

Erfahrungen mit der DCF-Methode (ÖNORM B 1802)

Die ÖNORM B 1802 Teil 2 (Ausgabe 1. 12. 2008) stellt die Grundlagen für eine Standardisierung einer schon seit langem international gebräuchlichen Ertragswertermittlung dar. Die ursprünglich aus der Unternehmensbewertung angewandte Methode einer dynamischen Betrachtung von zukünftigen Zahlungsströmen hat sowohl im internationalen als auch im nationalen Bereich der Immobilienbewertung Fuß gefasst.

Österreichische Standardsetter¹ haben schnell auf Forderungen im Hinblick auf internationale Akzeptanz und Verständlichkeit von nationalen Bewertungszugängen reagiert (Deutschland, das bis dato die gleiche Systematik im Bereich der Ertragswertermittlung anwendet, hat die DCF-Methode noch nicht in Form einer Norm standardisiert)².

Kritische Stimmen haben der Anwendung der DCF-Methode vorgehalten, dass diese eine reine Investorenrechnung ist und somit keine Verkehrs- bzw. Marktwerte (sondern lediglich „Investmentvalues“) abbildet. Diesen Argumenten muss entgegengehalten werden, dass einerseits das Wertermittlungsergebnis von den gewählten Eingangsdaten abhängt (sind diese Daten marktüblich oder subjektiv-individuell?), andererseits das Marktgeschehen grundsätzlich und generell von Investoren geprägt ist. Bei jeder Transaktion einer Ertragsimmobilie steht auf Käuferseite ein Investor als Marktteilnehmer (der Markt und somit der Marktwert³ wird von Marktteilnehmern gebildet). Jener Investor, der bereit ist, den Gedanken des höchsten und besten Nutzens⁴ der Immobilie in seiner Investorenrechnung abzubilden, wird an der Transaktion als Käufer beteiligt sein. Somit bildet eine derartige Transaktion auf Basis des § 2 Abs 2 und § 2 Abs 3 LBG das Marktgeschehen ab und folglich stellt das von den Marktteilnehmern eingesetzte Bewertungsmodell (in diesem Fall die Investorenrechnung des Käufers) auch eine Möglichkeit für das Nachvollziehen und das Ermitteln von Verkehrswerten durch allgemein beedete und gerichtlich zertifizierte Sachverständige dar.

Vereinfachte Ablaufdarstellung der DCF-Methode

Die Systematik der DCF-Methode beruht auf einer Teilung des nach dem Bewertungsstichtag liegenden Zeitraumes, beginnend am Bewertungsstichtag bis zum Ende der wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Objektes, in zwei Bereiche (Phasen).

Die 1. Phase (in der Regel 10 Jahre) wird als Detailprognosezeitraum bezeichnet. Die 2. Phase bildet den Wert des Vermögensgegenstandes am Ende der Phase 1 ab

und wird als „Terminal Value“ bzw. „Exit Value“ bezeichnet. Der Marktwert ermittelt sich aus der Summe der Barwerte der Phase 1 und Phase 2.

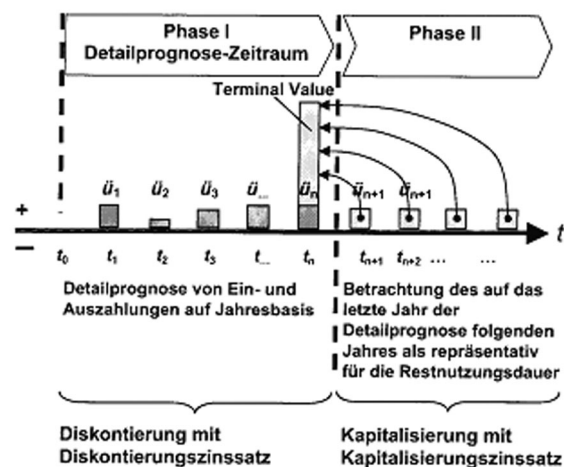


Abbildung: ÖNORM B 1802- Teil 2

Phase 1

Im Zeitraum der Phase 1 werden für jedes einzelne Jahr die genauen tatsächlichen Zahlungsströme⁵ abgebildet. Aus den prognostizierten Ein- und Auszahlungen werden Jahresroh- und Jahresreinerträge ermittelt, wobei die in der Regel tatsächlich zu entrichtenden Zahlungen (Bestandentgelte unter Berücksichtigung eines Mietwachstums, einer Indexierung, eines Leerstandes und den damit verbundenen Kosten, Modernisierungs- und Instandhaltungskosten, Incentives etc) herangezogen werden.

Die Barwertberechnung zum Bewertungsstichtag erfolgt aufgrund des expliziten Ausweises dieser Zahlungen nicht mit dem aus dem nach § 5 LBG angeführten Kapitalisierungszinssatz, sondern mit einem Diskontierungszinssatz (der aus dem Immobilienmarktgeschehen oder alternativ aufgrund eingeschränkter Marktgeschehens aus dem Kapitalmarkt abgeleitet werden kann).

Die Summe dieser barwertberechneten jährlichen Überschüsse⁶ bildet den Wert der Phase 1.

Phase 2

Die Phase 2 stellt den Wert am Ende der Phase 1⁷ dar und wird auf Grundlage der prognostizierten Überschüsse des ersten Jahres nach dem Ende des Detailprognosezeit-

raums (Phase 1) mit der „Investment Method“ (ähnlich dem national bekannten vereinfachten Ertragswertverfahren) ermittelt. Es wird somit am Ende der Phase 1 ein fiktiver Verkauf der Liegenschaft unterstellt. Dieser voraussichtlich erzielbare Wert wird um den Zeitraum der Phase 1 barwertberechnet und als Barwert des „Terminal Value“ (Exit Value) ausgewiesen.

Ergebnis

Die Barwerte der Erträge aus Phase 1 und Phase 2 werden addiert und bilden als Ergebnis den Ertragswert der Liegenschaft ab. Das Ergebnis stellt den Barwert der zukünftigen Erträge dar und ergibt somit den Markt-/Verkehrswert.

Ergänzend soll darauf hingewiesen werden, dass in der Regel der Anteil des Wertes der Phase 2 am Gesamtergebnis deutlich überwiegt. Obwohl dadurch der Wert der Phase 1 einen betragsmäßig geringeren Anteil am ausgewiesenen Gesamtergebnis hat, bedeutet dies nicht, dass die Marktteilnehmer den in Phase 1 ermittelten Überschüssen nicht besondere Bedeutung beimessen. Dies beruht sicherlich auch auf den transparenten Darstellungen der jährlichen Überschüsse des Detailprognosezeitraums und der Möglichkeit der darauf aufbauenden Free-Cashflow-Ermittlungen⁸ (beispielsweise mit vollständigen Finanzplänen)^{9,10}. Gerade in einer derzeit wirtschaftlich schwierigen Zeit fordern sowohl Banken als auch Investoren genaue (zumindest jährliche) Planungen über zukünftige Zahlungsströme (siehe Basel II: Ausfallwahrscheinlichkeit etc).

Die Schwierigkeiten (und vermutlich auch die anfängliche Zurückhaltung der Sachverständigen) bei der Anwendung dieser Methode liegen meines Erachtens nicht primär in der Systematik bzw der Struktur des Verfahrens, sondern vielmehr in der Schwierigkeit und Komplexität der Datenerhebung.

Beispielsweise erweist sich die Ableitung eines Kapitalisierungszinssatzes aus dem Marktgeschehen für das Verfahren nach § 5 LBG schon als sehr aufwendig und recherchéintensiv (vorwiegend im Hinblick auf die Recherche und Analyse der Vergleichsobjekte). Für die Ableitung des Diskontierungszinssatzes und des Kapitalisierungszinssatzes (All Risks Yield) des DCF-Verfahrens sind in der Regel noch weit umfangreichere Untersuchungen und Erhebungen durchzuführen.

Conclusio

Als Schlussfolgerung kann behauptet werden, dass sowohl das nationale Ertragswertverfahren nach § 5 LBG als auch das DCF-Verfahren nach ÖNORM B 1802 Teil 2 bei Anwendung von marktkonformen Eingangsdaten zum gleichen Ergebnis führen; somit ist konsequenterweise die Aussage zulässig, dass das eine Verfahren nicht das andere ersetzt, sondern vielmehr ergänzt.

Vom nationalen Standpunkt aus betrachtet hat die Standardisierung dieser Methode einen weiteren Schritt Richtung Internationalisierung mit allen positiven Konsequenzen wie

Transparenz, Nachvollziehbarkeit und Akzeptanz vollzogen. Zudem konnte allen internationalen Marktteilnehmern, die in der Ertragswertermittlung nicht dem deutsch/österreichischen System (Splittung Gebäudereinertrag – Bodenwertverzinsung) verhaftet sind, nachgewiesen werden, dass unser §-5-LBG-Ertragswertverfahren berechtigt und richtig ist, da es zum gleichen Ergebnis wie das DCF-Verfahren führt.

Eine Argumentation, dass nationale gesetzliche Bestimmungen/Regelungen (zB Objekte bei Vollenwendung des MRG; Zinshaus) ein DCF-Verfahren nicht anwendbar machen, sind nicht nachvollziehbar. Jede Verkehrswertermittlung einer Ertragsimmobilie, die auf Basis des §-5-LBG-Verfahrens berechnet wird, kann auch mit dem DCF-Verfahren nach ÖNORM B 1802 Teil 2 bewertet werden.

Die Anwendungen des standardisierten DCF-Verfahrens werden künftig (auch durch die verstärkte Forderung der Marktteilnehmer) vorwiegend bei der Bewertung von Projektentwicklungen, Objekten mit vielen Bestandnehmern (EKZ, FMZ, Bürohäuser usw), Betreiberimmobilien (Hotels usw) etc steigen, jedoch andere Ertragswertmethoden nicht gänzlich ersetzen. Zur Sicherheit werden hinkünftig voraussichtlich mehrere Ertragswertermittlungsmethoden parallel bei ein und demselben Bewertungsobjekt zur Ertragswertermittlung und Plausibilisierung eingesetzt.

Wie in allen anderen Bereichen der Wertermittlung gilt auch für das DCF-Verfahren: „Bewerten heißt Vergleichen“. ¹¹ Mangelnde Kenntnis und fehlende Vergleichsdaten erschweren eine Bewertung (methodenunabhängig).

Für alle Ertragsimmobilien gilt zudem der Spruch: „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts.“ Somit ist die Kernaussage „Zu beurteilen sind Zeitpunkt, Sicherheit und Höhe von zukünftigen Zahlungsströmen“ bekräftigt.

Korrespondenz:

*FH-Dozent Dipl.-Ing. (FH) Michael P. Reinberg, MRICS
St.-Veit-Gasse 65, A-1130 Wien
Tel: 0664-3002412
E-Mail: m.r@realconsult.at*

Anmerkungen:

- 1 Dank gebührt unter anderem einem der Initiatoren, dem Sachverständigen DDipl. Dr. *Sven Bienert*, MRICS
- 2 Vgl Empfehlung zur Standardisierung des DCF-Verfahrens 2006 der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.
- 3 Der Terminus „Marktwert“ entspricht dem „Verkehrswert“ nach § 2 Abs 2 LBG.
- 4 Unter den Aspekten technisch möglich, wirtschaftlich sinnvoll und rechtlich zulässig.
- 5 In der Regel werden diese Barwerte jährlich nachschüssig ermittelt.
- 6 Es kann auch zu Fehlbeträgen (negative Überschüsse) führen.
- 7 Grundlage hierfür sind die zukünftigen Erträge nach der Phase 1, somit bildet das erste Jahr nach der Phase 1 die Basis für die Ermittlung des Wertes der Phase 2.
- 8 Free Cashflow: Zahlungsstrom nach Ertragssteuern und vor Zinsen.
- 9 Vollständiger Finanzplan (VOFI): Instrument der Investitionsrechnung und -planung.
- 10 Vgl *Funk/Bienert*, Immobilienbewertung Österreich (2007) 501: „... Es können durch die Erweiterung der DCF-Methode auch Liquiditätsrisiken aufgedeckt werden (wenn der Cash-Flow nicht ausreicht, um die Zins- und Tilgungsverpflichtungen zu decken).“
- 11 Vgl. *Moxter* (1983), S 123.