

AEW RESEARCH



# FACTOR INVESTING AUF DEM EUROPÄISCHEN BÜROMARKT

SMART BETA IM VERGLEICH ZU TRADITIONELLEN ANLAGESTRATEGIEN

Q2 2019

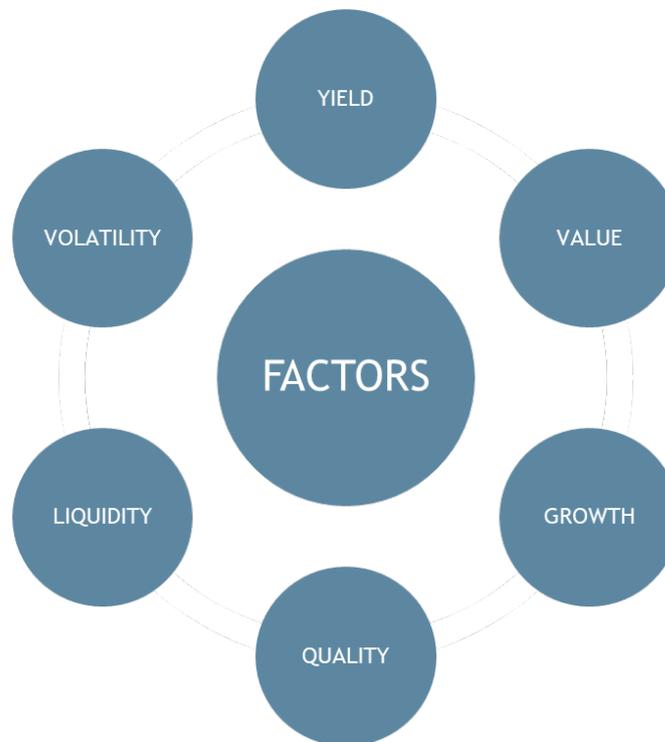
## INHALTSVERZEICHNIS

ZUSAMMENFASSUNG: GROWTH-FAKTOR MIT DEN BESTEN ÜBERSCHUSSERTRÄGEN IM ZYKLUS .....	3
ABSCHNITT 1: METHODIK - UNSER FACTOR-INVESTING-RAHMENWERK .....	4
ABSCHNITT 2: ERGEBNISSE FÜR FAKTORBASIERTES RAHMENWERK .....	5
ABSCHNITT 3: FACTOR INVESTING UND TRADITIONELLE ANLAGESTRATEGIEN IM VERGLEICH .....	7

## VORTEILE VON FACTOR INVESTING FÜR ANLEGER AUF DEM EUROPÄISCHEN BÜROMARKT

Bei Factor Investing handelt es sich um eine Anlagestrategie, die erfolgreich beim Management von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien eingesetzt wird. Die Strategie beruht unter anderem auf der wissenschaftlichen Arbeit von Fama und French (1993). Im Rahmen des Ansatzes werden mehrere Faktoren ermittelt, die für Überschusserträge im Vergleich zum Marktportfolio verantwortlich sind. Anfangs konzentrierten sich diese Faktoren auf Small-Caps, Value- und Growth-Aktien, wobei sich deren Fokus mittlerweile erweitert hat. Indem wir die wichtigsten zugrunde liegenden Faktoren ermitteln, können Anleger mithilfe einer regelbasierten und transparenten Strategie von Marktineffizienzen profitieren. Wählt man kontinuierlich Aktien, Anleihen oder Branchen aus, deren Performance vor allem durch Faktoren bestimmt war, die zu Überschussrenditen führen, ist davon auszugehen, dass die Marktbenchmark langfristig übertroffen wird. Diese sogenannten Smart-Beta-Strategien nutzen Faktoren wie Volatility, Liquidity, Quality, Value, Yield und Growth. In diesem Bericht wenden wir diesen Factor-Investing-Ansatz erstmalig auf nahezu 40 europäische Büromärkte an. Zudem vergleichen wir Factor Investing mit den traditionellen Core- und Value-Add-Strategien.

### FAKTOREN IM FACTOR-INVESTING-RAHMENWERK



Quelle: AEW

## ZUSAMMENFASSUNG: GROWTH-FAKTOR MIT DEN BESTEN ÜBERSCHUSSERTRÄGEN IM ZYKLUS

- In diesem Bericht wenden wir unseren neuen Factor-Investing-Ansatz erstmalig auf nahezu 40 europäische Büromärkte an. Im Rahmen dieser Strategie werden Faktoren wie Volatility, Liquidity, Quality, Value, Yield und Growth bemessen. Zudem vergleichen wir die Ergebnisse unserer Factor-Investing-Strategie mit denen traditioneller Core- und Value-Add-Anlagestrategien.
- Unser dreistufiges Factor-Investing-Rahmenwerk (1) definiert die sechs wichtigsten konzeptionellen Faktoren, (2) wählt die verfügbaren Datenreihen aus, die sich am besten zur Darstellung der einzelnen Faktoren eignen, und ermittelt die Faktor-Exposure der einzelnen Märkte und (3) erstellt für jedes Quartal eine historische Reihe absoluter Renditen auf Grundlage der Topmärkte für die einzelnen Faktoren.
- Unsere zentralen Ergebnisse für Risiko und Rendite in unseren sechs verschiedenen Faktor-Büroportfolios lauten wie folgt:
  - Growth und Value übertrafen das Anlageuniversum in allen drei Zeiträumen (2003-07, 2008-13 und 2014-18).
  - Growth lag in allen drei Zeiträumen weit vor Value.
  - Quality und Yield wiesen ebenso eine gute Performance im früheren Aufschwung von 2003-07 auf.
  - Low Volatility schnitt 2008-13 besonders gut ab und wies ein geringes Risiko bei gleichzeitig guten Renditen auf.
  - Im Vergleich zu anderen Faktorportfolios litt die Performance des Yield-Faktors besonders während der globalen Finanzkrise.
- Um unsere neuen faktorbasierten Anlageergebnisse in Zusammenhang mit unseren traditionellen Core- und Value-Add-Anlagestrategien zu setzen, haben wir zwei Faktoren ausgewählt, die unserer Meinung nach am besten zu diesen Strategien passen. Wir sind der Auffassung, dass Quality und Liquidity die besten Faktoren für die Core-Anlagestrategie sind, während Growth und Value am besten zur traditionellen Value-Add-Strategie passen.
- Überraschenderweise kamen wir zu dem Ergebnis, dass unsere Core-Strategie in allen drei unterschiedlichen Zeiträumen ein durchweg höheres Risiko aufweist als unsere Value-Add-Strategie. Lediglich im Abschwung von 2008-13 zeigte das Core-Büromarktportfolio bessere Renditen als das Value-Add-Portfolio.

### GROWTH UND VALUE MIT DURCHWEG BESSEREN RENDITEN IM VERGLEICH ZUM ANLAGEUNIVERSUM UND ANDEREN FAKTOREN

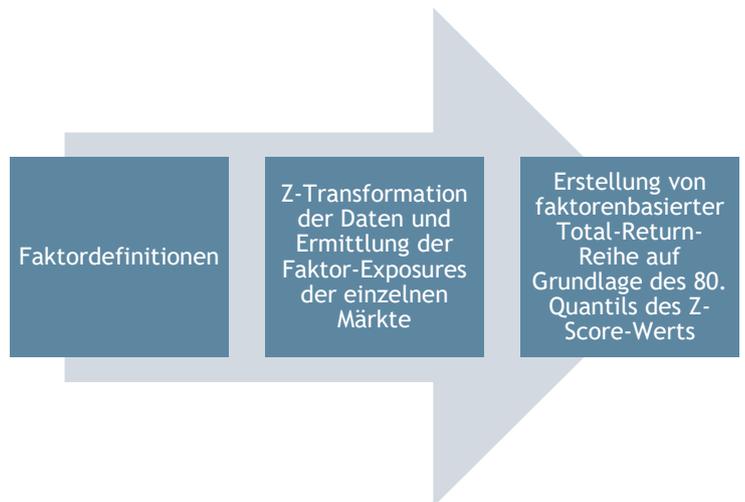


Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

# ABSCHNITT 1: METHODIK - UNSER FACTOR-INVESTING-RAHMENWERK

## DREISTUFIGES FACTOR-INVESTING-RAHMENWERK

- Die Ausarbeitung unseres regelbasierten Factor-Investing-Rahmenwerks erfolgt in drei Schritten.
- Zunächst legen wir die sechs wichtigsten konzeptionellen Faktoren auf Grundlage von Publikationen aus Wissenschaft und Finanzbranche fest.
- Anschließend wählen wir die verfügbaren Datenreihen aus, die sich am besten zur Darstellung der einzelnen Faktoren eignen, und normieren diese auf Grundlage ihrer Z-Faktoren. Danach ermitteln wir für jeden einzelnen Markt die entsprechende Faktor-Exposure.
- Als letztes erstellen wir eine historische Reihe absoluter Renditen für jedes Quartal über die vergangenen 15 Jahre mithilfe des 80. Quantils unseres Marktuniversums (Top-8 aus 40 Märkten).



Quelle: AEW

## AUSWAHL DER FÜR JEDEN FAKTOR AM BESTEN GEEIGNETEN DATENREIHE

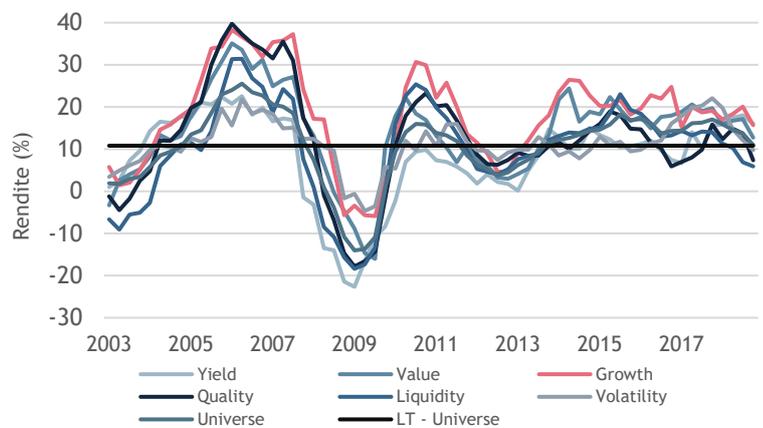
- Für jeden unserer sechs Faktoren wählen wir die Datenreihe aus, die am besten zu dessen konzeptionellem Rahmen passt.
- Je nach Konzeption des Faktors haben wir zwischen einer und fünf Datenreihen zur Darstellung des Faktors ausgewählt.
- Wir haben diese getestet und nach ersten Tests zudem versucht, Doppeleffekte zu vermeiden.
- Es sei ausdrücklich darauf hingewiesen, dass wir für den Gesamtimmobilienmarkt Prime-Daten verwenden und explizit davon ausgehen, dass nur Long-Positionen berücksichtigt werden können.

YIELD	VALUE	GROWTH	QUALITY	LIQUIDITY	VOLATILITY
	Relative to Stocks	GDP Growth (nom & real)	Foreign Exchange Risk		GVA Sector Concentration
Initial Yield	Relative to Bonds	Employ. Growth	Sovereign Risk	Investment Volumes	Return Volatility
	Relative to Long-term Average	FIRE Employ. Growth Rental Growth	Unemployment Absolute Rent Level		Vacancy Volatility

Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

## FAKTORRENDITEN IM VERGLEICH ZUM ANLAGEUNIVERSUM UND DESSEN LANGFRISTIGEN DURCHSCHNITTSWERT

- Die historischen Renditen (jährliche absolute Renditen) für jeden Faktor werden mithilfe des 80. Quantils (Top-8-Märkte) für jedes Quartal dargestellt.
- Die Kurve zeigt, dass sich die Faktoren im Zeitverlauf mehrheitlich entlang der Entwicklung des Anlageuniversums bewegen.
- Wir fügen den langfristigen Durchschnitt hinzu, sodass wir anhand der Zyklen in den vergangenen 15 Jahren die einzelnen Zeiträume bestimmen können.
- Da das Liniendiagramm etwas unübersichtlich wirkt, fassen wir unsere Ergebnisse auf andere Weise weiter unten zusammen.

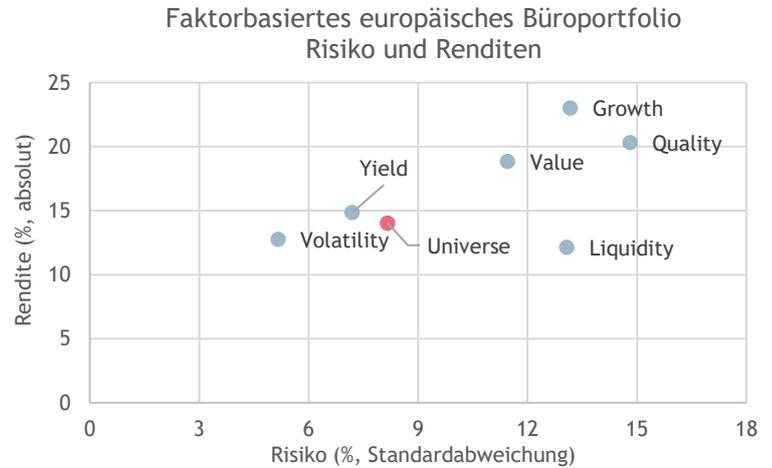


Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

## ABSCHNITT 2: ERGEBNISSE FÜR FAKTORBASIERTES RAHMENWERK

### FAKTORBASIERTE RISIKEN UND RENDITEN DES BÜROPORTFOLIOS FÜR 2003-07: GROWTH, VALUE UND QUALITY RAGEN HERVOR

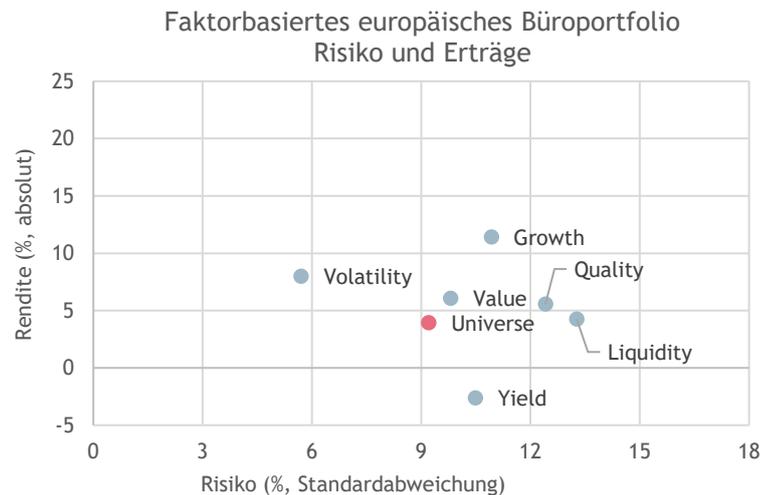
- Basierend auf unserer Analyse von historischen Renditen im europäischen Büroanlageuniversum haben wir drei verschiedene Zeiträume ausgewählt, die die verschiedenen Phasen im Zyklus widerspiegeln.
- Für jeden Faktor werden sowohl Rendite als auch Risiko dargestellt.
- Im Vorfeld der globalen Finanzkrise sehen wir eine gute relative Performance sowohl für den Growth- als auch für den Quality-Faktor.
- Diese Ergebnisse erscheinen sinnvoll angesichts des starken Wirtschaftswachstums sowie des starken Anstiegs bei Vermietungen, welche die Renditen über den langfristigen Durchschnitt ansteigen ließen.
- Der Liquidity-Faktor weist ein höheres Risiko und niedrigere Renditen als das Anlageuniversum auf.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

### GROWTH, VALUE UND LOW VOLATILITY WERDEN IM ZEITRAUM 2008-2013 ÜBERTROFFEN

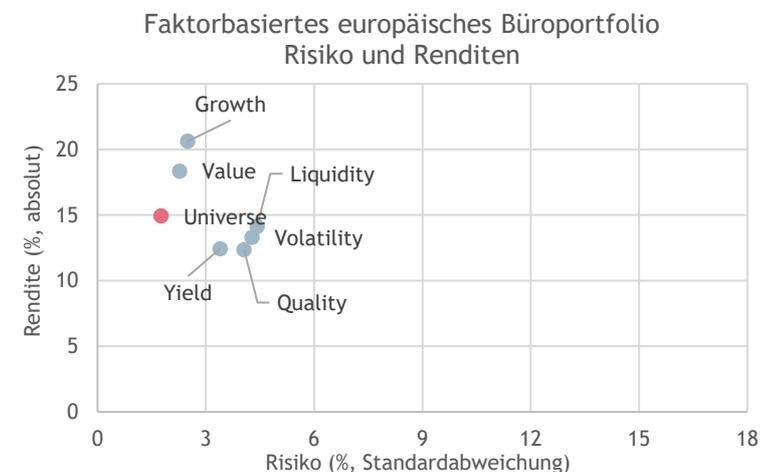
- Im Zeitraum 2008-13 nach der globalen Finanzkrise kam es zu einem starken Rückgang der Renditen, woraufhin sich die Kurse 2010-11 deutlich erholten. In der Folge kam es dann aufgrund der Eurokrise im Zeitraum 2012-13 zu einer zweiten Phase des Abschwungs.
- Alle Portfoliorenditen litten in diesem Zeitraum und lagen fast bei der Hälfte der Werte aus dem Zeitraum 2003-07.
- Märkte für Hochzinsanleihen litten am stärksten, da viele Anleger das Segment mieden.
- Die Faktoren Growth und Quality wiesen eine vergleichsweise starke Performance im Zeitraum auf.
- Low Volatility übertraf das Anlageuniversum in Bezug auf risikobereinigte Renditen, was als Bestätigung dafür anzusehen ist, dass dieser Faktor zu einer Risikominimierung während eines Abschwungs führt.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

### FAKTORBASIERTE RISIKEN UND RENDITEN DES EUROPÄISCHEN BÜROPORTFOLIOS FÜR 2014-18: GROWTH UND VALUE

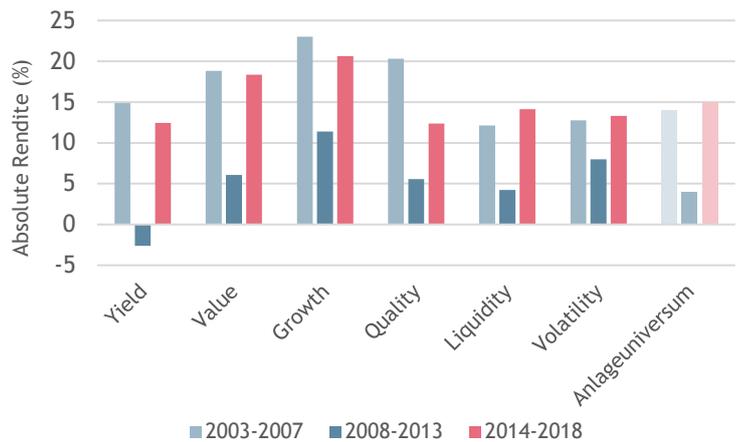
- Im letzten Fünfjahreszeitraum gibt es, verglichen mit den vorherigen Zeiträumen, weniger Streuung zwischen den Faktorportfolios. Dies ist auch ein Resultat eines stärker miteinander verbundenen weltweiten Immobilienmarktes, der sich durch zunehmend grenzüberschreitendes Kapital auszeichnet.
- Growth und Value wiesen bei lediglich moderat höheren Risikowerten bessere Renditen auf als das Anlageuniversum.
- Alle anderen faktorbasierten Portfolios weisen niedrigere Renditen und höhere Risiken auf.
- Wenn wir das moderate Wirtschaftswachstum und das andauernde Niedrigzinsumfeld berücksichtigen, erscheinen diese Ergebnisse erneut angemessen.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

**GROWTH UND VALUE MIT DURCHWEG BESSEREN RENDITEN IM VERGLEICH ZUM ANLAGEUNIVERSUM UND ANDEREN FAKTOREN**

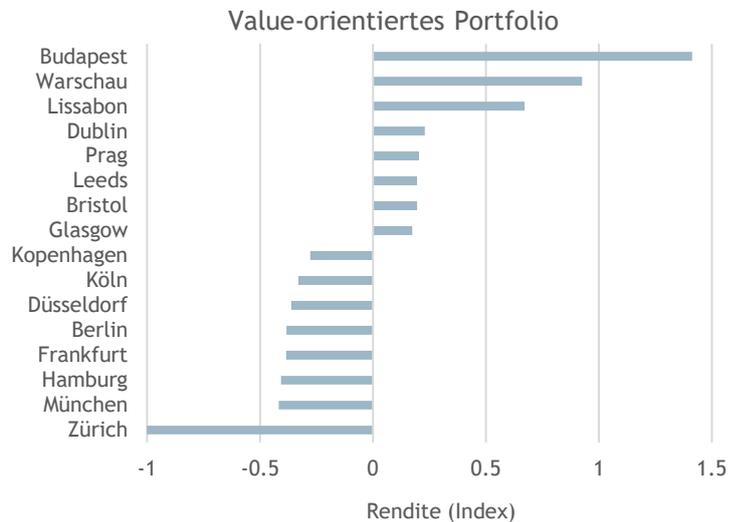
- Wenn wir die Renditeergebnisse für alle drei Zeiträume zusammen betrachten, übertrafen die Faktoren Growth und Value dauerhaft das Anlageuniversum.
- Growth liegt jedoch in allen Zeiträumen weit vor Value.
- Auch Quality und Yield schlagen sich im Zeitraum 2003-07 tapfer, aber besonders der Yield-Faktor litt im Zuge der globalen Finanzkrise.
- Low Volatility weist, wie erwartet, im Abschwung eine gute Performance auf.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

**VALUE-ORIENTIERTES PORTFOLIO DOMINIERT VON MÄRKTEN IN MOEL, RANDMÄRKTEN UND REGIONALEN MÄRKTEN IN GB**

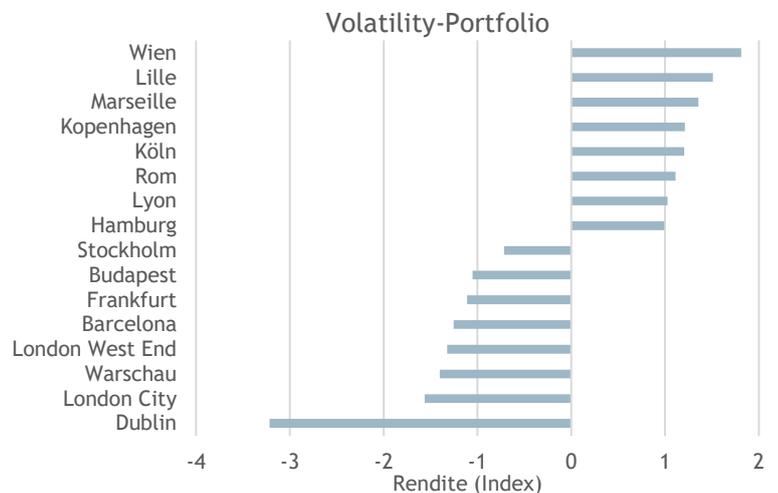
- Will man die Ergebnisse weiter auf deren Sinnhaftigkeit überprüfen, hilft ein Blick auf die Exposure der einzelnen Büromärkte im Hinblick auf bestimmte Faktoren.
- Zu den Büromärkten mit einer starken Exposure gegenüber den von uns ausgewählten Value-Faktoren gehören im gesamten 15-Jahres-Zeitraum Märkte in Mittel- und Osteuropa sowie Randmärkte und regionale Märkte in Großbritannien.
- Andererseits weisen die Märkte in Deutschland und der Schweiz die geringste Exposure im Hinblick auf den Value-Faktor auf.
- Angesichts der Tatsache, dass diese Märkte traditionell ausreichend mit inländischem Kapital ausgestattet waren, erscheint dies als naheliegend.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

**LOW-VOLATILITY-PORTFOLIO ANGEFÜHRT VON REGIONALEN BÜROMÄRKTEN IN FRANKREICH UND DEUTSCHLAND**

- Berücksichtigt man die jeweiligen Über- und Unterperformer erscheinen auch die Ergebnisse unseres Volatility-Faktors nachvollziehbar.
- Dublin, London und einige Märkte in Mittel- und Osteuropa weisen mit Blick auf die vergangenen 15 Jahre die niedrigste Low-Volatility-Exposure auf.
- Im Gegensatz zeigen die Büromärkte in Frankreich, Deutschland und Österreich die stärkste Exposure gegenüber den von uns ausgewählten Volatility-Faktoren.
- Abermals erscheint die Auswahl dieser Märkte angemessen und beweist, dass die Faktorstrategie funktioniert.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

## ABSCHNITT 3: FACTOR INVESTING UND TRADITIONELLE ANLAGESTRATEGIEN IM VERGLEICH

### VERBINDUNG VON TRADITIONELLEN ANLAGESTRATEGIEN UND FACTOR INVESTING

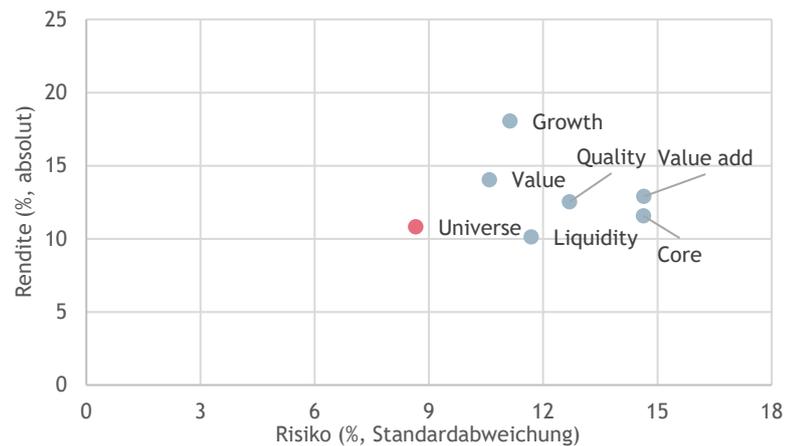
- Um unsere neuen faktorbasierten Anlageergebnisse in Zusammenhang mit unseren traditionellen Core- und Value-Add-Anlagestrategien zu setzen, haben wir zwei Faktoren ausgewählt, die unserer Meinung nach am besten zu diesen Strategien passen.
- Da es keine offiziell geltende Definition der Anlagestrategie gibt, kann diese auf Wunsch des jeweiligen Anlegers individuell angepasst werden.
- Unserer Auffassung nach eignen sich die Faktoren Quality und Liquidity am besten für die Core-Strategie.
- Growth und Value passen am besten zur traditionellen Value-Add-Strategie.
- Wir sind der Meinung, dass die ausgewählten Core- und Value-Add-Märkte die von uns getroffene Auswahl der Faktoren bestätigen.

STYLE	CORE	VALUE ADD
FACTORS	LIQUIDITY & QUALITY	GROWTH & VALUE
MÄRKTE	LONDON CITY LONDON WEST END PARIS PARIS - LA DEFENSE FRANKFURT STOCKHOLM MÜNCHEN OSLO	BUDAPEST WARSCHAU DUBLIN OSLO PRAG LONDON WEST END MANCHESTER LONDON CITY

Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

### CORE UND VALUE ADD MIT GERINGFÜGIG BESSEREN RENDITEN ALS DAS ANLAGEUNIVERSUM, BEI JEDOCH HÖHEREM RISIKO

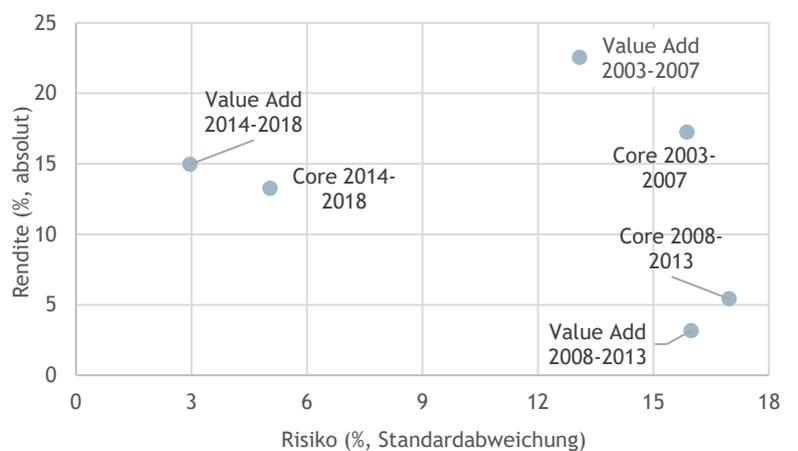
- Bei der Berechnung des Rendite- und Risikoprofils für das Core- und Value-Add-Büroportfolio der Top-8-Märkte zeigt sich, dass Value Add bei nahezu gleichem Risiko bessere Renditen bietet als die Core-Strategie.
- Dabei ist zu beachten, dass sowohl die Value-Add- als auch die Core-Ergebnisse negativ beeinflusst sind von der Tatsache, dass über die 15 Jahre für jedes Quartal dieselben Märkte verwendet werden.
- Dort wo sich die ausgewählten Top-8-Märkte im Zeitverlauf ändern, lassen die anderen ausschließlich faktorbasierten Portfoliorenditen eine Neugewichtung zu.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

### CORE-PORTFOLIOS MIT HÖHEREM RISIKO IM ZYKLUS ALS VALUE ADD UND NUR 2008-13 MIT BESSERER RENDITE

- Überraschenderweise konnten wir für alle der drei verschiedenen Zeiträume im Marktzyklus der letzten 15 Jahre bei Core ein dauerhaft höheres Risiko als bei Value Add feststellen.
- Da wir Risiko als Standardabweichung bemessen, gilt dies sowohl für den Bereich über als auch unter des Durchschnitts.
- Nur im Abschwung des Zeitraums 2008-13 weisen die Top-8-Core-Märkte bessere Renditen auf als Value Add.



Quellen: AEW, CBRE, JLL, Oxford Economics u. RCA

## ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Asset-Manager für Immobilien mit 67,6 Mrd. € an verwalteten Vermögenswerten zum 31. März 2019. AEW hat über 700 Angestellte in ihren Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris und Hongkong und bietet eine breite Palette an Immobilien-Anlageprodukten; dazu gehören gemischte Fonds, Sonderkonten und Wertpapiermandate für das gesamte Spektrum von Anlagestrategien. AEW repräsentiert die Asset-Management-Plattform für Immobilien von Natixis Investment Managers, einem der größten Asset-Manager weltweit.

Zum 31. März 2019 verwaltete AEW 31,8 Mrd. € an Immobilienvermögenswerten in Europa im Auftrag von einer Reihe von Fonds und Sonderkonten. AEW hat über 400 Angestellte in neun über ganz Europa verteilten Büros und kann eine langjährige Erfolgsbilanz von erfolgreich umgesetzten Kern-, Mehrwert- und opportunistischen Anlagestrategien im Auftrag ihrer Kunden vorweisen. In den letzten fünf Jahren belief sich das Anlage- und Veräußerungsvolumen von AEW insgesamt auf über 20 Mrd. € an Immobilien auf europäischen Märkten.

## KONTAKTE FORSCHUNG & STRATEGIE



**Hans Vrensen MRE, CFA**  
 HEAD OF RESEARCH & STRATEGY  
 Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



**Ken Baccam MSc**  
 DIRECTOR  
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@eu.aew.com](mailto:ken.baccam@eu.aew.com)



**Irène Fossé MSc**  
 ASSOCIATE DIRECTOR  
 Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[irene.fosse@eu.aew.com](mailto:irene.fosse@eu.aew.com)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
 ASSOCIATE DIRECTOR  
 Tel +44 (0)20 70 16 48 60  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:dennis.schoenmaker@eu.aew.com)

## KONTAKTE ANLEGERBEZIEHUNGEN



**Guillaume Oliveira MSc**  
 ASSOCIATE  
 Tel +33 (0)1 78 40 92 60  
[guillaume.oliveira@eu.aew.com](mailto:guillaume.oliveira@eu.aew.com)



**Mina Kojuri MSc**  
 ASSOCIATE DIRECTOR  
 Tel +44 (0)20 7016 4750  
[mina.kojuri@eu.aew.com](mailto:mina.kojuri@eu.aew.com)

### LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | UK

### PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANKREICH

### DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße. 1-3 | D-40212 Düsseldorf | DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Anleger bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Anleger dar. Hierin erwähnte Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für sämtliche Anleger geeignet: Die Leser müssen sich ihr eigenes, unabhängiges Urteil im Hinblick auf die Eignung dieser Anlagen und Empfehlungen vor dem Hintergrund ihrer eigenen Anlageziele, ihrer Erfahrung, ihres Steuerstatus und ihrer Finanzlage bilden. Diese Veröffentlichung basiert auf ausgewählten Quellen, die aus unserer Sicht verlässlich sind; es wird jedoch weder im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin vorgestellten Informationen noch anderweitig diesbezüglich eine Gewährleistung oder Garantie abgegeben. Hierin geäußerte Meinungen stellen die aktuelle Einschätzung des Autors dar: Sie stellen nicht zwangsläufig die Meinung von AEW, Tochtergesellschaften von AEW oder anderen mit AEW verbundenen Unternehmen der AEW-Gruppe dar und sie kann sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenen Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Information in diese Veröffentlichung aufzunehmen, können manchmal Fehler oder Auslassungen auftreten. AEW lehnt ausdrücklich jede Haftung ab, gleich, ob es sich um vertragliche, deliktische, Gefährdungs- oder anderweitige Haftung handelt, und zwar aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%-igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.