherungen Pensionskassen	Immobilien AG's REIT's Vermögensverwalter teilweise offene u. geschl. Fonds

	Value Add	Opportunistisch
primäres Anlageziel	Wertsteigerung der Objekte	hohe Renditen in kurzer Zeit
Lage	mittlere Lagen	B- / C-Lagen mit Entwicklungspotenzial
Objektqualität	mittlere bis niedrige Qualität	geringe Qualität, aber mit Potenzial
Vermietungsstand	Leerstand möglich	hoher oder kompletter Leerstand
Vermietungsdauer	kurz laufende Mietverträge	kurz laufende Mietverträge
Mieter	mittlere Bonität	mittlere bis geringe Bonität
Haltedauer	3 - 8 Jahre	maximal 5 Jahre
Renditeerwartung (auf Eigenkapital)	8,0 - 12,0%	> 15,0%
Fremdkapitalquote	60 - 75%	> 65%
Typische Investoren	Fonds für Versicherungen Fonds für Pensionskassen private Vermögensverwalter Family Offices teilweise Immobilien AG's / REIT's	Hedge-Fonds Private-Equity-Fonds

III. Single-Tenant-Objekte: Core oder nicht Core?



Sogenannte Single-Tenant Büroobjekte, also Bürohäuser, die lediglich an einen einzigen Nutzer vermietet sind, erfreuen sich auf dem Investmentmarkt besonderer Beliebtheit, gelten sie doch innerhalb des Core-Segments als besonders sichere Anlage. Doch sind diese Objekte tatsächlich Core?

Objektcharakteristik

Bei Single-Tenant Bürogebäuden handelt es sich überwiegend um Objekte, die bereits in der Planungsphase auf die Nutzung durch ein einzelnes Unternehmen hin entwickelt wurden. Dies betrifft sowohl Spezifika wie die Lage des Objektes als auch die gesamte Objektstruktur im Hinblick auf Größe, Erschließung, Ausstattung, Raumaufteilung und Sonderflächen. Üblicherweise sind solche Objekte großvolumig mit einem Büroflächenangebot von 10.000 m² und mehr. Die Mietverträge werden für einen langfristigen Zeitraum abgeschlossen, Standard sind 10 Jahre, in einigen Fällen werden aber auch Festlaufzeiten von 15 oder 20 Jahren vereinbart. Aufgrund der speziellen Anforderungen des Mieters und der damit verbundenen Kosten für den Projektentwickler werden Mietverträge oftmals zu Konditionen abgeschlossen, die über den marktüblichen Mieten liegen.

Anlegerstruktur

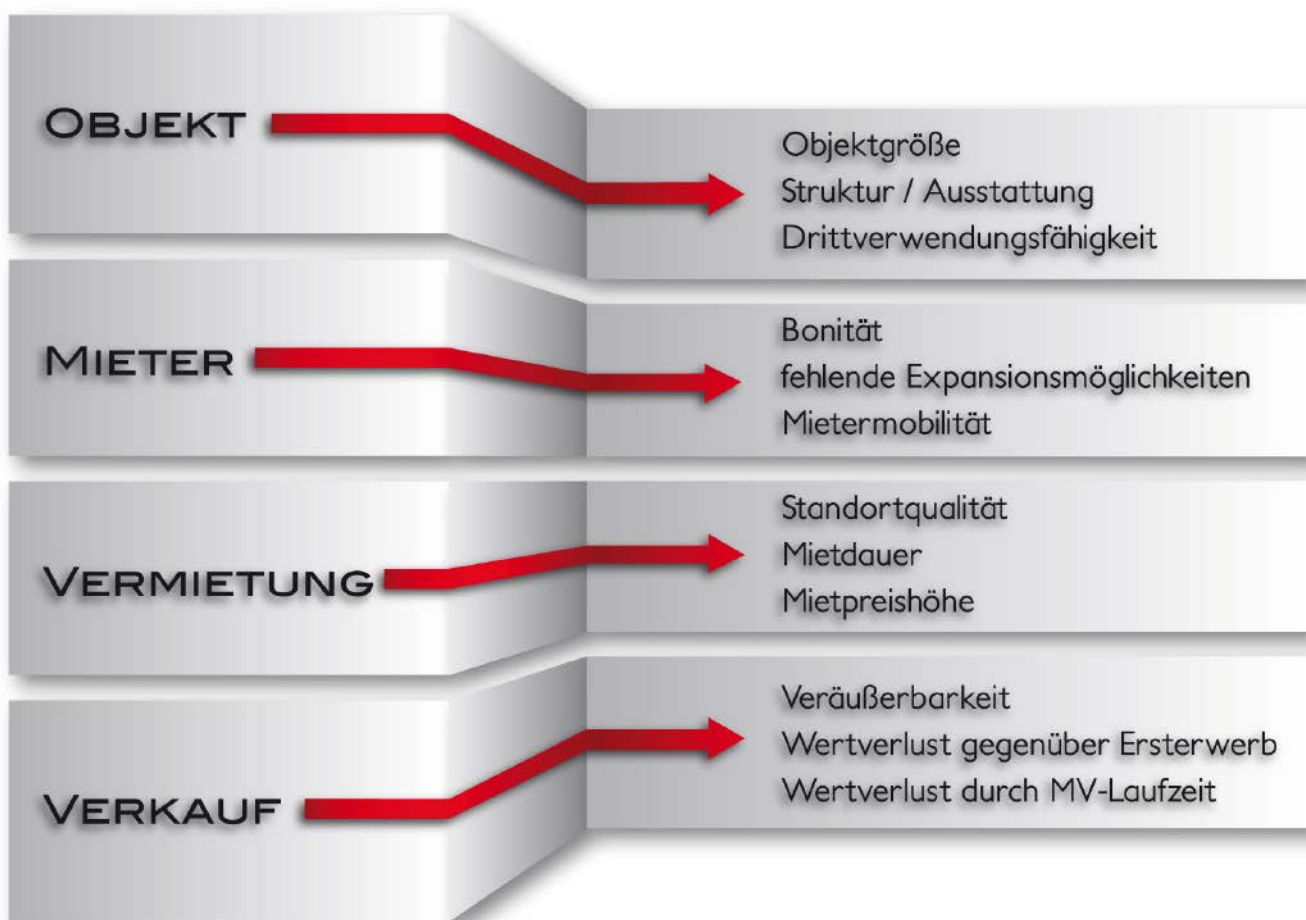
Bedingt durch die Größe von Single-Tenant Objekten von in der Regel 10.000 m² und mehr ergeben sich Investitionsvolumina oberhalb der Schwelle von 20 Mio. €. Hierdurch wird der Kreis potentieller Käufer bereits reduziert, für Privatinvestoren ist diese Objektgröße meist nicht mehr von Interesse. Dafür stehen Objekte dieser Größenordnung im Anlagefokus offener und geschlossener Fonds sowie von Versicherungen und Pensionskassen, da sie vom Investitionsvolumen ausreichend groß sind und den gängigen Forderungen an Sicherheit und Objektqualität entsprechen.

Vielschichtige Risiken bei Single-Tenant Objekten

Bürogebäude mit nur einem Mieter und langfristigen Mietverträgen werden gemeinhin als besonders sichere Form der Immobilienanlage angepriesen. Insbesondere der über einen langen Zeitraum gut kalkulierbare Cash-Flow aus den laufenden Mieteinnahmen wird als besonders sicher empfunden und verleitet Anleger dazu, die zahlreichen Risiken dieser speziellen Anlageklasse auszublenden. Investitionen in Immobilien bringen immer ein gewisses Risiko mit sich, das durch Objektmerkmale wie Nutzungsart, Lage, Objektqualität und Mieterstruktur, um nur einige zu nennen, beeinflusst wird.

Doch gerade Single-Tenant Bürogebäude weisen oftmals Besonderheiten auf, die das Investitionsrisiko gegenüber vergleichbaren Objekten mit mehreren Mietern erhöhen. Der alles entscheidende Faktor im Single-Tenant Objekt ist der Mietvertrag beziehungsweise der Zeitpunkt, zu dem die erste Festlaufzeit endet: danach ist das Objekt entweder zu 100% vermietet, oder es steht zu 100% leer. Die Risiken lassen sich grob in die vier Kategorien Objekt, Mieter, Vermietung und Verkauf einteilen.

Risikoübersicht



Objektbezogene Risiken: In Stein gemeißelt und kaum zu beseitigen

Zu den objektbezogenen Risiken gehören Faktoren, die in der Struktur des Objektes sowie seiner Ausstattung begründet sind.

Objektgröße: Single-Tenant Objekte werden in der Regel auf die speziellen Bedürfnisse des künftigen Nutzers zugeschnitten. Häufig handelt es sich bei den Nutzern um Konzerne, welche das Objekt als Unternehmenszentrale oder als Backoffice nutzen und somit Flächenanforderungen haben, die meist deutlich über 10.000 m² Bürofläche liegen. Im Verhältnis zur jährlichen Vermietungsleistung einer Stadt oder eines Teilmarktes sind diese Objekte oft überdimensioniert, insbesondere wenn man dann noch berücksichtigt, wie hoch der jährliche Anteil von Vermietungen in der Größenklasse jenseits von 5.000 oder 10.000 m² ist. Problematisch ist dies vor allem an B- und C-Standorten, aber auch an Mikrostandorten abseits der klassischen Bürolagen innerhalb der Top-7 Städte.

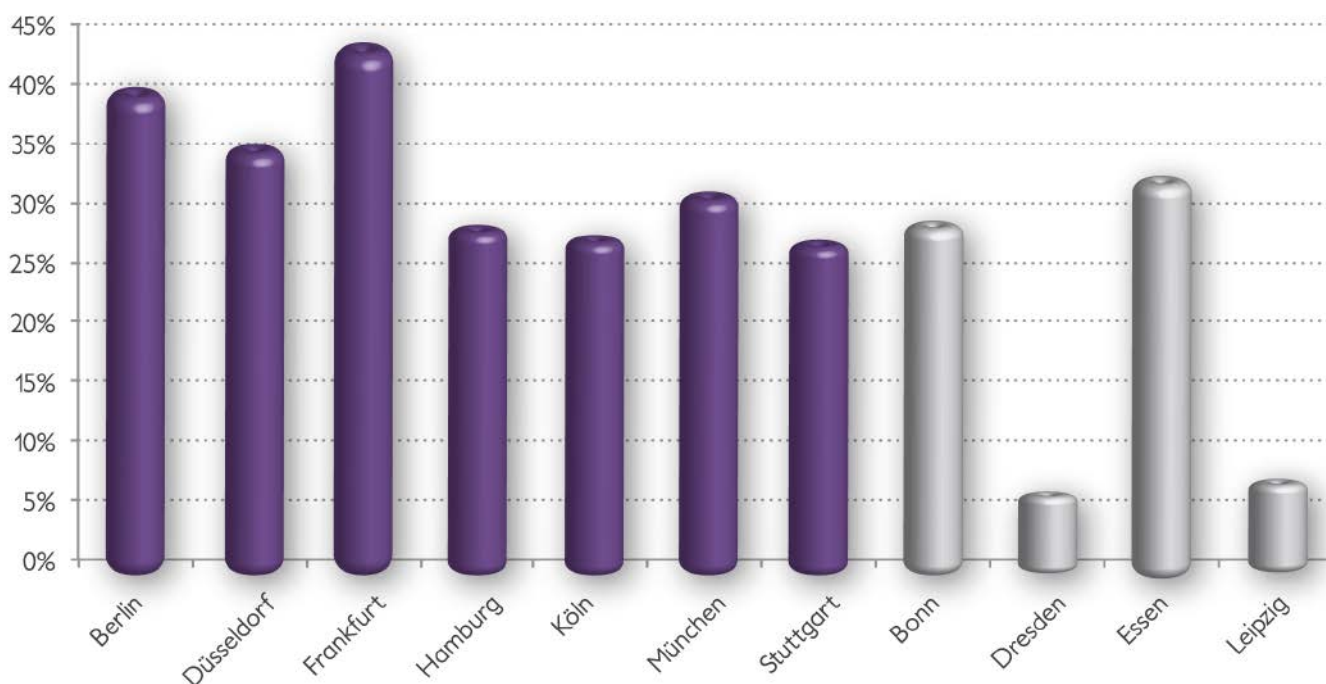
Während in der Frankfurter Innenstadt ein großvolumiges Objekt aufgrund des hohen jährlichen Flächenumsatzes und der Nachfragestruktur noch relativ leicht vermietbar sein sollte, stellt sich die Situation in einer Randlage von Köln ganz

anders dar. Dort wird es vermutlich schwierig, ein einmal freigezogenes Objekt in annehmbarer Zeit wieder komplett zu vermieten.

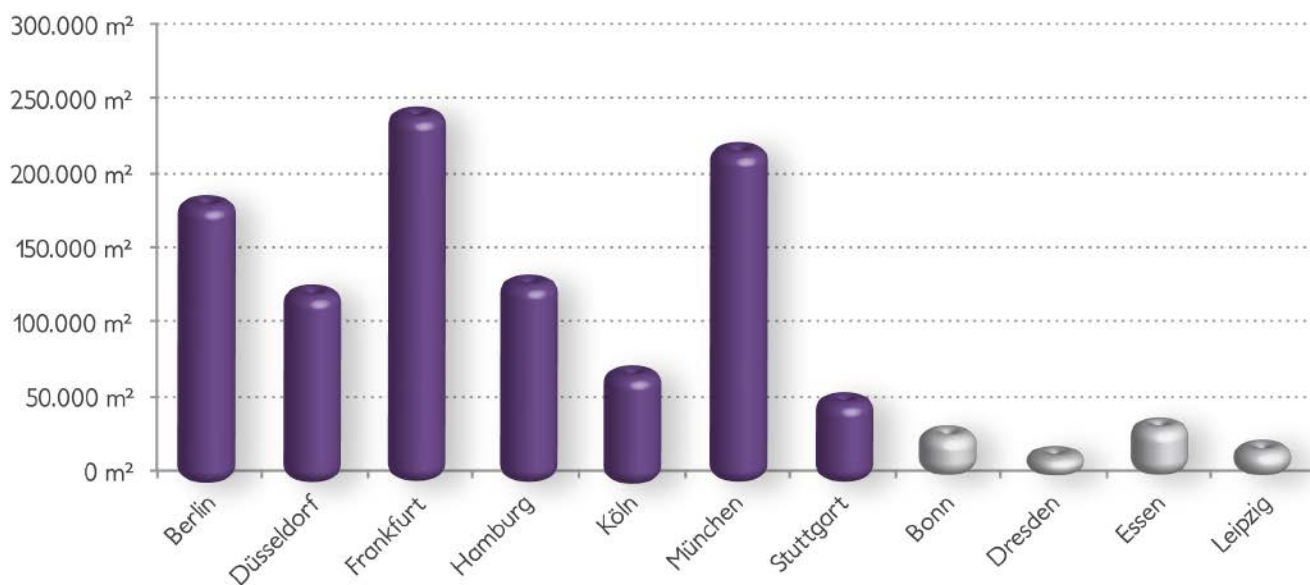
Betrachtet man den Anteil am jährlichen Büroflächenumsatz, der durch Vermietungen von Flächen in der Größenklasse ab 5.000 m² generiert wird, so liegen die Anteile in den deutschen Top-7 Bürostandorten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) im Betrachtungszeitraum der Jahre 2000 bis 2012 bei Durchschnittswerten zwischen 26,0% in Stuttgart und 42,2% in Frankfurt. Die B-Standorte Bonn, Dresden, Essen und Leipzig kommen auf Anteile zwischen 5,2% und 31,0%. Während in Bonn und Essen, wo viele Konzerne mit großvolumigen Flächenanforderungen angesiedelt sind, die Anteile von Vermietungen über 5.000 m² noch mit den Top-7 mithalten können, fallen Dresden und Leipzig mit einer kleinteiligen Nachfragestruktur deutlich ab.

Gemessen am jährlichen Flächenumsatzvolumen entfallen je nach Standort somit Vermietungen zwischen durchschnittlich 4.500 m² in Dresden und 240.700 m² in Frankfurt auf Vermietungen in der Größenklasse über 5.000 m².

Durchschnittlicher Anteil von Vermietungen > 5.000 m² am Flächenumsatz im Zeitraum 2000 - 2012



Durchschnittliche jährliche Vermietungsleistung im Segment > 5.000 m² im Zeitraum 2000 - 2012



Dass auf Großvermietungen nur ein sehr kleiner Teil des Büromarktes entfällt wird noch deutlicher, wenn man die Vermietungen > 5.000 m² weiter unterteilt in die Größenordnung über 10.000 m² sowie über 15.000 m². Dies sind die besonders relevanten Größenklassen, wenn es darum geht, Single-Tenant Bürogebäude möglichst großflächig weiterzu-

vermieten. Während in Frankfurt noch die überwiegende Anzahl der Großvermietungen in der Größenordnung über 15.000 m² liegt und ein entsprechend hohes Umsatzvolumen generiert, sieht dies in Köln oder Stuttgart sowie an den B-Standorten bedeutend schlechter aus.

Durchschnittliche jährliche Vermietungsleistung durch Großvermietungen im Zeitraum 2000 - 2012

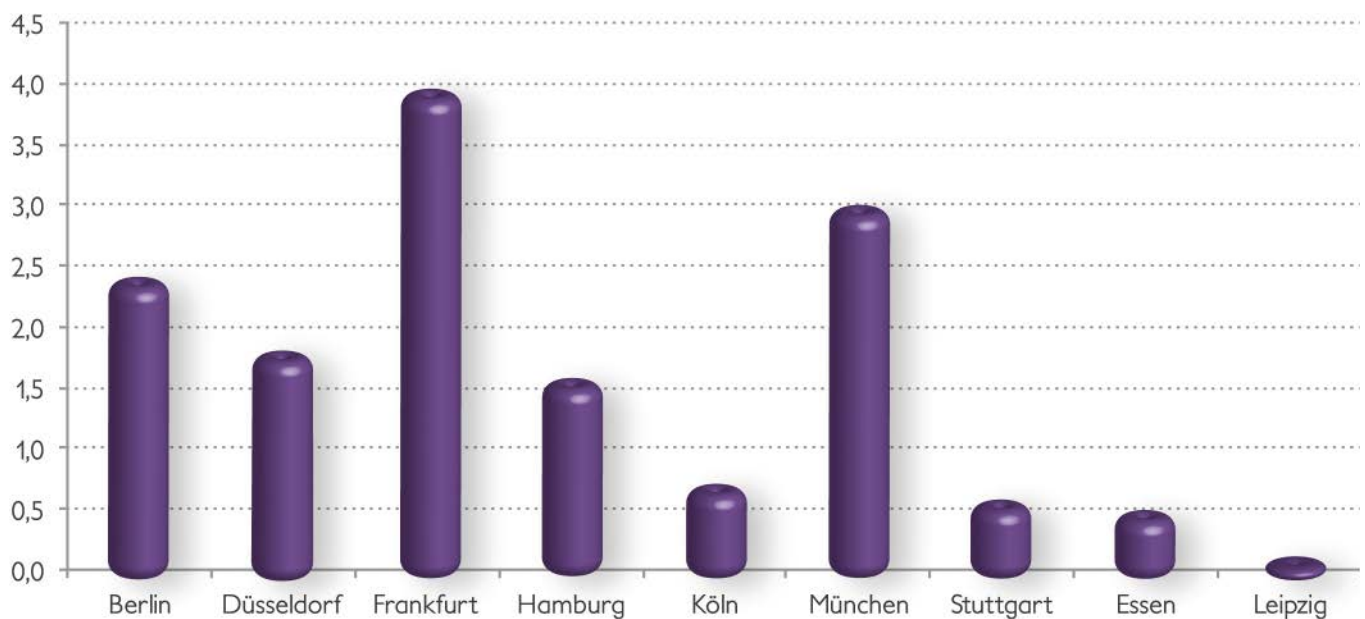


Doch selbst in Frankfurt entfallen im Betrachtungszeitraum der Jahre 2000 bis 2012 nur durchschnittlich 4,0 Vertragsabschlüsse pro Jahr auf Vermietungen in der Größenordnung ab 15.000 m². Die Schwankungsbreite reicht hierbei von einem bis hin zu neun Verträgen pro Kalenderjahr. München und Berlin liegen mit durchschnittlich 3,0 beziehungsweise 2,4 Verträgen pro Jahr bereits deutlich hinter Frankfurt, während in Köln mit 0,7 und Stuttgart mit 0,6 Verträgen pro Jahr Großvermietungen über 15.000 m² nahezu keine Rolle im Hinblick auf die Vertragszahlen spielen. Schlusslicht ist der Standort Leipzig, wo zwischen 2000 und 2012 nur ein einziger Vertrag mit mehr als 15.000 m² Flächenumsatz abgeschlossen wurde. Dementsprechend schlecht sind die

Aussichten, ein einmal leerstehendes Single-Tenant Objekt wieder möglichst großflächig weiterzuvermieten, da in der Regel etliche Vermieter mit ihren Objekten um die wenigen Großgesuche konkurrieren.

In 7 der betrachteten 13 Jahre wurde an mindestens zwei der Top 7 Standorte keine Vermietung über 15.000 m² registriert.

Durchschnittliche Anzahl von Verträgen pro Jahr für Vermietungen > 15.000 m² im Zeitraum 2000 - 2012



Struktur und Ausstattung: Während Multi-Tenant Objekte im Hinblick auf Gebäudestruktur und Ausstattung so konstruiert werden, dass sie universell beziehungsweise kleinteilig vermietbar sind, sind Single-Tenant Objekte meist auf die speziellen Anforderungen eines Nutzers zugeschnitten. Dazu gehört beispielsweise die interne Erschließung. Große, repräsentative Eingangshallen, wie sie meist bei Single-Tenant Bürohäusern zu finden sind, entsprechen zwar dem Repräsentationsbedürfnis des Erstnutzers, gehen aber zu Lasten der Flächeneffizienz und stellen bei kleinteiliger Vermietung eher ein Hindernis dar, insbesondere wenn die gesamte Gebäudeerschließung über einen zentralen Zugang erfolgt. Auch die Anzahl und Anordnung der Treppenhäuser sowie

der Sanitärbereiche steht oftmals einer kleinteiligen Nachvermietung im Weg oder macht kostenintensive Umbaumaßnahmen erforderlich. Zudem führen die notwendigen Änderungen in der Gebäudestruktur häufig zu einem Verlust der nutzbaren Bürofläche und zu einer Erhöhung des Anteils an Nebenflächen. Auch die Anforderungen an die Gebäudeausstattung und die Gebäudetechnik ändern sich in immer kürzeren Zeitabständen. Was zum Zeitpunkt des Baus noch hochmodern war, ist heute schon nicht mehr State-of-the-Art und übermorgen unvermietbar. Dies fällt besonders dann ins Gewicht, wenn das Objekt mit spezieller, auf die Bedürfnisse des Erstmieters zugeschnittener Technik ausgerüstet ist. Folge sind kostenintensive Umbau- und Sanierungsmaßnahmen, die

in einen Teufelskreis münden: eine Nachvermietung ohne Sanierung ist in vielen Fällen nicht möglich, eine Sanierung ohne Nachvermietung ist jedoch unrentabel oder erscheint wenig sinnvoll, da der Eigentümer weder den künftigen Nutzer noch dessen spezifische Objktanforderungen kennt.

Drittverwendungsfähigkeit: Je mehr eine Immobilie auf spezielle Nutzerbedürfnisse zugeschnitten wird, desto geringer ist ihre Drittverwendungsfähigkeit. Bei Bürogebäuden bedeutet das: alles, was der durchschnittliche Nutzer nicht benötigt, erschwert die Wiedervermietung oder den Verkauf. Gerade Single-Tenant Bürogebäude weisen häufig Merkmale auf, die für den Erstnutzer von Bedeutung sind, bei der Nachnutzung aber eher ein Hindernis darstellen. Häufig verfügen diese Objekte über eine Kantine, die in Eigenregie oder extern betrieben wird. Bei Nachvermietung stellt sich die Frage, wer für den Weiterbetrieb zuständig ist und die damit verbundenen Kosten trägt. Insbesondere bei kleinteiliger Vermietung dürfte die Bereitschaft der Nutzer hierzu gering sein. Ein anderes Beispiel sind großformatige Konferenzräume oder gar unternehmensspezifische Nutzungskonzepte, zum Beispiel Handelsräume in Banken, die vom Erstnutzer benötigt werden, im Falle einer Nachvermietung aber überflüssig sind. Entweder bleiben diese Flächen dann ungenutzt und verursachen Kosten für den Eigentümer oder sie müssen unter

erheblichem Aufwand in Büroflächen umgewandelt werden.

Mieterbezogene Risiken: Haben den größten Einfluss auf den Objektwert

Eine weitere Risikogruppe bei Single-Tenant Objekten sind die mieterbezogenen Risiken.

Bonität: Im Normalfall sind Single-Tenant Objekte an große und bonitätsstarke Unternehmen vermietet. Doch die Bonität zum Zeitpunkt des Mietvertragsabschlusses ist nicht in Stein gemeißelt. Bei einer Verschlechterung der Bonität drohen Ausfälle der Mietzahlungen. Das ist bei Multi-Tenant Gebäuden zwar nicht anders, betrifft dort aber nur einen Teil der Mieteinnahmen. Somit droht im schlimmsten Fall ein Teilverlust. Bei Objekten mit nur einem Nutzer muss im schlimmsten Fall mit einem Totalverlust des Cash-Flows gerechnet werden.

Fehlende Expansionsmöglichkeiten: Die Bedürfnisse von Unternehmen ändern sich in immer kürzeren Zeitabständen. Abhängig von der Auftragslage wachsen oder schrumpfen Unternehmen innerhalb kurzer Zeit in beträchtlichem Aus-





© HPP Architekten/ HH Vision

maß, was wiederum Auswirkungen auf ihren Flächenbedarf hat. Möchte sich ein Unternehmen in einem Multi-Tenant Gebäude vergrößern oder verkleinern, ist das meist kein Problem. Bedingt durch die natürliche Mieterfluktuation und die unterschiedlichen Laufzeiten der Mietverträge werden immer wieder Flächen frei, die dann zur Expansion oder zur Aufgabe von Flächen innerhalb des Objektes genutzt werden können. Anders hingegen die Situation bei Single-Tenant Objekten: hier bestehen, wenn man einmal von baulichen Erweiterungsmöglichkeiten absieht, innerhalb des Gebäudes keine Möglichkeiten zur Expansion. Auch durch Optimierung der Flächennutzung (z.B. durch Großraumbüros an Stelle von Einzel- oder Gruppenbüros) lässt sich die Anzahl der Arbeitsplätze nicht beliebig erweitern. Ebenso problematisch ist es, wenn der Mieter sich innerhalb des Objektes verkleinern möchte. Eine Vermietung einzelner Teilflächen an Dritte ist in der Regel nur schwer umsetzbar. Im Worst Case besteht die Gefahr, dass der Mieter aus dem Objekt auszieht, weil die Flächenanforderungen nicht mehr erfüllt werden können.

Mietermobilität: Die Umzugsbereitschaft von Unternehmen hat in den letzten Jahren tendenziell zugenommen. Insbesondere große, international tätige Unternehmen legen meist großen Wert auf einen repräsentativen Firmensitz. Diese Anforderungen werden durch einen Neubau-Erstbezug besser erfüllt als durch ein Gebäude, was bereits 10 Jahre oder länger genutzt wird. Zumindest an den Top 7 Bürostandorten ist das Angebot an Büroneubauten so groß,

dass die Unternehmen vor die Wahl gestellt werden, ihren Mietvertrag nach der Erstlaufzeit zu verlängern oder sich attraktive Flächen in einem Neubau zu sichern. Insbesondere in Abschwungphasen des Büromarktes punkten Neubauf lächen zudem noch mit verhältnismäßig günstigen Mietpreisen, so dass sich die Unternehmen häufig für einen Umzug und gegen die Verlängerung des Mietvertrages im Bestandsobjekt entscheiden. Bei Single-Tenant Objekten bedeutet dies: das Objekt steht zu 100% leer.

Nachvermietung: Eine echte Herausforderung für das Asset Management

Neben den objekt- und mieterbezogenen Risiken stellt auch die Folgevermietung von Single-Tenant Objekten ein besonderes Risiko dar. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Mieter nach Ende der Festlaufzeit seinen Vertrag verlängert, liegt bei 50%: entweder er bleibt im Objekt oder er zieht aus. Während beim Multi-Tenant Objekt im Fall des Auszugs ein anteiliger Leerstand droht, liegt dieser beim Single-Tenant Gebäude mit einem Schlag bei 100%. Weitere Vermietungsrisiken ergeben sich aus dem Standort, der Mietdauer und dem Mietpreis.

Standort: Der Definition von Core-Immobilien entsprechend, befinden sich Objekte dieser Risikoklasse in sehr guten Lagen, also im zentralen Innenstadtbereich der Top 7 Bürostandorte. In der Regel werden aber Single-Tenant Objekte für einen bestimmten Nutzer geplant, der konkrete Vorstellungen über den Standort seines Objektes hat. Oftmals werden Standorte außerhalb des CBD oder der klassischen innerstädtischen Bürolagen sowie in B- und C-Städten gewählt. Dort sind die Mieten günstiger und lassen sich häufig besser mit dem vorgegebenen Budget des künftigen Nutzers vereinbaren. Problematisch wird diese Standortwahl häufig im Fall einer Nachvermietung, da an diesen Standorten die Nachfrage und der jährliche Flächenumsatz geringer sind. Insbesondere die Nachfrage nach großvolumigen Büroflächen ist außerhalb der klassischen Bürolagen sowie an B- und C-Standorten unterdurchschnittlich. Im Fall einer Nachvermietung sind daher oftmals kostenintensive Umbaumaßnahmen erforderlich, um aus einem Single-Tenant Objekt ein Multi-Tenant Gebäude zu machen, dass sich am Markt leichter vermieten lässt.

Mietdauer: Die durchschnittliche Mietvertragslaufzeit für Büroflächen hat sich innerhalb der letzten Jahre stark reduziert. Lag sie im Jahr 2000 noch bei durchschnittlich 7 Jahren, waren es 2011 nur noch 4,8 Jahre. Vor diesem Hintergrund sind die Laufzeiten der Erstmietverträge in den meisten Single-Tenant Objekten erst einmal positiv zu bewerten. Sie betragen häufig 10 Jahre, in seltenen Fällen auch 15 oder 20 Jahre, wenn das Objekt speziell für den Nutzer geplant und errichtet wur-



© Commerzbank AG

de. Doch was passiert, wenn der Erstnutzer nach Ende der Festlaufzeit das Objekt verlässt? Eine Nachvermietung für 10 Jahre oder mehr erscheint mehr als unwahrscheinlich. Realistischer ist eine Vertragsdauer von 3-5 Jahren, was bedeutet, dass der Cash-Flow nur für einen kurz- bzw. mittelfristigen Investitionszeitraum gesichert ist.

Mietpreis: Da Single-Tenant-Objekte häufig an die speziellen Bedürfnisse des Erstnutzers angepasst werden und in der Regel überdurchschnittlich ausgestattet sind, liegt der Mietpreis meist am oberen Ende der ortsüblichen Spanne, nicht selten auch darüber. Doch nicht alle Ausstattungsdetails, die für den Erstnutzer von Bedeutung sind, werden auch von Folgenutzern geschätzt, zumal sich der Zeitgeschmack und die Gebäudetechnik innerhalb von 10 Jahren auch deutlich ändern und das Objekt bei der Nachvermietung dann nicht mehr den neusten Stand aufweist. Daher wird ein Folgenutzer kaum bereit sein, denselben Mietzins zu entrichten wie der Erstnutzer. Hinzu kommt, dass das Angebot an Immobilien

im Alter zwischen 10 und 20 Jahren groß ist und damit auch der Preisdruck auf die Vermieter höher ist. Doch selbst im günstigen Fall, dass der Erstnutzer nach Ende der Festlaufzeit oder der Optionen eine Vertragsverlängerung in Erwägung zieht, wird sich mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht mehr der bisherige Mietzins erzielen lassen. Der Mieter wird versuchen, sich die Vertragsverlängerung „versilbern“ zu lassen. Sei es durch eine deutlich unter dem bisherigen Level liegende Miete, durch mietfreie Zeiten oder durch Umbaukostenzuschüsse. Insbesondere international tätige Konzerne kennen ihren Marktwert und werden versuchen, diesen bei Vertragsverhandlungen zu nutzen. Der Vermieter indes befindet sich in einer Zwickmühle: entweder akzeptiert er einen geringeren Mietzins, oder er riskiert einen vollständigen Leerstand des Objektes über einen nur schwer kalkulierbaren Zeitraum. In der Mehrzahl der Fälle dürfte sich der Vermieter für den reduzierten Mietzins entscheiden, was dann aber deutliche Auswirkungen auf den Wert der Immobilie haben wird.

Verkauf von Single-Tenant Objekten: Selten ohne Verlust möglich

Der Verkauf stellt die vierte Risikogruppe bei Single-Tenant-Objekten dar. Hier ergeben sich die Risiken vor allem aus der generellen Veräußerbarkeit des Objektes sowie aus dem erzielbaren Verkaufspreis.

Veräußerbarkeit: Single-Tenant Bürogebäude entsprechen, zumindest wenn sie neu und mit einem langfristigen Mietvertrag ausgestattet sind, den Anforderungen an Core-Immobilien. Damit sprechen sie Investoren an, welche die Objekte für 10 Jahre oder länger im Bestand halten. Doch wie steht es um die Veräußerbarkeit solcher Objekte? Generell gilt: je länger die Restlaufzeit des Mietvertrages, umso besser sind die Verkaufschancen. Da die Restlaufzeit jedoch mit Einzug des Mieters jeden Tag kürzer wird, werden vereinfacht formuliert auch die Verkaufsaussichten jeden Tag geringer, bis das Objekt ohne Mieter irgendwann nahezu unverkäuflich ist. Doch selbst wenn nach der Festlaufzeit des Mietvertrages der Mieter im Objekt bleibt, wird die Attraktivität des Objektes für Investoren und damit auch die Veräußerbarkeit des Objektes sinken, da in der Regel Optionen nur eine Laufzeit von 3 oder 5 Jahren haben.

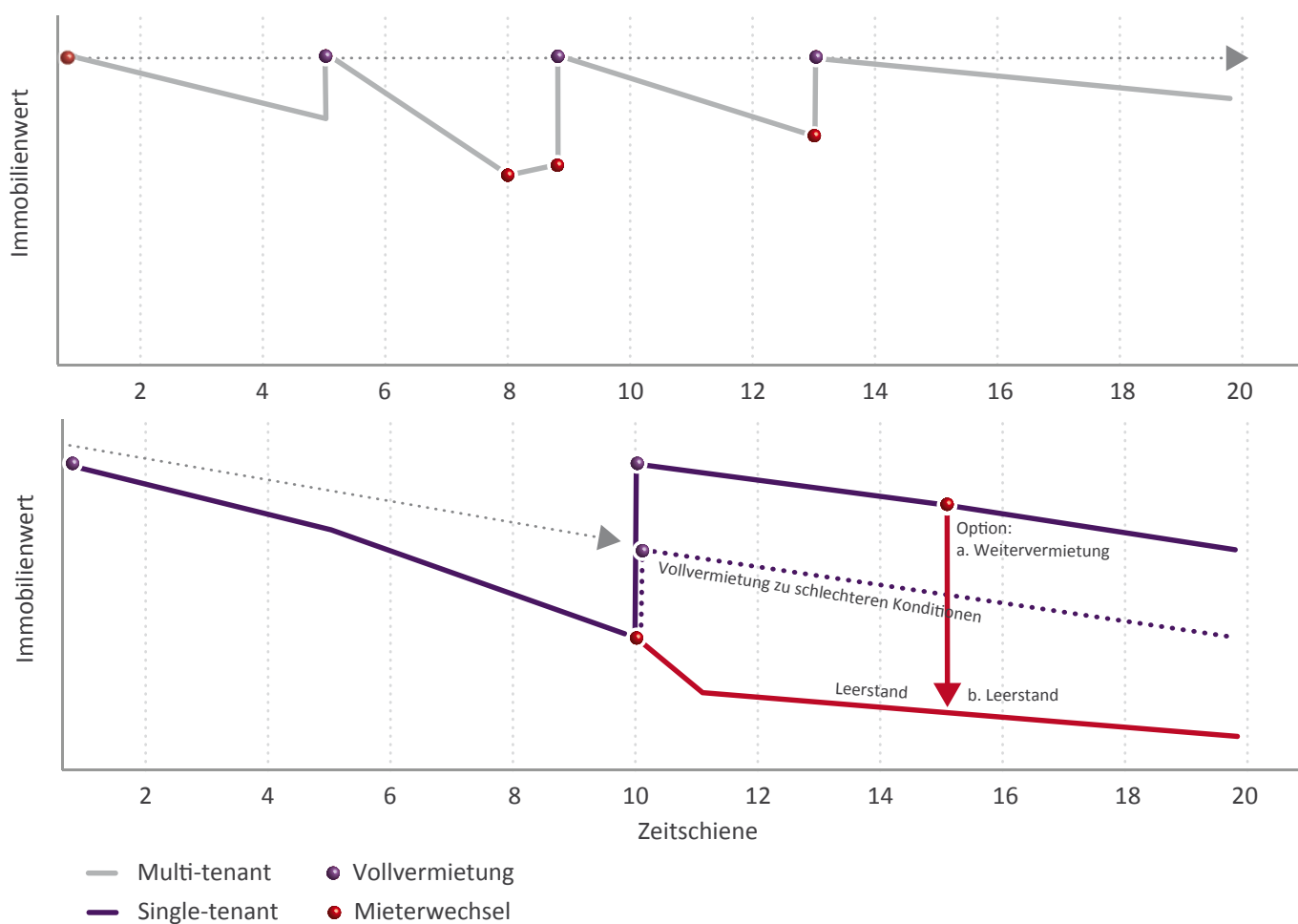
Wertverlust gegenüber Ersterwerb: Gebäude verlieren mit zunehmendem Alter an Wert, da die Restnutzungsdauer entsprechend geringer wird. Durch Umbau- und Sanierungsmaßnahmen kann sich die Restnutzungsdauer wieder erhöhen und damit der Wert der Immobilie steigen. Dennoch wird eine „gebrauchte“ Immobilie inflationsbereinigt meist nicht mehr den Wert erzielen, den sie als Neubau wert war. Single-Tenant Objekte sind hiervon aufgrund von Merkmalen wie Lage oder Gebäudestruktur in der Regel stärker betroffen als Objekte mit mehreren Mietern. Hinzu kommt, dass der Preis beim ersten Verkauf von Single-Tenant Gebäuden durch hohe Nominalmieten oft künstlich in die Höhe getrieben wird. So wird bei der Kaufpreisfindung die Jahresmieteinnahme in Form der Nominalmiete mit einem marktüblichen Vervielfältiger multipliziert. Die Effektivmiete ist jedoch häufig bedeutend niedriger als die ausgewiesene Nominalmiete: Ausbalkostenzuschüsse und mietfreie Zeiten, die nicht selten in der Größenordnung von zwei Monatsmieten pro Laufzeitjahr des Mietvertrages liegen, addieren sich bei entsprechend großen und zu hohen Preisen vermieteten Objekten schnell zu Summen im Millionenbereich. Effektiv zahlt der Ersterwerber einen Preis für Mieteinnahmen, die er aufgrund von Incentives gar nicht als Einnahme erhält. Der Zweiterwerber zahlt zwar ebenfalls einen auf Basis der Nominalmiete ermittelten Kaufpreis, muss aber, sofern das Objekt noch vermietet ist, keine mietfreien Zeiten und Ausbalkostenzuschüsse tragen.



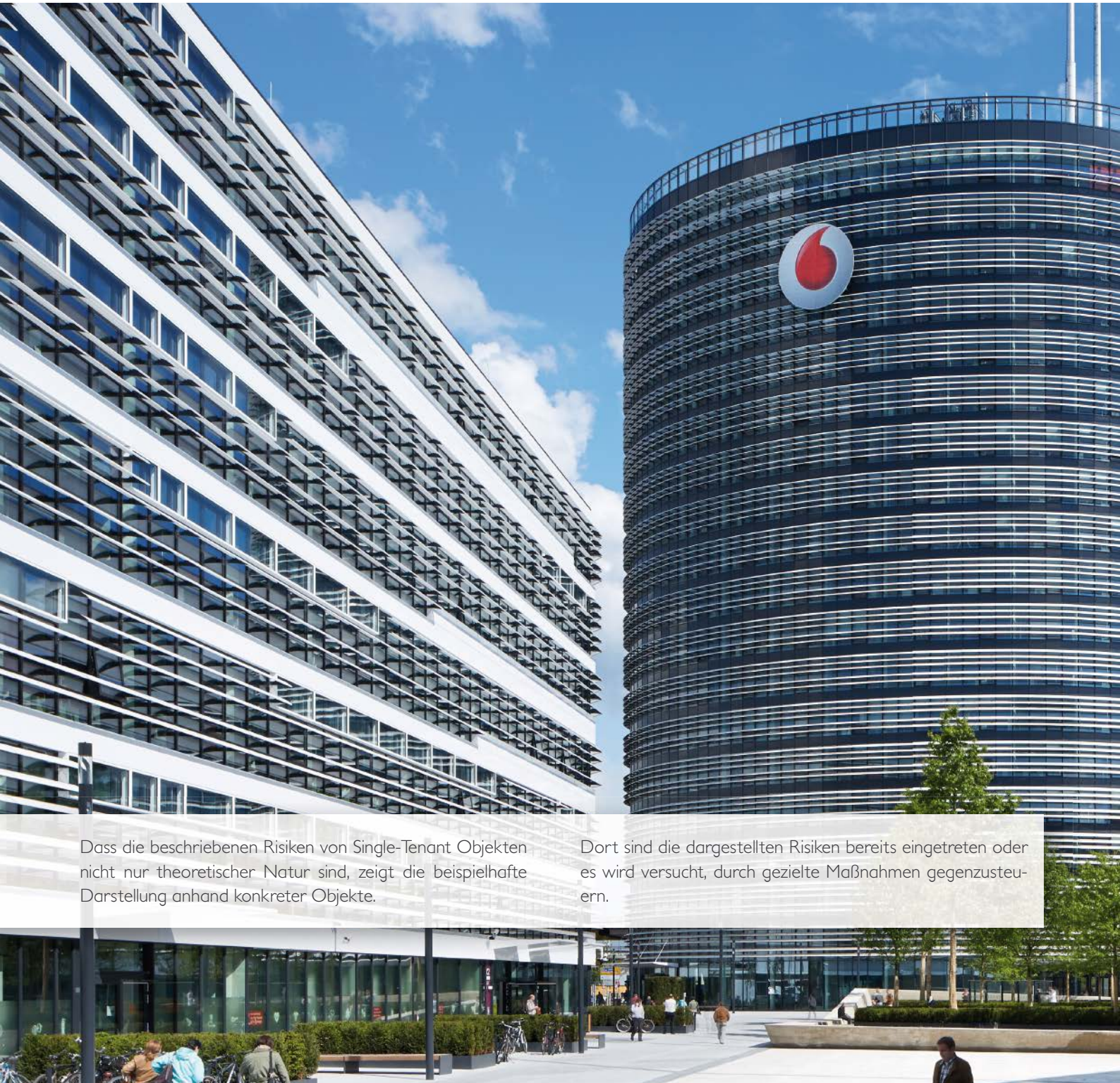
Wertverlust durch Mietvertragslaufzeit: Vereinfacht betrachtet sinkt der Wert von Single-Tenant Objekten jeden Tag mit Einzug des Mieters, da die Restlaufzeit des Mietvertrages und damit der Zeitraum eines gesicherten Cash-Flows ebenfalls mit jedem Tag geringer wird. Überproportional stark ist der Wertverlust, wenn die Restlaufzeit des Mietvertrages 5 Jahre oder weniger beträgt. Auch bei Multi-Tenant Objekten geht der Wert mit abnehmender Restlaufzeit der Mietverträge zurück. Allerdings werden dort, bedingt durch die unterschiedlichen Vertragslaufzeiten und die natürliche Mieterfluktuation, immer wieder neue Verträge abgeschlossen, die die Restlaufzeit (WARLT) und somit den Wert der Immobilien dann wieder erhöhen.

Zusammenfassend betrachtet, sind die als besonders sichere Anlageform angesehenen Single-Tenant Bürogebäude mit Risiken behaftet, die bei Objekten mit mehreren Mietern weniger stark ausgeprägt sind. Zudem entsprechen die Immobilien teilweise auch nicht allen Anforderungen, die an Core-Objekte gestellt werden. Der einzige Vorteil, den Single-Tenant Objekte haben, ist der geringere Verwaltungsaufwand in den ersten Jahren des Investments.

Beispielhafte Wertentwicklung von Single- und Multi-Tenant Bürogebäuden



IV. Beispiele für Single-Tenant Objekte: von Core bis zu Problemimmobilien



Dass die beschriebenen Risiken von Single-Tenant Objekten nicht nur theoretischer Natur sind, zeigt die beispielhafte Darstellung anhand konkreter Objekte.

Dort sind die dargestellten Risiken bereits eingetreten oder es wird versucht, durch gezielte Maßnahmen gegenzusteuern.



Neue Börse Frankfurt am Main (CFB-Fonds 130)



Investitionsgegenstand ist ein Bürogebäude in Frankfurt am Main im Stadtteil Bockenheim mit gut 55.000 m² BGF und 623 Stellplätzen. Das Objekt besteht aus 8 Büroriegeln, die durch ein Glasatrium miteinander verbunden sind. Das Objekt befindet sich im sogenannten „Industriehof“, einem gewerblich genutzten Gebiet im Nordwesten von Bockenheim, welches sich zum Zeitpunkt der Fondsauflegung im Jahr 1998 in einer Umbruchphase zu einem Gebiet mit überwiegender Büronutzung befand. Das Objekt wurde mit Fertigstellung im Jahr 2000 zu 100% an die Deutsche Börse AG vermietet. Der Mietvertrag hatte eine Laufzeit von 10 Jahren zuzüglich 4 x 5 Jahre Option. Der Mietzins lag bei 13,95 €/m² bezogen auf die BGF und 16,86 €/m² bezogen auf die gif-Mietfläche. Die

Gesamtinvestitionskosten lagen umgerechnet bei rund 192,2 Mio. €, der Verkehrswert des Objektes zum Zeitpunkt der Fertigstellung wurde durch einen Gutachter auf rund 148,3 Mio. € taxiert. Im Fondsprospekt wurde das Investment auch als Sicherung der privaten Altersvorsorge durch langfristig gesicherte Mieteinnahmen empfohlen. Die Mindestbeteiligung lag bei 25.000 DM, was rund 12.780 € entspricht. Die jährliche Ausschüttung sollte von Anfangs 5,5% sukzessive auf 8,0% ansteigen. Für das Jahr 2019 war der Verkauf des Objektes zum 14,5-fachen der Jahresnettomieteinnahmen geplant. Die als sichere Anlage angepriesene Investition gilt heute als Musterbeispiel für die Risiken geschlossener Immobilienfonds mit Single-Tenant Bürogebäuden. Mit Wirkung

Anbieter	CFB-Fonds 130
Objektart	Bürogebäude
Anschrift	Neue Börsenstr., 60487 Frankfurt
Fläche	55.766 m ² BGF 46.140 m ² Mietfläche MF-G (gif)
Fertigstellung	04.2000 / 07.2000
Vermietung	100% an Deutsche Börse AG
Mietbeginn	01.04.2000 / 01.07.2000
Laufzeit	10 Jahre zzgl. 4 x 5 Jahre Option
Miete p.a.	9.336.000 €
Mietzins	13,95 €/m ² /BGF 16,86 €/m ² /MF-G
Mietende	31.03.2011
Status	100% Leerstand, in 2013 neu vermietet

zum 31.03.2011 wurde der Mietvertrag durch den Mieter gekündigt, seitdem steht das Objekt vollständig leer. Sämtliche Versuche, das Objekt ganz oder teilweise neu zu vermieten führten über Jahre ins Leere. Erst im zweiten Quartal 2013 konnte mit der Commerzbank ein neuer Mieter gefunden werden. Dennoch ist die Commerzbank kein „klassischer“ Mieter, da die Bank wirtschaftlich mit dem CFB-Fonds, dem Fondsinitiator, verbunden ist. Beim Objekt Neue Börse zeigt sich, dass bei diesem Investment nahezu alle der zuvor beschriebenen Risiken von Single-Tenant Objekten eingetreten sind. So ist das Objekt mit gut 46.000 m² Bürofläche sehr groß und aufgrund der Struktur mit 8 Gebäuderiegeln nur sinnvoll in Einheiten von mehr als 5.000 m² aufteilbar. Die Drittverwendungsfähigkeit ist somit stark eingeschränkt. Der Mieter erwies sich als überaus mobil und zog bereits nach 10 Jahren aus dem Objekt aus. Die Vermietbarkeit ist aufgrund des Standortes schwierig. Es handelt sich nach wie vor nicht um einen typischen Bürostandort, die Relation zwischen jährlichem Flächenumsatz im Teilmarkt und der Objektgröße ist mehr als ungünstig und der von der Deutschen Börse AG gezahlte Mietzins lag höher als die derzeitige Durchschnittsmiete im Teilmarkt. Zudem wurde der Erstmietvertrag über die BGF geschlossen. Marktüblich sind allerdings Mietverträge über die gif-Mietfläche, die in diesem Fall 17,6% kleiner ausfällt.

Zwar wurde im Fondsprospekt auf mögliche Risiken der Beteiligung bis hin zu einem Teilverlust der Einlagen hingewiesen,

offenbar haben aber viele Anleger nicht damit gerechnet, dass die Risiken tatsächlich eintreten. Die Sicherheit eines 10-Jahres Mietvertrages und die Aussicht auf bis zu 20 Jahre an Mietvertragsoptionen hat eine trügerische Sicherheit suggeriert. Zumal das Objekt explizit für den Mieter geplant und dementsprechend an die speziellen Bedürfnisse angepasst war. Ausschlaggebend für die Kündigung des Mietverhältnisses war der niedrigere Gewerbesteuer-Hebesatz im benachbarten Eschborn, der die Deutsche Börse nach 10 Jahren zum Umzug veranlasste. Doch bereits während der Zeit der Vollvermietung des Objektes war die Wirtschaftlichkeit des Fonds schlechter als prognostiziert. Während in den Jahren bis 2007 die Ausschüttung nach Plan erfolgte, lag diese ab 2008 bei 0% gegenüber 6% laut Planung. Insgesamt wurden bis 2011 lediglich 39,5% gegenüber geplanten 63,5% ausgeschüttet. Auch sind einige der im Fondsprospekt getroffenen Annahmen und Konzepte als fragwürdig einzustufen. So war ursprünglich geplant, das Objekt im Jahr 2019 zum 14,5-fachen der Jahresnettomieteinnahme zu veräußern. Hierzu hätte aber der Mieter nach Ende der ersten Festlaufzeit des Mietvertrages bereits zwei der vier möglichen Verlängerungsoptionen ziehen müssen. Zudem basiert die gesamte Wirtschaftlichkeitsberechnung auf der Annahme, dass der Mieter 20 Jahre im Objekt verbleibt. Und last but not least wird dem Objekt durch einen externen Gutachter eine günstige Vermietbarkeit attestiert. In diesem Fall zeigt sich also: Single-Tenant ist nicht gleich Core.



Grüne Mitte Essen (Hannover Leasing)



Der geschlossene Immobilienfonds der Hannover Leasing investierte in ein Bürogebäude mit rund 14.400 m² Mietfläche und 124 Stellplätzen im neuen Universitätsviertel in Essen. Das Areal am nördlichen Rand der Essener Innenstadt befindet sich zwischen dem Campus der Universität Duisburg-Essen und dem Einkaufszentrum Limbecker Platz, dem mit rund 70.000 m² Verkaufsfläche größten innerstädtischen Einkaufszentrum Deutschlands. Auf dem ehemaligen Bahn- und Brachgelände wird derzeit ein gemischt genutztes Stadtviertel mit hochwertigen Wohnungen, Bürogebäuden und Grünflächen entwickelt. Im Frühjahr 2013 wurde das Fondsobjekt fertig gestellt. Mieter der Büroflächen sowie der 41 Außenstellplätze ist die AOK Rheinland / Hamburg.

Der abgeschlossene Mietvertrag hat eine Festlaufzeit von 20 Jahren sowie 5 x 1 Jahr Verlängerungsoption. Der Mietzins beträgt 13,40 €/m², wobei hierin bereits ein Zuschlag aufgrund der nicht umsatzsteuerpflichtigen Vermietung enthalten ist. Die 83 Tiefgaragenstellplätze sind für 10 Jahre an Contipark mit 2 x 5 Jahren Verlängerungsoption verpachtet. Der Pachtzins besteht aus einer Festpacht mit Staffelung im ersten bis dritten Mietjahr sowie einer Umsatzpacht. Das Gesamtinvestitionsvolumen beträgt 46,6 Mio. €, der Objektwert wird auf 41,5 Mio. € beziffert.

Die Mindesteinlage zur Beteiligung am Fonds liegt bei 10.000 €. Die prognostizierte jährliche Auszahlung soll von anfäng-

Anbieter	Hannover Leasing
Objektart	Bürogebäude
Anschrift	Friedrich-Ebert-Str. 49, 45127 Essen
Fläche	14.394 m ² Mietfläche
Fertigstellung	03.2013
Vermietung	98,3% an AOK Rheinland / Hamburg
Mietbeginn	01.04.2013
Laufzeit	20 Jahre zzgl. 5 x 1 Jahr Option
Miete p.a.	2.313.749 €
Mietzins	13,40 €/m ² /MF
Mietende	31.03.2033
Status	100% vermietet

lich 5,5% bis auf 6,0% ansteigen. Die Laufzeit des Fonds ist unbegrenzt, allerdings soll nach 10 Jahren eine Veräußerung des Objektes in Abhängigkeit von der Marktsituation geprüft werden.

Da der Fonds gerade erst aufgelegt wurde, ist noch nicht abschätzbar, ob die im Fondsprospekt getroffenen Annahmen tatsächlich eintreten. Positiv zu werten ist die mit 20 Jahren sehr lange Festlaufzeit des Mietvertrages mit der AOK sowie die Tatsache, dass nach 10 Jahren ein Verkauf des Objektes geprüft werden soll. Sofern zu diesem Zeitpunkt der Markt für Büroimmobilien in guter Verfassung ist, könnte das Objekt mit einer für Investoren attraktiven Restlaufzeit des Mietvertrages von rund 10 Jahren veräußert werden. Die derzeitige Miete der AOK liegt unter Berücksichtigung der nicht umsatzsteuerpflichtigen Vermietung im üblichen Rahmen des Umfeldes. Ein Risikofaktor bleibt die Entwicklung der Lage. Ob sich das Universitätsviertel tatsächlich zu einem hochwertigen Quartier für Büros und Wohnungen

entwickelt, kann zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht mit Sicherheit gesagt werden. Das Objekt befindet sich in der nördlichen Innenstadt, die trotz zahlreicher kleinerer Aufwertungsmaßnahmen innerhalb der letzten Jahre nach wie vor als Problemviertel gilt. Allerdings konnten die Wohnbauprojekte im Universitätsviertel innerhalb kurzer Zeit verkauft und vermietet werden, obwohl die Objekte im oberen Preissegment angeboten wurden. Für das Objekt spricht, dass es mit einer Mietfläche von rund 14.400 m² eine überschaubare Größe aufweist, die zudem in passender Relation zum jährlichen Vermietungsvolumen steht. Auf alle im Zusammenhang mit der Investition stehenden möglichen Risiken wird im Fondsprospekt sehr ausführlich eingegangen. Zudem wird bei jedem Einzelrisiko explizit auf die Möglichkeit des Totalverlustes der Einlagen hingewiesen. Fazit: Das Objekt Grüne Mitte Essen entspricht – bis auf die Lage, die zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht abschließend beurteilt werden kann – derzeit den Anforderungen an Core-Immobilien.



Vodafone Campus Düsseldorf (DFH Immobilienfonds 98)

Der Neubau des Vodafone Campus im linksrheinischen Düsseldorf-Heerdt gehört zu den prestigeträchtigsten Büroobjekten, die in den letzten Jahren in der nordrhein-westfälischen Landeshauptstadt fertig gestellt wurden. Ziel war es, die über sieben Standorte in Düsseldorf und dem nahen Umland verteilten Büros von Vodafone auf einem Campus-Gelände zusammenzuführen. Hierzu wurde vom Projektentwickler die developer auf dem ehemaligen Areal der Gatzweiler Brauerei ein Büroensemble mit rund 111.000 m² BGF entworfen, das in einen geschlossenen Immobilienfonds der DFH Deutsche Fonds Holding eingebracht werden soll. Das Objekt besteht aus einem 19-geschossigen Büroturm, drei weiteren 6- bis 9-geschossigen Bürogebäuden, einer Kindertagesstätte sowie einem Parkhaus. Die Grundstücksgröße liegt bei rund 26.850 m² zuzüglich rund 14.000 m² Grundstücksfläche für das Parkhaus, über die eine Nutzungsvereinbarung mit der Stadt Düsseldorf geschlossen wurde. Das Objekt ist zu 100% an Vodafone D2 vermietet. Die Laufzeit des Mietvertrages liegt bei 20 Jahren zuzüglich 2 x 5 Jahren Verlängerungsoption. Der Mietzins für die Büroflächen liegt bei 12,15 €/m²/BGF Bürofläche sowie 6,11 €/m²/BGF für die Kindertagesstätte. Der Mietzins für die Stellplätze liegt bei 57,00 €/Monat für die Außenstellplätze sowie 86,22 €/Stellplatz für die Plätze im Parkhaus sowie in der Tiefgarage. Das Gesamtinvestitionsvolumen beträgt 361 Mio. €, von denen 225 Mio. € als Fonds-Eigenkapital eingebracht werden sollen. Die Mindestbeteiligung liegt bei 10.000 € und läuft unbefristet, mindestens aber bis Ende 2024. Die jährliche

Auszahlung wird mit 5,5% prognostiziert. Den Wirtschaftlichkeitsberechnungen ist ein Verkauf des Objektes im Jahr 2024 zum 16,93-fachen der dann gültigen Jahresnettokaltniete zu Grunde gelegt.

Derzeit lassen sich, aufgrund der Einschränkungen bei Verlustzuweisungen, geschlossene Fonds nur schlecht verkaufen. Daher ist es auch beim DFH-Fonds nicht gelungen, die geplanten 225 Mio. € Eigenkapital zu platzieren. Bislang konnten nur rund 70 Mio. € platziert werden. Daher plant die DFH die Realteilung des Objektes. Zwei Bauteile sollen bei Kleinanlegern verbleiben, der Turm, ein weiterer Bauteil sowie das Parkhaus sollen an institutionelle Investoren veräußert werden. Hier zeigt sich auch das mit Abstand größte Risiko des Objektes. Die Größe von über 100.000 m² macht nicht nur eine potentielle Anschlussvermietung schwierig bis unmöglich, sondern erschwert auch den Verkauf des Objektes, da aufgrund des Investitionsvolumens von rund 390 Mio. € der Kreis möglicher Kaufinteressenten sehr stark eingeschränkt ist. Hierauf wird im Beteiligungsprospekt ebenso hingewiesen wie auf die zahlreichen anderen Risiken, die sich aus Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds ergeben und im Worst Case zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen können. Weitere Risiken ergeben sich aus dem Standort: der Bürostandort Seestern ist zwar seit Jahrzehnten etabliert, hat aber immer wieder mit erheblichen Leerständen zu kämpfen. Durch die überwiegend großvolumigen und oft durch nur einen Mieter genutzten Bürogebäu-

Anbieter	DFH Deutsche Fonds Holding
Objektart	Bürogebäude
Anschrift	Ferdinand-Braun-Platz 1, 40549 Düsseldorf
Fläche	111.117 m ² BGF (ohne Parkhaus)
Fertigstellung	12.2012
Vermietung	100% an Vodafone D2 GmbH
Mietbeginn	15.12.2012
Laufzeit	20 Jahre zzgl. 2 x 5 Jahre Option
Miete p.a.	18.167.550 €
Mietzins	12,15 €/m ² /BGF Büro 6,11 €/m ² /BGF Kindertagesstätte
Mietende	31.12.2032
Status	100% vermietet



© Zech Group

de am Standort überschwemmen bei Wegzug eines Nutzers sehr große Flächen auf einmal den ohnehin durch allenfalls durchschnittliche Vermietungsumsätze geprägten Teilmarkt. Der Umzug von Vodafone auf den neuen Campus hat dazu geführt, dass mehrere zuvor von Vodafone genutzte Gebäude vollständig leer stehen. Sollte sich Vodafone nach Ende der Festlaufzeit des Mietvertrages nicht für eine Verlängerung entscheiden, drohen dem jetzigen Vorzeigeobjekt ebenfalls ein längerfristiger Leerstand sowie hohe Kosten, um die Immobilie bei Bedarf für eine kleinteilige Vermietung umzubauen. Ein weiteres Risiko ist die Mietvertragsgestaltung: so ist die Fläche als BGF an Vodafone vermietet, üblich am Markt ist jedoch die Vermietung der Mietfläche nach MF-G (gif), die in der Regel um 15-20% geringer ausfällt als die BGF. Im Falle einer Nachvermietung würde sich somit die Bürofläche von rund 109.300 m² BGF auf rund 90.000 m² verringern, was zu deutlich geringeren Mieteinnahmen führen dürfte. Die Mietdauer ist mit 20 Jahren überdurchschnittlich und für einen Mieter aus der Mobilfunkbranche auch unüblich. Aufgrund des schnellen technischen Wandels dieser Branche ist überhaupt nicht absehbar, ob der Mieter in 20 Jahren mehr oder weniger

Fläche benötigt. Sofern sich wie geplant eine Veräußerung des Objektes im Jahr 2024 realisieren lässt, wäre das Objekt mit einer Mietvertrags-Restlaufzeit von rund 8 Jahren auch nicht mehr für alle Investoren attraktiv. Fazit: Das Objekt Vodafone Campus erfüllt die meisten der Anforderungen an Core-Objekte. Risiken ergeben sich jedoch aus der Größe des Objektes und der damit eingeschränkten Drittverwendungsfähigkeit und Veräußerbarkeit.

V. Fazit: Single-Tenant-Objekte sind selten Core

Die Darstellung der mannigfaltigen Risiken von Single-Tenant-Objekten sowie die angeführten Beispiele zeigen, dass sich diese Objektart nur bedingt als sichere Immobilienanlage eignet und daher auch nur bedingt dem Core-Segment zuzuordnen ist.

In Single-Tenant-Objekte wird von Investoren aber trotzdem gerne investiert, weil der zu erwartende Verwaltungs- und Managementaufwand als gering eingestuft wird, während bei Multi-Tenant-Objekten ein hoher Aufwand unterstellt wird. Ob dies eintritt oder nicht hängt aber nicht nur von dem Vermieter ab, sondern letztlich von dem Mieter und seinen vertraglichen Möglichkeiten. Schon mit der Übergabe der Mietflächen kann eine intensive Kommunikation zwischen den Vertragsparteien beginnen, die vom Vermieter und Mieter unterschiedlich bewertet wird. Mängellisten, die hierzu verfasst werden und möglicherweise mit Mietkürzungen begleitet werden, können zu einem über Jahre geführten Thema werden. Das findet man natürlich nicht nur bei Single-Tenant-Objekten, aber die Auswirkungen sind signifikant stärker.

Sollte der Vermieter an diesem Szenario vorbeigekommen sein, ist zu empfehlen, dass er spätestens ab dem 8. Jahr das Asset Management beauftragt, sich intensiv mit den unterschiedlichen geschilderten Nachvermietungsszenarien auseinanderzusetzen und Strategien für die einzelnen möglichen Szenarien zu erarbeiten, beziehungsweise vorzubereiten.

Insbesondere die unkalkulierbare Vermietungssituation aufgrund eines sehr engen Nachfragersegments und ein nur schwer abschätzbarer Exit führen dazu, dass sich diese Objekte nur für Anleger eignen, die im Worst Case den vollständigen Verlust ihrer Einlagen verkraften können und Rücklagen in ausreichender Höhe gebildet haben, um notwendige Revitalisierungsmaßnahmen durchführen zu können, sofern diese überhaupt möglich sind.



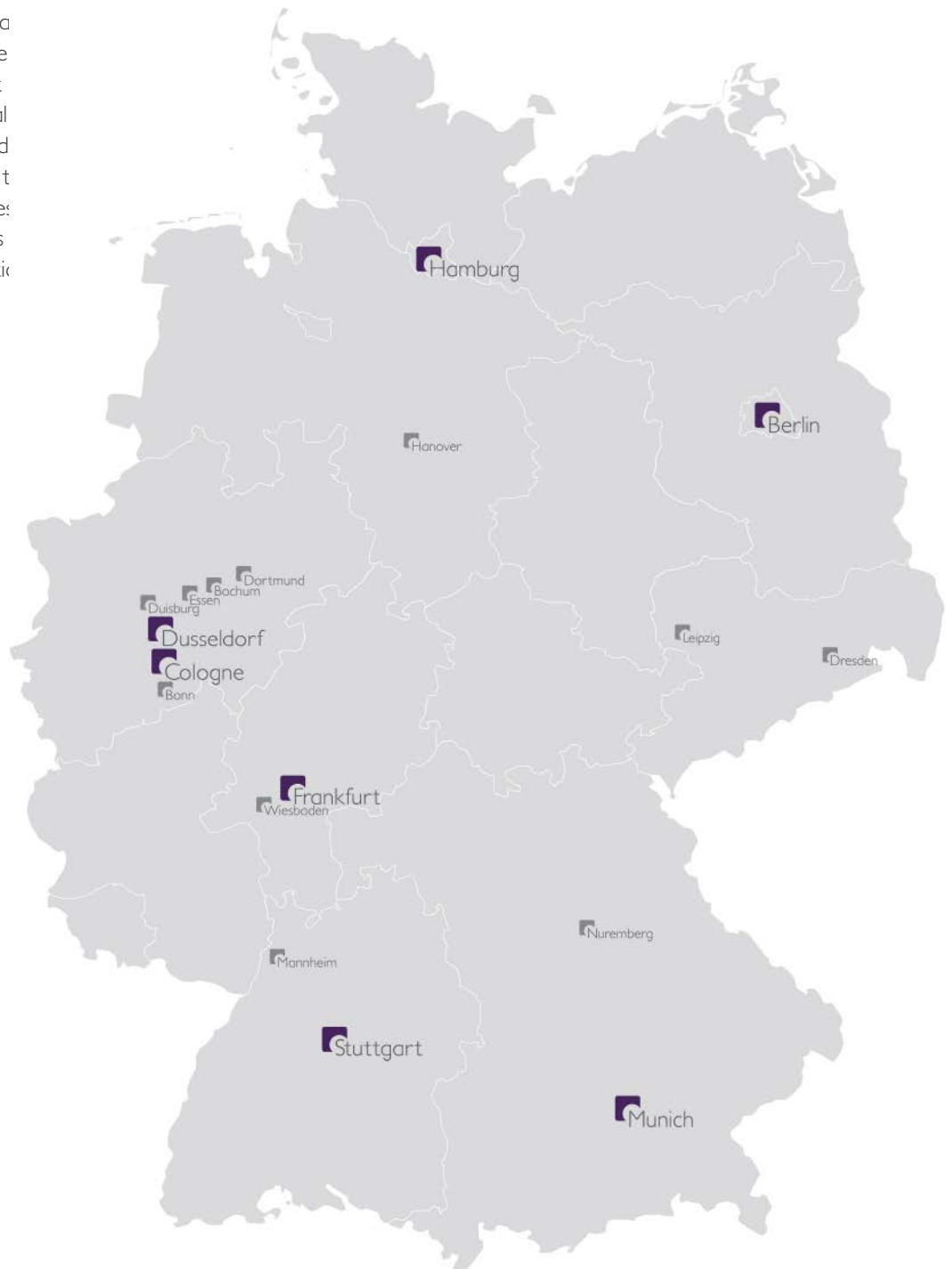
Alle anderen Anleger sind mit Multi-Tenant-Gebäuden im Core-Segment auf der sichereren Seite. Investoren, die sich trotzdem dem Segment der Single-Tenant-Immobilien zuwenden wollen, sollten sich im Vorfeld ihrer Investition mit der Drittverwendungsfähigkeit ihres Investments intensiv auseinandersetzen, um sicher zu stellen, dass sich nach einem Totalauszug des Erstmieters kein böses Erwachen einstellt.

Immobilieninvestments sind immer „Management Investments“, sie bedürfen einer durchgängigen, professionellen Betreuung.



I. Single-Tenant Office Properties

Investments in real estate are a class for many investors due to different property types and risk profiles. Office properties, commercial hotels, warehouses or residential are a broad range of offers to investors. There are many opportunities for security-minded investors as well as those who think opportunistic.



II. Risk profiles of real estate investments

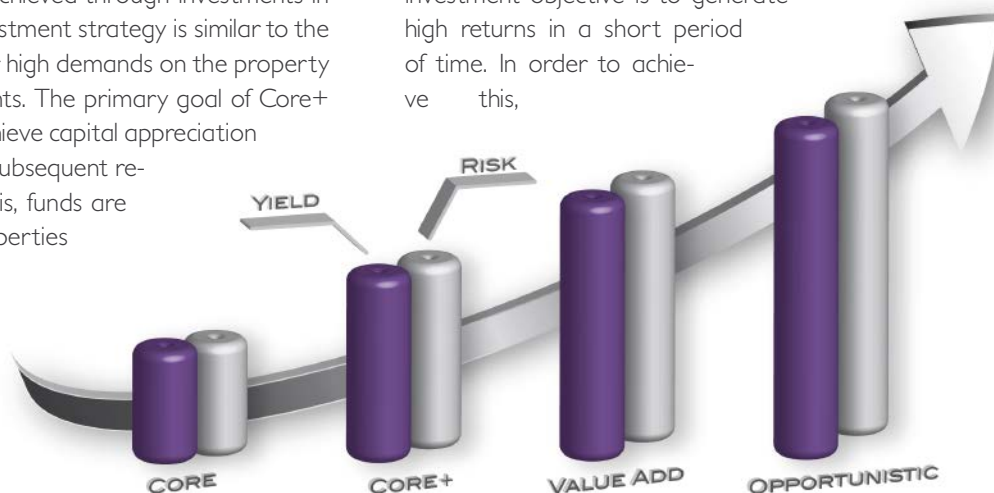
In real estate investment, there are four risk categories: Core, Core+, Value-Added and Opportunistic. The key differentiators are: the primary investment target, the specific characteristics of the investment property, the planned investment horizon, the expected return and the equity ratio to be used. Investments in the Core Segment represent the traditional real estate investment for security-oriented investors. The primary investment objective is to achieve a continuous distribution of stable rental income. In order to achieve this, funds invest in properties in prime locations, usually in one of the Top 7 office locations (Berlin, Dusseldorf, Frankfurt, Hamburg, Cologne, Munich or Stuttgart). Generally, prime locations are found in the very heart of a city, the so-called CBD (Central Business District). The investment objects have a high-quality, standard of contemporary furnishings and are fully leased. The tenants are characterised by a high level of creditworthiness and are often publically-listed, international companies. The terms of the lease agreements, as well as the investment horizon, in the Core Segment are long-term. The holding period of the property is at least 10 years with a maximum debt ratio of 50%. Typical investor groups, in the Core Segment, are closed-end and open-end real estate funds, insurance companies and pension funds. Given the good and therefore expensive locations, the high quality of the properties and the long-term safety based on the lease terms as well as the creditworthiness of the tenants - yield expectations in the Core Segment are relatively low (between 4.0 and 6.0%).

Slightly higher yields can be achieved through investments in the Core+ Segment. The investment strategy is similar to the Core Segment but with fewer high demands on the property itself and the lease agreements. The primary goal of Core+ Segment investments is to achieve capital appreciation through expiring leases and subsequent re-letting. In order to achieve this, funds are invested in high-quality properties in very good and good locations, i. e. within cities and established office locations that may even be located outside the CBD. In terms of letting, low vacancies

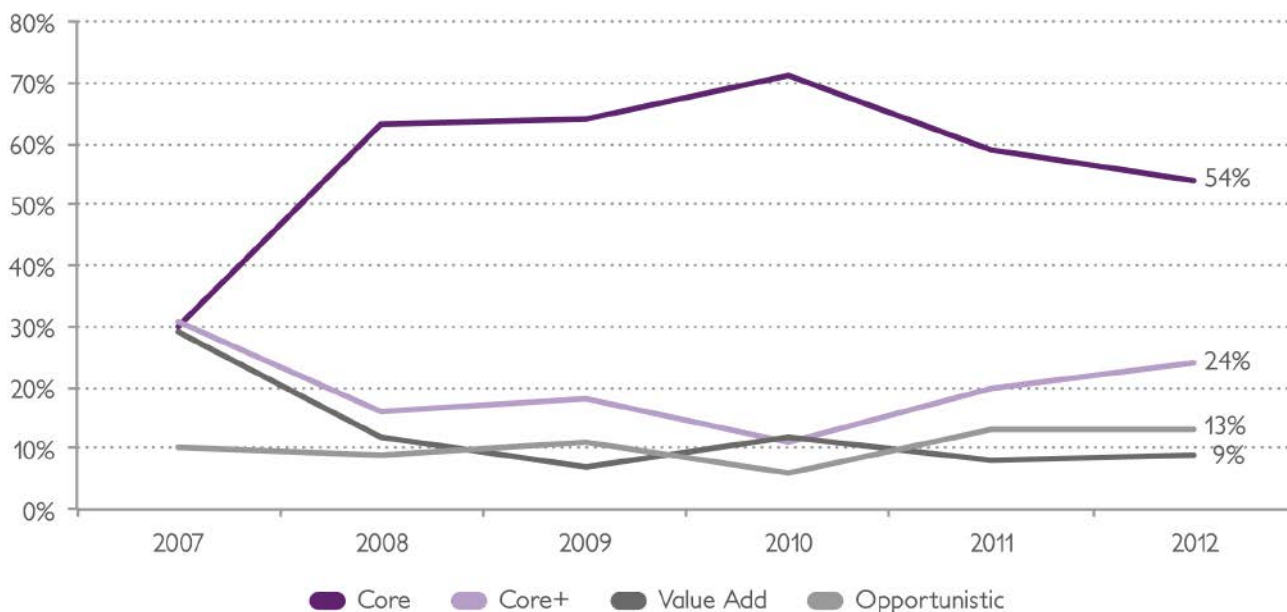
and short-term leases are accepted. The tenants, however, should have a high credit rating. Similar to Core investments, the investment horizon is long-term (10 years or more). Generally, Core+ investments have a debt ratio of 40 – 60%. Typical investor groups are real estate companies, REITs and asset managers and, to a lesser extent, open-end and closed-end funds. Due to the higher risk associated with short-term leases, expected returns are between 6.0 - 8.0% - which is higher than Core investments.

Investments in the Value-Added Segment are primarily designed to increase the value of the property. In order to achieve this, funds are invested in medium to low quality properties in average locations. Significant vacancies or short-term leases and tenants with average credit ratings are also typical features of this risk class. These parameters contribute to the fact that properties in the Value-Added Segment can be acquired at relatively reasonable prices. Due to the short or medium term re-letting potential of units with improved conditions, corresponding returns between 8.0 – 12.0% can be generated - which are significantly above those for Core+ investments. In addition, there is a higher debt ratio of 60 – 75% and the typical investment horizon is 3 – 8 years. Investments in the Value-Added Segment are primarily made by insurance companies and pension funds, private asset managers and family offices and, in part, by real estate companies and REITs.

Opportunistic Investments in real estate, in comparison, are by far the riskiest asset class. The primary investment objective is to generate high returns in a short period of time. In order to achieve this,



Transaction volume in Germany according to risk categories



investments are made in B and C locations within the Top 7 as well as in smaller office markets which, as a rule, have a certain potential for development. Typically, the investment properties are of a low quality, but have the potential to increase in value. High vacancy rates, complete vacancy, or properties with existing tenants with average-to-low credit ratings and short lease durations leave the investor enough room to manoeuvre in order to achieve higher income in the short term through re-lettings. In general, properties of this type are held in the portfolio no longer than 5 years. However, due to a favourable purchase price and the opportunities for the increase in value that they provide, they offer significantly higher yields than the other risk classes. In general, the expected return is over 15% with a relatively high debt ratio of about 65%. If the expected increase in value can be achieved, the high risk is rewarded by high returns. Typical investors in this risk category are hedge funds and private equity funds.

For the majority of real estate investors, the security of their investment plays a crucial role. Thus, when measured against the total investment volume, Core Segment properties continue to be the most sought-after real estate asset class. In particular, since the beginning of the real estate and financial crisis, the need for investor security has soared. Thus in the Core segment, the share of investments from 2007 to 2008 doubled from 30% to 60% and by 2010 had reached 71%. Since then, it has declined slightly but is still far ahead of all

other risk categories. The decrease can be mainly ascribed to two main reasons: On the one hand, the supply of Core properties is limited which causes investors to focus on other asset classes. On the other hand, investments in German real estate are still considered to be safe in comparison to the rest of Europe. The willingness to take risks is once again increasing slightly. With shares between 11% and 31% over the past six years, investments in the Core+ Segment rank second among all risk categories. The share of Value-Added Investments has declined sharply since 2007. While accounting for a 29% share in the investment volume at the beginning of the reporting period, this risk category has only achieved between 7% and 12% since 2008. Opportunistic investments, over the reporting period, were relatively stable with shares between 6% and 13%. The real estate and financial crisis has further strengthened the need for security among safety-oriented investors, while risk-prone investors remained relatively unimpressed.

	Core	Core+
Primary investment goal	Recurring distributions through stable rental income	Increased value upon expiration of leases
Location	Very good locations	Very good and good locations
Property quality	High quality fit-out	High quality
Letting situation	Fully let	Minor vacancies, if any
Lease term	Long-term lease contracts	Shorter lease terms
Tenant	Very high credit rating	High credit rating
Holding period	10 years and longer	10 years and longer
Expected return (on equity)	4.0-6.0%	6.0-8.0%
Debt ratio	50% at max	40-60%
Typical investors	Closed-end funds	Real estate corporations REITs Asset managers Open-end and closed-end funds (in part)

	Value Add	Opportunistisch
Primary investment goal	Increased value of properties	High yields in the short term
Location	Average locations	B/C locations with development potential
Property quality	Average to low quality	Low quality but with potential
Letting situation	Vacancies possible	High vacancy rate or fully vacant
Lease term	Short lease terms	Short lease terms
Tenant	Average rating	Average to low credit rating
Holding period	3-8 years	5 years max
Expected return (on equity)	8.0-12.0%	>15.0%
Debt ratio	60-75%	>65%
Typical investors	Funds for insurance companies Funds for pension funds Private asset managers Family Offices Real estate companies / REITs (in part)	Hedge-Fonds Private-Equity-Fonds

III. Single-Tenant-properties: Core or not Core?



Within the core segment, so-called single tenant office properties - which are let to a single user - are still considered to be a particularly safe investment and are popular with investors. But are these properties really Core?

Typical features

Single-Tenant office buildings are mainly properties that have been developed in the planning phase for use by a particular company. This not only applies to specific characteristics such as the property's location, but also to the entire property structure in terms of size, infrastructural provisions, fit-out, layout and special-purpose areas. Usually, such buildings have 10,000 m² or more of office space. The lease contracts are signed for long periods (10 years is standard); but in some cases, even fixed term agreements of 15 or 20 years can be achieved. Due to the special requirements of the tenant and the associated costs for the project developer, leases are often agreed at conditions that are higher than typical market rent.

Investor structure

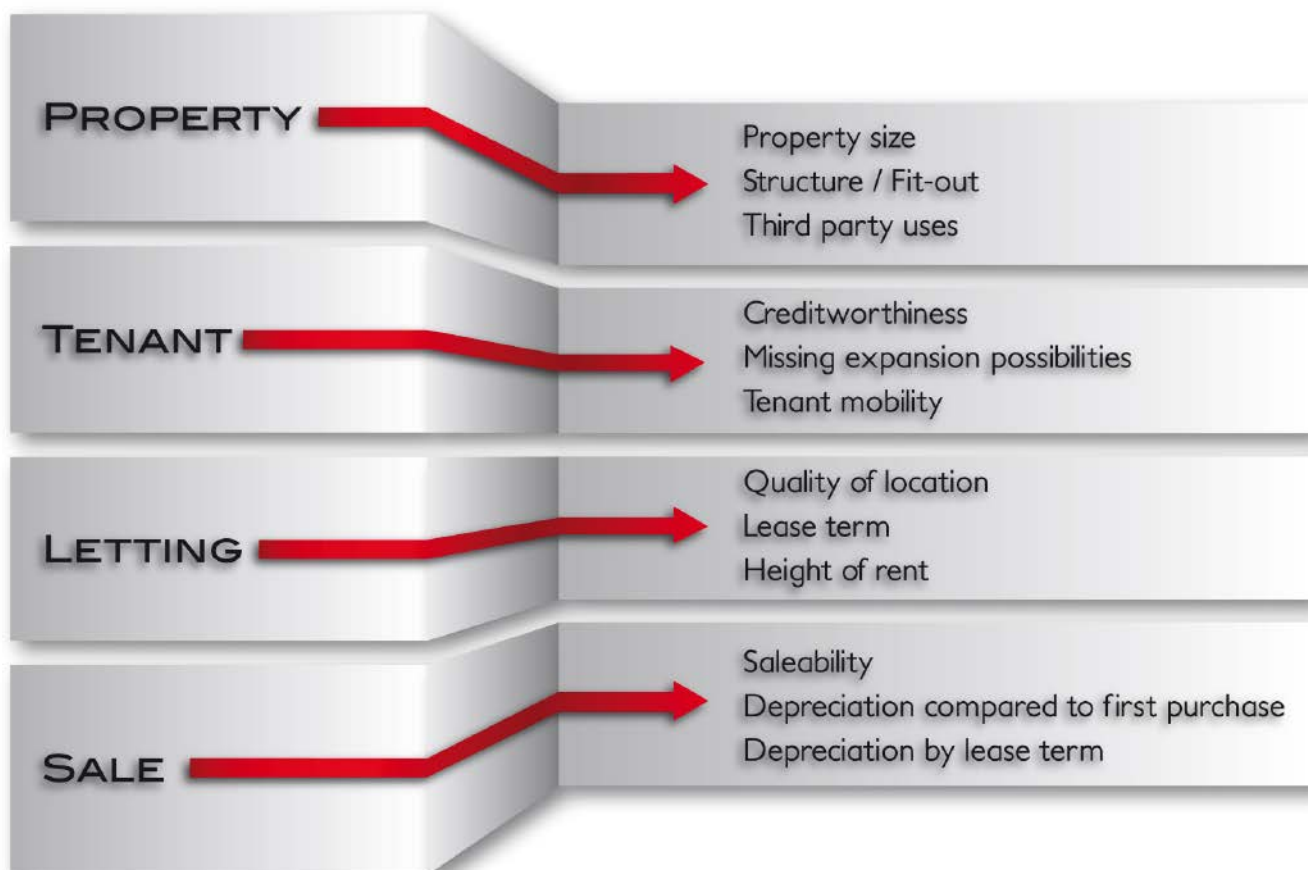
Due to the size of single-tenant properties of typically 10,000 m² and more, as well as investment volumes which are above the EUR20 million threshold, there are a limited circle of potential buyers; and, properties of this size are not of interest to most private investors. However, they are of interest to open-end and close-end funds, insurance companies and pension funds because they provide sufficient investment volume and meet the current demand for safety and quality.

Complex risks in single-tenant properties

Generally, office buildings with a single tenant and a long-term lease are touted as the most secure form of real estate investment. The predictable, long-term, cash flow from current rental income is considered to be particularly secure and entices investors to overlook the numerous risks inherent in this particular asset class. Investments in real estate always bear a certain risk which is influenced by property characteristics such as the type of use, location, quality and tenant structure, to name a few. But single-tenant office buildings often have particular features that increase the investment

risk in comparison to similar properties with multiple tenants. The crucial factor in a single-tenant property is the lease or the date on which the first fixed term ends. At that point, the property is either 100% leased or completely vacant. The risks can roughly be divided into four categories: property, tenant, letting and sale.

Risk overview



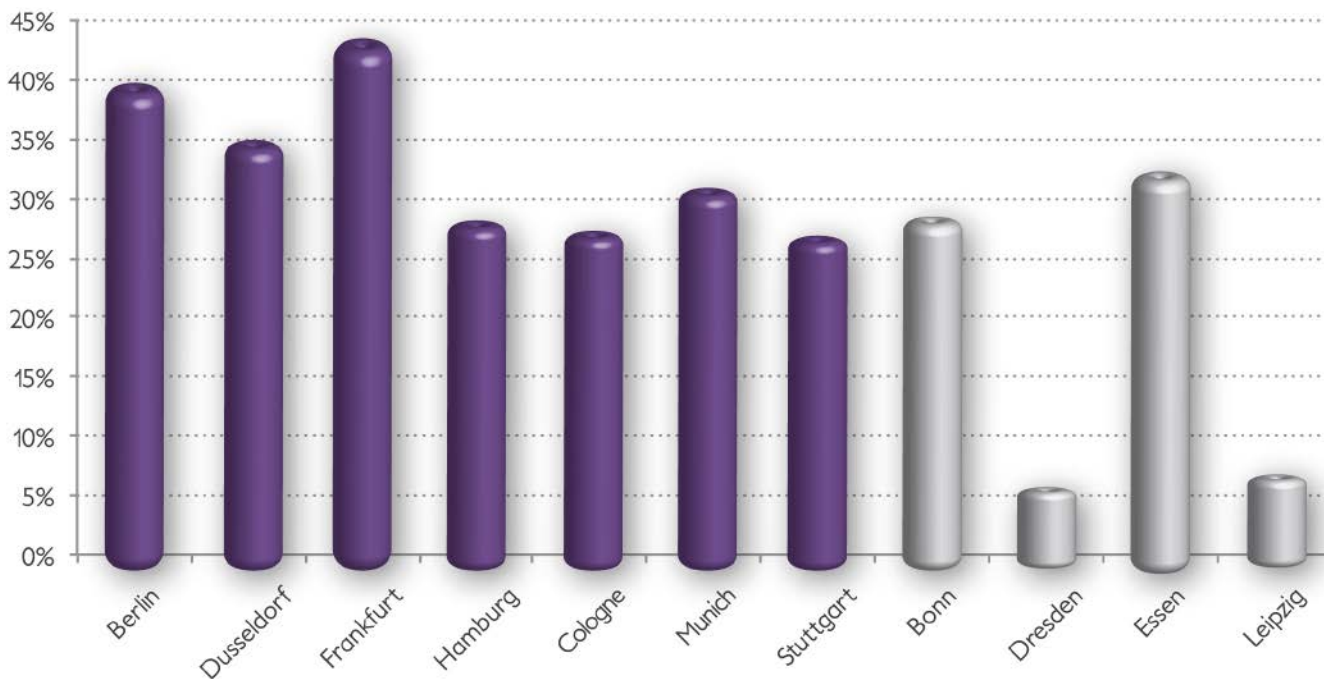
Property-related risks: Chiseled-in-stone and hard to remove

The property-related risks include factors that are based on the property structure and its equipment.

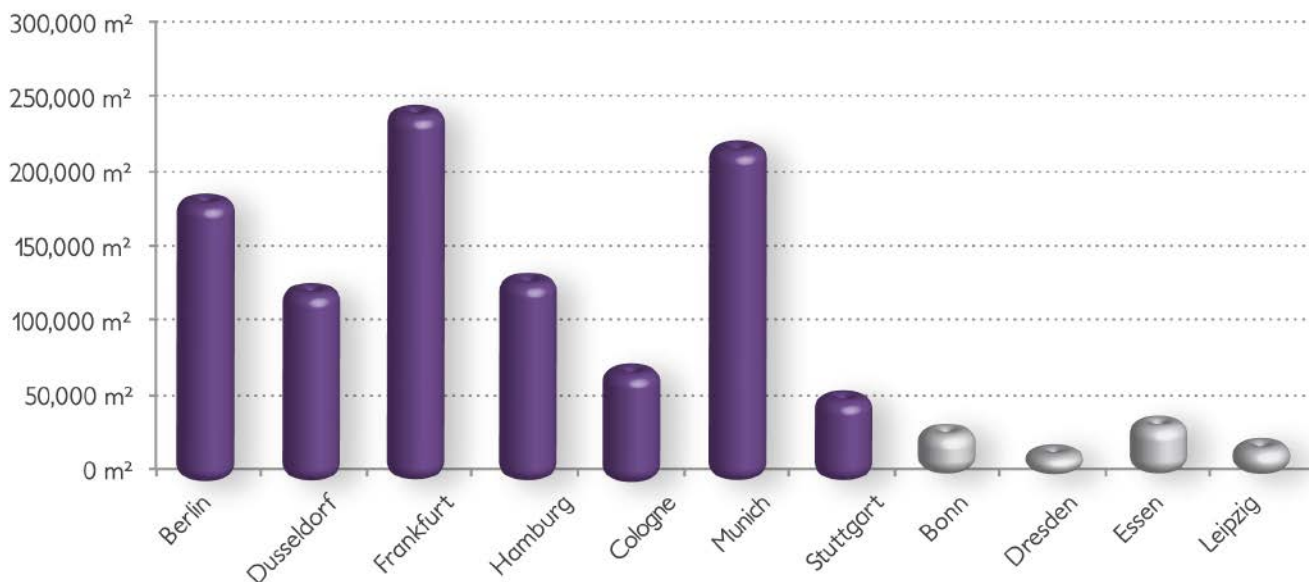
Property size: Single-Tenant properties are, generally, tailored to meet the specific needs of the future user. These are often companies that intend to use the building as headquarters or back-office areas; and, thus have requirements for significantly more than 10,000 m² of office space. In relation to the annual letting performance of a city or a submarket, these properties are often oversized, especially when the annual number of rentals in the size category above 5,000 or 10,000 m² is taken into consideration. This is problematic, especially in B and C locations, as well as in micro-locations outside the traditional office locations of the Top 7 cities. While in the city of Frankfurt (due to the high annual turnover and the existing demand structure), a large-scale property should still be relatively easy to let; however, the situation is completely different in a peripheral location of Cologne. There, it is supposedly more difficult to completely re-let a property once it is completely vacant. Looking at the annual turnover of office

space which is generated by lettings of space of more than 5,000 m² during the reporting period from 2000 to 2012, their share in the German Top 7 office locations (Berlin, Dusseldorf, Frankfurt, Hamburg, Cologne, Munich and Stuttgart) is, on average, between 26.0% and 42.2% in Stuttgart and Frankfurt, respectively. The B locations of Bonn, Dresden, Essen and Leipzig have shares between 5.2% and 31.0%.

Average share of lettings > 5,000 m² in overall take-up from 2000 - 2012



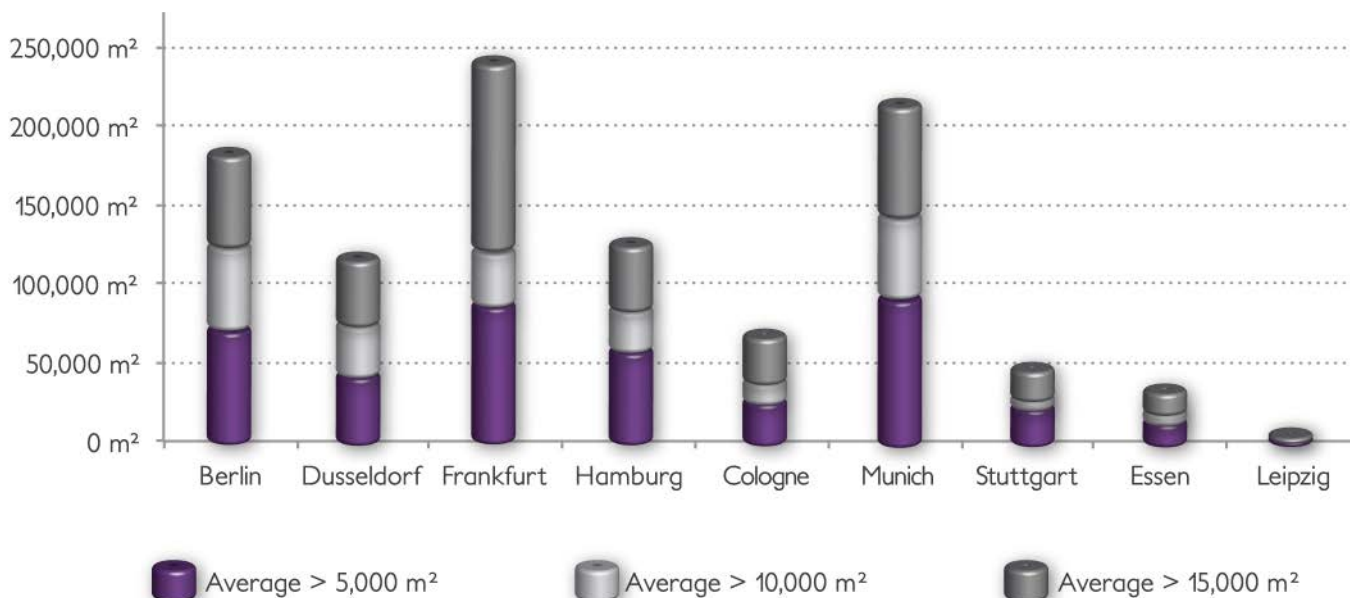
Average annual take-up in the segment > 5,000m² from 2000 - 2012



In Bonn and Essen, where there are many companies with large-volume space requirements, the shares of rentals above 5,000 m² are still able to keep up with the Top 7. However, Dresden and Leipzig - with their small-scale demand structure - fall far behind.

Measured against the annual take-up volume, rentals on average between 4,500 m² in Dresden and 240,700 m² in Frankfurt can be ascribed to lettings in the size category of more than 5,000 m², depending on the location.

Average annual take-up in the form of large-scale lettings from 2000 - 2012



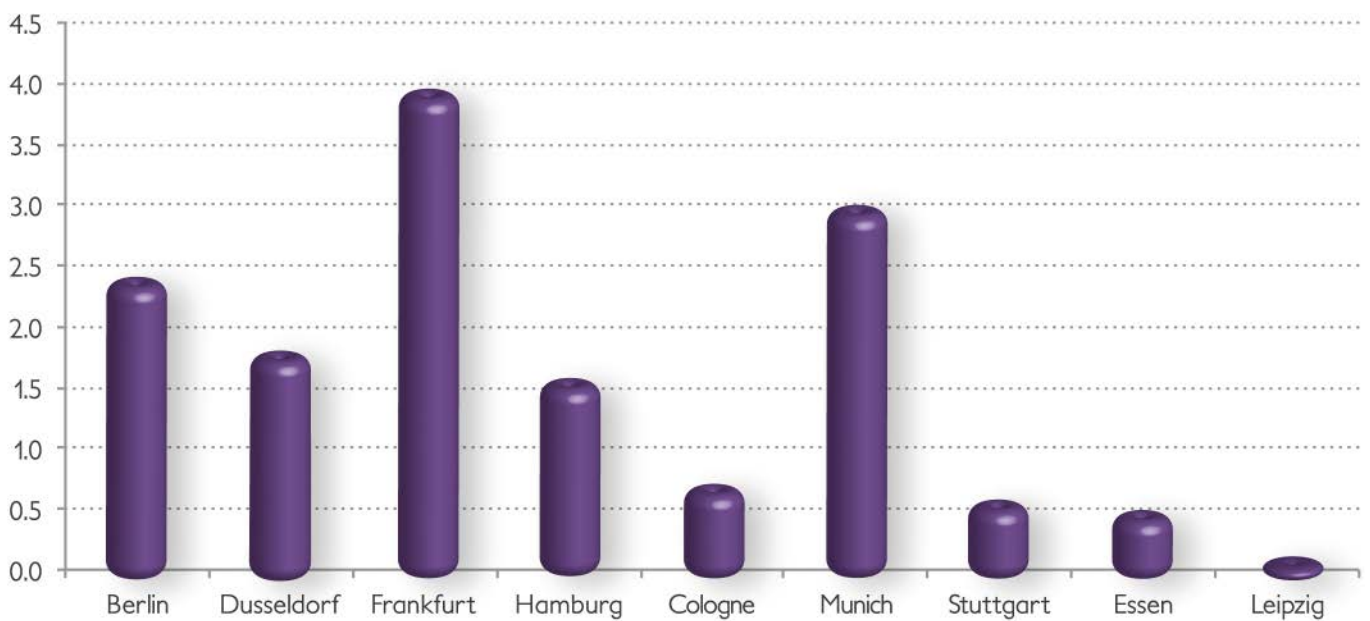
When broken out into lettings of: > 5,000 m², above 10,000 m² and above 15,000 m², it becomes even clearer that large-scale lettings account for only a very small portion of the office market. These are the two particularly relevant size categories, when the task is to re-let single-tenant office buildings in as large a dimensional area, as possible. While in Frankfurt, the majority of large-scale lettings are more than 15,000 m² the probability of generating a correspondingly high volume of lettings in Cologne or Stuttgart and in other B locations is significantly lower.

But even in Frankfurt, only an average of 4.0 contracts annually are related to the letting of more than 15,000 m² (range

1 to 9 contracts per calendar year, from 2000 to 2012). Frankfurt significantly outpaces Munich and Berlin (average: 3.0 and 2.4 contracts, respectively), while Cologne and Stuttgart (with 0.7 and 0.6 contracts per year for large-scale lettings of +15,000 m²) are almost irrelevant as far as the total of number of contracts is concerned. Leipzig is last (with only 1 contract of +15,000 m² signed between 2000 and 2012). Accordingly, if a large-scale single-tenant property is completely vacant, the re-letting prospects are bad; because, generally, there is strong competition among the many landlords.

In 7 of the regarded 13 years at least two of the Top 7 locations achieved no lettings above 15,000 m².

Average number of contracts for lettings > 15,000 m² from 2000 - 2012



Structure and equipment: While multi-tenant properties are constructed in terms of building structure and fit-out which are suitable for universal or small-scale letting, single-tenant properties are usually tailored to the specific needs of one user. This, for example, includes the building's infrastructure. Single-Tenant office buildings often have lobbies that meet the representation requirements of the first user; but, are an expense - in terms of space efficiency as well as an obstacle to the re-letting of smaller units - especially where the entire building has only one central access point. In many cases, the number and layout of staircases and sanitary areas is often an obstacle or requires costly renovations when it comes to small-scale re-letting. In addition, the necessary changes in the

building structure often lead to a loss of usable office space and an increase in the proportion of ancillary space. Furthermore, requirements for building and technical equipment change at ever shorter intervals. What was very modern when the building was built is no longer state-of-the-art today; and, the day after tomorrow - probably not re-lettable at all. This becomes especially important if the property is equipped with special technical installations tailored to the needs of the first user. As a consequence, costly renovation and refurbishment measures have to be performed which lead to a vicious circle: while re-letting without refurbishment is often impossible, refurbishment without re-letting is unprofitable, or makes little sense because the owner does not

know who the future users might be nor what special needs they will have.

Third Party uses: The more tailored a property is to the needs of a special user, the lower its adaptability for third party uses. In office buildings this means: everything that is not necessary for the average user makes re-letting or sale difficult. Single-Tenant office buildings, in particular, have special features that are important to the first user, but represent an obstacle for subsequent uses. Often these properties have a canteen which is operated in-house or externally. In re-letting, the question is: who is responsible for the continued operation and will bear the associated costs. Especially, in small-scale lettings, the willingness of users to be responsible for that cost is likely to be low. Another example is the large conference rooms or even company-specific use concepts (such as trading floors in banks) which are required by the first user but which, in the case of re-letting, become superfluous. Those areas either remain unused at a cost to the owner or they must be converted into office space at considerable expense.

**Tenant-related risks:
Have the greatest impact
on the property value**

Another risk group in single-tenant properties are tenant-related risks.

Creditworthiness: Normally, single-tenant properties are let to large creditworthy companies. But solvency is not chiselled in stone. If the creditworthiness of the user deteriorates during the lease period, the risk of rent losses increases. In general, this is also true for multi-tenant buildings. However, in the worst case, only part of the rental income is threatened. With single tenant properties, in the worst case, total loss of the entire cash flow can be expected.





© HPP Architekten/ HH Vision

Lack of expansion options: The needs of companies are changing in ever shorter intervals. Depending on the order situation, a company can grow or shrink considerably within a short period of time which, in turn, has an impact on their space requirements. Generally, if a company wants to increase or decrease its space in a multi-tenant building, it, in most cases, poses no problem. Due to the natural fluctuation of tenants and different lease terms, space is frequently vacant which can be utilised for expansion or let to a user who vacates space within the same building. In contrast, the situation with single-tenant properties is completely different.

Disregarding the possibility of structural expansion, there is no potential for expansion inside the existing building. Even by optimising the use of space (e. g. open-plan offices instead of individual or group offices) the number of work places cannot be extended at will. If a tenant wants to downsize within the building, it is equally problematic. Sub-letting certain areas to third parties is generally rather difficult to manage. In the worst case, there is the risk that the tenant will vacate the property because space requirements cannot be met.

Tenant mobility: The tendency of companies to re-locate has increased over the past years. Large international companies usually attach great importance to a prestigious headquarters. Their needs are better met through new construction rather than by renting a building that has already been in use for 10 years or more. In the Top 7 office locations, the

Re-letting: A real challenge for Asset Management

supply of newly-constructed office buildings is so large that companies are faced with the choice to renew their lease contract after the initial term or to obtain attractive space in a new building. Especially in office market downturns, newly-constructed buildings win by offering relatively cheap rents. As a result, companies often decide to re-locate rather than extend their existing lease contract. In single-tenant properties, this means that the building is 100% vacant.

In addition to property and tenant-related risks, the re-letting of the property to a single-tenant poses a particular risk. There is a 50% probability that the tenant will extend its lease upon expiration of the fixed term. They either: remain in the building or vacate. In a multi-tenant building, if the tenant decides to vacate, there is only a proportional vacancy. Conversely in a single-tenant building there is an impact of 100%. Letting risks arise from the location, length of the lease, and the rent price.

Location: According to the definition for Core real estate, properties in this risk class are located in very good locations, i. e. the central downtown area in the Top 7 office locations. In general, however, single-tenant properties are designed for a specific user who has a very clear idea about the location of its property. Often locations are chosen which are outside of the CBD or the traditional urban office locations as well as in B and C cities. There rents are less expensive and often more compatible with the tenant's budget. This site selection is often problematic in the case of re-letting because these locations have lower demand and annual take-up. The demand for large-scale office space, in particular, is below average in locations outside the traditional office locations or in B and C locations. Hence, in the case of re-letting, costly conversions are frequently required in order to transform a single-tenant building into a more marketable multi-tenant building.

Lease term: The average lease term for office space has significantly decreased in recent years: from 7 years (on average in 2000) to just 4.8 years (in 2011). Against this backdrop, for the majority of single-tenant properties, the terms of initial lease contracts must be assessed as positive. In many cases, they have a term of 10 years, in rare cases even 15 or 20 years - if the building was designed and built for the user. But what happens if the first user leaves the property when the fixed term expires? A re-letting for 10 or more years is very unlikely. A contract period of 3-5 years is more realistic, which means that the cash flow is only secured for a short to



medium-term investment period.

Rent: Since single-tenant buildings are often tailored to meet the specific needs of the initial user and have an above-average fit-out, the rental price is usually at the upper end of the normal local market range and is, quite often, higher. However, not all fit-out features which are important to the initial user will be appreciated by subsequent users – especially because both the taste at the time as well as building engineering can change significantly in 10 years. The building is no longer up-to-date. As a result, a subsequent user will be unwilling to pay the same rent as the initial user. In addition, there is a large supply of 10 to 20 year old buildings, which increases the pressure on landlords to lower the rental prices. But even in the best case, namely that the initial user considers extending the lease upon expiration, there is a high probability that the landlord will not achieve the previous rent. The tenant will try to 'silver coat' the contract extension (i.e. lower the previous rent level through rent-free periods or by altering the cost contributions). International companies, in particular, are well aware of their market value and try to

use this during contract negotiations. The landlord, however, faces a dilemma: either accept the lower rent or risk a completely vacant property for an indeterminate period of time. In the majority of cases, the landlord will opt for the reduced rent which, in turn, will have a significant effect on the value of the property.

Sale of single-tenant properties: Rarely possible without a loss

The sale represents the fourth risk for single-tenant properties. Here the risks are mainly from the general marketability of the property as well as the achievable sales price.

Sale-ability: Single-Tenant office properties meet the requirements for the Core segment. If they are new and have a long-term lease, they can attract investors who hold properties in their portfolio for 10 years or more. But, what about

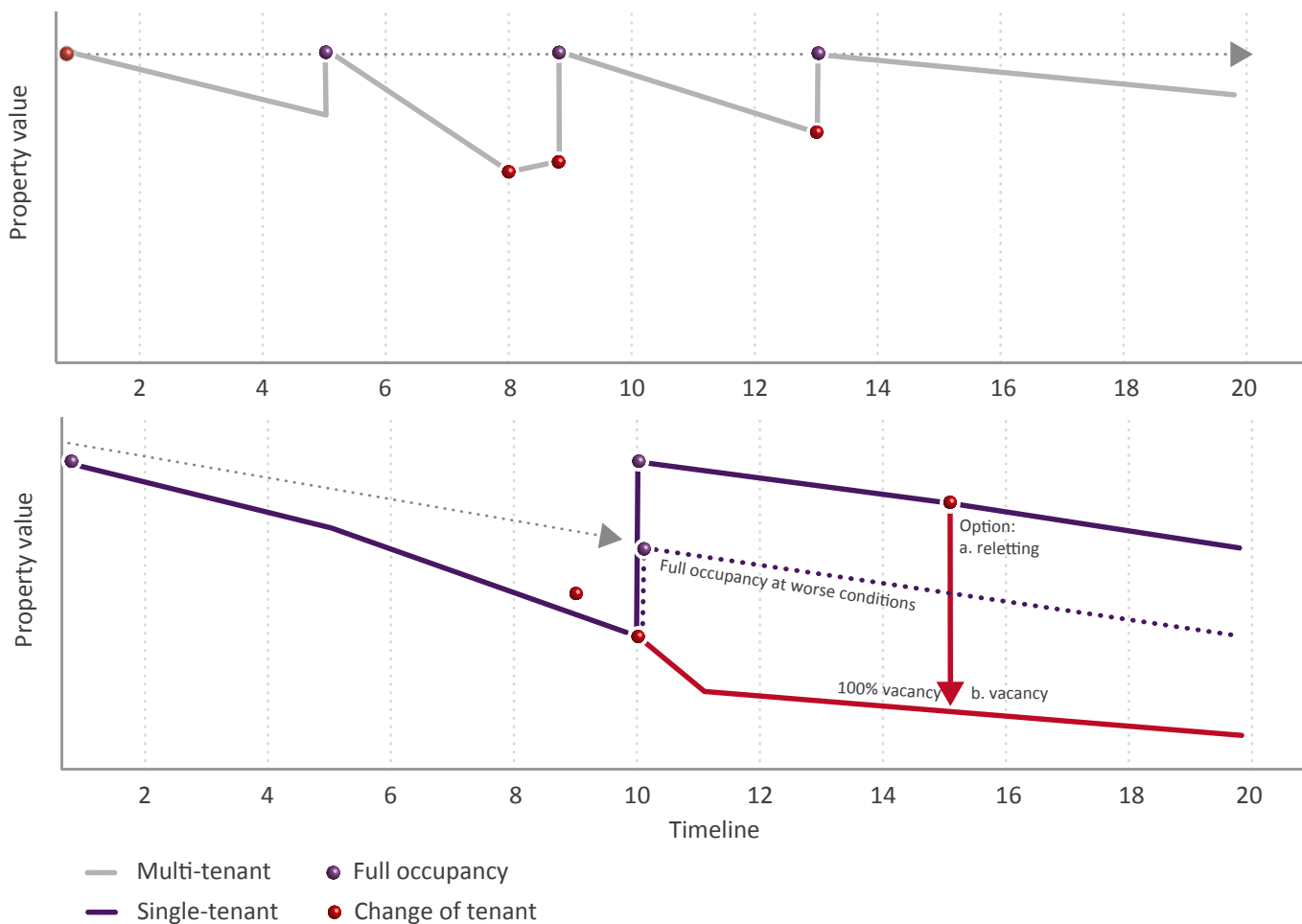
the marketability of such properties? Generally, the longer the remaining term of the lease - the better the chance to sell the property. But, to put it simply, as the remaining lease term grows shorter every day (starting on the day the tenant moves in), the associated sales prospects also decline daily; and a property without a tenant is almost un-saleable. However, even if the tenant remains in the property after expiration of the fixed lease term, the property's attractiveness to investors - and its sale-ability - will decrease because options as a rule have a 3 or 5 year term.

Depreciation after first purchase: Buildings lose value as they age because the remaining useful life is, correspondingly, lower. The useful life can be extended, however, by renovation and refurbishment measures which increase the value of the property. Nevertheless, adjusted for inflation, a "used" property will not, in most cases, generate the value it had when it was new. In general, due to their special characteristics such

as location or building structure, single-tenant properties are more affected than multi-tenant buildings. Furthermore, the initial purchase price upon first sale of a single-tenant building is often driven by artificially high nominal rents. For instance, in determining the purchase price, the annual rental income (in the form of nominal rents) is multiplied with a market multiplier. The effective rent, however, is often much lower than the applied nominal rent. Contributions to fit-out expenditures and rent free periods (quite often amounting to two months rent per year for the duration of the lease) quickly add-up to millions for large properties rented at correspondingly high prices. Because of rent incentives, the first buyer effectively pays a price for rental income he does not actually receive. The second buyer also pays a purchase price that was determined on the basis of the nominal rent, but - if the building is still let - the second buyer does not have to bear any rent-free periods or contributions to fit-out expenditures.



Examples of value development of single-tenant and multi-tenant office buildings



Loss of value by lease term: Because the remaining term of the lease contract and, correspondingly, the period of a secured cash flow also decreases on a daily basis, in simple terms, the value of single-tenant properties declines every day - starting with the tenant moves in. If the remaining lease term is 5 years or less, the loss in value becomes disproportionate. The value of multi-tenant properties also decreases in correlation to the residual terms of the lease. However, due to varying lease terms and natural tenant fluctuation, new contracts are concluded all the time which increases the remaining lease term (WARLT) and the value of the property.

In summary, single-tenant office buildings, even though they

are considered to be a particularly safe form of investment, are subject to risks that are less pronounced in multi-tenant properties. In addition, such properties, only partially meet all the requirements of Core properties. The only advantage that single-tenant properties really offer is lower administrative expenses during the first years of the investment.

IV. Examples for single-tenant properties: from core to problem properties



As is shown in the following examples, the risks of single-tenant properties are not only theoretical in nature. In the properties described below, these risks have either already occurred or targeted countermeasures are being taken.



Neue Börse Frankfurt am Main (CFB-Fonds 130)



The investment property is an office building in the Bockenheim district of Frankfurt/Main which has a GFA of about 55,000 m² and 623 parking spaces. The complex consists of 8 office wings interconnected by a glass atrium. The property is located in the so-called "Industriehof" (industry yard), a commercial area in the north-western part of Bockenheim which, at the time of inception in 1998, was in a transitional phase to become an area predominately for office use. The buildings were completed in 2000 and 100% let to the Deutsche Börse AG. The lease had a term of 10 years with 4 extension options of 5 years each. The rent was 13.95 €/m² based on the GFA and 16.86 €/m² based on GIF rental area. The total converted investment volume amounted to EUR 192.2 million. The market value of the property at completion

was appraised by an appraiser at EUR 148.3 million. In the fund prospectus, the investment was, among other things, recommended as an opportunity to privately secure pension provisions by means of long-term secured rental income. The minimum investment was DM 25,000 which is equivalent to approximately EUR 12,780. The annual dividend was planned to constantly rise from an initial 5.5% to 8.0%. Sale of the property was planned for the year 2019 at 14.5 times the annual net rental income.

The office complex, once praised as a secure investment, is today considered as a classic example which illustrates the risks of closed-end real estate investment funds with single-tenant office buildings. The lease contract was terminated by

Vendor	CFB Fund 130
Property type	Office building
Address	Neue Börsenstrasse, 60487 Frankfurt
Size	55,766 m ² GFA 46,140 m ² rental area MF-G (gif)
Completion	Apr 2000 / July 2000
Lease	100% to Deutsche Börse AG
Commencement of lease	1 Apr 2000 / 1 July 2000
Lease term	10 years plus 4x5 years option
Rent p.a.	EUR 9,336,000
Rent per m ² /month	13.95 €/m ² GFA 16.86 €/m ² MF-G (gif)
End of lease	31 Mar 2011
Current status	100% vacant, re-let in 2013

the tenant, effective 31 March 2011. Since then, the property has remained completely vacant. All efforts to re-let the property, over the years, as a whole or in parts have been in vain. A new tenant could not be found until the second quarter of 2013. The new tenant Commerzbank, however, is not a “classic” tenant because the bank is linked to CFB-Fonds, the fund initiator. The example of the Neue Börse shows that almost all of the investment risks associated with single-tenant properties mentioned above occurred. The building complex is very large with an office space of about 46,000 m². Due to its structure, which is comprised of 8 office wings, it can only be subdivided into units of more than 5,000 m². Therefore, third party use is limited. The tenant was highly mobile and vacated the complex after 10 years. Re-letting is difficult because of the property’s location which is still not a typical office location. Furthermore, the relationship between the annual take-up in the submarket and the property size is more than unfavourable and the rent paid by Deutsche Börse AG was higher than the current average rent in the submarket. In addition, the first lease was based on the building’s GFA. However, in this market, lease contracts are customarily based on GIF, which, in this case, is 17.6% less. Although the prospectus mentioned the potential risk of a partial loss of the investment, many investors did not expect these risks to actually occur. The safety of a 10-year lease and

the prospect of lease extensions of up to 20 years provided a false sense of security - especially in view of the fact that the building complex was explicitly planned and constructed to meet the specific requirements of the tenant. The main reason for the termination of the lease was the lower commercial tax rate, offered by the neighbouring community of Eschborn, which prompted the Deutsche Börse to re-locate after 10 years. But even during the time the property was fully let, the economic viability of the fund was worse than predicted. While distributions were made according to plan in the years up to 2007, since 2008 they have been at 0.0% as compared to the planned 6.0%. Overall, only 39.5% were paid by 2011 in comparison to the planned 63.5%. Furthermore, even some of the assumptions presented in the prospectus were questionable. According to the initial plan, for instance, the property was to be sold in 2019 at 14.5 times the annual net rental income. In order to achieve this, the tenant would have already completed the first fixed term lease and exercised two of the four extension options. Moreover, the entire profitability calculation is based on the assumption that the tenant will remain in the property for 20 years. And last but not least, the property was appraised by an external appraiser as having ‘good let-ability’ potential. This case clearly shows that the single-tenant is not Core.



Grüne Mitte Essen (Hannover Leasing)



The Hannover Leasing closed-end real estate fund invested in an office building with 14,400 m² rental area and 124 parking spaces located in the new University area of Essen. The area, which is on the northern fringe of the city of Essen, is located between the campus of the University Duisburg-Essen and the Limbecker Platz shopping centre which, with about 70,000 m² retail space, is the largest inner-city shopping centre in Germany. Currently, a new mixed-use neighbourhood of high-quality apartments, office buildings, and green areas is being developed on the site of the former railway and an abandoned area. The property was completed in spring 2013; and, the office space plus 41 outdoor parking spaces was let to the AOK Rheinland / Hamburg health insurance company.

The lease has a fixed term of 20 years plus 5 extension options of 1 year each. In consideration of the surcharge, agreed upon due to the fact that the rental is free of VAT, the agreed net rent is 13.05 €/m². The 83 underground parking spaces are leased to Contipark for 10 years with 2 renewal options of 5 years each. The rent is composed of a fixed rent with incremental steps in the first, second and third rental year and revenue-based rent. The total investment volume amounts to EUR 46.6 million; the property is valued at EUR 41.5 million.

The minimum investment is EUR 10,000. The projected annual dividend is expected to increase from an initial 5.5% to 6.0%.

Vendor	Hannover Leasing
Property type	Office building
Address	Friedrich-Ebert-Strasse 49, 45127 Essen
Size	14,394 m ² rental area
Completion	Mar 2013
Lease	98.3% to AOK Rheinland/Hamburg
Commencement of lease	1 Apr 2013
Lease term	20 years plus 5x1 year option
Rent p.a.	EUR 2,313,749
Rent per m ² /month	13.40 €/m ² rental area
End of lease	31 Mar 2033
Current status	100% let

The life of the fund is unlimited, but depending on the market situation after 10 years the sale-ability of the property will be reviewed.

As the fund was only recently launched, it is not yet possible to assess whether the assumptions made in the prospectus will actually occur. The long 20 year fixed lease term with the AOK and the fact that the saleability of the property will be reviewed after 10 years are clearly positive. If, at that time, the market for office properties is in good shape, the property could be sold with a remaining lease term of about ten years, which is attractive to investors. In consideration of the fact that the rent is not subject to VAT, the current rent paid by the AOK is within the location's normal range. However, the further development of the surrounding area remains a risk factor because, at this time, it cannot be stated with certainty that the university area will develop into a high quality office and residential location. The property is located in the north part of the city which, despite numerous small-scale improvement measures in recent years, is still considered to be a problem area. However, the residential

developments in the university district were sold or let within a short period of time even though the offers were all in the upper price range. The fact that the property has a manageable size rental area of 14,400 m², which is appropriate for the annual take-up volume in the area, is favourable. The prospectus states in great detail all the possible risks that are associated with the investment. In addition, in terms of each risk, explicit reference is made to the possibility of a total loss of the investment. Conclusion: Except for the development of the location which cannot be determined at the present time, Grüne Mitte Essen currently meets the requirements for Core properties.



Vodafone Campus Dusseldorf (DFH Immobilienfonds 98)

The construction of the Vodafone Campus in Dusseldorf-Heerd, to the left of the Rhine river, is one of the most prestigious office projects to be completed in the recent past in the federal capital of North Rhine-Westphalia. The goal of the project was to bring Vodafone offices, which were dispersed over seven locations in Dusseldorf and nearby surrounding areas, together on a single campus. In order to achieve this, the developer - the project developer designed an office ensemble with around 111,000 m² GFA on the property of the former Gatzweiler brewery. The project is due to be introduced in a closed-end fund of DFH - Deutsche Fonds Holding. The complex consists of a 19-storey office tower, three 6 to 9 storey office buildings, a day care centre and a parking garage. The plot size is about 26,850 m² plus about 14,000 m² for the parking garage. A use agreement was signed with the city of Dusseldorf for this area. The property is 100% let to Vodafone D2. The lease term is 20 years plus 2 renewal options of 5 years each. The rent for the office space is 12.15 €/m²/GFA and 6.11 €/m² GFA for the day care centre. The rent for the parking spaces is 57.00 €/month for outside parking spaces and 86.22 €/month for parking space in the parking garage and in the underground garage. The total investment volume amounts to EUR 361 million of which EUR 225 million is to be fund equity. The minimum investment is EUR 10,000. The investment period is indefinite but will run, at least, until the end of 2024. The annual payout is forecast at 5.5%. The profitability calculations are based on the assumption that the property will be sold in 2024 at 16.93 times of the annual

net rent at that time.

Currently, closed-end funds are selling poorly due to limitations on loss allocations. As a result, the DFH fund, too, has not been successful in placing the planned EUR 225 million of equity. So far, only about EUR 70 million has been placed. As a result, the DFH currently plans to divide the property. Two parts of the building are to remain with small investors while the tower, another component of the building and the parking garage are to be sold to institutional investors. This is where the biggest risk lies. The size of over 100,000 m² not only makes potential letting 'difficult to almost impossible', but it also complicates the sale of the property because, due to the investment volume of about EUR 390 million, the circle of potential buyers is very limited. The prospectus points out that this risk as well as numerous others which arise from participation in closed-end real estate funds, may - in the worst case - result in a total loss of capital. The location of the property poses other risks. Although the Seestern office location has been well-established for decades, it has always struggled with vacancies. The majority of existing office buildings have large volumes and are often used only by a single tenant. The submarket itself, however, is characterised by an average take-up, at most. As a result, when a tenant moves out the market is suddenly flooded with large-scale vacancies. The re-location of Vodafone to the new Campus left several buildings which were used by the company fully vacant. If Vodafone does not opt for a renewal of the tenancy after

Vendor	DFH Deutsche Fonds Holding
Property type	Office building
Address	Ferdinand-Braun-Platz 1, 40549 Dusseldorf
Size	111,117 m ² GFA (parking garage not included)
Completion	Dec 2012
Lease	100% to Vodafone D2 GmbH
Commencement of lease	15 Dec 2012
Lease term	20 years plus 2x5 years option
Rent p.a.	EUR 18,167,550
Rent per m ² /month	12.15 €/m ² GFA office 6.11 €/m ² GFA kindergarten
End of lease	31 Dec 2032
Current status	100% let



expiration of the fixed lease term, the current showpiece will also face long-term vacancy, as well as the costly alterations required to re-let the property to smaller users. The design of the lease contract poses another risk: Vodafone rented the complex based on the GFA while in this market, tenancies are calculated on GIF which, as a rule, is 15-20% less than the GFA. Therefore, in the case of re-letting, the office space would be reduced from 109,300 m² to only 90,000 m² and would lead to significantly lower rental income. Furthermore, the lease term of 20 years is above average and quite unusual for a tenant from the mobile communications industry. Due to rapid technological changes in this industry, it is not at all clear whether this tenant will need more or less space in 20 years. However, even if the planned sale in 2024 could be accomplished, the property would have a remaining lease term of around 8 years which is not attractive to all investors. Conclusion: The Vodafone Campus property meets most of the requirements for Core properties. However, the size of the property poses certain risks leading to limited use and marketability.

V. Conclusion: Single-Tenant properties are rarely Core

The presentation of the various risks of single-tenant properties as well as the examples show that this type of property qualifies as a secure real estate investment only to a limited extent; and, as a result, can - only under certain conditions - be assigned to the Core segment.

However, investors are happy to invest in single-tenant properties because the anticipated administrative and management expenses are minimal in comparison to multi-tenant properties, where higher costs are assumed. Whether this assumption indeed proves true not only depends on the landlord, but, ultimately, on the tenant and his contractual options. Even at the handover of the rental space, intensive discussions between the parties begin which are assessed differently by the landlord and tenant. Lists of defects, possibly accompanied by rent reductions, have the potential of becoming long-term issues. This can, of course, also happen with multi-tenant properties but the effects on single-tenant properties are significantly stronger.

In the event that the landlord is able to bypass this scenario, it is recommended that the asset manager considers the various re-lettings scenarios described above and develops (or even prepares) strategies for each possible scenario not later than 8th year of the tenancy.

The incalculable letting situation and a difficult to estimate exit lead to the conclusion that these types of properties are only suitable for investors who, in the worst case, can bear a total loss of their investment and have sufficient provisions to perform the necessary revitalisation measures, as far as these are possible anyway.



All other investors are better off and more secure with multi-tenant Core segment buildings. Investors who, nonetheless, still want single-tenant properties should actively consider the property's alternative use adaptability in order to prevent a rude awakening after the first user has completely vacated the premises.

Real estate investments are “management investments” which always require continuous, professional care.







DIWG

Deutsche Immobilien

Wirtschafts Gesellschaft mbH

Berliner Allee 51-53

40212 Düsseldorf

T: (0)211 56 94 09 - 0

F: (0)211 56 94 09 - 99



RICS

the mark of
property
professionalism
worldwide

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und ist nicht als Angebot oder Empfehlung für bestimmte Anlagen oder Anlagestrategien zu verstehen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, einschließlich abgegebener Stellungnahmen oder Prognosen basieren auf Informationen und Quellen, die wir für zuverlässig erachten. Wir übernehmen jedoch keine Haftung für deren Genauigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit.

DIWG GmbH übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden, die aus Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehlern in diesem Dokument entstehen.

Im Wesentlichen wurden folgende Quellen verwendet:

Beos AG, BVT, Cash Online, CFB Commerz Fonds Beteiligung, CFB-Fonds Transfair, BNP Paribas Real Estate, Das Investment, Der Immobilienbrief, DFH Deutsche Fonds Holding, Dr. Lübke, Financial Times Deutschland, Focus Money, Hannover Leasing, G.R. Nistchke Consulting, Immobilien-Kosmos, Immobilien Zeitung, Jones Lang LaSalle, Manager Magazin, Pro Consult, ProContra Online, Ratingmonitor, Rheinische Post, Rohmert-Medien, Scope Analysis, SEB Asset Management, Thomas Daily, Wallstreet Online, Wentzel Dr., Wirtschaftsförderung Bonn

This document is for information only and does not constitute an offer or recommendation for certain investments or investment strategies. The informations contained in this document, including expertises or forecasts already issued, are based on information and sources we consider reliable. Nevertheless we regret that we cannot accept liability for their accuracy, completeness and correctness.

DIWG GmbH cannot accept liability for direct or indirect loss or damage which occur as a result from inaccuracies, omissions or errors in this document.

Essentially the following sources were used:

Beos AG, BVT, Cash Online, CFB Commerz Fonds Beteiligung, CFB-Fonds Transfair, BNP Paribas Real Estate, Das Investment, Der Immobilienbrief, DFH Deutsche Fonds Holding, Dr. Lübke, Financial Times Deutschland, Focus Money, Hannover Leasing, G.R. Nistchke Consulting, Immobilien-Kosmos, Immobilien Zeitung, Jones Lang LaSalle, Manager Magazin, Pro Consult, ProContra Online, Ratingmonitor, Rheinische Post, Rohmert-Medien, Scope Analysis, SEB Asset Management, Thomas Daily, Wallstreet Online, Wentzel Dr., Wirtschaftsförderung Bonn