



Abbildung 7: Büromarkt Berlin: Vergleich der mittleren Vorvermietungsquoten\* mit dem aktuellen Vermietungsstand von Büroobjekten, differenziert nach dem Baujahr der Fertigstellung (aktueller Stand: Sept. 2003)

Verlaufs von Marktzyklen sind, sondern auch für die notwendige, in Abhängigkeit von der konkreten Marktsituation stärkere Anpassung der kalkulatorischen Ansätze für die Wertermittlung von Immobilien.

Dr. Rolf Scheffler, Angevelt Immobilien KG,  
Mauerstr. 83/84, 10117 Berlin

## Die Abbildung des wirtschaftlichen Risikos im Liegenschaftszins

Michael Münchhofer/  
Ulrich Springer, Berlin

Aufgrund der Einführung von Basel II zur Feststellung des Risikos einer dauerhaften Ertragsfähigkeit einer Immobilie hat sich auch die Ermittlung des Verkehrswertes für Büroimmobilien verändert. Die Auswertung von Kaufpreisen aus den Kaufpreissammlungen der Gutachterausschüsse reicht nicht mehr aus zur Feststellung des Verkehrswertes bzw. des Marktwertes der Immobilie.

### 1 Einleitung

Der Liegenschaftszins ist einer der wesentlichen Daten zur Bestimmung des Wertes einer Immobilie. Er wird über den Gutachterausschuss ermittelt oder, was die Regel ist, grob aus Marktkenntnissen geschätzt und mit Hilfe von Literaturverweisen bestimmt. Bei einem Verweis auf »Kleiber, Simon und Weyers« liegt der Liegenschaftszins für Bürohäuser zwischen 5,0 und 7,0 %. Die sachverständigen Gutachter »trauen« sich auf Grund fehlender Marktdaten und möglicher Anfechtung der Gutachten nicht, im Einzelfall niedrigere oder deutlich höhere Zinsen anzusetzen.

Im Folgenden wird dargelegt, dass der Liegenschaftszins mehr einzelobjektbezogen betrachtet und größer schwanken

ken muss. In Abhängigkeit des einzelfallbezogenen Risikos, eine nachhaltige Verzinsung des Verkehrswertes über Reinerträge zu erreichen, verändert sich der Liegenschaftszins. Die das Risiko bestimmenden Ursachen werden dargelegt.

### 2 Notwendigkeit der Risiko-Analyse

In Berlin steht im Stadtzentrum ein innen wie außen nicht mehr zeitgemäßes Verwaltungsgebäude, das in den fünfziger Jahren gebaut wurde und heute unter Denkmalschutz steht. Ein Verband nutzt den alten Bau. In zwei Gehminuten Entfernung liegt ein architektonisches Wahrzeichen, dessen

hohe und große Glasfassaden auf die Umgebung ausstrahlen. Hinter den Fassaden haben sich renommierte Kanzleien, Unternehmensberater und EDV-Fachleute eingemietet.

Wie hoch ist der jeweilige Liegenschaftszins für die beiden Gebäude? Nach oberflächlicher Sicht setzt der Gutachter bei dem unzeitgemäßen Verwaltungsgebäude 6,5 % bis 7,5 % und bei dem Glasfassadenbau 5,5–6,5 % an, da auf dem ersten Blick das alte im Vergleich zum neuen Gebäude mit höheren Ertragsrisiken behaftet erscheint. Dies ist jedoch weit gefehlt. Der auch langfristig zahlungsfähige Verband nutzt das alte Gebäude vollständig für einen sehr langen Zeitraum zu einer marktgerechten, an die Inflation anzupassende Miete. Der feststellbare Liegenschaftszins für dieses Objekt liegt bei 4 %. Der Glasfassadenbau hingegen ist teuer erstellt und seit Jahren unzureichend vermietet. Die tatsächlich gezahlten Miethöhen erreichen bei weitem nicht die Zielmieten. Wie hoch sind Risiko und Liegenschaftszins für diese Immobilie? Der Zins kann trotz der günstigen Lage und guten Prognose nicht unter 7,5 % liegen, eher höher.

Auch an anderen Stellen in Berlin, insbesondere in Außenlagen, stellen architektonische Wahrzeichen immobilienwirtschaftliche Warnzeichen dar. So steht an einer Ausfallstraße Berlins eine hochragend moderne Büroimmobilie. In ihr sind seit Jahren über Etagen freie Flächen zu sehr wettbewerbsfähigen Preisen anzumieten. Die Immobilie ist vom Markt nicht angenommen worden und große Zweifel bestehen, dass sich dies in den nächsten Jahren ändert. Wie hoch ist der Liegenschaftszins für diese Immobilie? Kann, ja muss der Zins auf Grund der offensichtlichen Risiken nicht in Einzelfällen bei über 10 % liegen?

Die Risikoanalyse von Immobiliengeschäften ist bisher nicht durchgängig mit der notwendigen Aufmerksamkeit verfolgt worden. In Märkten mit hoher Nachfrage und steigenden Preisen herrscht Optimismus. Risiken werden nicht ausreichend preiswirksam berücksichtigt. Die optimistische Sicht wird in allen Planungen vorausgesetzt und bei Umkehr des Trends, wie in den neunziger Jahren auf dem Immobilienmarkt geschehen, fehlt den umgesetzten Projekten Wirtschaftlichkeit.

### 3 Risiko-Betrachtung in der Immobilienbewertung

Der Verkehrswert von Immobilien, die vor allem zur Kapitalanlage dienen, leitet sich über das Ertragswertverfahren ab. Risiken werden wie folgt berücksichtigt:

- a) Zur Ermittlung der »Restgröße« Reinerträge wird das Mietausfallwagnis bei den Bewirtschaftungskosten berücksichtigt. Dieses Wagnis bzw. Risiko muss bewertet werden.
- b) Immer ist vor Festlegung des Verkehrswertes die besondere Lage des Grundstücksmarktes einzuschätzen. Dazu gehört eine sachverständige Abwägung oder Risikobetrachtung der Marktgegebenheiten.
- c) Die Bemessung des Liegenschaftszinses beinhaltet eine Risikokomponente. Je höher das Risiko einer Investition oder der Kapitalanlage, desto höhere Liegenschaftszinsen oder niedrigere Kaufpreise und Kaufangebote sind feststellbar.

Das Mietausfallwagnis nach a) wird i. d. R. in Anlehnung an die Wertermittlungsrichtlinie mit 2 % bei Miet- und mit 4 % bei gewerblichen Grundstücken angenommen. Ob diese Werte für den zu bewertenden Einzelfall maßgeblich sind, darüber wird in den uns bekannten Wertgutachten wenig geschrieben. Häufig wird eine pauschale Berücksichtigung des Risikos über den Liegenschaftszins vorgezogen. Ähnliches gilt für die Beurteilung der besonderen Lage des Grundstücksmarktes gemäß b). Auch diese wird häufig bei der Ableitung des Zinses mit einbezogen. Eine ausführliche Beschreibung für den Liegenschaftszins bestimmenden Größen nach c) fehlt jedoch häufig.

Der Liegenschaftszins berechnet sich aus den durchschnittlichen Reinerträgen je Jahr, die sich aus einer Immobilie ziehen lassen, bezogen auf den Verkehrswert oder Kaufpreis einer Immobilie. Der Liegenschaftszins lässt sich in einen sicheren sowie einen risikobehafteten Teil aufspalten.

$$r^s + r^r = r^l$$

$r^s$  = sichere Rendite

$r^r$  = Risikoanteil

$r^l$  = Liegenschaftszins

Die sichere Rendite ist gleich einer Verzinsung, die ein Investor ohne Risiko sicher bekommen kann, z. B. die Rendite von langfristigen Bundesanleihen. Diese Verzinsung deckt zum einen den Wertverlust durch Inflation ab, zum anderen verbleibt ein Zugewinn oder realer Anteil. Die reale Rendite ist somit immer niedriger als die »sichere Rendite«, denn die Inflationsrate muss von dieser abgezogen werden. Etwas anderes gilt nur, wenn die Inflationsrate negativ ist, eine Deflation vorliegt.

Kein nach wirtschaftlichen Grundsätzen handelnder Anleger würde sein Kapital in eine Immobilie anlegen, wenn er mit dieser nicht einen höheren Ertrag als mit Bundesanleihen erzielen könnte. Die langfristige Verzinsung von solchen sicheren festverzinslichen Wertpapieren schwankt derzeit zwischen 4–4,5 %. Tatsächlich liegen die nachweisbaren Liegenschaftszinssätze für Rendite-Immobilien oberhalb von 4,5 %. Im »Kleiber, Simon und Weyers« reichen die nachgewiesenen Werte für rein gewerbliche Grundstücke bis 8,5 %.

Wenn das Risiko der Immobilie, die nachhaltig angesetzten Reinerträge nicht in voller Höhe zu erzielen, höher eingeschätzt wird, leitet sich ein höherer Zinssatz ab und umgekehrt. Die Ursachen, die den Risikoanteil des Liegenschaftszinssatzes bestimmen, werden im Folgenden näher dargelegt.

### 4 Ableitung Risikoanteil im Liegenschaftszins

Im Folgenden werden gewöhnliche von außergewöhnlichen Risiken und Chancen, die auf seltene, aber doch anzutreffende Fälle passen, unterschieden. Außergewöhnliche Tatbestände können auch zu Chancen und einem Abschlag auf den Liegenschaftszins führen, z. B. eine außergewöhnlich gute Lage mit besonderem Blick (z. B. Brandenburger Tor).

### 4.1 Gewöhnliche Risiken

Zwei Gruppen von gewöhnlichen Risiken lassen sich unterscheiden: Diejenigen, die unabhängig vom einzelnen Objekt sind, doch auf dieses wirken, und einzelobjektbezogene Risiken. Alle Risiken haben gemeinsam, dass sie nicht zeitpunktbezogen betrachtet werden, sondern über die gesamte Lebenszeit der Immobilie.

Die einzelobjektbezogenen Risiken sind wesentlich bedeutsamer, denn jede Immobilie muss für sich betrachtet werden. Auch in schlechten Zeiten gehen bestimmte Immobilien immer und in besten Zeiten sind andere Immobilien nur schwer vermarktbar.

Die Risiken werden zunächst mit Punkten bewertet. Im ersten Schritt können maximal 100 Risikopunkte pro bewertetes Objekt erzielt werden. Ein Risikopunkt bedeutet einen Aufschlag von 0,05 % auf die sichere Rendite oder einem Liegenschaftszins von 4,5 %. Sofern ein Objekt 100 Punkte erreicht, ergibt sich über die Betrachtung der gewöhnlichen Risiken ein Liegenschaftszins von 9,5 %.

Risiko-Ursachen	Risikopunkte Risikoanteil in % <sup>1</sup>	maximale Punktzahl	maximaler Risikoanteil an r <sup>1</sup> in %
<b>Objektunabhängige Ursachen</b>			
1) keine ausreichende Nachfrage		10	0,5
2) schlechte Bevölkerungs- entwicklung und -struktur		5	0,25
3) kein Wirtschaftswachstum		5	0,25
<b>Objektbezogene Ursachen</b>			
1) kurze Laufzeit von Mietverträgen		10	0,5
2) lange Leerstanddauern		10	0,5
3) hoher Mieterwechsel		7,5	0,375
4) niedrige Mieten		7,5	0,375
5) schlechte Lage		20	1,0
6) schlechte Verwertbarkeit		10	0,5
7) hohe Bewirtschaftungskosten		15	0,75
<b>Σ Risikopunkte</b>		<b>100</b>	
<b>Σ Risikoaufschlag auf r<sup>5</sup></b>			<b>5 %</b>

Tabelle 1: Ableitung des Risikobestandteiles im Liegenschaftszins

Die Bestimmung und Gewichtung der Einzelnen Risiko-Ursachen ergibt sich aus eigenen Erfahrungen bei Risiko-Bewertungen sowie zahlreichen Gesprächen mit öffentlich bestellten SV zur Immobilienbewertung. Zur Ermittlung der Risikopunkte je Objekt gelten folgende Hinweise.

#### Objektunabhängige Ursachen

##### 1) keine ausreichende Nachfrage nach Immobilien

Büro-, Wohn- oder Gewerbeimmobiliemärkte sind zu unterscheiden. Dabei sind die Märkte nach Stadt (z. B. Berlin) und Standort (z. B. City Ost) aufzugliedern und getrennt zu diskutieren. Möglichst viele aussagekräftige Daten sind zusammenzuführen. Z. B. für den Büromarkt: Bestand, Angebot (Leerstand und absehbar neu erstellte Flächen), Nachfrage (Vermietung p. a.). Sofern für einen Marktabschnitt keine Nachfrage feststellbar ist, das Angebot an neuen Flächen jedoch dort ständig steigt, sind bis zu zehn Risikopunkte zu berücksichtigen.

##### 2) schlechte Bevölkerungsentwicklung und -struktur

Zunächst ist die Bevölkerungsentwicklung für einen abgrenzbaren Markt (z. B. Berlin) festzuhalten. Eine Abnahme der Bevölkerung kann den Bedarf an Immobilien senken. Andererseits können sich in Abhängigkeit der Bevölkerungsstruktur neue Bedürfnisse und Ansprüche an Immobilien ergeben. Die Entwicklung hin zu Einzelhaushalten steigert z. B. die Nachfrage nach Wohnimmobilien auch bei abnehmender Bevölkerungsentwicklung. Zudem ist der Markt abzugrenzen. Selbst wenn der Bevölkerungszuwachs in Berlin sich nur mäßig entwickeln sollte, ist die unterschiedliche Entwicklung der Bezirke oder Stadtteile zu berücksichtigen.

##### 3) kein Wirtschaftswachstum

Darunter wird die Veränderung des Einkommens gemessen mit dem Bruttosozialprodukt für einen abgrenzbaren Markt gefasst. Wirtschaftswachstum erhöht die Nachfrage nach Immobilien. Auch unabhängig von der Bevölkerungsentwicklung steigt die Nachfrage nach Immobilien, wenn das Einkommen steigt, denn mit höherem Einkommen erhöhen sich der Bedarf an Wohnraum und die Ansprüche an Gewerbe- und Büroimmobilien. Liegt z. B. in Berlin für die nächsten Jahre das voraussichtliche Wachstum unter 1,5 % p. a., sind bis zu fünf Punkte einzuplanen.

#### Objektbezogene Ursachen

##### 1) kurze Laufzeit von Mietverträgen

Nachhaltig sichere Reinerträge setzen voraus, dass die Mietverträge über einen langen Zeitraum laufen, einen Inflationsschutz vorsehen oder die Nachvermietung zu mindestens gleichen Mieten unproblematisch ist. Wenn absehbar die Mietverträge auslaufen und nicht zu nachhaltig hohen Abschlüssen fortgeführt werden können, sind maximal zehn Punkte zu berücksichtigen. Das gleiche gilt, wenn die Mietverträge eine lange Laufzeit haben, die Miethöhen nur mit Hürden nach oben angepasst werden können und das Preisniveau insgesamt absehbar steigt.

##### 2) lange Leerstanddauern

Die Leerstandquote innerhalb eines Objektes ist nach der jeweiligen Dauer und den möglichen Gründen und eine Prognose für die Zukunft getrennt darzustellen. Sind bis zu 20 % des Bestandes länger als zwölf Monate nicht zu nachhaltig hohen Vergleichsmieten vermarktet, sind bis zu zehn Risikopunkte einzuplanen.

##### 3) hoher Mieterwechsel

Ein hoher Mieterwechsel gefährdet die Erzielung langfristiger nachhaltiger Reinerträge. Er zeigt an, dass die Mieter bei bestehender Miethöhe Probleme haben, wirtschaftlich zu arbeiten. Bis zu siebeneinhalb Punkte sind anzusetzen.

##### 4) niedrige Mieten

Die nachhaltig erzielbaren Mieten an einem Standort sind nach dem Vergleichswertverfahren festzustellen und mit den tatsächlich gezahlten Mieten und deren Entwicklung nach Mietvertrag abzugleichen. Sollte sich dabei herausstellen, dass die tatsäch-

<sup>1</sup> Ein Risikopunkt = 0,05 % Aufschlag auf den sicheren Liegenschaftszins r<sup>5</sup>

lich gezahlten Mieten im Verhältnis zu Vergleichsobjekten tatsächlich niedrig sind oder sich negativ entwickeln, sind maximal siebeneinhalb Risikopunkte festzuhalten.

**5) schlechte Lage**

Die Lage des Objektes nach jetzigen und künftigen Risiken und Chancen auf dem Immobilienmarkt ist ausführlich darzustellen. Dazu gehören beispielhaft für Büroimmobilien: Verkehrsanbindung, Nahverkehrsangebot, Entfernung zum Stadtzentrum oder Subzentren, Parkmöglichkeiten, Einkaufsmöglichkeiten, Sichtbarkeit, Einbindung der Immobilie in die Umgebung, Aussichten aus der Immobilie, Nähe zu wichtigen Stadtbildern (wie z. B. in Berlin: Brandenburger Tor, Checkpoint Charlie), Nähe zu anderen, hochwertig vermieteten Immobilien. Eine Büroimmobilie, die entfernt des Stadtzentrums ohne Anbindung an ein Subzentrum allein ohne An- und Einbindung in die Umgebung sowie ohne Einkaufsmöglichkeiten für sich steht, kann bis zu zwanzig Risikopunkte erreichen.

**6) schlechte Verwertbarkeit**

Ist die Immobilie jederzeit gut verkaufbar? Wie ist ihr Zustand? Wie ist ihre Marktgängigkeit? Welche baulichen Besonderheiten liegen vor? Bei noch verbleibender kurzer Restnutzungsdauer des Objektes sind mögliche Abrisskosten oder zusätzlich notwendige Investitionen zur Umnutzung zu berücksichtigen. Fallen hohe Kosten an oder ist die Immobilie aus anderen Gründen schlecht vermarktbar, fallen bis zu zehn Risikopunkte an.

**7) hohe Bewirtschaftungskosten**

Die derzeit und künftig anfallenden Verwaltungs- und Instandhaltungskosten sowie das Mietausfallwagnis sind darzulegen. Ein besonderes Augenmerk liegt bei diesem Punkt auf dem Zustand des Gebäudes. Mit welchen notwendigen Instandhaltungskosten ist zu rechnen? Fallen höhere Kosten an, weil absehbar die Immobilie grundsaniert werden muss oder eine Umnutzung ansteht, sind bis zu fünfzehn Risikopunkte anzusetzen.

**4.2 Außergewöhnliche Risiken und Chancen**

Neben der sicheren Rendite von 4,5 % und einem möglichen Risikoaufschlag von bis zu 5 % müssen für außergewöhnliche Tatbestände einzelfallbezogen Ausreißer nach oben und unten möglich sein.

Teile des Liegenschaftszinses	Anteile
sichere Rendite	4,5 %
gewöhnlicher Risikoaufschlag	bis 5 %
Ausreißer: Außergewöhnliche Risiken und Chancen	nicht bestimmt

Außergewöhnliche Tatbestände liegen in Ausnahmefällen vor. Darunter fallen beispielsweise

- a) ganz besonders gute oder schlechte Lagen,
- b) befristet geltende steuerliche Regelungen oder einmalige Fördergelder,

- c) besondere Instandhaltungen auf Grund geänderter baulicher oder umweltrechtlicher Vorschriften,
- d) stark schwankende Inflationsraten, die zu hoher Unsicherheit über die sichere Rendite führen,
- e) sonstige Entwicklungen, die Bewertungsmerkmale extrem beeinflussen.

**5 Wirtschaftliche Risiken und Liegenschaftszins**

Höhere Risiken einer Immobilie führen zu einem Aufschlag beim Liegenschaftszins. Entsprechend der Höhe des Zinses können immobilienwirtschaftliche Risiko-Gruppen gebildet werden.

Risiko-Gruppe	Zins und Risiko	Höhe Liegenschaftszins in %	Risiko der Rendite-Immobilie
AAA		≤ 4,5	sehr gering
AA		4,5 < x ≤ 5,5	gering
A		5,5 < x ≤ 6,5	unterdurchschnittlich
B		6,5 < x ≤ 7,5	überdurchschnittlich
BB		7,5 < x ≤ 8,5	hoch
BBB		> 8,5	sehr hoch

Tabelle 2: Gruppierung der Rendite-Immobilien nach Risikoklassen

**6 Ausblick**

Durch die Berücksichtigung immobilienwirtschaftlicher Risiken können sich einzelfallbezogen für Immobilien gleicher Objektgruppen größere Spannbreiten beim Liegenschaftszins durchsetzen. Die durchschnittlichen Liegenschaftszinssätze müssen sich dadurch nicht ändern. Hohe Zinssätze ergeben sich auf Märkten mit hohen Risiken.

Des Weiteren erfährt die Wertermittlung eine höhere Durchsichtig- und Nachvollziehbarkeit, wenn die Bestimmungsfaktoren des Liegenschaftszinses näher betrachtet werden. Die Qualität und Verwertbarkeit der Gutachten kann zunehmen. Aus der Höhe des Liegenschaftszinses leiten sich immobilienwirtschaftliche Risikogruppen ab. Die im Aufsatz vorgeschlagenen Klassen AAA (»sehr geringes Risiko«) bis BBB (»sehr hohes Risiko«) können bei der Gesamtbeurteilung (»Rating«) von Immobilien-Portfolios und einzelnen Kreditvergaben herangezogen werden.

*Dr. Michael MünchHofe/Dipl.-Ing. Ulrich Springer  
Patschkauer Weg 3, 14195 Berlin*