

## Neue Lage(n) am Immobilieninvestmentmarkt - Transparente Standortstrukturen

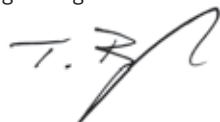


**Dr. Thomas Beyerle**

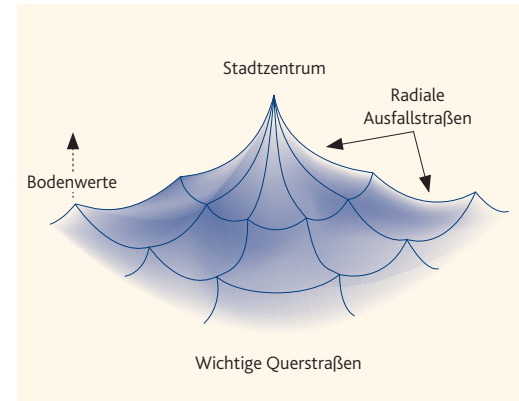
Liebe Leserinnen und Leser,

in den vergangenen 10 Jahren hat die Analyse der Immobilienmärkte einen Quantensprung vollzogen. Sichtbarstes Zeugnis sind die vielfältigen Transparenzaktivitäten und Marktstandards, welche die zunehmende Kapitalmarkt-orientierung gefordert bzw. notwendig gemacht hat. Im Zuge der Transparenzsteigerung und der damit einhergehenden Verringerung der Marktrisiken wird es notwendig, über den geographischen Tellerrand des Primesegementes zu schauen. Immerhin macht dieses lediglich etwa 3 bis 5% des Markets aus, wodurch ein Großteil der Immobilien in den meisten öffentlich verfügbaren Analysen nur unzureichend abgegrenzt, erfasst bzw. kommentiert ist. Wenn der Fokus der Betrachtung jedoch weiterhin ausschließlich auf Prime liegt, da hier die mit Abstand besten und sichersten Investments möglich sind, muss die – zugegebenermaßen etwas provokante – Frage aufgeworfen werden: „Sind alle Immobilieninvestitionen außerhalb von Prime im Risiko investiert?“ Dass dem nicht unmittelbar so ist, zeigt sich schon allein an der Tatsache, dass vor allem sicherheitsorientierte Investoren – wie z.B. Offene Immobilienfonds – auch abseits der Primelagen investiert haben, um bei möglichst geringem Risiko dennoch attraktive Renditen generieren sowie positive Marktentwicklungen antizipieren zu können. Doch selbstverständlich ist nicht jede beliebige Lage- und Objektqualität jenseits von Prime als Investitionsziel geeignet. Zwar haben die einzelnen Marktteilnehmer jeweils eine Vorstellung dessen, welche Kompromisse sie abseits von Prime bereit sind einzugehen und welche zusätzlichen Risiken sie damit auf sich nehmen – eine klare Abgrenzung hiervon existiert jedoch nicht. Ein Ziel der Darstellung und Definition von Lagekategorien und -charakteristika muss somit auch in der Darstellung und Transparenzmachung des Investitionsverhaltens liegen. Denn der unmittelbare Grund liegt auf der Hand: Fast glaubt man sich verhöhrt zu haben, wenn aktuell wieder die klassische Standort- und Marktanalyse als DIE Methode der Werterhaltung bzw. Risikoabsicherung propagiert wird – nach Jahren der quasi standortunabhängigen Wertvermehrung. In diesem Zusammenhang wird fast mantraartig die „Lage-Lage-Lage“ Definition wiedergegeben – eine geradezu klassische Argumentation in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten. Zwar ist vielen der Begriff der 1a-Lage bekannt, doch allein die Messbarkeit derselben bzw. den Übergang zur 1b-Lage definiert sich über einen bunten Strauß an definitorischen Abgrenzungen – im Einzelhandelssegment offensichtlich noch am weitesten fortgeschritten. Während es mit der geographischen Koordinate namens Standort in Zeiten von GPS und Google Earth eher einfacher wird, sind die Marktgegebenheiten ungemein schwieriger abzuschätzen: stagnierende Vermietungsmärkte, Mobilitätsanforderungen sowie kürzere Lebenszyklen sind nur einige Bausteine auf der Suche nach nachhaltigen Markteinschätzungen. Doch warum ist diese für Investoren und Anleger so wichtig? Die bisher funktionale Trennung der städtischen Nutzungsarten löst sich zunehmend auf und wird in den kommenden Jahren eine stärkere räumliche Durchmischung erleben. Investoren werden diesen Prozess mehr denn je treiben – denn sie sehen die Wertchancen außerhalb der „Primelagen“ wahrscheinlich früher als die aktuellen Nutzer. Diese so genannten „etablierten Lagen“ welche sich als räumlicher Korridor bzw. Ring um die Spitzenlagen anschließen, geraten zunehmend in den Fokus. Mit der Konsequenz, dass eher die klassischen Bodenpreispysramiden in den Darstellungsformen von Investoren wieder eine neue Wertschätzung erfahren werden. Für Investoren an den Immobilienmärkten wird die exakte Unterscheidung von Lagen bzw. Clustern zunehmend wichtiger, da damit zwangsläufig auch eine weitere Wertspreizung einhergehen wird. Zumindest dies sollte als Lehre aus den letzten Jahren akzeptiert werden. Wieder einmal gibt folglich der Kapitalmarkt das Veränderungstempo vor: stellen wir uns dieser Herausforderung und beginnen mit einer zeitgemäßen sachlich überzeugenden und wertspektralen Abgrenzung von Standorten und Teilmärkten.

Viel Spaß beim Lesen wünscht Ihr



**Abbildung 1: Modell einer dreidimensionalen Bodenwertoberfläche**



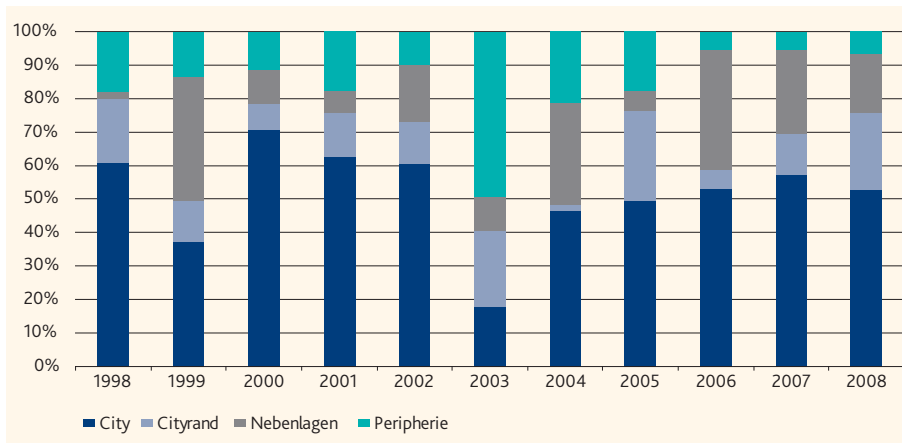
Quelle: Heineberg 2000 nach Hurst 1974

## Aberdeen Research – ImmobilienFOKUS

### „Lage, Lage, Lage“

Dem deutschen Investmentmarkt wird im Vergleich beispielsweise mit den USA oder Großbritannien immer noch eine relative Intransparenz unterstellt. Als Hauptgrund werden u.a. die strengen Datenschutzregelungen in Deutschland angeführt. Fakt jedoch ist auch, dass gerade im stabilen Deutschland das Investoreninteresse beim Immobilienerwerb sich augenscheinlich auf die Primelagen innerhalb der Städte oder Agglomerationsräume konzentriert. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu amerikanischen bzw. angelsächsischen Investoren welche auch abseits der traditionellen Lagen kaufen. Dieser unterschiedliche Investorenanspruch und das Risikoverständnis drücken sich nicht zuletzt auch in einer stärkeren kommunizierten Renditespanne aus. Im Streben nach einem hohen und nachhaltigen Cashflow, nicht zuletzt aufgrund der relativ sicheren Vermietungssituation und -nachfrage (z.B. in Frankfurt/M. werden im langfristigen Mittel rund 56 % des jährlichen Take-up im Bereich der City und der etablierten Teilmärkte generiert), sind diese präferierten Objekte in der Regel die teuersten Lagen der Citybereiche (siehe Abb. 2). Diese Primelagen suggerieren sofort die höchsten Miet- und Bodenpreise. Da dort jedoch die Anzahl der Objekte endlich bzw. limitiert ist (Prime entspricht etwa den oberen 3 bis 5% des Marktes), rücken auch vermehrt attraktive Lagen im Anschluss an Prime bzw. „daneben“ – insbesondere bei den institutionellen Core-Investoren – in den Anlagefokus. Wie lassen sich die unterschiedlichen Lagen jedoch definieren? Es gibt aktuell ein Begriffswirwar der unterschiedlichsten Bezeichnungen: wie Citylage, Prime-, A-, B-, C-, etablierte Lage etc..

Abbildung 2: Räumliche Verteilung von Investments in Frankfurt/M.



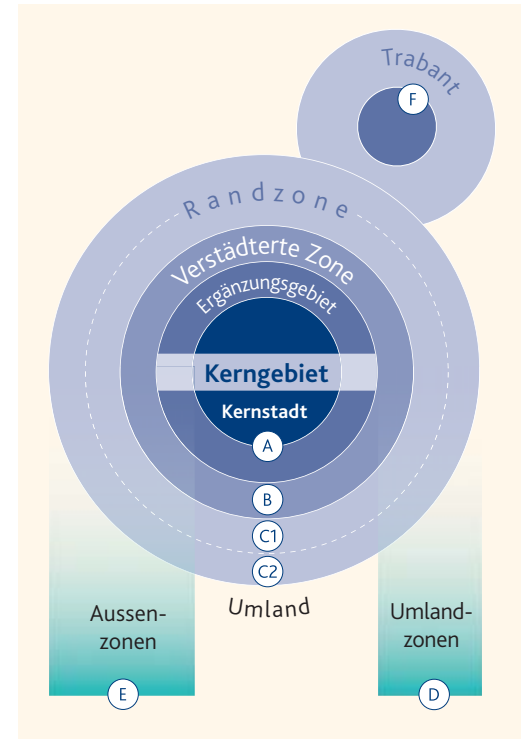
Quelle: BNP Paribas Real Estate

Grundsätzlich muss zunächst unterschieden werden zwischen den räumlichen Stadtstrukturen eines Verdichtungsraumes, wie City, Cityrand und Peripherie (mit Stadtrand und Umlandzonen) und den qualitativen bzw. wertenden Lagebeschreibungen (sehr gut, gut, mittel beziehungsweise alternativ A, B, C).

Zur räumlichen Gliederung existieren zahlreiche – sehr alte – Modelle und Theorien, welche Regelmäßigkeiten von Stadtstrukturen als Ergebnis des Stadtentwicklungsprozesses aufzeigen und zu erklären versuchen. Wie beispielsweise das Ringmodell der Stadtentwicklung von Burgess (1925/1929), welches bis heute zu den wichtigsten Stadtstrukturmodellen der Stadtforschung zählt oder das Modell der Stadtregionen in Deutschland von Boustedt (1953) (s. Abb. 3) sowie das Sektorenmodell von Hoyt (1939).

Innerhalb dieser räumlichen Zonen befinden sich je nach Nutzungsabsicht (Büro, Einzelhandel, Wohnen, Landwirtschaft) differenzierte nutzerspezifische Umfeldbedingungen und somit auch Lagequalitäten. Diese werden häufig in nutzungsbezogenen Markt- und Standortanalysen herausgearbeitet. Für den Einzelhandelsmarkt existieren bereits im Rahmen der Transparenzbemühungen der gif e.V. beschreibende Lagedifferenzierungen und Merkmalsausprägungen. Die deutschen Einzelhandelslagen werden in der Regel je nach Höhe der Passantenfrequenz in A-, B- und C-Lagen untergliedert. Diese klassischen gewachsenen Einzelhandelslagen befinden sich überwiegend in den Fußgängerzonen der

Abbildung 3: Modell der Stadtregionen Deutschland



Quelle: Boustedt 1953

## Aberdeen Research – ImmobilienFOKUS

jeweiligen Städte (City-, Innenstadtbereich, Stadtteilzentren). Gleichwohl gerät diese Methodik immer stärker unter Optimierungsdruck – nicht zuletzt die Rolle der innerstädtischen Shoppingcenter bzw. randperipheren Fachmarktzentren wirkt als Katalysator eines dynamisierten Raumverständnisses.

Für den Büromarktsektor gibt es in der Literatur noch keine von allen Marktteilnehmern adaptierte Lagekategorisierung, jedoch gibt es die Büroteilmärkte und eine Vielzahl von Beschreibungen wie Prime, gute Lage, A-Lage etc., die landläufig als Kategorisierung dienen. Bei einer Analyse von fremden Märkten, wird die beste Lage traditionell über den (Boden-) Preis identifiziert. Diesem Umstand tragen wiederum die Bodenrentenmodelle Rechnung, die in Ländern mit freiem Bodenmarkt unterschiedliche städtische Raumnutzungen erklären. In den einfachen lagebedingten Bodenrentenmodellen wird für eine beliebige Nutzung eine lineare Abnahme der Bodenrenten in Abhängigkeit von der Distanz zum Stadtzentrum dargestellt. Treten mehrere konkurrierende Nutzungen auf, so ergeben sich unterschiedliche Neigungen. Die höchsten Bodenrenten bestimmen dann die einzelnen Raumnutzungen. Strenggenommen tritt in der Regel kein streng lineares Abfallen der Bodenpreise oder -renten vom Stadtzentrum zur Peripherie auf. Vielmehr entstehen Nebenmaxima im Bereich von Nebengeschäftszentren bzw. an wichtigen radialen Ausfallstraßen bzw. Querverbindungen (siehe Abb. 1 und 3). Gerade diese Nebenmaxima geraten aktuell in den Fokus von Investoren.

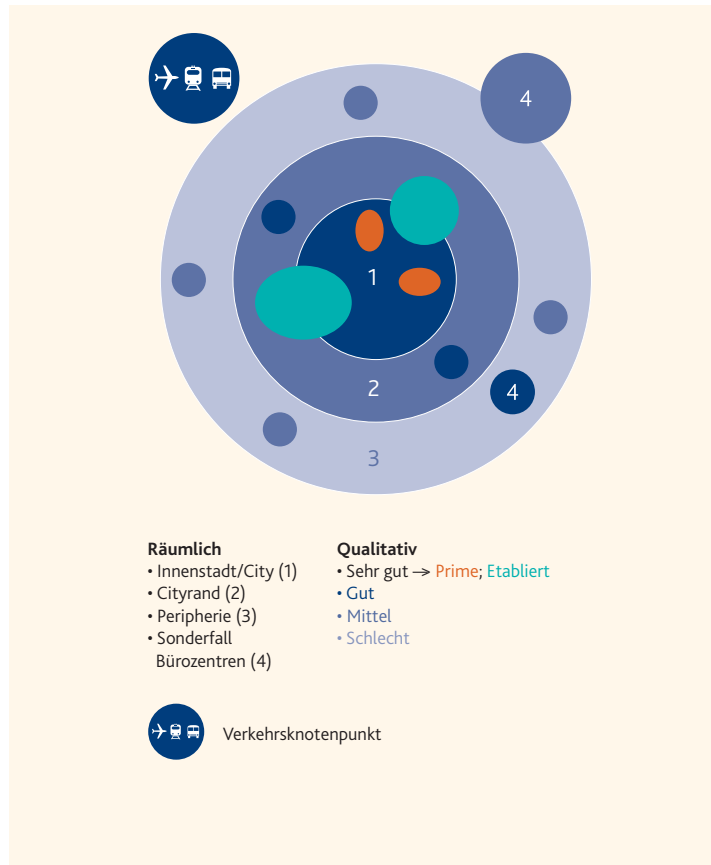
**Tabelle 1: Gliederung der Bürolagen in Deutschland**

Lage			
Räumlich	Qualitativ	Charakteristik	Beispiele
Innenstadt/City	Sehr gut • Prime • Etablierte Citylage Gut	<ul style="list-style-type: none"> <li>• klassischer innerstädtischer Bereich</li> <li>• zentrale Innenstadtbürolage, häufig begrenzt durch Verkehrsring</li> <li>• sehr gute verkehrliche Erreichbarkeit (ÖPNV, Individualverkehr)</li> <li>• räumliche Konzentration hochrangiger zentraler Funktionen</li> <li>• hohe Bebauungsdichte</li> <li>• bestes Image/renommierte Adressen</li> <li>• begrenztes Parkraumangebot</li> <li>• sehr hohe/hohe Boden- und Mietpreise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bankenviertel Frankfurt/M.</li> <li>• Potsdamer Platz Berlin</li> <li>• Westend Frankfurt/M.</li> <li>• Bogenhausen München</li> <li>• Regierungsviertel Berlin</li> <li>• Hauptbahnhof Frankfurt/M.</li> <li>• Mitte Berlin</li> </ul>
Cityrand	Etablierte Teillage Gut Mittel	<ul style="list-style-type: none"> <li>• etablierte Teillage ist vor allem durch eine Kritische Masse am Vermietungsmarkt gekennzeichnet</li> <li>• meist direkt an die City angrenzende Bürolage</li> <li>• verläuft häufig entlang des Verkehrsringes</li> <li>• oft in Gemengelage mit Gewerbe oder Wohnen</li> <li>• durchschnittliches Parkraumangebot</li> <li>• hohe Durchschnitts- und Spitzenmieten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• City Süd Hamburg</li> <li>• Alsterlagen Hamburg</li> <li>• Sachsenhausen Frankfurt/M.</li> <li>• Derendorf Düsseldorf</li> </ul>
Peripherie	Mittel Schlecht	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sonstige Lagen (teilw. untergliedert in Stadtrand und Umland)</li> <li>• oft außerhalb des Stadtgebiets liegende Bürostandorte</li> <li>• vereinzelte Büroobjekte</li> <li>• gutes Parkraumangebot</li> <li>• niedrige Durchschnitts- und Spitzenmieten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unterföhring München</li> <li>• Bad Homburg</li> </ul>
Sonderfall Bürozentren	Gut Mittel	<ul style="list-style-type: none"> <li>• dezentrale Agglomeration von Büroobjekten</li> <li>• an Ausfallstraßen oder in Subzentren</li> <li>• diente oftmals zur Innenstadtentlastung</li> <li>• i.d.R. gutes Parkraumangebot</li> <li>• i.d.R. gute ÖPNV-Anbindung</li> <li>• hohe Flächenvolumen</li> <li>• teilweise hohe Durchschnitts- und Spitzenmieten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niederrad Frankfurt/M.</li> <li>• City Nord Hamburg</li> </ul>

Quelle: Aberdeen Research; BulwienGesa

## Aberdeen Research – ImmobilienFOKUS

Abbildung 4: Modell der räumlichen und qualitativen Bürolage



Quelle: Aberdeen Research

Abbildung 5: Intraregionale Verlagerung der Bürostandorte



Quelle: Aberdeen Research

In Anlehnung an die BulwienGesa AG, die eine Untergliederung der Büromärkte in City, Cityrand, Peripherie und Bürozentren mit einer zonalen Beschreibung liefert, soll die nachfolgende Darstellung zusätzlich den Aspekt der Lagequalitäten (sehr gut, gut, mittel, schlecht) aufgreifen (siehe Tab. 1).

Hierbei ist es wichtig, dass in den verschiedenen Raumeinheiten unterschiedliche qualitative Einstufungen anzutreffen sind. So ist beispielsweise die City in der Fachliteratur definiert als der zentralst gelegene Teilraum einer größeren Stadt mit einer räumlichen Konzentration hochrangiger zentraler Funktionen, deren Standorte vielfältig miteinander in Beziehung stehen (Einzelhandel, Gastronomie) und teilweise räumlich gegliedert sind (z.B. Bankenviertel). Aufgrund der hohen Boden- und Mietpreise ist das Citygebiet durch eine hohe Bebauungsdichte gekennzeichnet. Die teilweise entstanden funktionalen Viertel bestimmen auch für die einzelnen Nutzungssektoren die jeweiligen Lagequalitäten. So zählt aufgrund der Nachfrage, dem Image und der daraus resultierenden Mieten und Bodenpreise z.B. das Bankenviertel in Frankfurt zur sehr guten Lage, genauer gesagt zur Besten – und somit Prime-Bürolage. Doch nicht das gesamte Citygebiet kann als Prime bezeichnet werden. Im Mietniveau schließt sich dem Bankenviertel das Westend an. Hier ist eine funktionale Mischung von Büro- und Wohnnutzung anzutreffen. Es zählt mit zu den gefragtesten Büroteilmärkten und kann als sehr gute Lage bezeichnet werden, die direkt dem Primebegriff nachfolgt und von uns als „etablierte“ Lagekategorie definiert wird. Hierbei drückt der Begriff „etabliert“ aus, dass eine ähnliche Risikostruktur wie in Prime vorherrscht. Ein Unterschied besteht in niedrigeren Mieten und einem höheren Flächenumsatz sowie abweichendem Pricing durch vorteilhafte Renditen. Anschließend folgen Teilräume innerhalb der City, wie z.B. der Teilmarkt Innenstadt, die nicht mit den teuersten Lagen, aufgrund von Nachfrage, Image, Preisniveau konkurrieren

## Aberdeen Research – ImmobilienFOKUS

können und somit eher als gute Lagen bezeichnet werden. Weiterhin existieren etablierte Teillagen außerhalb der City, die durch das Erreichen einer kritischen Masse an Flächenumsatz ein gewisses Maß an Sicherheit erreichen. Jedoch unterliegen diese etablierten Teillagen in der Regel stärker den zyklischen Schwankungen.

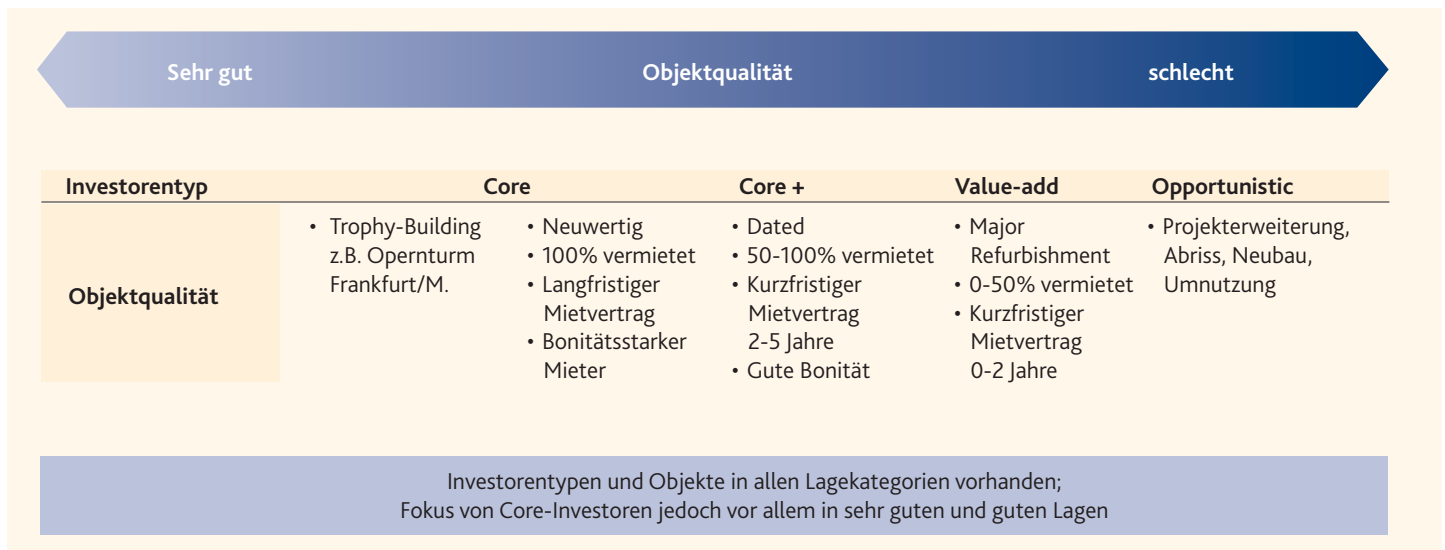
Während sich zumindest in Deutschland die Primelagen auf die zentralen Citylagen beschränken – anders verhält es sich teilweise in manchen Suburbs der USA – sind die sehr guten, etablierten Lagen auch beispielsweise in den Übergangszonen zum Cityrand, häufig auch entlang von Ausfallstraßen vorzufinden (siehe Abb. 4). Der Cityrand weist aufgrund der angrenzenden Lage zur City teilweise noch Citycharakter auf. Zumeist ist das Gebiet durch eine höhere Wohnbebauung gekennzeichnet. Als Beispiele für etablierte Bürolagen dienen hier unter anderem Sachsenhausen in Frankfurt/M. oder die Alsterlagen in Hamburg.

Das Renditeniveau in sehr guten, etablierten Lagen ist in Deutschland teilweise nur rund 50 Basispunkte höher als in den absoluten Primelagen und zeigt das hohe Renommee dieser Gebiete auch im Anlagefokus der Core-Investoren. Mehrheitlich befinden sich die sehr guten, etablierten Lagen in den City- und Cityrandbereichen, jedoch gibt es auch Sonderfälle, wie z.B. an den Verkehrsknotenpunkten, die sich ebenfalls zu etablierten Lagen im Büromarktsektor entwickeln können. Natürlich darf bei dieser generalisierenden Darstellung der Aspekt nicht vergessen werden, dass im Rahmen der Bevölkerungs- und Beschäftigungsentwicklung die Standortwahl von Büroimmobilien auch dynamischen Stadtentwicklungsprozessen unterliegt. Derzeit befinden wir uns wieder in einer „Reurbanisierungsphase“ mit Standortpräferenzen in Richtung zentrales Stadtgebiet oder Richtung Verkehrsknotenpunkten wie Flughäfen (Airrail-Center Frankfurt) und Häfen (Hafen-City Hamburg) (siehe Abb. 5).

### „Objekt, Objekt, Objekt“

Neben der nachhaltigen Immobilienregel „Lage, Lage, Lage“, welche der Immobilität der Immobilie Rechnung trägt, muss ein weiterer entscheidender Anlageaspekt im Investmentprozess berücksichtigt werden – die Objektqualität. Je nach Gebäudezustand, Vermietungssituation, Mietvertragskonditionen und Mieterbonität differiert auch – entsprechend der Risikoneigung – der Investorentyp (siehe Abb. 6).

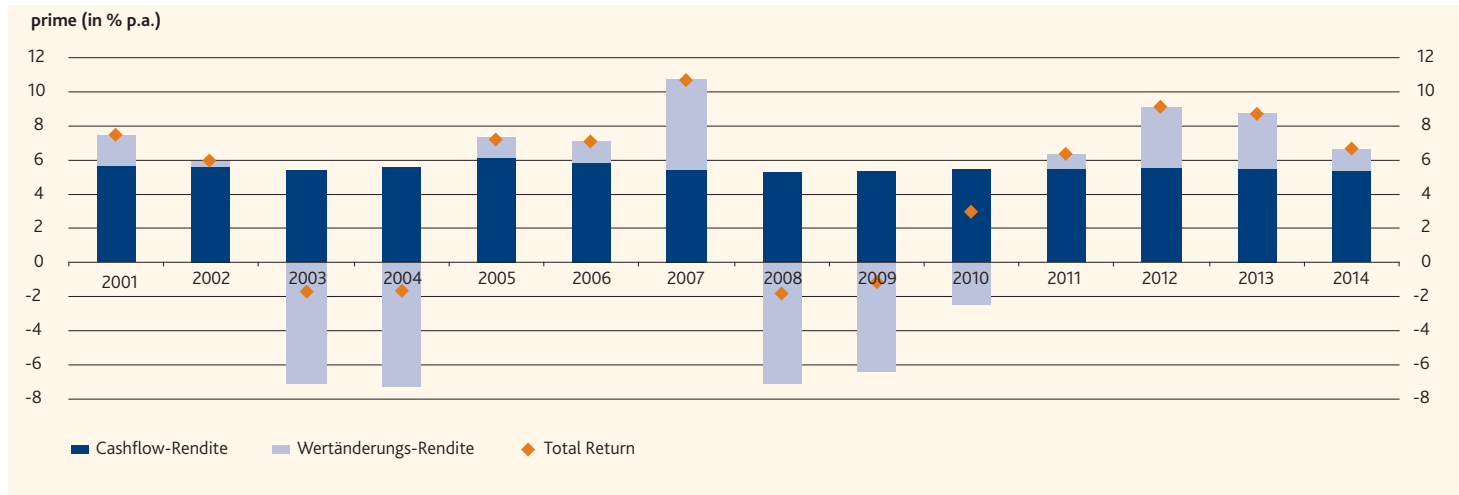
Abbildung 6: Anlageverhalten nach Investorentypen und Objektqualität



Quelle: Aberdeen Research

## Aberdeen Research – ImmobilienFOKUS

Abbildung 7: Entwicklung des Total Return – Büromarkt Deutschland



Quelle: Aberdeen Research

So liegt der Fokus bei den Core- und Core+-Investoren eher bei neuwertigen bzw. „dated“ Objekten, die zur Vollvermietung tendieren und vorzugsweise von langfristigen Mietern mit guter Bonität genutzt werden. Sobald Refurbishments ins Spiel kommen, fallen diese Objekte eher in den Anlagehorizont der Value-add- bzw. opportunistischen Investoren. Die unterschiedlichen Objektqualitäten lassen sich in nahezu allen Lagen der Agglomerationsräume antreffen, so dass beispielsweise ein Core-Investor bereit ist in einer Primelage ein älteres Objekt zu erwerben bzw. in einer guten Lage z.B. ein Trophybuilding zu akquirieren. Die Objektqualität relativiert also die reine Lagequalität, jedoch ist es eher nicht die Regel, dass ein Core-Investor in einer „schlechten“ peripheren Lage zuschlägt!

Letztendlich zeigt sich im Bestreben der Investoren nach einem hohen Total Return, wobei insbesondere in den nächsten Jahren die Cashflowrendite der Treiber sein wird (siehe Abb. 7), dass sowohl die Lage als auch die Objektqualität hierbei eine tragende Rolle spielen.

## Fazit

Für Investoren an den Immobilienmärkten wird diese weitere Unterscheidung von Marktteilräumen, Lagen bzw. Clustern zunehmend wichtiger. Wieder einmal gibt folglich der Kapitalmarkt das Veränderungstempo vor. Es bleibt als Herausforderung für die Branche, dass – vor allem in Zeiten, in denen ein Großteil der Investoren auf das Segment Core und Core+ fokussiert ist – ein Blick über den Prime-Tellerrand notwendig wird und ein Abgleich von Investoren- und Nachfragerinteressen erfolgt. Es existieren attraktive Investitionsoportunitäten nicht nur im vielzitierten aber wenig repräsentativen Primebereich, sondern auch „daneben“ – von uns als „etabliert“ definiert. Dabei kann die „etablierte Lage“ qualitativ neben Prime liegen, sich räumlich auch auf Gebiete abseits der Citylagen (z.B. Verkehrsknotenpunkt) erstrecken. Neben dem bekannten Lageaspekt ist ein weiterer wesentlicher Entscheidungsfaktor im Investmentprozess in der Objektqualität zu finden, sodass der altbekannte Lehrsatz „Lage, Lage, Lage“ um den Aspekt „Objekt, Objekt, Objekt“ erweitert werden muss.

## Weitere Informationen

### Autoren dieser Ausgabe:

**Claudia Wenzel, Stephan Schanz**

[www.aberdeen-immobilien.de](http://www.aberdeen-immobilien.de)

Aberdeen Immobilien  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Bettinastraße 53-55  
60325 Frankfurt am Main  
Deutschland

### Research

**Telefon** +49-(0)69-768072-227

**Telefax** +49-(0)69-768072-251

[research@aberdeenpropertyinvestors.com](mailto:research@aberdeenpropertyinvestors.com)