

Internationale Aspekte der Immobilienbewertung – Stärken und Schwächen

1. Aktuelle Situation der Immobilienbewertung in Österreich

In den letzten Jahren etablierte sich auch in Österreich – mit einer Zeitverzögerung gegenüber anderen westeuropäischen Staaten – ein bisher nicht vorhandener Markt für Immobilieninvestoren, der sich stark weiterentwickelt.

Bis vor rund 10 bis 15 Jahren wurden selbst Bürogebäude hauptsächlich zur Eigennutzung gebaut, bzw. Büroflächen in den eigengenutzten Betrieb integriert. Seither kam es zu einem Wandel weg von der eigengenutzten – bedarfsgerecht errichteten Immobilie hin zum Kapitalanlageobjekt, welches am professionellen Immobilieninvestorenmarkt seinen Käufer sucht.

Diese Entwicklung im professionellen Immobilienmarkt ist nicht zuletzt auf gesellschaftliche und wirtschaftspolitische Veränderungen zurückzuführen. Man denke hier nur an die Einführung des Euro als europäisches länderübergreifendes Zahlungsmittel und an die Internationalisierung bzw. Globalisierung der Wirtschaft allgemein, welche auch auf den Immobilienmarkt übergreift.

Bisher hatte der Immobilienmarkt überwiegend lokale Bedeutung und auch der Immobilieninvestor bevorzugte sein bekanntes lokales Gebiet.

Im Zuge der Internationalisierung der Wirtschaft und des Immobilienmarktes treten sowohl nationale als auch internationale institutionelle Anleger am Markt auf. Diese beschäftigen sich hauptsächlich mit dem Erwerb von Ertragsimmobilien und kaum mit dem Erwerb von Ein- und Zweifamilienhäusern oder Eigentumswohnungen. Daher betrachte ich hier lediglich den professionellen Immobilienmarkt zu Ertragswertobjekten samt der dazugehörigen Immobilienbewertung. Der sogenannte private Immobilienmarkt mit eigengenutzten Einfamilienhäusern oder Eigentumswohnungen wird hier außer Betracht gelassen.

Die Immobilieninvestoren sind hauptsächlich an Büro- und Verwaltungsgebäuden sowie langfristig vermieteten Gewerbe- und Handelsobjekten, die entwickelt und vermarktet werden können, interessiert.

Die Professionalisierung des gewerblichen Immobilienmarktes ist vor allem durch das verstärkte Auftreten ausländischer Investoren gekennzeichnet. Deren Einfluss auf die Immobilienbewertung besteht darin, dass diese eine Nachfrage nach Bewertungen unter Anwendung internationaler Bewertungsmethoden entwickeln.

Wenn man in Europa von internationalen Wertermittlungsmethoden spricht, meint man hauptsächlich die angelsächsischen Methoden. Diese angelsächsischen Wertermittlungsmethoden sind es auch, welche internationale – meist angelsächsisch oder nordamerikanisch orientierte – Developer und internationale Maklerunternehmen als die fortschrittlichen Methoden propagieren.

Im Folgenden soll nun dargestellt werden, welche internationalen Wertbegriffe und Wertdefinitionen existieren und welche Harmonisierungsbestrebungen im Gange sind. Anhand von zwei oftmals angewendeten internationalen Bewertungsmethoden,

der „Investment Method“ und dem „Discounted-Cash-Flow-Verfahren“, samt dazugehörigen Beispielen, sollen die Stärken und Schwächen der internationalen Bewertungsmethoden zu Ertragsimmobilien und deren Auswirkungen auf die nationale Immobilienbewertung beleuchtet werden.

2. Wertbegriffe, Wertdefinitionen und internationale Harmonisierungsbestrebungen

2.1 Österreichische Wertbegriffe und Wertdefinitionen

Die Immobilienbewertung in Österreich ist bis zur Einführung des Liegenschaftsbewertungsgesetzes (LBG) im Jahre 1992 für alle gerichtlichen Verfahren durch die Realschätzordnung aus dem Jahre 1897 geregelt worden. Während der Gültigkeit der Realschätzordnung wurde mit Verordnung die Festsetzung des Kapitalisierungszinsfußes für die Schätzung unbeweglicher Güter nach dem Ertrage und auch die Gewichtung bei einer Bewertung nach dem Sachwert und Ertragswert gesetzlich vorgegeben. Diese relativ stark normierten Bewertungsvorschriften waren für den Immobilienmarkt während des Geltungszeitraumes der Realschätzordnung, d.h. vom Beginn bis zum letzten Fünftel des zwanzigsten Jahrhunderts, ausreichend, da in diesem Marktzeitraum überwiegend eigengenutzte Privat- und auch eigengenutzte Gewerbeliegenschaften gehandelt wurden.

Ausgehend von den relativ starken Normierungen in der Realschätzordnung war die Zielsetzung des LBG einen rechtlichen Rahmen für die Liegenschaftsbewertung ohne allzu enge Grenzen zu schaffen.

In § 2 Abs 2 und 3 Liegenschaftsbewertungsgesetz (LBG BGBl 150/1992) ist der Verkehrswert definiert:

§ 2 Abs 2 LBG: „Verkehrswert ist der Preis, der bei einer Veräußerung der Sache üblicherweise im redlichen Geschäftsverkehr für sie erzielt werden kann.“

Die Wertermittlungsverfahren zur Verkehrswertermittlung sind in § 3 Abs 1 LBG bei den allgemeinen Regeln für die Bewertung definiert.

§ 3 Abs 1 LBG: „Für die Bewertung sind Wertermittlungsverfahren anzuwenden, die dem jeweiligen Stand der Wissenschaft entsprechen. Als solche Verfahren kommen insbesondere das Vergleichswertverfahren (§ 4), das Ertragswertverfahren (§ 5) und das Sachwertverfahren (§ 6) in Betracht.“

Weitere Wertbegriffe und Wertdefinitionen in österreichischen Gesetzen findet man im Bankwesengesetz (BWG BGBl 45/2002), wo unter § 103 Abs 10 f der Marktwert und unter § 103 Abs 10 f lit bb der Beleihungswert wie folgt definiert sind:

§ 103 Abs 10 f BWG: „Als Marktwert gilt der Preis, zu dem die Immobilie im Rahmen eines privaten Vertrags zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem unabhängigen Käufer zum Zeitpunkt der Schätzung verkauft werden könnte, wobei die Annahme zugrunde gelegt wird, dass die Immo-

lie öffentlich auf dem Markt angeboten wird, dass die Marktbedingungen eine ordnungsgemäße Veräußerung ermöglichen und dass für die Aushandlung des Verkaufs ein im Hinblick auf die Art der Immobilie normaler Zeitraum zur Verfügung steht.“

§ 103 Abs 10 f lit bb BWG: „Als Beleihungswert gilt der Wert der Immobilie, der von einem Schätzer ermittelt wird, welcher eine sorgfältige Schätzung der künftigen Marktgängigkeit der Immobilie unter Berücksichtigung ihrer langfristig unveränderlichen Merkmale, der normalen und örtlichen Marktbedingungen, ihrer derzeitigen Nutzung sowie angemessener Alternativnutzungen vornimmt. In die Schätzung des Beleihungswertes dürfen keine spekulativen Gesichtspunkte einfließen. Der Beleihungswert ist in transparenter und eindeutiger Weise zu belegen.“

Somit sind in Österreich insbesondere folgende Wertbegriffe in Gesetzen (LBG BGBl 150/1992 bzw. BWG BGBl 45/2002) definiert und Wertermittlungsverfahren gesetzlich anwendbar:

Liegenschaftsbewertungsgesetz:

- Verkehrswert (§ 3 LBG)
- Vergleichswert und Vergleichswertverfahren (§ 4 LBG)
- Ertragswert und Ertragswertverfahren (§ 5 LBG)
- Sachwert und Sachwertverfahren (§ 6 LBG)
- Wertermittlungsverfahren, die dem jeweiligen Stand der Wissenschaft entsprechen (§ 3 LBG)

Bankwesengesetz:

- Marktwert (§103 BWG)
- Beleihungswert (§ 103 BWG)

In Österreich sind demnach für die Ermittlung des Verkehrswertes, welcher für Bewertungen im Geltungsbereich des Liegenschaftsbewertungsgesetzes gesetzlich vorgeschrieben ist, alle Wertermittlungsverfahren, welche dem jeweiligen Stand der Wissenschaft entsprechen, anwendbar.

Es ist nahe liegend, dass durch die Internationalisierung der Märkte die internationalen Wertermittlungsverfahren und Wertbegriffe auch für österreichische Sachverständige immer mehr an Bedeutung gewinnen und auch für entsprechende Objektarten und Auftraggeber anwendbar sind.

2.2 Internationale Wertbegriffe und Wertermittlungsverfahren

Innerhalb von Europa sind in den beispielhaft ausgewählten Ländern Großbritannien (GB), Frankreich (F) und Deutschland (D) folgende Bewertungsrichtlinien, Wertbegriffe und Wertermittlungsverfahren üblich:

GB	F	D
<ul style="list-style-type: none"> • Gesetze (zB Zwangsenteignungen oder Besteuerung) • juristische Präzedenzfälle • RICS Appraisal and Valuation Manual (The Red Book) 	<ul style="list-style-type: none"> • keine Gesetze • Präzedenzfälle (Scheidung, Erbschaft) • Gesetzl. Schutz für Landwirtschaft- und Gerichtsgutachter • Institut Francais de l'Expertise Immobiliere <ul style="list-style-type: none"> – Guide Methodologique. Methodik – Charte de l'Expertise – nicht verpflichtend aber zunehmende Bedeutung 	<ul style="list-style-type: none"> • Baugesetzbuch (§ 194) • Wert V, Wert R • BA Kred. • Verbände, zB Bundesverband öff. bestellter u. vereidigter sowie qualifizierter SV

Tabelle 1: Internationale Bewertungsrichtlinien anhand der Bsp. GB, F u. D.

GB	F	D
Practice Statement 4 des Red Books: <ul style="list-style-type: none"> • (Open) Market Value (O)MV • Forced Sale Value – Zwangsversteigerungswert • Estimated Realisation Price ERP – Vermarktungszeitraum v. Ga. • Existing/Alternative Use Value EUV/AUV – Bilanzzwecke • Operational Entity – Betriebsbewertung • Depreciated Replacement Cost DRC – Sachw./ Ersatzgebäude 	Definiert in der „Charte de l'expertise“: <ul style="list-style-type: none"> • Valeur venale • Valeur hypothécaire – Beleihungswert durch Abschlag • Valeur d'utilite Betriebswert 	Baugesetzbuch § 194: <ul style="list-style-type: none"> • Verkehrswert (Hypothekendarlehenbankgesetz § 12) • Beleihungswert (EU/TEGoVA) • Marktwert

Tabelle 2: Internationale Wertbegriffe anhand der Bsp. GB, F u. D.

Die wesentlichen Verfahren in den ausgewählten mitteleuropäischen Ländern sind das:

- Vergleichswertverfahren,
- Ertragswertverfahren,
- Sachwertverfahren,

weitere i.b. in GB und F das:

- Profitverfahren,
- Discounted Cash Flow-Verfahren und
- Residualwertverfahren,

wobei eine Tendenz zum Discounted Cash Flow-Verfahren feststellbar ist.

Wenn man nur kurz einen Vergleich des hier betrachteten Ertragswertverfahrens in den angesprochenen Ländern anstellt, zeigt sich folgendes:

GB	F	D
<ul style="list-style-type: none"> • kein Bodenwert notwendig • Bewirtschaftungskosten (BWK) / FRI („Fully Repairing & Insuring“) • Reversionary Properties <ul style="list-style-type: none"> – Term and Reversion – Topslice/Hardcore • Over-rented Properties • DCF • All Risks Yield • Erwerbsnebenkosten 	<ul style="list-style-type: none"> • kein Bodenwert notwendig • kein Abzug für BWK • Under-rented/Over-rented problematisch • All Risks Yield • Brutto- und Nettoerträgen • Erwerbsnebenkosten 	<ul style="list-style-type: none"> • Bodenwert • Abzug für BWK • Keine Erwerbsnebenkosten • Gesamtnutzungs-/ Restnutzungsdauer • Vervielfältiger

Tabelle 3: Ertragswertverfahren im internationalen Vergleich anhand der Bsp. GB, F u. D.

2.3 Harmonisierung der internationalen Immobilienbewertung

Aufgrund der verschiedensten Wertbegriffe und Wertdefinitionen sowie Bewertungsmethoden haben sich internationale und

europäische Verbände das Ziel gesetzt, diese Begriffe und Methoden zu harmonisieren. International ist dies das International Valuation Standards Committee – IVSC – und auf europäischer Ebene The European Group of Valuers Associations – TEGoVA.

2.3.1 International Valuation Standards Committee (IVSC)

Das IVSC wurde 1981 gegründet, vertritt mehr als 40 Nationen und ist als NGO (Non-Government-Organisation) Mitglied der United Nations.

Auf dieser globalen Ebene besteht die Zusammenarbeit zB mit der Welt Bank, OECD und dem International Accounting Standards Committee.

Das übergeordnete Ziel des IVSC ist dabei, seine Standards im Einklang mit internationalen Rechnungslegungsvorschriften zu formulieren und den weltweit tätigen Bewertern von Vermögensgegenständen die Erwartungen anderer Berufsdisziplinen aus der Wirtschaft zu verdeutlichen.

Damit verbunden ist die Bestrebung, die nationalen Richtlinien langfristig zu harmonisieren sowie die Unterschiede der einzelnen nationalen Standards aufzuzeigen und zu publizieren.

Die International Valuation Standards – auch „White Book“ genannt – widmen sich ausführlich den folgenden Wertbegriffen:

- Marktwert (Market Value)
- Marktwert bei gegenwärtiger Nutzung (Market Value for Existing Use)
- Wiederbeschaffungskosten unter Berücksichtigung der Abschreibung (Depreciated Replacement Cost).

Die International Valuation Standards unterscheiden grundsätzlich zwischen der Bewertung zum Zwecke der Feststellung einer marktorientierten und nicht-marktorientierten Wertgröße.

Der International Valuation Standard IVS 1 § 1.4 führt als international verbreitetste Verfahren zur Ermittlung von marktorientierten Werten folgende Verfahren auf:

- Vergleichswertverfahren (Sales Comparison Method)
- Ertragswertverfahren (Capitalised Earnings)
- Barwertverfahren (Discounted Cash Flow Method)
- Sachwertorientierte Verfahren (Cost Method)

2.3.2 The European Group of Valuers Associations – TEGoVA

„The European Group of Valuers' Associations“ (TEGoVA) vereint als gemeinnützige Vereinigung nach belgischem Recht seit 1977 rund 40 europäische Sachverständigenverbände unter ihrem Dach.

Die TEGoVA repräsentiert heute mehr als 500.000 Sachverständige mit dem erklärten, übergeordneten Ziel einer größtmöglichen Harmonisierung der uneinheitlichen Immobilienbewertungspraxis innerhalb der Europäischen Union.

Die Ziele der TEGoVA sind folgendermaßen formuliert:

- Formulierung pan-europäischer Bewertungsstandards für Begriffe und Methoden, die sich als anerkannte Verfahren herausgebildet haben.
- Informationsübermittlung dieser Standards an internationale Organisationen

- Kontaktpflege zu den Gremien der Europäischen Union
- Unterstützung der Branche der Sachverständigen durch kunden- und auftragsorientierte Bewertungsansätze europaweit
- Vermittlung eines guten Ausbildungsstandes für alle Bewerber
- Laufendes Training der Sachverständigen auf TEGoVA-Niveau unter Einbindung der European Valuation Standards
- Förderung der Zertifizierung von Sachverständigen (nach EN 45013) – „Approved by TEGoVA“

1997 wurde von der TEGoVA „The Approved European Property Valuation Standards bzw. European Valuation Standards“ (das sog. „Blue Book“) erstmals veröffentlicht (Neuaufgabe erscheint im Frühjahr 2003).

Diese anerkannten Europäischen Standards für die Immobilienbewertung sind für die Mitgliederorganisationen der TEGoVA nicht bindend, deren Anwendung wird jedoch empfohlen, da sie zahlreiche EU-Richtlinien, insbesondere aus den Bereichen Finanzwirtschaft, Rechnungslegung und Bewertung sowie andere europäische Rechtsinstrumente berücksichtigen.

Das Blue Book definiert im European Valuation Standard EVS 4 die folgenden Wertbegriffe:

- Marktwert (Market Value)
- Marktwert bei fortbestehender Nutzung (Market Value for Existing Use)
- Wert bei alternativer Nutzung (Alternative Use Value)
- Negative Werte (Negative Values)
- Wiederbeschaffungskosten unter Berücksichtigung der Abschreibung (Depreciated Replacement Cost)

Im Hinblick auf die Verfahren der Wertermittlung verweist das Blue Book auf die folgenden Verfahren, die – wenn auch in teilweise unterschiedlicher Ausgestaltung im Detail – in Europas Immobilienmärkten derzeit praktische Anwendung finden:

- Vergleichswertverfahren (Capital Comparison Method)
- Ertragswertverfahren (Investment Method)
- Sachwertverfahren (Depreciated Replacement Cost Method)
- Barwertverfahren (Discounted Cash Flow Method)
- Residualverfahren (Residual Method)
- Gewinnverfahren (Profits Method)

Es besteht aber auch Kritik am Blue Book, welche insbesondere deswegen laut wird, da dieses überwiegend auf den internationalen Rechnungslegungs- bzw. Bilanzierungsstandards basiert und davon die Bewertungsstandards ableitet.

Deshalb ist, trotz der bereits mehrmaligen Überarbeitung, das Blue Book bei weitem noch nicht in einer allgemein gültigen Verwendung.

Die Approved European Valuation Standards (das Blue Book) und die Internationalen Valuation Standards des IVSC stellen somit den „größten gemeinsamen Nenner“ dar, den die heterogene Vielzahl der weltweit tätigen Sachverständigen für die Bewertung von Sachanlagen bis dato in der Lage waren zu vereinbaren.

Die Zukunftsvision des Blue Books wäre die eines europaweit gültigen, übergeordneten Standards. Die Regulierung im Detail wäre den länderspezifischen Standards und Gesetzen vorbehalten.

2.4 International zentrale Wertbegriffe

Ein zentraler Wertbegriff in all diesen Standards ist der Marktwert, der „Market Value“.

Dieser Begriff befindet sich seit einigen Jahren auf bislang „ungebremstem Erfolgskurs“, er hat Einzug in die europäische Legislatur gefunden und stellt eindeutig den bislang größten Konsens im europäischen Sachverständigenwesen dar – und weit darüber hinaus.

TEGoVA hat sich bei der Definition des Market Value mit dem International Valuation Standards Committee auf einen einheitlichen Wortlaut verständigt, der auch seitens der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), dem weltgrößten Fachverband von Immobiliensachverständigen, im sog. „neuen“ Red Book mit Wirkung zum 1. Januar 1996 übernommen wurde. Die einheitliche IVSC/TEGoVA/RICS Definition des Market Value lautet im Originaltext:

„Market Value is the estimated amount for which an asset should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudent and without compulsion.“

Der Versuch einer sinngemäßen Übersetzung ist der deutschen Übersetzung des Blue Books aus dem Jahre 1997 entnommen:

„Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräußerer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“

Dieser Marktwertbegriff ist aus der Sicht des österreichischen Liegenschaftsbewertungsgesetzes nachvollziehbar, und wurde im Bankwesengesetz (siehe oben Pkt. 2.1) nahezu wörtlich übernommen.

Ein weiterer international häufig verwendeter Wertbegriff ist der Open Market Value.

Der „Open Market Value“ (OMV) ist der beste Preis, für den eine Grundstückstransaktion bedingungslos gegen Geldzahlung am Bewertungsstichtag stattfinden würde, unter den Annahmen:

- eines gewillten Verkäufers
- eines angemessenen Zeitraums vor dem Tag der Bewertung für Vermarktung, für die Übereinkunft über Preis und Bedingungen und für den Verkaufsabschluss unter Berücksichtigung der Eigenschaften des Objektes sowie der Marktsituation,
- dass die Marktsituation, die Marktwerte und andere Umstände zu jedem früheren angenommenen Tag zwischen Bewertungsstichtag und dem Tag der angenommenen notariellen Beurkundung dieselben waren,
- dass weitergehende Offerte durch Kaufinteressenten mit besonderem Interesse an dem Objekt nicht berücksichtigt werden und
- dass jede der Parteien nach ordnungsgemäßer Vermarktung unabhängig, wohlwissend, umsichtig und ohne Zwang gehandelt hat.

Anmerkung: Im Frühjahr 2003 erscheinen die Neuauflagen des Red Book – i.b. mit Änderungen der Begriffsdefinition wie zB OMV – und des Blue Book.

Ein weiterer – auf Europäischer Ebene bereits harmonisierter Wertbegriff ist der „Europäische Beleihungswert“ „The European Mortgage Lending Value – EMLV“.

Der EMLV sollte:

1. Eine vorsichtige Bewertung der künftigen Marktfähigkeit der Immobilie einschließen.
2. Versuchen, spekulative Elemente zu ermitteln und zu eliminieren (zB: Risiken, die sich aus der Volatilität der Immobilienmärkte ergeben).
3. Die normale lokale Marktlage widerspiegeln. Grundlage für die Bewertung ist die gegenwärtige Marktsituation.
4. Hauptsächlich auf langfristigen (nachhaltigen) Aspekten basieren (zB: Qualität der Lage und des Gebäudes, seine Art und Größe, Bebauungsplan/Flächenwidmung, baulicher Zustand, nachhaltiger Mietwert).
5. Die derzeitige Verwendung und nach Möglichkeit geeignete alternative Verwendungen berücksichtigen.
6. Auf transparenten und deutlich erklärten Bewertungsmethoden beruhen.
7. Von Gutachtern mit angemessener Sachkenntnis ermittelt werden.

Im Beleihungswert lt. österreichischem BWG ist diese Harmonisierung bereits berücksichtigt.

3. Internationale Bewertungsmethoden und deren Anwendungsgebiete

- Vergleichswertverfahren,
- Ertragswertverfahren,
- Sachwertverfahren,
- Barwertverfahren, dh Discounted Cash Flow-Verfahren bzw Profits Method, und das
- Residualwertverfahren.

Das **Vergleichswertverfahren** (Capital Comparison Method) wird hauptsächlich bei Bewertungen von vergleichbaren Immobilienarten wie i.b. Wohnungen, Ein- und Mehrfamilienhäusern oder Reihenhäusern international angewendet. Darüber hinaus wird die Vergleichswertmethode bei der Marktanalyse sowie der Überprüfung anderer Bewertungsergebnisse angesetzt.

Das **internationale Ertragswertverfahren** (Investment Method) wird bei der Bewertung von Investment-Immobilien angewendet.

Das **internationale Sachwertverfahren** („Depreciated Replacement Cost Method“) wird zur Bewertung von Immobilien herangezogen, welche in ihrer Art so speziell sind, dass sie nicht am Immobilienmarkt gehandelt werden. Solche Immobilien sind zB Kirchen, öffentliche Gebäude wie Schulen und Krankenhäuser oder Ölraffinerien.

Die internationalen Barwertverfahren sind die „**Profits Method**“ und die „**Discounted Cash Flow-Method**“:

Die „**Profits Method**“ wird für die Bewertung von Betreiberimmobilien, deren erzielbarer Verkaufspreis sich aus der Profitabilität des Betriebes – nicht nur heute, sondern auch in der Zukunft – ableiten lässt, verwendet. Dabei handelt es sich insbesondere um Spezialimmobilien, wie zB Hotels, Tankstellen, Freizeitanlagen und Kinos.

Das „Discounted Cash Flow-Verfahren“ findet in der Praxis zunehmend Anwendung bei der Bewertung von Investment-Objekten.

Das **Residualverfahren** findet besonders bei der Wertermittlung von unbebauten Grundstücken Anwendung, wenn keine vergleichbaren Markttransaktionen vorliegen, die eine Bewertung nach dem Vergleichswertverfahren zulassen würden. Dieses Verfahren wird häufig von Projektentwicklern zur Ermittlung des noch maximal wirtschaftlich tragbaren Grundstücksankaufpreises verwendet.

Im Blickpunkt des internationalen Vergleichs stehen aber weder das Vergleichswert- noch das Sachwertverfahren, sondern die ertragsorientierten Verfahren, da die in Europa agierenden internationalen Investoren nahezu ausschließlich in gewerblich genutzte Immobilien – also Büro- und Einzelhandelsobjekte – investieren.

Bei der Betrachtung der in Europa gängigen ertragsorientierten Verfahren stellt man zwei unterschiedliche Zugänge fest:

Internationale (angelsächsische) Methode	Nationale Methode
<ul style="list-style-type: none"> • Betriebswirtschaftliche Betrachtung • Open Market Value / bester Preis • Investororientiert, Vorbereitung einer Investitionsentscheidung (best use value) • Ermittelt wird, „zu welchem Preis gekauft werden müsste, um eine vorgegebene Rendite zu erreichen“. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichende Betrachtung • Verkehrswert / durchschnittlicher Preis • Durchschnittlicher marktconformer Wert am Stichtag • Ermittelt wird, zu welchem Preis üblicherweise gekauft wird.
<ul style="list-style-type: none"> • Investment-Methode • Discounted Cash Flow Methode • Residualwertverfahren 	<ul style="list-style-type: none"> • Ertragswertverfahren (mit Bodenwertbetrachtung) • Vereinfachtes Ertragswertverfahren (ohne Bodenwert) • Nutzungsspezifische Verfahren [zB GOP Methode bei Hotels (Gross Operating Profit)]

Tabelle 4: Europäische ertragsorientierte Verfahren

Ertragsorientierte Verfahren haben die Barwertermittlung von künftig erzielbaren Erträgen zum Inhalt. Der regelmäßige und nachhaltig erzielbare Ertrag (Mietzahlungen) bildet den Investitionszins, der über die erwartete Dauer der Einnahmen kapitalisiert wird und den Barwert (Verkehrswert) des Objekts darstellt.

Bei dieser ertragsabhängigen Wertermittlung ergeben sich im wesentlichen zwei Probleme:

1. Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Jahresreinertrages
2. Bestimmung des zutreffenden Zinssatzes bzw. des zutreffenden Kapitalisierungsfaktors

4. Investment Method

4.1 Vergleich: Ertragswertverfahren – Investment Method

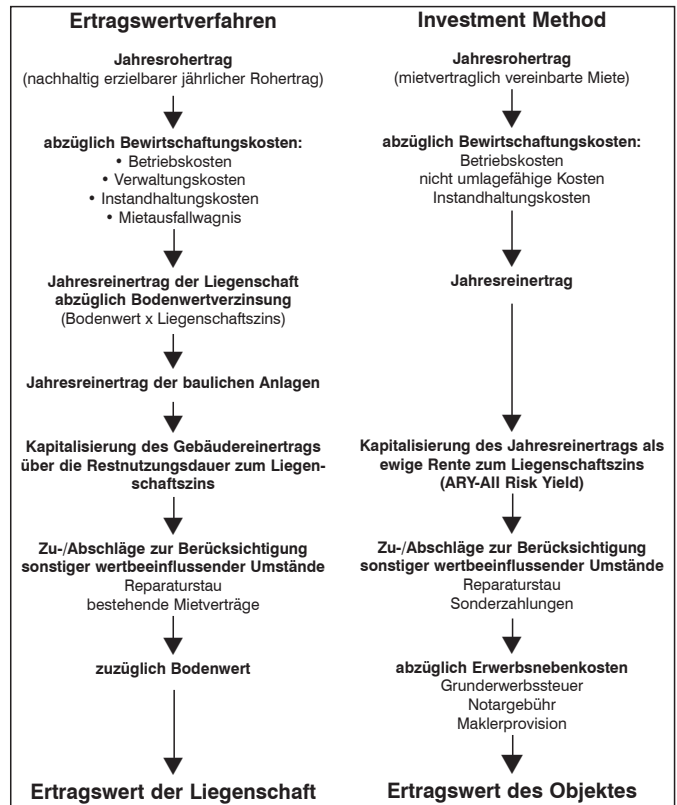


Abbildung 1: Vergleich: Ertragswertverfahren – Investment Method

Die wesentlichen Unterschiede zwischen Ertragswertverfahren und Investment Method sind:

- **Trennung Gebäudeertrag und Bodenwertverzinsung:**
Das Ertragswertverfahren und die Investment Method stimmen hinsichtlich ihrer Anwendung bei der Bewertung von Renditeobjekten weitgehend überein. Unterschiede bestehen vor allem in der methodischen Vorgehensweise: Der Ertragswert wird als die Summe aus den Barwerten zukünftiger Erträge der baulichen Anlagen und dem getrennt zu ermittelnden Bodenwert gebildet. Diese Aufspaltung der Erträge aus dem Gebäude und dem Boden steht im Gegensatz zur Investment Method, die Boden und Gebäude als eine Einheit betrachtet.
- **Definition des Rohertrags:**
Als Rohertrag wird im Ertragswertverfahren zumeist die Nettokaltmiete angesetzt. Bei Abweichungen der vertraglich vereinbarten Erträge von den ortsüblichen Mieten werden die Erträge angesetzt, die sich nachhaltig erzielen lassen. Häufig ist dies die ortsübliche Vergleichsmiete, wobei eine Abweichung von der laut Mietvertrag fließenden Miete als wertbeeinflussender Umstand berücksichtigt werden kann. Im Ertragswertverfahren werden nicht immer die tatsächlichen Mieten als nachhaltig eingestuft, was beim Investment-Verfahren jedoch die Regel ist. Bei Abweichungen der vertraglichen Miete (rent passing) von der Marktmiete (full rental value) wird dort eine differenzierte Kapitalisierung des Term und Reversion bzw. Hardcore & Topslice Cash Flows vorgenommen. (Anm.: nähere Erläuterung folgt unter Pkt. 4.2)

● **Behandlung der Bewirtschaftungskosten:**

Hinsichtlich der Bewirtschaftungskosten zeigt sich beim Ertragswertverfahren die Tendenz, diese weitgehend mit Hilfe von durchschnittlichen, aus Erfahrungswerten resultierenden Prozentsätzen zu erfassen. Im Gegensatz dazu stellen angelsächsische Gutachter üblicherweise detaillierte Analysen der tatsächlich anfallenden Kosten an. Des Weiteren ist es beim Ertragswertverfahren üblich, vom Rohertrag eine Summe für das Mietausfallwagnis in Abzug zu bringen. Bei der Investment Method wird dieses Risiko häufig beim Renditeansatz (all risks yield) reflektiert bzw. durch eine explizite Mietausfallperiode bei der Kapitalisierung des Cash Flows berücksichtigt.

In der Ertragswertberechnung ist ein wichtiger Schritt die Abschätzung der Restnutzungsdauer. Der Kapitalisierungszinssatz kann aus Verkäufen am Markt rückgerechnet werden bzw. entsprechend abgebildet werden.

Im angelsächsischen Raum werden alle mit der Immobilie verbundenen Risiken implizit in der angesetzten Rendite zum Ausdruck gebracht. Deswegen heißt diese Rendite „The All Risks Yield (ARY)“. Die ARY setzt sich aus einer Basisrendite zuzüglich Risikozuschlägen zusammen. Die Basisrendite ist normalerweise die durch aktuelle Markttransaktionen beweisbare oder durch Gespür und Erfahrung des Gutachters vermutlich erzielbare Rendite für eine neu vermietete, top-ausgestattete, erstklassige Immobilie in bester Lage der betrachteten Stadt, die eine identische Nutzung aufweist. Diese Rendite wird nicht nur durch den Immobilienmarkt, sondern auch durch den Kapitalmarkt (v.a. durch Leitzinsen (Hypothekenkonditionen) und Renditen für Staatsanleihen) bestimmt, so dass sie im Gegensatz zu Österreich und Deutschland extremen Schwankungen ausgesetzt wird.

Die Risikozuschläge werden subjektiv vom Gutachter bestimmt und betragen in der Regel jeweils zwischen ca. 0,25% und 2% für insbesondere folgende Faktoren:

- Eigentumseinschränkung (Baurecht, Dienstbarkeiten usw.)
- Mikromarktrisiken (Lage, Infrastruktur, Erreichbarkeit usw.)
- Objektrisiken (Objektgröße und -nutzung, Gebäudealter, -zustand und -konzeption)
- Mietvertragslaufzeit und -gestaltung
- Bonität der Mieter
- Mietniveau

4.2 Bewertungsmethoden und Beispiele

Innerhalb der Investment Method gibt es verschiedene Verfahren i.b. das

- **Rack – Rent – Verfahren**, bei welchem die tatsächlich eingehenden Mieten, die den Marktmieten („full rental value“) entsprechen, auf ewig kapitalisiert werden.
- **Term and Reversion Verfahren**, bei welchem die tatsächlich eingehenden Mieten zunächst bis zum nächsten Mietfestlegungstermin („rent review“) kapitalisiert („term“) werden und danach wird die Marktmiete (aus heutiger Sicht) auf ewig kapitalisiert und für den Zeitraum bis zur Vereinbarung der neuen Miete abgezinst („reversion“).
- **Topslice-Hardcore-Verfahren**, bei welchem die eingehende Miete auf ewig kapitalisiert („bottom slice“) und danach die Differenz zwischen Marktmiete und bezahlter Miete („top slice“) für den Zeitraum der erhöhten Miete kapitalisiert und zum „bottom slice“ addiert wird. Sogenannte „overrented“ Immobilien (dh mit einer über der Marktmiete liegenden derzeitigen Miete) können damit marktgerecht bewertet werden.

4.2.1 „Rack – Rent“ – Verfahren (Vermietung zu Marktniveau)

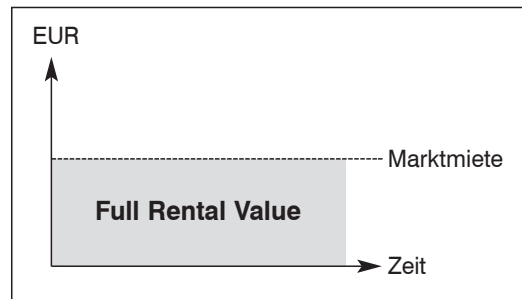


Abbildung 2: „Rack – Rent“ – Verfahren

Beispiel 1: Rack – Rent – Verfahren

- Langfristig vermietete Büroimmobilie mit 6.000m² in guter Lage;
- Der vertraglich vereinbarte Mietzins beläuft sich auf € 1.440.000,- p.a. (→ € 20,-/m² p.M. ⇨ Marktniveau);
- Die ortsüblich, nachhaltig erzielbare Marktmiete liegt etwa bei € 20,- /m²;
- Vergleichbare Objekte mit Marktmieten werden zu Renditen von 5,5% gehandelt.

Beispiel 1 – Immobilie zu Marktniveau vermietet (Rack – rent)

Vertragliche Miete (= Marktmiete)	1.440.000 € p.a.		
abzügl. nicht umlegbarer Bewirtschaftungskosten	6.000 m ² zu 24,00 € p.a.	-144.000 € p.a.	
		netto	1.296.000 € p.a.
Vervielfältiger (ewige Rente) zu	5,50%	18,1818	
			23.563.636 €
abzügl. Erwerbsnebenkosten von	6,00%		-1.413.818 €
			22.149.818 €
Marktwert zum Bewertungsstichtag		rund	22.100.000 €

Die Erwerbsnebenkosten von angenommenen 6% werden – entsprechend der angelsächsischen Ertragswertmethodik – im Marktwert berücksichtigt.

4.2.2 „Term and Reversion“ – Verfahren (Vermietung unter Marktniveau)

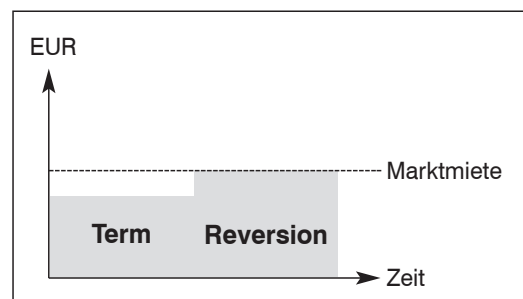


Abbildung 3: „Under – rent“ – Verfahren

Beispiel 2: Under – rent Verfahren

- Vermietete Büroimmobilie mit 6.000m² in guter Lage;
- **Restlaufzeit des Vertrages noch 5 Jahre;**

- **Der vertragliche Mietzins beläuft sich auf € 1.152.000,- p.a. (→ € 16,- /m² p.M. ⇒ unter Marktniveau);**
- Die ortsüblich, nachhaltig erzielbare Marktmiete liegt etwa bei € 20,- /m²;
- Vergleichbare Objekte mit Marktmieten werden zu Renditen von 5,5% gehandelt.

Bewertung der laufenden Vertragsbindung:

Vertragliche Miete	1,152.000 € p.a.	
abzügl. nicht umlegbarer Bewirtschaftungskosten 6.000 m² zu 24,00 € p.a.	-144.000 € p.a.	
	netto	1,008.000 € p.a.
Vervielfältiger für 5 Jahre zu 5,25 %	4,2997	
		<u>4,334.117 €</u>

Bewertung des Zeitraums nach Ablauf der Vertragsbindung:

Marktmiete	1,440.000 € p.a.	
abzügl. nicht umlegbarer Bewirtschaftungskosten 6.000 m² zu 24,00 € p.a.	-144.000,00 € p.a.	
	netto	1,296.000 € p.a.
Vervielfältiger (ewige Rente, abgez. auf 5 Jahre) zu 5,50%	13,9115	
		<u>18,029.348 €</u>
	Ges.:	<u>22,363.465 €</u>
abzügl. Erwerbsnebenkosten von 6,00%		<u>-1,341.808 €</u>
		<u>21,021.657 €</u>
Marktwert zum Bewertungsstichtag	rund.	<u>21,000.000 €</u>

Der Zinssatz für die Kapitalisierung des Zeitraumes mit einer vertraglichen Miete unter Marktmietniveau (5,25%) ist wegen des geringeren Risikos um 0,25% niedriger angesetzt als der Zinssatz für den Zeitraum mit einer Miete in der Höhe der Marktmiete (5,5%).

4.2.3 „Topslice – Hardcore“ – Verfahren (Vermietung über Marktniveau)

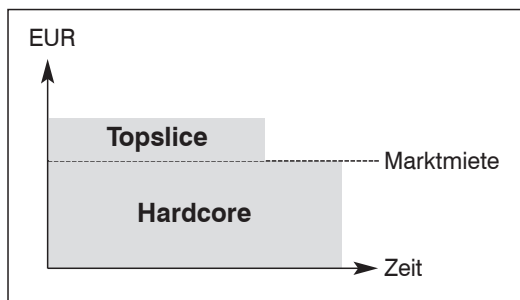


Abbildung 4: "Under – rent" Verfahren

Beispiel 3: Over – rent Verfahren

- Vermietete Büroimmobilie mit 6.000m² in guter Lage;
- **Restlaufzeit des Vertrages noch 7 Jahre;**
- **Der vertragliche Mietzins beläuft sich auf € 1.800.000,- p.a. (→ € 25,- /m² p.M. ⇒ über Marktniveau);**
- Die ortsüblich, nachhaltig erzielbare Marktmiete liegt etwa bei € 20,- /m²;
- Vergleichbare Objekte mit Marktmieten werden zu Renditen von 5,5% gehandelt.

Hardcore

Marktmiete	1,440.000 € p.a.	
abzügl. nicht umlegbarer Bewirtschaftungskosten 6.000 m² zu 24,00 € p.a.	-144.000 € p.a.	
	netto	1,296.000 € p.a.
Vervielfältiger (ewige Rente) zu 5,50%	18,1818	
		<u>23,563.636 €</u>

Topslice

Vertragliche Miete	1,800.000 € p.a.	
abzügl. Marktmiete	-1,440.000 € p.a.	
	Überschuss:	360.000 € p.a.
Vervielfältiger für 7 Jahre zu 10,00%	4,8684	
		<u>1,752.631 €</u>
	Ges.:	<u>25,316.267 €</u>

abzügl. Erwerbsnebenkosten von 6,00%		<u>-1,518.976 €</u>
		<u>23,797.291 €</u>

Marktwert zum Bewertungsstichtag **rund. 23,800.000 €**

Der Zinssatz für die Kapitalisierung des Zeitraumes mit einer vertraglichen Miete über dem Marktniveau ist wegen des größeren Risikos mit 10% angesetzt und daher höher als der Zinssatz für den Zeitraum mit einer Miete in der Höhe der Marktmiete.

5. Discounted Cash Flow

5.1 Vergleich Ertragswertverfahren – Discounted Cash Flow Methode

Nationales Ertragswertverfahren	Discounted Cash Flow
<ul style="list-style-type: none"> • Ausgangsbasis ist der ortsübliche erzielbare Reinertrag zum Wertermittlungsstichtag; • Dieser wird über die gesamte RND als nachhaltig erzielbar unterstellt; • Diskontierung der gleichbleibenden Reinerträge (Gebäudeertragsanteil); • Addition des Bodenwertes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ausgangsbasis sind – je nach Vertragsgestaltung sich ändernde – jährliche Nutzungsentgelte; • Berücksichtigung von Besonderheiten (zB erforderl. Investitionen) zum Zeitpunkt ihres voraussichtlichen Eintretens; • Bodenwertanteil bleibt unberücksichtigt.

Tabelle 5: Vergleich: Ertragswertverfahren – DCF

Die wesentlichen Unterschiede zwischen Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow Methode sind:

• Ausgangsbasis der Erträge:

Im nationalen Ertragswertverfahren ist die Ausgangsbasis der ortsübliche nachhaltig erzielbare Reinertrag zum Wertermittlungsstichtag.

Im Discounted Cash Flow Verfahren ist die Ausgangsbasis der je nach Vertragsgestaltung sich ändernde jährliche Mietzins.

• Kapitalisierungszeitraum:

Im nationalen Ertragswertverfahren wird der ortsübliche als nachhaltig erzielbare Reinertrag zum Wertermittlungsstichtag über die gesamte Restnutzungsdauer kapitalisiert. Im Dis-

counted Cash Flow Verfahren werden alle Besonderheiten der jährlichen Erträge wie zB erforderliche Investitionen, Mietausfallszeiten, etc. zum Zeitpunkt ihres voraussichtlichen Eintretens im jährlichen Mietertrag berücksichtigt.

● Diskontierung der Erträge:

Im nationalen Ertragswertverfahren werden die gleichbleibenden Reinerträge des Gebäudes (Gebäudeertragsanteil) diskontiert.

Im Discounted Cash Flow Verfahren werden die jährlichen Erträge diskontiert und der prognostizierte Verkaufserlös am Ende des Betrachtungszeitraums ebenfalls diskontiert und addiert.

● Bodenwert:

Im nationalen Ertragswertverfahren wird der Bodenwert zum Ertragswert des Gebäudes addiert.

Im Discounted Cash Flow Verfahren bleibt der Bodenwertanteil unberücksichtigt.

5.2 Discounted Cash Flow – Methode und Beispiel

Das Discounted Cash Flow Verfahren ist ein dynamisches Wertermittlungsverfahren, welches die Zahlungsströme des Betrachtungszeitraums als Summe der Barwerte zum Wertermittlungstichtag darstellt.

Die Eingangsdaten sind die Jahresmieteinnahmen unter Berücksichtigung der existierenden Mietverträge abzüglich aller nicht umlegbaren (Bewirtschaftungs-)Kosten, welche vom jeweiligen Mietvertrag abhängig sind. Daraus wird der jährliche Reinertrag ermittelt. Die Cash Flow Darstellung des Reinertrages ist auf einen Zeitraum von 5 bis 20 Jahren üblich, wobei meist eine Darstellung über 10 Jahre gewählt wird. Als Kosten, welche von den Jahresmieteinnahmen als negative Zahlungsströme im Cash Flow berücksichtigt werden sind zB Mietfreizeiten, Leerstandsperioden, Sanierungs- und Umbaukosten sowie Verwaltungskosten zu erwähnen.

Der Netto-Kapitalfluss (= Summe der positiven und negativen Zahlungsströme) wird mit einem objekt- und risikospezifischen Zinssatz (Diskontierungszinssatz) abgezinst, um zum heutigen Barwert zu gelangen.

Am Ende des Analysezeitraumes wird ein Wiederverkauf (Prognose des Veräußerungserlöses am Ende der Holding Periode) des Objektes angenommen. Zu diesem Zweck kann der Netto-Kapitalfluss im letzten Jahr des Analysezeitraumes mit einem, dem Objekt entsprechenden Multiplikator kapitalisiert und über den Analysezeitraum abgezinst werden. Der Barwert des Wiederverkaufs und der Erträge über den Analysezeitraum ergeben zusammen den Bruttokapitalwert des Objektes.

Der objekt- und risikospezifische Zinssatz im Discounted Cash Flow Verfahren hat seinen Basisansatz in einem Vergleichszinssatz über den betrachteten Zeitraum, welcher zB von Staatsanleihen abgeleitet werden kann. Für objekt- und marktspezifische Risiken ist ein Aufschlag auf den Basiszins von ca. 1–3% üblich. Für die Ermittlung des Veräußerungserlöses ist nur beim diesbezüglichen Kapitalisierungszinssatz ein Abschlag anzusetzen, um die erwartete Wertsteigerung der Liegenschaft abzubilden. Beim Diskontierungszinssatz (Barwertfaktor) ist kein dementsprechender Abschlag anzusetzen, da die Wertentwicklung bereits im Cash Flow berücksichtigt ist, wo die jährlichen Mietsteigerungen angesetzt sind.

5.3 DCF – Ermittlung (Beispiel)

Gemischt genutztes Objekt (Bj. ~ 1900) in **guter Innenstadtlage** auf einer Grundfläche von **350m²**.

Angaben über Mietgegenstände und Konditionen:

1. EG -Geschäftslokal (Bank):

- 140m² Nfl. à € 10,-/m² p.M. – VPI gesichert
- Marktmiete ~ € 15,-/m²
- Mietvertrag bis Ende 2005 (Vertrag wird nicht verlängert!)
- Nach Beendigung des Mietverhältnisses → geschätzter Leerstand von ca. ½ Jahr und daran anschließend Neuvermietung zu Marktkonditionen.
- Kalkulierte Umbaukosten = € 150,-/m²
- Mietausfallwagnis = 3%
- Instandhaltungskosten = € 7,50 /m² p.a.
- Betriebs- u. Verwaltungskosten trägt der Mieter.

2. EG – Geschäftslokal (Boutique):

- 60m² Nfl. à € 25,-/m² p.M. – VPI gesichert
- Marktmiete ~ € 15,-/m²
- Mietvertrag bis Ende 2006 (Vertrag wird nicht verlängert!)
- Ab 2007 ist mit Leerstand (Dauer ca. ½ Jahr) und daran anschließend mit einer Neuvermietung zu Marktkonditionen zu rechnen.
- Kalkulierte Umbaukosten = € 75,-/m²
- Mietausfallwagnis = 3%
- Instandhaltungskosten = € 7,50/m² p.a.
- Betriebs- u. Verwaltungskosten trägt der Mieter.

3. OG – Ordination

- 200m² Nfl. à € 12,50/m² p.M. – VPI gesichert (Anpassung nur 60%)
- Marktmiete ~ € 12,50/m²
- Mietvertrag noch 13 Jahre Restlaufzeit
- Mietausfallwagnis = 3%
- Instandhaltungskosten = € 9,- p.a.
- Teil der Bewirtschaftungskosten von € 0,50/m² p.M. vom Vermieter zu tragen.
- Betriebs- u. Verwaltungskosten trägt der Mieter.

4. 2. bis 4. OG – Wohnungen

- Ges. 12 Wohnungen à 60m² Wfl. um € 10,-/m² p.M.
- Marktmiete ~ € 10,-/m²
- Mietvertrag – langfristig vermietet
- 2009 div. Sanierungsmaßnahmen € 100.000,-
- Mietausfallwagnis = 5%
- Instandhaltungskosten = € 9,-/m² p.a.
- Verwaltungskosten von € 210,- pro Wohneinheit p.a. trägt der Vermieter
- Betriebskosten trägt der Mieter.

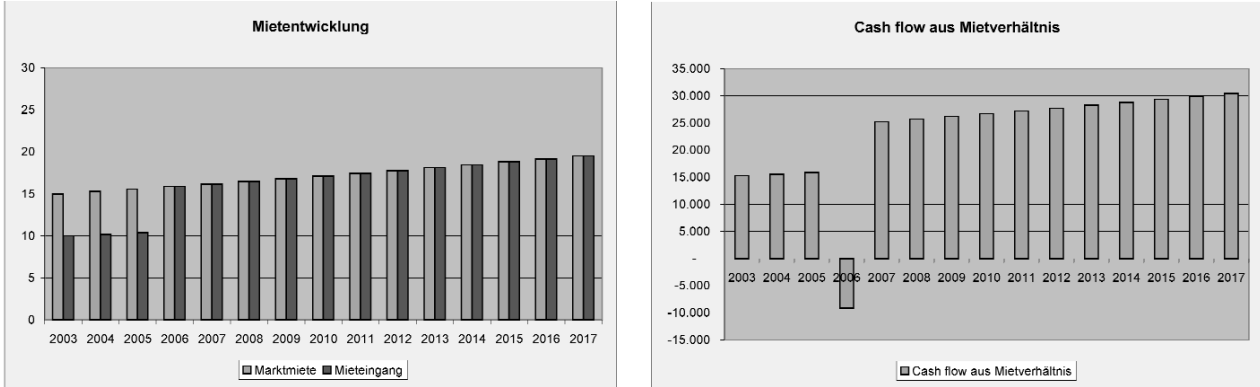
5. DG – Ausbaureserve (Wohnungen)

- 200m² Wfl. (4 Wohnungen)
- geplanter Ausbau 2004
- Kosten des Dachbodenausbaus ~ € 1.000,-/m² Wfl.
- Marktmiete ~ € 10,-/m²
- Mietausfallwagnis = 5%
- Instandhaltungskosten = € 7,50/m² p.a.
- Verwaltungskosten von € 210,- pro Wohneinheit p.a. trägt der Vermieter
- Betriebskosten trägt der Mieter.

Internationale Aspekte der Immobilienbewertung

Graphische Darstellung des Cash Flows bzw. der Mietentwicklung ausgesuchter Mietverträge:

Geschäftslokal EG (Bank):



Wohnungen DG (Dachausbau):

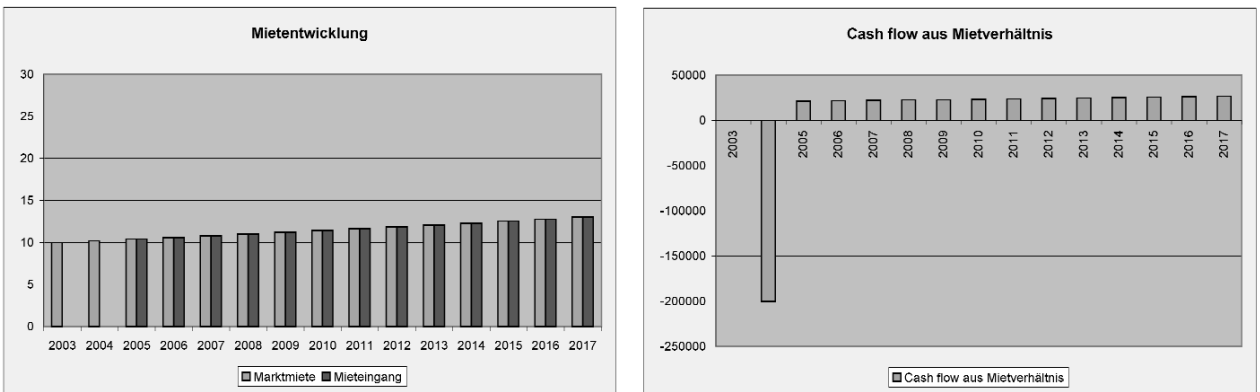


Abbildung 5: Cash Flow bzw. Mietentwicklung ausgesuchter Mietverträge

Cash Flow – Geschäftslokal EG (Bank):

Wertangaben in EUR	Jahr	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Periode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Mieteinnahmen		16.800	17.119	17.444	13.332	27.170	27.687	28.213	28.749	29.295	29.852
Instandhaltungskosten	7,50 /m ² p.a.	1.050	1.070	1.090	1.111	1.132	1.154	1.176	1.198	1.221	1.244
Mietausfallwagnis	3%	504	514	523	400	815	831	846	862	879	896
Großreparaturen		-	0	0	21.000	0	0	0	0	0	0
Summe Ausgaben		-1.554	-1.584	-1.614	-22.511	-1.947	-1.984	-2.022	-2.060	-2.099	-2.139
Cash flow		15.246	15.536	15.831	-9.179	25.223	25.703	26.191	26.688	27.196	27.712

Tabelle 6: Beispiel – Cash Flow Entwicklung des Geschäftslokales EG (Bank)

Cash Flow – Ermittlung lt. o.g. Angabe:

Wertangaben in EUR	Jahr	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Periode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Mieteinnahmen		151.200	153.845	181.449	180.228	183.417	192.596	196.014	199.494	203.038	206.646
Bewirtschaftungs-/Leerstandskosten		-19.764	-20.156	-24.118	-24.436	-24.893	-25.537	-26.015	-26.502	-26.998	-27.503
Großreparaturen		0	-200.000	0	-21.000	-4.500	0	-100.000	0	0	0
Cash flow		131.436	-66.311	157.332	134.792	154.024	167.059	69.999	172.992	176.040	179.143
Prognostizierter Verkaufserlös nach 10 Jahren (Exit Value)											2.650.000
Kapitalisierungszinssatz	6,75%										
Cash flow inkl. Exit Value		131.436	-66.311	157.332	134.792	154.024	167.059	69.999	172.992	176.040	2.829.143
Barwertfaktor	8%	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806	0,6302	0,5835	0,5403	0,5002	0,4632
Diskontierter Cash Flow		121.700	-56.851	124.895	99.077	104.826	105.276	40.844	93.462	88.064	1.310.440

Discounted Cash Flow (ges.): 2.031.732 €
 rund. 2.030.000 €

Tabelle 7: Beispiel DCF-Ermittlung

6. Stärken und Schwächen der internationalen Immobilienbewertungsmethoden

Als kritischer Parameter der Investmentmethode kann der All Risk Yield angeführt werden, welcher im nationalen Markt keine vergleichbaren Benchmarks hat. Die Abbildung aller Immobilienrisiken in einem zur Kapitalisierung der Erträge verwendeten Zinssatz, dem All Risk Yield, birgt die Schwäche, dass dieser nicht präzise differenziert und aufgelöst dargestellt wird.

Der All Risk Yield ist im nationalen Markt nicht bekannt. Am ehesten ist der All Risk Yield mit der sogenannten „Maklerrendite“ d.h. der Bruttoanfangsrendite, welche als Zinssatz die Jahresnettomiete in Bezug zum Marktwert der Immobilie darstellt, vergleichbar.

Die Vorteile der Discounted Cash Flow Methode gegenüber dem nationalen Ertragswertverfahren sind im wesentlichen die bessere Beurteilbarkeit der Wirtschaftlichkeit von Investitionen, die übersichtliche Darstellung der Erträge und Ausgaben in der jeweiligen Periode, und die leichte Erkennbarkeit von Veränderungen im Cash Flow.

Das Discounted Cash Flow Verfahren ist hauptsächlich als Grundlage für Investitionsentscheidungen in Verwendung und dafür besser geeignet als zur davon losgelösten Verkehrswertermittlung.

Internationale Investoren planen die Einnahmen- und Ausgabenströme ihrer Investition für die Haltedauer der Immobilie im Voraus und vergleichen diese Werte mit den tatsächlichen Zahlungsflüssen. Es kann sein, dass die künftigen jährlichen Überschüsse (Cash-Flows) des zu erwerbenden Objekts für die Kaufentscheidung von entscheidender Bedeutung sind, beispielsweise dann, wenn der Investor wissen will, welche liquiden Mittel ihm aus dem zu erwerbenden Objekt jährlich zufließen, um anderweitige unternehmerische Entscheidungen finanziell abzusichern.

Der Verkehrswert ist bei dieser Analyse nur ein „Abfallprodukt“.

Im Gegensatz zur allgemeinen Investitionsberechnung ist beim DCF-Verfahren nicht gefragt, ob eine Investition bei gegebener Anfangszahlung (Kaufpreis) lohnenswert ist, sondern es wird vielmehr ermittelt, welcher Kaufpreis bei einer gewünschten Verzinsung maximal gezahlt werden kann.

Die wesentlichen Vorteile des DCF-Verfahrens sind erkennbar, wenn für einen noch überschaubaren Zeitraum (etwa 10 Jahre)

- die sicher eintretenden Veränderungen und auch
- die künftigen Markterwartungen überschaubar dargestellt werden können.

Das angeführte Beispiel zeigt gut die Berücksichtigung von künftigen Leerstands-, Ausbau-, Umbau- und Modernisierungskosten.

Voll ausgeschöpft werden können die Vorteile des Verfahrens nur vom Investor selbst, da dieser unter Berücksichtigung seines Eigenkapitals und des aufzunehmenden Fremdkapitals besser abschätzen kann, ob für ihn die Investition in die Immobilie Vorteile bringt oder nicht, bzw. welcher maximale Kaufpreis bei seiner gewünschten Verzinsung für ihn tragbar ist.

Die kritischen Parameter beim Discounted Cash Flow Verfahren sind der begrenzte Zeitraum von 10–15 Jahren, die Prognose der Indexentwicklung zB für die Berücksichtigung der Anpassung der laufenden Mieten, die Prognose der Anschlussmieten

sowie Mietwertsteigerungen und Leerstandsperioden. Weiters ist die Prognose der Kostensteigerungen für zB Bewirtschaftungskosten und auch die Wahl des Diskontierungszinssatzes meist wenig transparent dargestellt und von der fachlichen Qualifikation des jeweiligen Gutachters abhängig.

Das DCF-Verfahren ist zwar im ersten Teil, wo der Barwert „dynamisch“ aus dem jährlichen Cash Flow des Beobachtungszeitraums ermittelt wird, bei geeigneten Daten gut nachvollziehbar, im zweiten Teil, der Abschätzung des Barwerts eines Verkaufserlöses am Ende des Beobachtungszeitraums, kommt es sehr stark auf die „Erfahrung“ des Sachverständigen an.

Dies wird im dargestellten Beispiel besonders deutlich, da der am Ende der Betrachtungsperiode, also in 10 Jahren, abgeschätzte und diskontierte Verkaufspreis mehr als 50% des Marktwertes darstellt.

7. Zusammenfassung und Auswirkungen auf die nationale Liegenschaftsbewertung

Die wesentlichen internationalen Ertragswertmethoden sind die Investment Method und die Discounted Cash Flow Method.

Beide Methoden, aber vor allem die Discounted Cash Flow Methode, bilden in weitaus transparenterer Art und Weise als traditionelle Ertragswertmethoden die zukünftigen Erträge ab.

Dieser auf den ersten Blick als wesentlicher Vorteil zu sehende Detaillierungsgrad hat seinen Nachteil in der Wahl der Zukunftsprognosen.

In der nationalen Anwendung ist sicherlich eine weitere Differenzierung in unserem Ertragswertverfahren in der Art der „Over-rent“ bzw. „Under-rent“-Berechnung der Investmentmethode zweckmäßig zu übernehmen, bzw. wird dies auch bereits derart in Gutachten angewendet.

Die Ausbildung der Immobiliensachverständigen ist auf alle Fälle um die internationalen Bewertungsmethoden zu erweitern, um auch am internationalen Markt einem dementsprechenden Kunden gegenüber treten zu können. Für einen internationalen Auftraggeber wird es hilfreich sein, dass der nationale Gutachter in seinem Gutachten neben der üblichen Ertragswertberechnung auch eine nach internationalen Wertermittlungsmethoden dargestellte Wertermittlung erstatten kann.

Die Anforderungen an die nationalen Sachverständigen und Gutachter werden steigen. Der internationale Markt legt besonderen Wert auf die Befundqualität, dh die objektive, wahrheitsgetreue und erschöpfende Darstellung des Objektes im Befund des Gutachtens. Dazu wird es bei der Beratung des Immobilientransfers unter Großinvestoren notwendig sein, dass die Gutachter in Teams von verschiedenen Fachdisziplinen arbeiten. Man denke nur an die vielfältigen Fragestellungen, die sich im Zuge eines Gutachtens für ein großvolumiges Objekt ergeben, wo insbesondere Baufachleute, Juristen, Makler, Haustechniker und andere Fachleute die Fragen ihrer jeweiligen Disziplin zu beantworten haben werden.

Als weitere Anforderung an die Gutachter wird eine transparente Wertermittlung im Gutachten gestellt werden. Daneben wird auch, wie schon zuvor erwähnt, eine internationale Wertableitung neben der nationalen für internationale Auftraggeber hilfreich sein.

Letztendlich ist für den Auftraggeber einer Sachverständigenleistung der „Mehrwert“, den er in einem Gutachten erhält und

der über die Aussage zum Marktwert am Stichtag hinausgeht, entscheidend.

Die internationalen Bewertungsmethoden sind zukünftig von immer größer werdender Bedeutung und auch national, da im Liegenschaftsbewertungsgesetz als anwendbar definiert, für die Immobilienwertermittlung zulässig.

8. Fortführende Literatur:

Bankwesengesetz (BWG), BGBl I Nr. 45/2002

Liegenschaftsbewertungsgesetz (LBG), BGBl Nr. 150/1992

E. Brand, Verfahrenskritik zum Discounted-Cash-Flow-Verfahren in der Grundstücksbewertung (GuG), 4/00

P. Champness, Anerkannte Europäische Standards für die Immobilienbewertung, im Auftrag von TEGoVA, 1997

O. Janssen/B. Breisig, Simulationen zu Investitionsentscheidungen leicht gemacht: Das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (GuG), 4/01

Kleiber/Simon/Weyer, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, Bundesanzeiger Verlag, 4. Auflage 2002

F. Pohner, Kreditwirtschaftliche Wertermittlungen – Typische und atypische Beispiele der Immobilienbewertung, 5. Auflage 1997, Luchterhand Verlag GmbH Neuwied, Krefeld, Berlin

K. Rüdhardt, Bedeutung, Anforderungen, Ermittlung und Verwendung von Beleihungswerten für Immobilien, Schriftenreihe des Verbandes deutscher Hypothekenbanken, Band 13, Frankfurt am Main

Simon/Kleiber, Schätzung und Ermittlung von Grundstückswerten, 7. Auflage 1996, Luchterhand Verlag GmbH Neuwied, Krefeld, Berlin

M. Vogels, Grundstücks- und Gebäudebewertung marktgerecht, 5. Auflage 1996, Bauverlag GMBH, Wiesbaden u. Berlin

R. R. Vogel, Angelsächsisches Investitionsverfahren und marktorientierte Verkehrswertermittlung in Deutschland (GuG), 4/00

Verschiedene Autoren, hyp Zert Studienbriefe, Verband deutscher Hypothekenbanken e.V., Bonn 1999

D. White/J. Turner/B. Jenyon/ N. Lincoln, Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien – Praktische Anwendung internationaler Bewertungsstandards, IZ Immobilien Zeitung Verlagsgesellschaft, 2. Auflage 2000

Korrespondenz:

Dipl.-Ing. Martin M. Roth, CIS hyp zert

SV für Bauwesen u. Immobilien; Ziv.-Ing. f. Hochbau (r.)

Geschäftsführer der Immobilien Rating GmbH

1020 Wien, Lassallestraße 5 / 9060

www.immobiliennrating.at

martin.roth@immobiliennrating.at

roth.svzt@aon.at

OSenR Univ. Lektor Dr. Otto Widetschek
Branddirektor der Stadt Graz a. D.

Brandschutz in Tunnels und anderen Bauwerken

Risiken und Brandschutzkonzepte?

Die totale Technisierung unserer Umwelt hat neue Risiken für die Bevölkerung und vor allem für das an vorderster Front bei Bränden, Unfällen und Katastrophen tätige Einsatzpersonal entstehen lassen. Im speziellen hat der vorbeugende Brandschutz in manchen Bauwerken, wie Hochhäusern und Tunnelanlagen, mit dem raschen Wertezuwachs in unserer Gesellschaft nicht Schritt halten können. Die Feuersicherheit ist daher in vielen Bereichen ins Hintertreffen geraten und führt heute ein Aschenputtel-Dasein.

Absolute Sicherheit wird es nie geben. Auch bei der Bedrohung durch das Feuer. Trotzdem kann durch verschiedene Maßnahmen das Risiko auf ein vertretbares Minimum herabgesetzt werden.

Die „Brandschutzkette“

Betrachten wir die Brandsicherheit von Menschen in einem Gebäude. Man kann sie mit einer dreigliedrigen Kette vergleichen, deren Kettenglieder folgende Bedeutung besitzen:

● Vorbeugender Brandschutz

Umfasst alle baulichen und betrieblichen Maßnahmen, die

bereits vor Brandausbruch getroffen werden. Beispiele: Brandabschnitte, Fluchtwege, Erste Löschhilfe und Betriebsbrandschutz.

● Abwehrender Brandschutz

Umfasst alle Maßnahmen zur Bekämpfung eines bereits ausgebrochenen Brandes durch berufliche Helfer. Beispiele: Einsatz einer Berufs-, Betriebs- oder Freiwilligen Feuerwehr.

● Selbstschutz

Umfasst alle Maßnahmen von Personen, in erster Linie zum eigenen Schutz. Beispiele: Richtiges Verhalten im Brandfall, Entstehungsbrandbekämpfung, lebensrettende Sofortmaßnahmen und Alarmierung der Feuerwehr und anderer Einsatzorganisationen.

Das schwächste Glied!

Kommen wir auf unseren Vergleich der Brandsicherheit mit einer dreigliedrigen Kette zurück. Wir wissen: Jede Kette ist so stark wie ihr schwächstes Glied. Diese Aussage gilt auch für die Brandschutzkette, das heißt, dass der vorbeugende und abweh-