

ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 7)

Investment Method und Direct Capitalization

Markus Reithofer / Gerald Stocker

Die ÖNORM B 1802-1 („Liegenschaftsbewertung, Teil 1: Begriffe, Grundlagen sowie Vergleichs-, Sach- und Ertragswertverfahren“) ist seit 15. 7. 2019 in Kraft und ersetzt die ÖNORM B 1802 aus dem Jahr 1997.¹ Da die ÖNORM B 1802-1 klarstellt, dass die *investment method* dem Stand der Bewertungswissenschaft entspricht, erläutern Markus Reithofer und Gerald Stocker in diesem Artikel die Grundzüge und wesentlichen Besonderheiten dieser Methode.



Mag. Markus Reithofer, MSc MRICS CIPS CIS ImmoZert ist Geschäftsführer der Reithofer Immobilienbewertung GmbH.

1. Grundlagen, Anwendungsbereich und Verfahrensablauf

1.1. Gesetzliche und sonstige normierte Grundlagen

Die aus dem angloamerikanischen Raum stammende *investment method* (Großbritannien, auf der Grundlage des sogenannten „all risk yield“, kurz: ARY) bzw *direct capitalization* (USA, auf der Grundlage der sogenannten „overall capitalization rate“, kurz: cap rate), die mit dem vereinfachten Ertragswertverfahren (österreichische Terminologie) sowie mit der „Maklermethode“ vergleichbar ist,² zählt in Österreich zu den nicht normierten Bewertungsverfahren.

Gemäß LBG sind für die Bewertung jene Wertermittlungsverfahren anzuwenden, die dem jeweiligen Stand der Wissenschaft entsprechen.³ Der Sachverständige hat – soweit das Gericht oder die Verwaltungsbehörde nichts anderes anordnet – das Wertermittlungsverfahren auszuwählen.⁴ Das Ermessen des Sachverständigen ist bei der Auswahl nicht völlig frei.⁵ Dennoch ist die Berücksichtigung jüngerer bewertungswissenschaftlicher Erkenntnisse gewährleistet.⁶ Auch in der ÖNORM B 1802-1 wird angeführt, dass im Rahmen der Verkehrs- und Marktwertmittlung von Liegenschaften bzw der Ermittlung eines Wertes⁷ von bebauten und unbebauten Liegenschaften auch sonstige dem Stand der Bewertungswissenschaften entsprechende Wertermittlungsverfahren angewendet werden können. Als Beispiel wird die *investment method* explizit angeführt.⁸ Die ÖNORM B 1802-1 stellt daher klar, dass auch die aus dem angloamerikanischen Raum stammende *investment method* bzw *direct capitalization* dem Stand der (österreichischen) Bewertungswissenschaft entspricht.

Entsprechend den *International Valuation Standards 2020 (IVS)*⁹ und den *European Valuation Standards 2016 (EVS)*¹⁰ wird die *investment method* (auch als „income method“ bzw in den USA als „income capitalization approach“ bezeichnet) allgemein den ertragsorientierten Wertermittlungsverfahren, dem „Einkommensansatz“ („income approach“) zugerechnet, welcher sowohl Kapitalisierungsmethoden („capitalization methods“) als auch Diskontierungsmethoden („discounting methods“) umfasst.¹¹ Bienert und Reinberg sind der Auffassung, dass der Begriff „investment method“ nicht ganz zielführend sei, da weniger geübte Kollegen hierunter ein Verfahren verstehen könnten, das ausschließlich für die Herleitung eines *investment value* geeignet sei. Die *investment method* ziele jedoch ebenso auf die Herleitung von Verkehrs- und Marktwerten ab.¹² Zu beachten ist, dass weder



Mag. (FH) Gerald Stocker, MBA MRICS WAVO WRV CIPS CIS ImmoZert CIS HypZert (MLV) ist Eigentümer der Realbewertung Gerald Stocker e. U.

¹ Vgl *Austrian Standards International*, ÖNORM B 1802-1, Liegenschaftsbewertung, Teil 1: Begriffe, Grundlagen sowie Vergleichs-, Sach- und Ertragswertverfahren (15. 7. 2019) Vorwort (im Folgenden: ÖNORM B 1802-1).

² Vgl zum vereinfachten Ertragswertverfahren *Reithofer/Stocker*, ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 6), immo aktuell 2020, 138 (139 ff); vgl zu den wesentlichen Gemeinsamkeiten und Unterschieden *Kleiber*, Was sind eigentlich die sog. Internationalen Bewertungsverfahren? GuG 2004, 193 (197), sowie *Simon*, Internationale Bewertungsstandards, GuG 2006, 270 (271). Betrachtet man den Grundstücksmarkt in seiner gesamten Breite, findet das Ertragswertverfahren (*direct capitalization*) weltweit in der Variante des sogenannten „vereinfachten Ertragswertverfahrens“ Anwendung.

³ Vgl § 3 Abs 1 LBG.

⁴ Vgl § 7 Abs 1 LBG.

⁵ Vgl *Stabentheiner* in *Stabentheiner*, LBG² (2005) § 7 Anm 1.

⁶ Vgl *Hauswurz/Schiller/Stocker* in *Deixler-Hübner*, Exekutionsordnung (30. Lfg, 2020) § 3 LBG Rz 2.

⁷ Vgl zu den von der ÖNORM B 1802-1 umfassten Wertbegriffen *Reithofer/Stocker*, ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 1), immo aktuell 2019, 196 (196 ff), sowie *Heuer-Kaffka/Pinter/Reithofer/Stocker*, ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 2), immo aktuell 2019, 253 (253 ff).

⁸ Vgl ÖNORM B 1802-1, Pkt 6.1.

⁹ Vgl *International Valuation Standards Council (IVSC)*, International Valuation Standards 2020 (2019) IVS 105 (Bewertungsansätze und -verfahren) Abs 40, IVS 400 (Immobilien) Abs 70; im Folgenden beziehen sich alle Verweise auf IVS ohne nähere Angaben auf die IVS in dieser Fassung.

¹⁰ Vgl *The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA)*, Europäische Bewertungsstandards 2016⁸ (2016) EVIP 5, Pkt 4.6 und 6.3; im Folgenden beziehen sich alle Verweise auf EVS ohne nähere Angaben auf die EVS in dieser Fassung.

¹¹ Vgl zu den Kapitalisierungsmethoden EVIP 5, Pkt 6.3.2; vgl zu den Diskontierungsmethoden EVIP 5, Pkt 6.3.3.

die ÖNORM B 1802-1 noch die EVS oder IVS einen konkreten bzw festgelegten Verfahrensablauf für die Wertermittlung mithilfe der *investment method* bzw der *direct capitalization* festlegen. Sowohl in den EVS als auch in den IVS werden – offensichtlich um länderspezifischen Charakteristiken bzw „Abwandlungen“ im Wertermittlungsablauf ausreichend Raum zu bieten – ausschließlich einzelne Verfahrensparameter überblicksartig umschrieben.

1.2. Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich der *investment method* bzw *direct capitalization* ist mit dem grundsätzlichen Anwendungsbereich des (österreichischen) Ertragswertverfahrens vergleichbar.¹³ Die britische *investment method* und das deutsche Ertragswertverfahren stimmen demnach hinsichtlich ihres Anwendungsbereichs weitgehend überein;¹⁴ die *investment method* stellt das im angelsächsischen Raum am häufigsten zur Bewertung von Renditeobjekten angewendete Wertermittlungsverfahren dar.¹⁵ Allgemein sollten die unterschiedlichen Methoden des Ertragswertansatzes in folgenden Fällen angewendet und „mit beträchtlichem Gewicht versehen“ werden:¹⁶

- wenn die Fähigkeit des Vermögenswertes, Einkommen zu erzielen, das entscheidende wertbeeinflussende Element aus Sicht eines Marktteilnehmers ist bzw
- wenn vernünftige Prognosen hinsichtlich der Höhe und des Zeitpunkts zukünftiger Erträge für den Vermögensgegenstand zur Verfügung stehen, es jedoch wenige oder gar keine entsprechenden Marktvergleichsdaten gibt.

Eine wichtige Grundlage für die Anwendung des Ertragswertansatzes bildet der Umstand, dass Investoren davon ausgehen, für ihre Investition eine Rendite erzielen zu können, und dass diese Rendite den angenommenen Umfang des Wagnisses hinsichtlich dieser Investition widerspiegeln sollte.¹⁷ Nach *Bienert* und *Reinberg* wird die *investment method* in der Praxis vorwiegend bei voll vermieteten Objekten angewendet, die nicht zu viele unterschiedliche Mietverträge aufweisen und eine Miete als Grundlage haben, die weder gestaffelt ist noch umsatzabhängige Komponenten in sich trägt.¹⁸ Auch das US-amerikanische *Appraisal Institute* sowie *Nygaard* geben an, dass die *direct capitalization* primär zur Anwendung kommt, wenn Immobilien bereits auf einer „stabilisierten Basis“ mit relativ stabilen Erträgen betrieben werden. Sofern sich die Erträge und Aufwendungen der Immobilie im Laufe der Zeit voraussichtlich unregelmäßig ändern, kann die Anwendung der *direct capitalization* weniger hilfreich sein.¹⁹ Die *investment method* bietet für komplexere Objekte zu wenige Eingangsparameter, weshalb *Bienert* und *Reinberg* vorschlagen, in diesen Fällen dann zB das Discounted-Cashflow-Verfahren anzuwenden.²⁰

In der Literatur finden sich Hinweise, dass die *term and reversion method* sowie die *layer method* als Anwendungsvarianten der *investment method* bzw der *direct capitalization* im Vollenwendungsbereich des MRG mit seinen gesetzlich definierten Mietzinsobergrenzen angewendet werden könne, wenn der vereinbarte Mietzins unter (Anwendungsfall der *term and reversion method*) bzw über (Anwendungsfall der *layer method*) dem am Bewertungsstichtag vorherrschenden Marktniveau bzw gesetzlich höchstzulässigen Mietzinsniveau liege. Eine Aussage, zu welchem Zeitpunkt ein unbefristetes Mietverhältnis im Vollenwendungsbereich des MRG ausläuft, kann allerdings nur mit großen Schwierigkeiten getroffen werden. Zudem besteht die Herausforderung, dass der ARY bzw die *cap rate* bei einer Anwendung in Österreich gesondert (in der Regel aus Vergleichstransaktionen) hergeleitet werden muss und dieser Zinssatz nicht identisch mit den seitens des Hauptverbandes der allgemein beeideten und gerichtlich zertifizierten Sachverständigen jährlich publizierten Kapitalisierungszinssätzen ist. Da Investoren mit Prognosen arbeiten, die nicht im Bereich der investorbezogenen Spekulation liegen, sondern die Antizipation des gesamten Marktes im Sinne eines gewöhnlichen Geschäftsverkehrs reflektieren, können diese in die Immobilienbewertung Eingang finden.²¹ Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass für eine derartige Ermittlung (auch bei den Vergleichsobjekten) sämtliche Geburtsdaten der Mieter sowie mögliche Eintrittsberechtigte bekannt sein müssten. Zudem stellt sich die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein möglicher Eintrittsberechtigter tatsächlich von seinem Eintrittsrecht Gebrauch macht. Hierzu fehlen in der Regel valide Daten, weshalb die Autoren – in Anlehnung an das in Österreich normierte Ertragswertverfahren – vorschlagen, in diesem Fällen von der nachhaltig erzielbaren Miete auszugehen.

¹² Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³ (2014) 613.

¹³ Vgl zum Anwendungsbereich des Ertragswertverfahrens *Reithofer/Stocker*, immo aktuell 2020, 138 (138 ff).

¹⁴ Vgl *Thomas*, Income Approach versus Ertragswertverfahren (2. Teil), GuG 1995, 82 (88).

¹⁵ Vgl *Sprengnetter*, Immobilienbewertung: Lehrbuch und Kommentar (46. Lfg, 2014) 6/12/1/1.

¹⁶ Vgl IVS 105 Abs 40.2.

¹⁷ Vgl IVS 105 Abs 40.4.

¹⁸ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 614.

¹⁹ Vgl *Appraisal Institute*, The Appraisal of Real Estate¹⁴ (2014) 491; vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung in den USA (2013) 20.

²⁰ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 614.

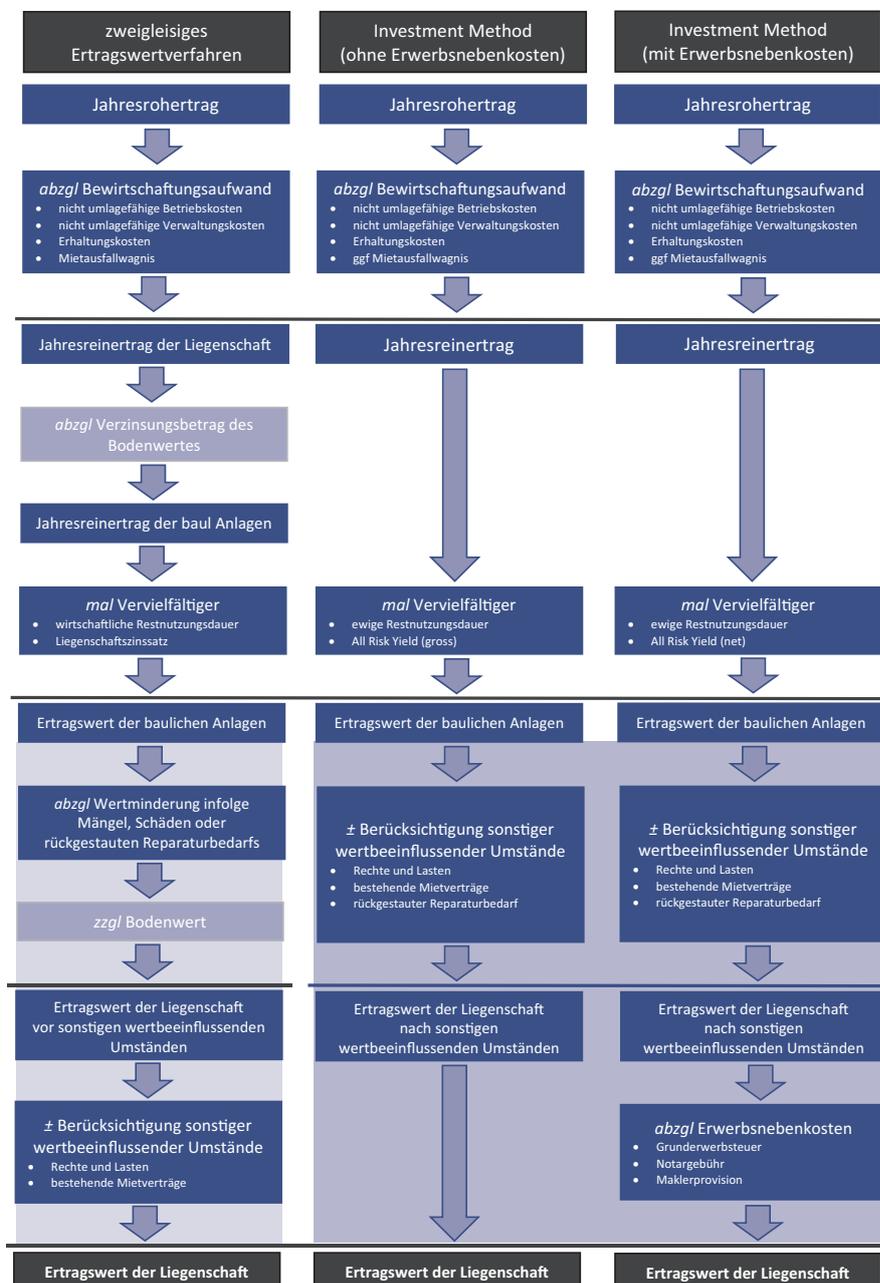
²¹ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 626.

1.3. Verfahrensablauf

Es existiert kein in Österreich normierter Verfahrensablauf der *investment method* oder der *direct capitalization*. Die Autoren stellen das klassische bzw zweigleisige Ertragswertverfahren gemäß ÖNORM B 1802-1²² den in der Praxis etablierten möglichen Varianten der *investment method* bzw *direct capitalization* (ohne bzw mit Berücksichtigung der Erwerbsnebenkosten) gegenüber. Aufgrund der fehlenden nationalen und – soweit für die Autoren überblickbar – internationalen Normierung des Verfahrensablaufs der beiden möglichen Varianten der *investment method* bzw *direct capitalization* ist ein Abgehen von den dargestellten Verfahrensabläufen der *investment method* bzw *direct capitalization* möglich. Die Autoren haben den Versuch unternommen, die englischen Begriffe an die in der österreichischen und deutschen Wertermittlungslehre etablierten Begriffe anzupassen. Im angloamerikanischen Raum haben sich im Wesentlichen die folgenden zwei Varianten der *investment method* bzw *direct capitalization* etabliert:

- *investment method* bzw *direct capitalization* ohne Berücksichtigung der Höhe der Erwerbsnebenkosten (Kapitalisierung mit dem *ARY gross*);
- *investment method* bzw *direct capitalization* mit Berücksichtigung der Höhe der Erwerbsnebenkosten (Kapitalisierung mit dem *ARY net*).

Aus Sicht der Autoren müssen beide Varianten der *investment method* bzw *direct capitalization* zum selben Wertermittlungsergebnis führen.



²² Vgl zum zweigleisigen Ertragswertverfahren *Reithofer/Stocker*, immo aktuell 2020, 138 (139 ff).

Sowohl das klassische Ertragswertverfahren als auch die britische *investment method* und die US-amerikanische *direct capitalization* gehen von zum Bewertungsstichtag gleichbleibenden Erträgen aus.²³ Während im klassischen Ertragswertverfahren im Bewertungsansatz grundsätzlich von der nachhaltig bzw marktüblich erzielbaren Miete ausgegangen wird, rückt bei der *investment method* bzw *direct capitalization* verstärkt die zum Bewertungsstichtag gezahlte Miete als Rohertrag in den Vordergrund. Weicht die zum Bewertungsstichtag gezahlte Miete von der nachhaltig erzielbaren Miete bzw von der Marktmiete ab, so wird der diesbezügliche Werteeinfluss im klassischen Ertragswertverfahren in der Regel unter den sonstigen wertbeeinflussenden Umständen durch einen Zu- bzw Abschlag berücksichtigt. Mehr- und Mindermieten werden hingegen bei der *investment method* bzw *capitalization method* nicht durch Zu- und Abschläge, sondern durch besondere „Modelle“ bzw Rechenverfahren (*term and reversion method* oder *layer method*) im Bewertungsansatz berücksichtigt.²⁴

Vom Rohertrag ausgehend werden die beim Eigentümer verbleibenden Bewirtschaftungskosten abgezogen.²⁵ Im Gegensatz zum klassischen Ertragswertverfahren unterbleibt bei der *investment method* bzw der *direct capitalization* – wie beim vereinfachten Ertragswertverfahren – eine Aufteilung in einen Boden- und Gebäudewertanteil.²⁶ Es wird keine explizite Ermittlung des Bodenwertes durchgeführt.²⁷ Die Höhe des Bodenwertes wird implizit durch die Höhe des ARY oder der *cap rate* berücksichtigt. Der prognostizierte Überschuss bildet sowohl die Erträge des Gebäudes als auch die Erträge des Grund und Bodens als Gesamtgröße ab. Während beim klassischen Ertragswertverfahren eine endliche wirtschaftliche Restnutzungsdauer angenommen wird, ist bei der Anwendung der *investment method* bzw *direct capitalization* bei der Kapitalisierung eine ewige Rente anzunehmen.²⁸

Der Verkehrs- bzw Marktwert wird durch Kapitalisierung einer am Bewertungsstichtag als nachhaltig bzw marktüblich eingeschätzten Reinerträge auf der Grundlage des ARY (*investment method*), der *cap rate* (*capitalization method*) bzw des Liegenschaftszinssatzes (Ertragswertverfahren) ermittelt. Laut *Simon* sind diese drei Zinssätze als Synonyme zu betrachten.²⁹ Zu beachten ist, dass sich bei diesen Verfahren der Wert nicht durch eine individuelle Zukunftsprognose eines einzelnen Bewerbers ergibt, sondern auf der Grundlage von direkt am Grundstücksmarkt abgeleiteten Vergleichsparametern (zB Vergleichsmieten, Vergleichszinssätzen etc) abgeleitet wird.³⁰

Fallweise wird die *investment method* bzw *direct capitalization* als einfachste Methode ertragswertorientierten Bewertungsverfahren bezeichnet, welches auf der Berechnung eines Kapitalwertes zukünftiger Einzahlungsüberschüsse beruht.³¹ Dieser Argumentation können die Autoren nur eingeschränkt folgen, da die Anwender der *investment method* bzw *direct capitalization* im angloamerikanischen Raum insbesondere bei der Ermittlung der Höhe der Bewirtschaftungskosten sowie bei der Ermittlung der Höhe der Erwerbsnebenkosten in der Regel detaillierte Analysen und Vergleiche durchführen.

2. Ertrag

2.1. Jahresrohertrag

2.1.1. Potential Gross Income versus Effective Gross Income

Wie beim klassischen Ertragswertverfahren wird in einem ersten Schritt der Jahresrohertrag (*potential gross income*) der Immobilie ermittelt. Das *potential gross income* (Bruttogesamtertrag) umfasst das *gross rental income* (Bruttomiettertrag) bei Vollvermietung sowie das *non-rental income*, dh die weiteren Einnahmen und Erträge aus einer Immobilie.³²

In den USA wird bei der Anwendung der *direct capitalization* – im Gegensatz zur in Großbritannien etablierten *investment method* – ein *vacancy and collection loss* (Ausfallwagnis für den Leerstand sowie für die Miete) in Abzug gebracht. Laut *Nygaard* wird das Wagnis für den Leerstand überwiegend aus historischen Daten der Immobilie und aus Marktdaten abgeleitet. Das Wagnis für den Mietausfall bezieht sich nicht nur auf die Mieter zum Bewertungsstichtag, sondern auch auf alle potenziell möglichen Mieter. Als Ergebnis wird das *effective gross income* (effektive Bruttomieteinnahmen) als Basis für die weiteren Berechnungen herangezogen.³³

²³ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 625.

²⁴ Vgl *Sprengnetter*, Immobilienbewertung (46. Lfg, 2014) 6/12/1/3.

²⁵ Vgl *Sprengnetter*, Immobilienbewertung (46. Lfg, 2014) 6/12/1/3.

²⁶ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 614.

²⁷ Vgl *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW)*, IDW Standard: Grundsätze zur Bewertung von Immobilien (IDW S 10, Stand: 14. 8. 2013) 9 (Pkt 36), im Folgenden: IDW S 10; vgl *Sprengnetter*, Immobilienbewertung (46. Lfg, 2014) 6/12/1/3.

²⁸ Vgl IDW S 10, 9 (Pkt 35 f).

²⁹ Vgl *Simon*, GuG 2006, 270 (271).

³⁰ Vgl *Simon*, GuG 2006, 270 (271); vgl *Sprengnetter*, Immobilienbewertung (46. Lfg, 2014) 6/12/1/3.

³¹ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 614.

³² Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 30.

³³ Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 30.

2.1.2. Marktmiete

Die Basis für die Ermittlung des Jahresrohertrags bilden die zum Bewertungsstichtag erzielbaren Marktmieten. Die Marktmiete wird in der ÖNORM B 1802-1 unter Verweis auf die EVS als „geschätzter Betrag, für den ein Vermieter eine Immobilie am Bewertungsstichtag zu tatsächlichen bzw. angenommenen Mietvertragsbedingungen nach einem angemessenen Vermarktungszeitraum in einer Transaktion zu marktüblichen Bedingungen vermieten würde, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt“,³⁴ definiert. Inhaltlich deckungsgleich wird die Marktmiete in den IVS definiert.³⁵

Seitens des US-amerikanischen *Appraisal Institute* wird die Marktmiete als wahrscheinlichste Miete, die eine Immobilie in einen wettbewerbsorientierten und offenen Markt bringen sollte, der die Bedingungen und Einschränkungen eines bestimmten Mietvertrags widerspiegelt, einschließlich der Mietanpassung und Neubewertung, der zulässigen Nutzung, Nutzungsbeschränkungen, Aufwandsverpflichtungen, Laufzeit, Konzessionen, Verlängerungs- und Kaufoptionen sowie Mietereinbauten, definiert.³⁶ Auch *Nygaard* weist darauf hin, dass bei der Schätzung der Marktmiete neben der eigentlichen Basismiete Aspekte wie Mietlänge, Mietereinbauten und Kostenzuständigkeiten analysiert werden und gegebenenfalls bei der Ermittlung der Höhe der Marktmiete zu berücksichtigen sind.³⁷ Daraus folgt, dass sich die Höhe der Marktmiete – gegebenenfalls im Gegensatz zur Vorgehensweise in Österreich – sehr detailliert an den bestehenden sowie marktüblichen mietvertraglichen Bestimmungen zu orientieren hat. Die Marktmiete ist daher von einer bloßen Durchschnittsmiete,³⁸ die gegebenenfalls den Durchschnitt einzelner Mieten mit teilweise unterschiedlichen Mietvertragsbedingungen darstellen kann, sowie von der Spitzenmiete,³⁹ die die höchste pro Quadratmeter abgeschlossene Miete im betrachteten Zeitraum wiedergibt, zu differenzieren.

Auch in den IVS wird darauf hingewiesen, dass die Ermittlung des geschätzten Betrags im Sinne einer Marktmiete insbesondere eine durch bestimmte Bedingungen, Einschränkungen bzw. Konzessionen überhöhte Miete ausschließe. Als angemessene Mietbedingungen seien Bedingungen zu verstehen, die unter normalen Umständen auf dem Markt für die Immobilienart zum Bewertungsstichtag zwischen den Marktteilnehmern vereinbart würden. Weiters sollte die Marktmiete ausschließlich iZm der Angabe der wichtigsten Mietbedingungen, von denen bei der Bewertung ausgegangen wurde, angegeben werden.⁴⁰ Seitens des *Appraisal Institute* wird weiters festgehalten, dass Mieten auf Basis einer Sale-and-lease-back-Vereinbarung aufgrund der nicht notwendigerweise marktüblichen Bedingungen im Rahmen einer frei verhandelten Transaktion nicht die Kriterien einer marktüblichen Bedingung aufweisen. Weiters sind im Rahmen eines Marktvergleichs ua die folgenden wesentlichen Parameter zu berücksichtigen:⁴¹

- **Mietvertragsbedingungen:** Vermietungen, die nicht einer marktüblichen bzw. freien Transaktion entsprechen, sind aus den Vergleichsdaten zu eliminieren.
- **Marktbedingungen:** Da sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ändern, reflektieren möglicherweise vereinbarte Mieten aus der Vergangenheit nicht die aktuell vorherrschende Marktlage.
- **Lage:** Lageparameter sowie die Angebots- und Nachfragesituation auf einem Standort können sich insbesondere in Entwicklungsgebieten aufgrund neuer Immobilienprojekte ändern.
- **Betriebs- und Instandhaltungskosten:** Wichtig ist die Frage, wie die Kostentragung der Betriebs- und Instandhaltungskosten zwischen dem Mieter und dem Vermieter vereinbart ist.
- **Mietzweck:** Marktmieten orientieren sich möglicherweise an einer beabsichtigten fixen Nutzung bzw. einem konkreten Mietzweck.

2.1.3. Rack Rent, Overrent und Underrent

In den IVS wird darauf hingewiesen, dass die vertraglich vereinbarte Miete primär zu betrachten ist und Unterschiede zur Höhe der Marktmiete darzustellen sind.⁴² Da die Immobilienmärkte keine idealtypischen Märkte darstellen, sind die erzielbaren Mieten mehr oder weniger starken Schwankungen unterworfen. Die vereinbarten Mieten und die am Bewertungsstichtag erzielbaren Marktmieten weichen daher regelmäßig voneinander ab.⁴³

³⁴ Vgl. ÖNORM B 1802-1, Pkt. 3.21, mit Verweis auf EVS 1.

³⁵ Vgl. IVS 104 Abs. 40.1. Die Marktmiete bezeichnet den geschätzten Betrag, zu dem ein Anteil an einer dinglichen Sache am Bewertungsstichtag zwischen einem vermietbereiten Vermieter und einem mietbereiten Mieter zu angemessenen Mietbedingungen und nach angemessenem Vermarktungszeitraum in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr vermietet werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.

³⁶ Vgl. *Appraisal Institute*, *The Dictionary of Real Estate Appraisal*⁶ (2015) 140; vgl. *Appraisal Institute*, *The Student Handbook to The Appraisal of Real Estate*¹⁴ (2014) 241.

³⁷ Vgl. *Nygaard*, *Immobilienbewertung USA*, 28.

³⁸ Vgl. zur Durchschnittsmiete *Wendlinger*, *Immobilienkennzahlen* (2012) 49 f.

³⁹ Vgl. zur Spitzenmiete bzw. *prime rent* *Wendlinger*, *Immobilienkennzahlen*, 50 f.

⁴⁰ Vgl. IVS 104 Abs. 40.3.

⁴¹ Vgl. *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 466.

⁴² Vgl. IVS 104 Abs. 40.2.

⁴³ Vgl. *Simon*, *GuG* 2006, 270 (274).

Bei ausgeglichener Marktsituation gleicht sich das Mietniveau im Zeitablauf weitgehend aus, dh, die jeweiligen Marktmieten schwanken mehr oder weniger geringfügig um die als nachhaltig erzielbar eingeschätzte Miete.⁴⁴ Eine „*Rack-rented-Liegenschaft*“ beschreibt daher eine Immobilie, die ausschließlich zu aktuellen marktkonformen Konditionen vermietet ist.⁴⁵ In diesem Fall sind die tatsächlich eingehenden Mieten, die den Marktmieten entsprechen, auf ewig zu kapitalisieren.⁴⁶

Im Gegensatz dazu kann eine Immobilie auch „*overrented*“ oder „*underrented*“ vermietet sein. Im Fall von *overrent* liegt die vereinbarte Miete über der zum Bewertungsstichtag angemessenen Marktmiete. *Overrent* bzw. *excess rent* bezeichnet jenen Betrag, um den die Vertragsmiete zum Bewertungsstichtag die Marktmiete übersteigt. So kann zB der Mietvertrag zu einem Zeitpunkt abgeschlossen worden sein, der durch einen stärkeren Mietmarkt gekennzeichnet war. Entsprechend den Ausführungen des US-amerikanischen *Appraisal Institute* wäre zu erwarten, dass die Übermiete für die verbleibende Laufzeit des Mietvertrags fortbesteht, sofern das Verhältnis zwischen Vertragsmiete und Marktmiete über die verbleibende Dauer des Mietverhältnisses voraussichtlich konstant bleibt. Aufgrund des höheren Risikos, welches mit dem Erhalt von *overrent* bzw. *excess rent* verbunden ist, kann diese gesondert ermittelt und mit einem höheren Zinssatz abzuzinsen sein. Das höhere Risiko wird durch das *Appraisal Institute* zB durch Mietausfälle aufgrund von *overrent*, die kleinere Unternehmen häufig nicht langfristig bezahlen können, oder durch das Risiko der Anfechtung der Höhe des Mietzinses begründet.⁴⁷

Als *deficit rent* bzw. *underrent* wird jener Betrag bezeichnet, um den die Marktmiete zum Bewertungsstichtag die Vertragsmiete übersteigt. Laut *Appraisal Institute* können uninformierte oder ungewöhnlich motivierte Vertragsparteien oder ein schwächerer Mietmarkt zum Zeitpunkt des Mietvertragsabschlusses bzw auch ein nicht aktives Asset- bzw Mietermanagement zu dieser Situation führen. Handelt es sich um einen finanzstarken Mieter, ist das Risiko für den Vermieter oft geringer, was durch einen niedrigeren Zinssatz ausgedrückt werden kann.⁴⁸

2.2. Bewirtschaftungsaufwand

Während bei den einzelnen Verfahrensvarianten des Ertragswertverfahrens in Österreich die Bewirtschaftungskosten überwiegend auf Basis durchschnittlicher, aus Erfahrungswerten resultierender Prozentsätze erfasst werden,⁴⁹ wurden die Kostensätze in Deutschland für Verwaltungskosten, Instandhaltungskosten sowie das Mietausfallwagnis im Ertragswertverfahren weitgehend – im Sinne einer modellkonformen Wertermittlung – normiert.⁵⁰ Im Gegensatz dazu führen sowohl britische als auch US-amerikanische Gutachter üblicherweise detaillierte Analysen der tatsächlichen anfallenden Kosten an.⁵¹ Als Grund wird in den USA die fehlende rechtliche Basis für die Kostenklassifizierung genannt, weshalb detaillierte Betriebskostenabrechnungen für ein verlässliches Wertergebnis von hoher Relevanz seien.⁵² Dabei ist zu beachten, dass die Kostenaufstellungen Bestandteile aufweisen können, die ausschließlich auf die Bewirtschaftungsart eines speziellen Eigentümers zurückzuführen sind, weshalb in der Praxis Vergleichswerte herangezogen werden.⁵³

Grundsätzlich wird bei der Anwendung der *investment method* bzw *direct capitalization* zwischen jährlich anfallenden fixen und variablen Kosten differenziert. Während fixe Kosten solche sind, die unabhängig vom Vermietungsstand immer in derselben Höhe anfallen (zB Immobiliensteuern, Versicherungen), verändern sich die variablen Kosten mit dem Vermietungsstand einer Immobilie (zB *operating expenses*). Zusätzlich werden *capital expenses* (Aufwendungen für Investitionen), die zur Verbesserung der Immobilie dienen und im Vergleich zu den Bewirtschaftungskosten betragsmäßig meist größer sind, berücksichtigt.⁵⁴ Diese sind mit dem im Ertragswertverfahren anzusetzenden rückgestauten Reparaturbedarf vergleichbar, können allerdings in Einzelfällen auch Kosten von Mietincentives umfassen.

2.2.1. Betriebs- und Verwaltungskosten

In den USA werden Mieten als *gross lease*, *net lease* oder als eine Kombination dieser angegeben. Während bei einem *gross lease* der Mieter nur eine Zahlung an den Vermieter leistet und der Vermieter für alle Neben- bzw Betriebskosten aufkommt, übernimmt beim *net lease* der Mieter neben der eigentlichen Miete auch alle angefallenen Neben- bzw Betriebskosten. Da die Reinform von *gross*

⁴⁴ Vgl *Simon*, GuG 2006, 270 (274).

⁴⁵ Vgl *Wendlinger*, Immobilienkennzahlen, 96.

⁴⁶ Vgl *Roth*, Internationale Aspekte der Immobilienbewertung – Stärken und Schwächen, Der Sachverständige 2003, 78 (83).

⁴⁷ Vgl *Appraisal Institute*, Appraisal of Real Estate¹⁴, 449.

⁴⁸ Vgl *Appraisal Institute*, Appraisal of Real Estate¹⁴, 449 f.

⁴⁹ Vgl *Roth*, Der Sachverständige 2003, 78 (83).

⁵⁰ Vgl Anl 1 dEW-RL.

⁵¹ Vgl *Roth*, Der Sachverständige 2003, 78 (83).

⁵² Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 28.

⁵³ Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 30.

⁵⁴ Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 28.

oder *net lease* eher die Ausnahme darstellt, haben sich in der Praxis die Begriffe „*modified gross lease*“, „*net-net lease*“ oder „*triple net lease*“ etabliert.⁵⁵ Während bei Einzelhandels-, Gewerbe- und Industrieimmobilien üblicherweise eher *net leases* abgeschlossen werden, sind bei Büroimmobilien eher *modified gross leases* üblich. In der Regel werden bei der *investment method* bzw *direct capitalization* die Verwaltungskosten vollständig als umlagefähig angesehen.⁵⁶

2.2.2. Instandhaltungskosten

Die Höhe der Instandhaltungskosten wird üblicherweise durch eine sogenannte „*replacement allowance*“ oder durch sogenannte „*reserves for replacement*“ berücksichtigt. Diese dienen dem periodischen Austausch von Gebäudebestandteilen, die sich schneller als das gesamte Gebäude über dessen wirtschaftliche Nutzungsdauer abnutzen.⁵⁷ Dabei ist zu berücksichtigen, dass die einzelnen Marktteilnehmer deren absolute Höhe – abhängig vom jeweiligen Immobilienmarkt – unterschiedlich berücksichtigen. Ein Ansatz kann sowohl explizit durch den Ansatz von Instandhaltungskosten als auch implizit durch Berücksichtigung in der Höhe des ARY oder der *cap rate* erfolgen.⁵⁸

Während bei einer expliziten Berücksichtigung der *replacement allowance* einige Gutachter eine einfache Mittelwertbildung der voraussichtlichen Instandhaltungskosten über die verbleibende wirtschaftliche Restnutzungsdauer der Immobilie annehmen, ermitteln andere die tatsächlichen Instandhaltungskosten unter Berücksichtigung eines konkreten Zeitplans.⁵⁹ *Nygaard* gibt an, dass die Höhe der Instandhaltungskosten selten in den Kostenaufstellungen der Eigentümer berücksichtigt wird und daher von den Bewertern geschätzt werden muss.⁶⁰

Entgegen der weit verbreiteten Meinung enthält daher die *replacement allowance* üblicherweise – wie beim österreichischen Ertragswertverfahren – keine größeren Anteile an Modernisierungs- und Umstrukturierungsaufwendungen bzw -kosten, sondern bezieht sich diese auf eine wirtschaftliche Restnutzungsdauer der Immobilie. Auch *Kleiber* ist der Auffassung, dass für die Berücksichtigung konkreter Modernisierungs- und Umstrukturierungskosten gesicherte Erfahrungssätze fehlen würden und ihre Abschätzung letztlich auf Prognosen beruhe. So könne zB aufgrund fehlender Informationen notwendiger zukünftiger technischer Ausstattungen von Büroimmobilien in der Zukunft (zB Achsabstände, Raumgrößen, Raumstrukturen) der Umfang der künftigen Modernisierungs- und Umstrukturierungsmaßnahmen nicht vorausgesagt werden, weshalb auch die Höhe der künftigen Modernisierungs- und Umstrukturierungskosten nicht abgeschätzt werden könne. Ebenso ließe sich der zeitliche Zyklus der erforderlichen Modernisierungs- und Umstrukturierungsmaßnahmen nur schwer prognostizieren.⁶¹ *Simon* führt in diesem Zusammenhang aus, dass die Einführung prognostischer Ansätze in die Bewertungslehre den international üblichen Grundsätzen der Marktwertermittlung auf der Grundlage der Wertverhältnisse zum Bewertungsstichtag widerspreche.⁶²

2.2.3. Mietausfallwagnis

Während bei der Anwendung der US-amerikanischen *investment method* vom *potential gross income* explizit ein Ausfallwagnis (*vacancy and collection loss*) – ähnlich wie beim klassischen Ertragswertverfahren – abgezogen wird und das *effective gross income* die Basis für den weiteren Abzug von Bewirtschaftungskosten bildet,⁶³ werden beim Einsatz der britischen *investment method* üblicherweise die Mietausfallrisiken im ARY bzw durch eine explizite Mietausfallperiode berücksichtigt, wodurch der zu verarbeitende Jahresreinertrag meist höher als beim Ertragswertverfahren liegt.⁶⁴

Durch den Ansatz eines *vacancy and collection loss* werden laut *Appraisal Institute* Leerstands- und Inkassoverluste als Wertberichtigung für potenzielle Rohertragsminderungen, die auf Leerstand, Mieterfluktuation und Nichtzahlung von Mieten oder sonstigen Einnahmen zurückzuführen sind, berücksichtigt. Der *vacancy and collection loss* berücksichtigt daher den physischen Leerstand als Ertragsausfall sowie den Inkassoverlust. Die Höhe wird in der Regel als pauschaler Prozentsatz des *potential gross income* angenommen, welcher sich an der Eigentumsform, der Mieterqualität, der Art und Höhe der Einkommensströme, den aktuellen und prognostizierten Angebots- und Nachfragebedingungen sowie den nationalen, regionalen und lokalen wirtschaftlichen Bedingungen orientiert. Weiters kann auch ein Vergleich des *potential gross income* vergleichbarer Objekte zu markt-

⁵⁵ Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 27. Während beim *modified gross lease* in der Regel der Vermieter nur für einen Teil der Bewirtschaftungskosten aufkommt, trägt der Mieter beim *net-net lease* in der Regel zusätzliche Kosten wie Versicherung und Steuern. Beim *triple net lease* werden üblicherweise sämtliche Kosten auf den Mieter umgelegt.

⁵⁶ Vgl *Wendlinger*, Immobilienkennzahlen, 187.

⁵⁷ Vgl *Appraisal Institute*, Appraisal of Real Estate¹⁴, 454, 485.

⁵⁸ Vgl *Appraisal Institute*, Appraisal of Real Estate¹⁴, 454.

⁵⁹ Vgl *Appraisal Institute*, Appraisal of Real Estate¹⁴, 454.

⁶⁰ Vgl *Nygaard*, Immobilienbewertung USA, 30.

⁶¹ Vgl *Kleiber*, Nachhaltige Einnahmen und Ausgaben, GuG 2006, 25 (29 f).

⁶² Vgl *Simon*, GuG 2006, 270 (273).

⁶³ Vgl *Appraisal Institute*, Appraisal of Real Estate¹⁴, 479.

⁶⁴ Vgl *Roth*, Der Sachverständige 2003, 78 (83); vgl *Wendlinger*, Immobilienkennzahlen, 187.

üblichen Bedingungen mit den tatsächlich vereinnahmten Einnahmen der zu bewertenden Immobilie angestellt werden.⁶⁵

2.3. Jahresreinertrag

Der Jahresreinertrag wird als „*net operating income*“ bezeichnet. Auch in dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass in der Praxis sogenannte „*capital expenses*“ (Investitionsaufwände, Maklergebühren, Mieteinbauten) zu den Instandhaltungskosten hinzugerechnet werden, die bei der Ableitung des *net operating income* nicht zu ermitteln sind.⁶⁶ Das *net operating income* bildet die Ausgangsbasis, um den ARY bzw die *cap rate* abzuleiten.

3. Zinssatz

Der ARY bzw die *cap rate* bezeichnet den Zinssatz unter Berücksichtigung aller Risiken. Der aus dem jeweiligen Immobilienteilmarkt abgeleitete ARY beinhaltet alle objekt- und marktspezifischen Risiken des Bewertungsgegenstands.⁶⁷ Kleiber weist darauf hin, dass bei statischen ertragsorientierten Wertermittlungsverfahren „*dynamische*“ Liegenschaftszinssätze (Ertragswertverfahren) bzw ARY (*investment method*) und *cap rates* (*direct capitalization*) Verwendung finden, um die mit der Wertermittlung verbundenen Fehler zu vermeiden.⁶⁸ Kennzeichnend für die angeführten statischen Ertragswertmodelle, die implizite Wachstumsmodelle (*growth implicit models*) darstellen, ist der Verzicht auf explizite Prognosen zukünftig erwarteter Mietwertsteigerungen. Vereinfachend werden bei der *investment method* bzw der *direct capitalization* die zum Bewertungsstichtag erzielbaren Nettoerträge im Zeitablauf konstant angenommen und auf Basis einer ewigen Rente kapitalisiert. Die Erwartungen des Bewerterers hinsichtlich des Mietwertwachstums werden implizit im ARY oder der *cap rate* berücksichtigt.⁶⁹

Für die Ermittlung des ARY oder der *cap rate* existieren international keine einheitlichen Standards.⁷⁰ Aus Sicht der Autoren sind die in Großbritannien und in den USA gängigen Ableitungsverfahren für die Ermittlung des ARY bzw der *cap rate* mit jenen zur Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes in Österreich in den Grundzügen vergleichbar, wenngleich sowohl in Großbritannien als auch in den USA – offensichtlich aufgrund der größeren Markttransparenz – in größerem Umfang auf tatsächliche Vergleichstransaktionen in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag abgestellt wird. Neben der Ableitung aus Vergleichstransaktionen werden zusätzlich häufig alternative Methoden sowie Investorenbefragungen durchgeführt.⁷¹

3.1. Ableitung aus Vergleichstransaktionen

Bei der Ableitung ist grundsätzlich ein Vollvermietungsszenario zu unterstellen, für Leerstandsflächen werden zum Bewertungsstichtag fiktive Marktmieten auf Basis des *estimated rental value* angenommen. Nach Ansicht von Wendlinger wird das Leerstandsrisiko in der Höhe des ARY – als zusätzliche Risikoprämie – abgebildet, wodurch bei den Bewirtschaftungskosten keine Leerstandskosten anzusetzen sind.⁷² Der ARY wird – sofern im Ableitungsmodell keine Erwerbsnebenkosten berücksichtigt werden, weil diese bei den Vergleichsobjekten in prozentuell gleicher Höhe zum Marktwert bzw Verkehrswert anfallen – als *ARY gross* bezeichnet.⁷³

$$ARY_{gross} = \frac{net\ operating\ income \times 100}{Kaufpreis}$$

Bei internationalen Verfahren kann es – im Gegensatz zu nationalen Usancen – üblich sein, die Transaktionskosten in Abzug zu bringen. Dabei werden die potenziellen Erwerbsnebenkosten, die ein interessierter Käufer zu tragen hätte, als Korrekturgröße in Abzug gebracht, um den Nettoertragswert zu erhalten.⁷⁴ Welche konkreten Erwerbsnebenkosten in Abzug zu bringen sind, ist offensichtlich länderweise unterschiedlich.⁷⁵ Sofern – nicht näher definierte – Erwerbsnebenkosten im Ableitungsmodell zu berücksichtigen sind, wird der ARY als *ARY net* bezeichnet. Auch seitens Bie-

⁶⁵ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 478 f.

⁶⁶ Vgl Nygard, *Immobilienbewertung USA*, 30.

⁶⁷ Vgl Seiser/Kainz, *Der Wert von Immobilien* (2011) 352 (Rz 72).

⁶⁸ Vgl Kleiber, *GuG* 2004, 193 (198); vgl Sotelo, *Die WertV ist tot, es lebe die WertV*, *GuG* 1995, 91 (95). Demnach entsprechen der ARY bzw die *cap rate* methodologisch dem Liegenschaftszinssatz.

⁶⁹ Vgl Thomas, *GuG* 1995, 82 (82 ff).

⁷⁰ Vgl IDW S 10, 9 (Pkt 40).

⁷¹ Vgl Nygard, *Immobilienbewertung USA*, 34.

⁷² Vgl Wendlinger, *Immobilienkennzahlen*, 125.

⁷³ Vgl Bienert/Reinberg in Bienert/Funk, *Immobilienbewertung Österreich*³, 604; vgl ua Wendlinger, *Immobilienkennzahlen*, 125.

⁷⁴ Vgl Wendlinger, *Immobilienkennzahlen*, 187.

⁷⁵ Vgl Shapiro/Mackmin/Sams, *Modern Methods of Valuation*¹² (2019) 161; vgl Thomas, *Income Approach versus Ertragswertverfahren* (1. Teil), *GuG* 1995, 35 (38).

ner und Reinberg sowie des IDW in Deutschland wird auf eine derartige Ableitungsmöglichkeit hingewiesen.⁷⁶

$$ARY_{net} = \frac{net\ operating\ income \times 100}{Kaufpreis + Erwerbsnebenkosten}$$

Die Ermittlung des ARY bzw der *cap rate* erfolgt üblicherweise im internationalen Bereich auf Basis einer retrograden Ableitung auf Basis von Vergleichstransaktionen, die in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag liegen. Bei dieser Vorgehensweise stellt sich in der Praxis allerdings das Problem der tatsächlichen Vergleichbarkeit der Vergleichsobjekte, da die Höhe des ARY bzw der *cap rate* von zahlreichen Einflussgrößen abhängig ist. So weist das *Appraisal Institute* darauf hin, dass ausreichende Informationen über die Vergleichsobjekte zum Zeitpunkt des Verkaufs (zB tatsächlich erzielte Mieten und Marktmieten auf Ebene einer Bestandseinheit, Bonität der Mieter, detaillierte Mietvertragskonditionen, Bewirtschaftungskostenstruktur, detaillierte Flächenaufstellungen, Gebäude- und Flächeneffizienz, Baumängel und Bauschäden, Instandhaltungsrückstau etc) vorhanden sein müssten, um einen tatsächlichen Vergleich sicherstellen zu können.⁷⁷ Weiters wird darauf hingewiesen, dass das zukünftige Ertragspotenzial der Vergleichsobjekte mit jenem der zu bewertenden Immobilie vergleichbar sein sollte. Sofern Unterschiede bestehen, werde der aus den Vergleichstransaktionen abgeleitete ARY bzw die *cap rate* verzerrt.⁷⁸ Die Risikostruktur jedes Vergleichsobjekts sollte daher mit der zu bewertenden Liegenschaft unmittelbar vergleichbar sein. Je risikoreicher das Immobilieninvestment in Bezug auf seine Nutzung, seine Lage, den jeweiligen Immobilienmarkt und die Wettbewerbssituation ist, umso höhere ARY bzw *cap rates* werden von den Marktteilnehmern zur Abzinsung angewendet. Der ARY bzw die *cap rate* berücksichtigt ua die nachfolgend dargestellten Faktoren:⁷⁹

- Mietrisiken (wie Mietausfall, Vertragsbruch etc);
- sektorale Risiken (wie zB Büro, Handel etc);
- konstruktive Risiken (Konstruktionsfehler, Reparaturrückstau etc);
- Steuerrisiken (Entwicklung und Änderung der zukünftig relevanten immobilienbezogenen Steuern);
- Planungsrisiken;
- rechtliche Risiken;
- wirtschaftliche Restnutzungsdauer des Objekts;
- andere gesamtwirtschaftliche bzw landesbezogene Risikobereiche.

Der Gutachter muss bei Anwendung der *investment method* bzw *direct capitalization* im Sinne einer modell- und referenzkonformen Wertermittlung sicherstellen, dass das *net operating income* jeder Vergleichsimmobilie in gleicher Weise ermittelt wurde wie bei der zu bewertenden Immobilie.⁸⁰ Weiters wird in den EVS darauf hingewiesen, dass der Gutachter bei der Wahl des ARY oder der *cap rate* ua die folgenden Punkte zu berücksichtigen hat:⁸¹

- Lage der Liegenschaft inkl der möglichen zukünftigen Änderungen der Lageeigenschaften, die eine Auswirkung auf das Miet- bzw Kaufverhalten aufweisen könnte;
- physische Aspekte der Liegenschaft (zB Konstruktion, Qualität der Ausführung etc);
- Mietvertragsbedingungen (zB Miethöhe, Dauer, Kündigungsverzichte, *break options*, alle weiteren Verpflichtungen der einzelnen Vertragsparteien etc);
- lokale und nationale Gesetze und Regulierungen, die möglicherweise eine Auswirkung auf die Höhe der Mieten während oder am Ende des Mietvertrags aufweisen;
- Ausmaß und Umfang der Sicherstellung der Mietverhältnisse (zB Bankgarantien, Kauttionen etc).

Nur im Falle einer unmittelbaren Vergleichbarkeit der Vergleichstransaktionen ist der ARY bzw *cap rate* durch eine bloße Mittelwertbildung der einzelnen ARY bzw *cap rates* aus Vergleichstransaktionen zu ermitteln. Unterschiede zwischen den Vergleichsobjekten und dem Bewertungsobjekt werden durch Zu- bzw Abschläge angepasst.⁸² Sofern Anpassungen zwischen den Vergleichsobjekten und der zu bewertenden Immobilie vorliegen, sind diese getrennt von der Berechnung des ARY bzw der *cap rate* vorzunehmen und müssen auf Marktnachweisen beruhen.⁸³ Bei großen Unterschieden muss der Gutachter das jeweilige Marktverhalten oder die Immobilienmerkmale erläutern.⁸⁴ Vom

⁷⁶ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 604; vgl IDW S 10, Pkt 3.2.2. (Rn 40); vgl *Möller*, Der Diskontierungszinssatz bei Immobilienbewertungen nach IDW S 10, Bewertungspraktiker 2014, 90 (95).

⁷⁷ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 493.

⁷⁸ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 264.

⁷⁹ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 605.

⁸⁰ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 493.

⁸¹ In Anlehnung an EVIP 5, Pkt 6.3.2.4.

⁸² Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 494; vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 604; vgl *Kucharska-Stasiak*, Professor Ewa Kucharska-Stasiak highlights the doubtful application of explicit cash flow models in property valuation, *European Valuer*, January 2019, Nr 14, 2 (3).

⁸³ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 495.

⁸⁴ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 494.

Sachverständigen werden ua die Risikoab- und -zuschläge unter Berücksichtigung der Lage, der Infrastruktur, der Objektgröße, der Nutzungsart und der Eigentumsverhältnisse (zB Baurecht) festgelegt. Sowohl *French* als auch *Seiser* und *Kainz* betonen, dass die Anpassungen subjektiv erfolgen.⁸⁵ *Sprengnetter* gibt zu bedenken, dass die teilweise intuitive Korrektur des ARY bzw der *cap rate* durch den Gutachter für einen sachunkundigen Gutachtenleser nicht nachvollziehbar sei und gegebenenfalls in einer Vertrauensfrage dem Gutachter gegenüber münde.⁸⁶

3.2. Alternative Ermittlungsmethoden

Sowohl in der britischen als auch in der US-amerikanischen Literatur finden sich detaillierte Hinweise, dass der ARY bzw die *cap rate* auch mithilfe anderer Methoden abgeleitet werden könne. Nach dem *IDW* setzt sich der ARY – unabhängig von landestypischen Ermittlungsgrundlagen – aus den Komponenten einer (quasi-)risikofreien Basisverzinsung, aus einem immobilienpezifischen Zuschlag (Markt-, Lage- und Objektrisiko) bzw einem Abschlag (Miet- und Wertsteigerung) sowie einem Abschlag wegen der Geldentwertung zusammen.⁸⁷ Diese Vorgehensweise ist durchaus mit der in Österreich – zumindest bis vor Einführung der ÖNORM B 1802-1 – gängigen Praxis der Ermittlung eines Liegenschaftszinssatzes aus dem Kapitalmarkt vergleichbar. Auch *Thomas* weist auf diese Methodik hin, gibt allerdings zu bedenken, dass sich diese in Hinblick auf die Festlegung der Höhe der Zu- bzw Abschläge als wenig praktikabel erweise.⁸⁸

Sotelo argumentiert, dass die angelsächsische Wertermittlungsmethodik insbesondere bei alternativen Ermittlungsmethoden des ARY oder der *cap rate* den Anspruch erhebe, über eine Modellbildung kausale Zusammenhänge zwischen unterschiedlichen Variablen aufzuzeigen, die es dem Sachverständigen ermöglichen solle, Verkehrs- bzw Marktwerte von Objekten zu berechnen. Kritisch merkt der Autor an, dass dabei Formeln verwendet werden, die einerseits einen theoretischen Zusammenhang unterstellen, den es nicht gibt, andererseits die Messbarkeit von Variablen voraussetzen, die nicht messbar sind.⁸⁹ Der Vollständigkeit halber werden diese Methoden, deren Anwendung von der Quantität und Qualität der verfügbaren Daten abhängt, aufgezählt:⁹⁰

- **Band of investment:** auf Basis von Eigen- und Fremdkapitalanteilen bzw der Boden- und Gebäudewertanteile.
- **Debt-Coverage-Formel:** Verhältnis zwischen dem *net operating income* und der jährlichen Schuldentilgung.
- **Residual techniques:** *building residual technique, land residual technique, equity residual technique, mortgage residual technique, leased fee and leasehold residuals.*

Weiters werden die Ableitung auf Basis des *gross income multiplier* und des *gross rent multiplier* sowie Investorenbefragungen genannt.⁹¹

4. Wertermittlungsmodelle

Da Ertragsanomalien (zB *over-* und *underrented* Mieten, Mietausfall, Staffelmietvereinbarungen etc) nicht unmittelbar direkt bei der Kapitalisierung berücksichtigt werden können, haben sich für die Wertermittlung von *overrented* und *underrented* Liegenschaften in der Praxis die sogenannte „*term and reversion method*“ und die „*layer method*“ („*hardcore and top slice approach*“) etabliert. Dabei sind weitere Rechenschritte im Rahmen der Wertermittlung zu berücksichtigen. Die Methoden sind auch im deutschsprachigen Raum als Schicht- bzw Sandwichverfahren (*layer method, hardcore and top slice approach*) bzw als Vervielfältigerdifferenzmethode (*term and reversion method*) bekannt und werden auch als Varianten des zwei- und eingleisigen sowie vereinfachten Ertragswertverfahrens angewendet.⁹²

4.1. Bewertung einer Rack-Rented-Liegenschaft

Die Wertermittlung von Rack-rented-Liegenschaften stellt den einfachsten Anwendungsfall der *investment method* bzw der *direct capitalization* dar. Die Voraussetzung der Anwendung bildet der Umstand, dass regelmäßige Mietanpassungen vertraglich vorgesehen sind, um die zum Bewertungsstichtag gezahlten Marktmieten dauerhaft auf dem Marktmietniveau zu halten.⁹³

⁸⁵ Vgl *French*, *Freehold Valuation: The Relationship Between Implicit and Explicit DCF Methods*, *Journal of Property Investment and Finance* Vol 24, Nr 1, 87 ff; vgl *Seiser/Kainz*, *Wert von Immobilien*, 352 (Rz 73).

⁸⁶ Vgl *Sprengnetter*, *Immobilienbewertung* (46. Lfg, 2014) 6/12/4/1.

⁸⁷ Vgl *IDW S 10*, 10 (Pkt 39); vgl ähnlich *Seiser/Kainz*, *Wert von Immobilien*, 352 (Rz 74).

⁸⁸ Vgl *Thomas*, *GuG* 1995, 35 (38).

⁸⁹ Vgl *Sotelo*, *GuG* 1995, 91 (95).

⁹⁰ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 492 ff.

⁹¹ Vgl *Appraisal Institute*, *Appraisal of Real Estate*¹⁴, 507 f, vgl *Nygaard*, *Immobilienbewertung USA*, 34.

⁹² Vgl *Simon*, *GuG* 2006, 270 (271).

⁹³ Vgl *Thomas*, *GuG* 1995, 82 (82 ff).

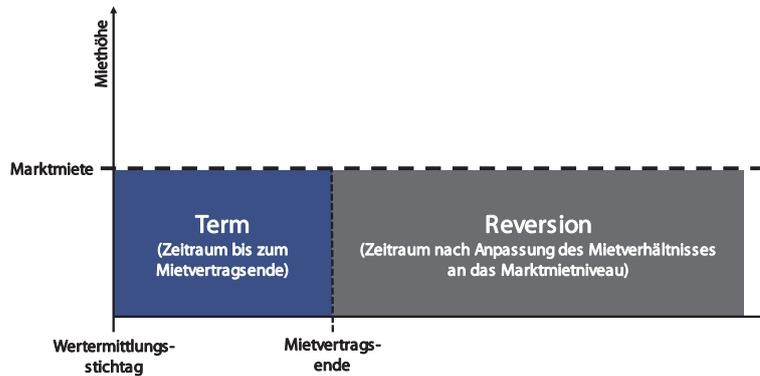


Abb 1: Bewertung einer Rack-rented-Liegenschaft⁹⁴

Der Verkehrs- bzw Marktwert der Liegenschaft ergibt sich durch Multiplikation des Jahresreinertrags mit dem Rentenbarwertfaktor bzw Vervielfältiger, der auf Basis des ARY bzw der *cap rate* unter Berücksichtigung einer ewigen Rente ermittelt wird.

4.2. Bewertung einer Underrented Liegenschaft

Für die Wertermittlung einer *underrented* Liegenschaft wird in der Praxis üblicherweise die *term and reversion method* angewendet.⁹⁵ Diese Methode sieht eine vertikale Trennung der Ertragsströme vor und wird daher in der Literatur auch als Block- oder Säulenverfahren bezeichnet. Ungewöhnliche Ertragsituationen werden jeweils unmittelbar bei der Berechnung des Ertragswertes berücksichtigt, indem der Betrachtungszeitraum (wirtschaftliche Restnutzungsdauer) in vertikale Blöcke geteilt wird und diese einzeln bewertet und zum Ertragswert addiert werden.⁹⁶

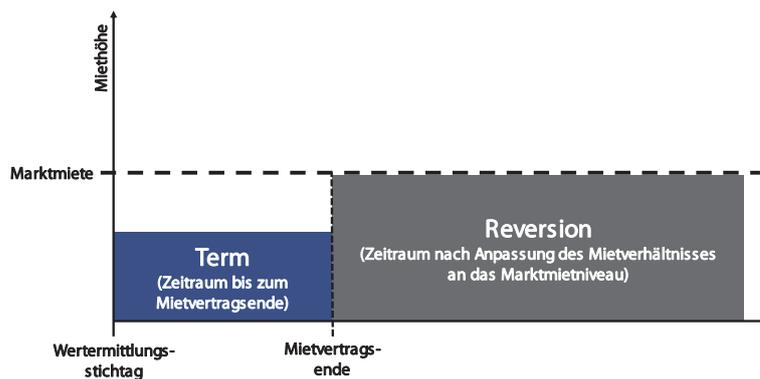


Abb 2: Bewertung einer *underrented* Liegenschaft⁹⁷

Die Höhe der Mieten für den Zeitraum nach der Mietanpassung (*reversionary income*) wird auf Basis der zum Bewertungsstichtag geschätzten Marktmiete bestimmt. Bei der Reversion wird also gleich vorgegangen wie im Fall eines zum Marktmietniveau vermieteten Objekts. Der Barwert der Reversion wird als ewige Rente mit dem ARY bzw der *cap rate* auf den Zeitpunkt der Mietanpassung bzw des Mietvertragsendes kapitalisiert und anschließend um die Dauer des *term* abgezinst. Die tatsächlich eingehenden Mieten werden bis zum nächsten Mietfestlegungstermin (*rent review*) auf Basis einer Zeitrente kapitalisiert (*term*). Dabei ist zu beachten, dass nach Ansicht von *Thomas* bei der Abzinsung des *term* ein um 50 bis 100 Basispunkte niedrigerer Zinsfuß als der ARY bzw die *cap rate* Verwendung findet.⁹⁸ *Bienert* und *Reinberg* geben – offensichtlich aufgrund des niedrigen allgemeinen Zinsniveaus an – dass dieser Zinssatz knapp unterhalb des ARY bzw der *cap rate* liegen sollte.⁹⁹ Die Festsetzung dieses Zinssatzes unterhalb des ARY bzw der *cap rate* lässt sich mit der größeren Sicherheit des *term income* begründen, da es einerseits vertraglich fixiert ist und andererseits unterhalb der aktuell erzielbaren Marktmiete liegt.¹⁰⁰

⁹⁴ Vgl ua *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 617; *Shapiro/Mackmin/Sams*, Modern Methods of Valuation¹², 158.

⁹⁵ Alternativ kann die Wertermittlung einer *underrented* Liegenschaft auch über die *layer method* bzw den *hardcore and top slice approach* erfolgen.

⁹⁶ Vgl Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e. V. (BIIS), Arbeitskreis DCF-Verfahren: Marktwertkonformes DCF-Verfahren, Plausibilisierung von Marktwerten (2006) 7; vgl *Thomas*, GuG 1995, 82 (83).

⁹⁷ Vgl ua *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 620; *Thomas*, GuG 1995, 82 (82 ff); *White/Turner/Jenyon/Lincoln*, Internationale Bewertungsverfahren für das Investment in Immobilien (1999) 98.

⁹⁸ Vgl *Thomas*, GuG 1995, 82 (83).

⁹⁹ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 620.

¹⁰⁰ Vgl *Thomas*, GuG 1995, 82 (83).

4.3. Bewertung einer Overrented Liegenschaft

Das Schichtverfahren (*layer method, hardcore and top slice approach*) wird üblicherweise bei der Bewertung einer *overrented* Liegenschaft herangezogen.¹⁰¹ Bei dieser Methode werden die Ertragsströme horizontal getrennt. Dabei wird in einem ersten Schritt die Marktmiete mit dem ARY bzw der *cap rate* über eine ewige Restnutzungsdauer kapitalisiert (Barwert *hardcore*).¹⁰² Der Differenzbetrag zwischen der vereinbarten Miete und der Marktmiete wird über die Restlaufzeit des Mietvertrags bzw bis zum vereinbarten Zeitpunkt der Mietanpassung kapitalisiert (Barwert *top slice*). Der Ertragswert ermittelt sich aus der Summe des Barwertes des *hardcore* und des *top slice*.¹⁰³

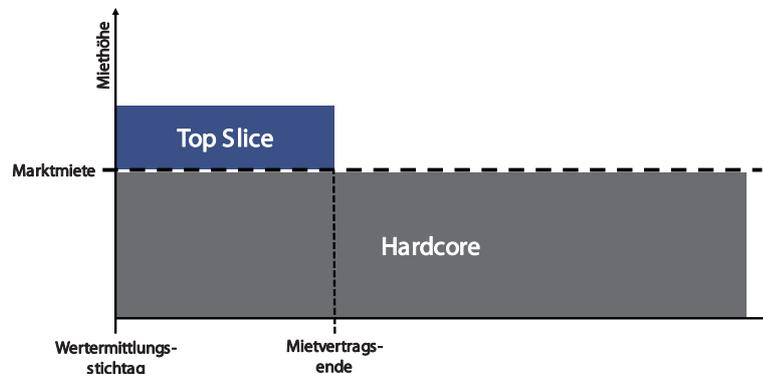


Abb 3: Bewertung einer *overrented* Liegenschaft¹⁰⁴

Während der Barwert des Hardcore-Anteils mithilfe des ARY bzw der *cap rate* ermittelt wird,¹⁰⁵ wird bei der Ermittlung des Barwertes des Top-Slice-Anteils der ARY bzw die *cap rate* um einen Risikozuschlag erhöht. *Bienert* und *Reinberg* geben an, dass die Höhe des Risikozuschlags von der Ausfallwahrscheinlichkeit für das Bestandverhältnis abhängt, wobei dabei die Mieterbonität, die Mietvertragsqualität samt eventuellen Garantien und die Mietvertragsrestlaufzeit zu berücksichtigen sind.¹⁰⁶ *Thomas* ist der Auffassung, dass der Anteil des *top slice* als vertraglich gesichert gilt, allerdings und lediglich durch die mangelnde Zahlungsfähigkeit des Mieters gefährdet sei. Neben des „intuitiven“ Zuschlags auf den ARY oder die *cap rate* gibt der Autor an, dass die Höhe dieses Zuschlags auch marktorientiert bestimmt werden könne, indem die Rendite vergleichbarer Immobilien oder alternativer Kapitalanlagen als Maßstab herangezogen werde.¹⁰⁷

Es ist zu berücksichtigen, dass die dargestellte Anwendung der *layer method* bzw des *hardcore and top slice approach* zur Bewertung von *overrented* Liegenschaften zunehmend Kritik erfährt. Dabei wird argumentiert, dass aufgrund des im ARY bzw in der *cap rate* bereits implizit berücksichtigten Mietwertwachstums, kann der Fall eintreten könne, dass die Marktmiete noch während der Laufzeit des Mietvertrags auf das vertraglich fixierte Mietniveau ansteigen könnte, so dass ein Teil des *top slice* doppelt bewertet werde.¹⁰⁸

5. Berücksichtigung sonstiger wertbeeinflussender Umstände

Als sonstige wertbeeinflussende Umstände kommen bei der Anwendung der *investment method* bzw der *direct capitalization* – wie im Ablaufschema der ÖNORM B 1802-1 zum zweigleisigen Ertragswertverfahren angeführt – Rechte und Lasten wie zB persönliche Dienstbarkeiten in Betracht.¹⁰⁹ Hinsichtlich der Berücksichtigung sonstiger wertbeeinflussender Umstände wird auf die Ausführungen im Artikel ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 4) aus dieser Artikelreihe verwiesen.¹¹⁰

6. Verkehrs- bzw Marktwert der Liegenschaft

Der Verkehrs- bzw Marktwert der Liegenschaft ist ausgehend vom ermittelten Ergebnis der *investment method* bzw der *direct capitalization* als Ertragswert der Liegenschaft unter Berücksichtigung

¹⁰¹ Alternativ kann die Wertermittlung einer *overrented* Liegenschaft auch über die *term and reversion method* erfolgen.

¹⁰² Vgl *BIIS*, Marktwertkonformes DCF-Verfahren, 6; *Roth*, Der Sachverständige 2003, 78 (83).

¹⁰³ Vgl *Thomas*, GuG 1995, 82 (84).

¹⁰⁴ Vgl ua *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 623; *BIIS*, Marktwertkonformes DCF-Verfahren, 6; *Shapiro/Mackmin/Sams*, Modern Methods of Valuation¹², 171; *White/Turner/Jenyon/Lincoln*, Internationale Bewertungsverfahren, 100.

¹⁰⁵ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 623; *Thomas*, GuG 1995, 82 (84).

¹⁰⁶ Vgl *Bienert/Reinberg* in *Bienert/Funk*, Immobilienbewertung Österreich³, 623.

¹⁰⁷ Vgl *Thomas*, GuG 1995, 82 (84).

¹⁰⁸ Vgl *Thomas*, GuG 1995, 82 (85).

¹⁰⁹ Vgl ÖNORM B 1802-1, Pkt A.3.

¹¹⁰ Vgl *Reithofer/Stocker*, ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 4), immo aktuell 2020, 41 (49 f).

sonstiger wertbeeinflussender Umstände (ohne) Marktanpassung zu ermitteln. Der Sachverständige darf sich nicht einfach ungeprüft mit dem rein kalkulatorischen Ergebnis der Bewertungsmethode begnügen, sondern er muss den so errechneten Wertbetrag vor dem Hintergrund der ihm bekannten Marktverhältnisse kritisch würdigen und unter Umständen korrigieren.¹¹¹ Hinsichtlich der Berücksichtigung einer Marktanpassung wird auf die Ausführungen im Artikel ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teile 4 und 5) aus dieser Artikelreihe verwiesen.¹¹²

AUF DEN PUNKT GEBRACHT

Die ÖNORM B 1802-1 Liegenschaftsbewertung, Teil 1, ist seit 15. 7. 2019 in Kraft. Bei der Neufassung wurde die aus Großbritannien stammende *investment method* als sonstiges dem Stand der Bewertungswissenschaften entsprechendes Wertermittlungsverfahren angeführt. Das Ablaufschema der *investment method* bzw der *direct capitalization* (US-amerikanische Bezeichnung) ist international nicht normiert. Einzelne Aspekte beider Wertermittlungsmethoden können nicht unreflektiert auf österreichische Verhältnisse umgelegt werden. Die Ableitung des *all risks yield* (*investment method*) bzw der *capitalization rate* (*direct capitalization*) sollte – sofern ausreichende, valide und zeitnahe Vergleichstransaktionen zum Bewertungsstichtag vorliegen – ausschließlich auf Basis eines Vergleichs durchgeführt werden. In der Praxis zeigt sich allerdings, dass aufgrund fehlender Informationen zu den wesentlichen wertbeeinflussenden Verfahrensparametern sowie zu den wesentlichen wertbeeinflussenden Umständen, nur eingeschränkt valide *all risks yields* und *capitalization rates* aus Marktdaten abgeleitet werden können.

¹¹¹ Vgl ErlRV 333 BlgNR 18. GP (zu § 7 LBG).

¹¹² Vgl *Reithofer/Stocker*, immo aktuell 2020, 41 (50); vgl *Reithofer/Stocker*, ÖNORM B 1802-1: Liegenschaftsbewertung (Teil 5), immo aktuell 2020, 101 (111 f).