

Bewertung von Hotelimmobilien - Branchenspezifische Herausforderungen für die Wertermittlung der Asset Klasse „Hotel“

Masterthese zur Erlangung des akademischen Grades
“Master of Science”

eingereicht bei
Dipl. Ing. Harald Peham

Manuel Simon, BA

11834534

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MANUEL SIMON, BA**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Masterthese, "BEWERTUNG VON HOTELIMMOBILIEN - BRANCHENSPEZIFISCHE HERAUSFORDERUNGEN FÜR DIE WERTERMITTLUNG DER ASSET KLASSE „HOTEL“", 92 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich das Thema dieser Arbeit oder Teile davon bisher weder im In- noch Ausland zur Begutachtung in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 29.09.2020

Unterschrift

Kurzfassung

Noch in den neunziger Jahren galten Hotels als exotische Anlageklasse. Seitdem hat sich einiges grundsätzlich verändert. Durch die seit Jahren kontinuierlich weltweit steigenden Tourismuswachstumsraten hat die Asset Klasse „Hotel“ in den vergangenen Jahren den Schritt raus aus der Nische und hin zu einem konservativen Investment gefunden. Die Professionalisierung und Konzentration auf Betreiberseite und ein andauerndes Nachfragewachstum machten Hotelimmobilien eine zunehmend für institutionelle Anleger interessante Anlageklasse. Zudem bieten sich Hotels vor allem in Zeiten von schwankenden Büroimmobilienmärkten im Hinblick auf eine ausgewogene Risikostreuung innerhalb der Immobilienportfolios an.

Dennoch: Nicht erst seit dem Ausbruch einer weltweiten Pandemie, hervorgerufen durch das Virus SARS Covid-19 im Laufe des ersten Quartals 2020 unterlag diese Anlageklasse diversen Risiken. Die richtige Auswahl eines Betreibers und der Pachtvertrag sind aus Sicht des Immobilieneigentümers Risiken, welche es zu steuern gilt. Hinzu kommen externe Risiken welche nicht, oder nur bedingt beeinflussbar sind: die fortlaufende Niedrigzinspolitik der EZB, der noch nicht abgeschlossene Handelskonflikt zwischen China und USA und auch die globalen wirtschaftlichen Auswirkungen durch die Verbreitung von Covid 19.

Um die Risiken bereits in der Ankaufphase ausführlich zu analysieren und zu bewerten, ist eine detaillierte Due Diligence unerlässlich. Innerhalb einer solchen Due Diligence ist in der Regel auch ein Wertgutachten zu erstellen. Da Hotelimmobilien ihre sehr spezifischen Herausforderungen haben und insbesondere für Branchenfremde Ihre Tücken aufweisen, werden in der Master Thesis diverse grundsätzliche Herausforderungen untersucht und auf die Auswirkung innerhalb der Immobilienbewertung eingegangen. Mit Hilfe eines Beispielhotels werden insbesondere des bewertungsrelevanten Cash-Flows näher analysiert.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung und Aufbau der Arbeit.....	1
2.	Einführung in die Bewertung von Hotelimmobilien.....	4
2.1.	Hotelimmobilien und Einordnung innerhalb der Immobilienwirtschaft.....	4
2.2.	Der Hotel Real Estate Markt.....	6
2.3.	Vorteile einer Hotelimmobilie:	9
2.4.	Nachteile einer Investition in ein Hotel	12
2.5.	Ermittlung des Marktwertes durch eine Hotelbewertung	16
2.6.	Anlässe für eine Hotelbewertung.....	18
2.7.	Wertermittlungsverfahren	19
2.8.	Ertragswertverfahren.....	20
2.9.	Discounted Cash Flow Methode	21
2.10.	Definition der relevanten Ertragskennzahl.....	22
2.11.	Definition des Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatzes.....	24
2.12.	Hotel Profit and Loss Statement als Basis für Hotelbewertung.....	26
2.13.	P&L Aufbau nach USALI.....	27
2.14.	Herausforderungen für den Bewerter.....	30
2.15.	Due Diligence	32
3.	Betreibervertrag.....	38
3.1.	Pachtvertrag	38
3.1.1.	Vertragskomponenten.....	38
3.1.2.	Pachtvertrag aus Investorensicht	41
3.1.3.	Pachtvertrag aus Betreibersicht	42
3.2.	Pachtvertragsarten	43
3.2.1.	Fixpachtvertrag.....	43
3.2.2.	Pachtvertrag mit variablen Anteilen	44

3.3. Auswirkungen auf die bewertungsrelevanten Cash Flows anhand eines Beispielhotels	46
3.4. Managementvertrag.....	50
3.4.1. Vergütungsmodelle im Managementvertrag	50
3.4.2. Managementvertrag aus Investorensicht	52
3.5. Auswirkung auf Bewertung anhand eines Beispielhotels.....	54
3.6. Fazit.....	57
4. Bewertung unter Annahme „Vacant Possession“	59
4.1. Definition	59
4.2. Problemstellung	60
4.3. Merkmale und Erfolgsfaktoren von Markenhotels	60
4.4. Auswirkung auf die Bewertung anhand eines Beispielhotels.....	62
4.5. Fazit.....	66
5. FF&E und Erneuerungsrücklage.....	68
5.1. Definition FF&E und Besonderheiten der FF&E Rückstellung	68
5.2. Problemstellung	71
5.3. Auswirkungen auf die Bewertung anhand eines Beispielhotels	74
5.4. Fazit.....	79
6. Schlussfolgerung.....	80
Literaturverzeichnis.....	82
Abkürzungsverzeichnis.....	85
Abbildungsverzeichnis.....	86

1. Einleitung und Aufbau der Arbeit

Immobilien bieten verscheide Möglichkeiten der Kategorisierung: Gewerbe-, Wohn- Industrie- und Sonderimmobilien. Während Büro- und Handelsimmobilien als Gewerbeimmobilien identifiziert werden, sind Hotels den Sonderimmobilien zugeteilt. Dies erfolgt nicht ohne Grund. Im Gegensatz zu anderen Immobilienarten, bietet diese Asset Klasse weitreichende Besonderheiten und ist in Ihrer Beurteilung komplexer.

Hotels sind im Vergleich zu Wohn-, Gewerbe- oder Industrieimmobilien Betreiberimmobilien. Dieser Aspekt, und die damit verbundene Verknüpfung des wirtschaftlichen Erfolgs des Eigentümers und des Betreibers spielen eine große Rolle innerhalb der Wertermittlung eines Hotels. Auch wenn der wirtschaftliche Erfolg beider Parteien miteinander verknüpft ist, und beide ein Gewinnstreben eint, bestehen zum Teil grundsätzlich gegenseitige Interessen beider Parteien.

Auch die sehr dynamische Hotellandschaft, mit ihren verschiedenen Produkten und Typen, hat zur Folge, das von „dem einen Hotelmarkt“ nicht gesprochen werden kann. Jedes Hotel ist unterschiedlich.

Für einen Bewerter einer Hotelimmobilie, der den Auftrag hat, den Marktwert eines Hotels zu bestimmen, bedeutet dies, dass er ein umfassendes Wissen der Hotelbranche für die Bewertung benötigt.

Der Wert eines Hotels ist vereinfacht ausgedrückt, der Preis, den ein voraussichtlicher Käufer für die Immobilie zahlen wird, wenn sie effektiv vermarktet wurde. Dies ist ein komplexer Vorgang. Es gibt viele Faktoren, die den Wert bestimmen und den Einfluss auf die Entscheidung eines potenziellen Käufers haben.

Dies können unter anderem folgende Punkte sein:

- Die Einnahmen aus dem Objekt
- Die Lage und geografische Abdeckung und individuelles Anlageziel des Investors

- Die Marke und der Betreiber
- Die potenziellen Wertsteigerung des Objekts im Laufe der Zeit

Diese Master Thesis erweitert diese klassischen Punkte um einige der wichtigsten Überlegungen, die der Käufer und der Bewerter beim Kauf eines Hotels berücksichtigen sollten.

Es werden folgende weitere Aspekte und ihren Einfluss auf die Wertermittlung analysiert:

- Welche Auswirkung hat der Betreibervertrag auf die bewertungsrelevanten Cash Flows? Welche Vorteile und Nachteile ergeben sich durch unterschiedliche Ausgestaltungen des Vertrages?

Analysiert werden:

- Fixpachtverträge
 - Pachtverträge mit variablen Komponenten
 - Managementvertrag
- Welche Auswirkung auf die bewertungsrelevanten Cash Flows hat es, wenn die Bewertungsannahme „Vacant Possession“ getroffen wird?
 - Welchen Einfluss auf die bewertungsrelevanten Cash Flows haben laufende Reinvestitionen in die Ausstattung des Hotels, dem sogenannten FF&E, während der Vertragslaufzeit bzw. dem Betrachtungszeitraum der Bewertung? Faktoren, welche hier zu analysieren sind, lauten beispielsweise:
 - Wer ist Eigentümer des FF&E?
 - Ist eine FF&E Reserve zu bilden?
 - Fließen Abschreibungen in die Immobilienbewertung ein?

Die Master Thesis basiert auf ein umfassendes Literaturstudium sowie Internet Recherchen. Die Überprüfung, ob und in welchem Umfang es Auswirkungen auf die bewertungsrelevanten Cash Flows gibt, erfolgt über eine kalkulatorische und nachvollziehbare Herangehensweise.

Die Master Thesis umfasst eine Kombination aus theoretischen und praktischen Inhalten.

Zu Beginn der Arbeit werden grundsätzliche Begrifflichkeiten, sowie die aktuelle Marktsituation bei Hotelinvestments erläutert und analysiert.

Anschließend werden Möglichkeiten der Hotelbewertung vorgestellt und beschrieben. Besonderheiten der Asset Klasse und daraus folgende Problemstellungen innerhalb der Immobilienbewertung werden aufgezeigt. Dies bildet die Basis für die weiteren Kapitel.

Bevor konkrete Fragestellungen definiert und analysiert werden können, wird das Grundprinzip und das besondere Schema der Hotelergebnisrechnung erläutert und vorgestellt. Anhand eines Musterbetriebes wird eine exemplarische Hotelergebnisrechnung nach dem sogenannten USALI dargestellt.

Diese Hotelergebnisrechnung wird im Laufe der weiteren Arbeit immer wieder durch Änderungen einzelner Variablen anschaulich zeigen, welche Auswirkungen dies auf die Cash Flows haben kann.

Anschließend wird die Begrifflichkeit der Due Diligence und deren Rolle und Umfang bei einem Hotelwerb dargestellt.

In den folgenden Kapiteln wird jeweils eines von drei Problemstellungen im Detail analysiert. Pro Problemstellung wird ein Fazit den Einfluss auf das Hotelergebnis würdigen.

Als Abschluss der Arbeit, wird noch einmal ein Resümee, welches die wichtigsten Erkenntnisse übersichtlich darstellt und Entwicklungen aufzeigt.

Als Grundlage dienten vorrangig Basis- und Fachliteratur zu den Themen der Immobilienbewertung, Hotelbewertung im speziellen, sowie Studien und veröffentlichte Fachbeiträge von Experten. Für die Datengrundlage der Analyse des Hotelmarktes dienten aktuelle Veröffentlichungen von international agierenden Hotel- und Immobilienunternehmen, wie beispielsweise CBRE, STR, JLL und MRP-Hotels.

2. Einführung in die Bewertung von Hotelimmobilien

Um die Herausforderungen einer Bewertung einer Hotelimmobilie näher betrachten zu können, muss diese spezielle Asset Klasse in den gesamten Immobiliensektor eingeordnet werden. Zusätzlich ist es notwendig die Eigenheiten dieser Immobilie herauszuarbeiten, um in weiterer Folge die Herausforderungen für einen Bewerter zu analysieren.

2.1. Hotelimmobilien und Einordnung innerhalb der Immobilienwirtschaft

In der Theorie gibt es verschiedene Definitionen betreffend den Begriff des „Hotels“, aber keine allgemein gültige und international anerkannte. Zu unterschiedlich sind die einzelnen Ausprägungen innerhalb der Hotellerie und zu schnell wandeln sich Kundenbedürfnisse, auf die der Hotelmarkt in einem ständigen Prozess der Anpassung reagiert.

Hotels können in verschiedene Betriebsarten unterteilt und eingeteilt werden. So kann ein Hotel als Dienstleistungs-, aber auch als Handels- oder Produktionsbetrieb angesehen werden. Das Produzieren von Speisen spricht für ein Produktionsbetrieb, das Erbringen von Serviceleistungen als Dienstleistungsbetrieb. Primär steht allerdings die Beherbergung von Menschen im Vordergrund. (Kayser, 1974, S. 9-12)

Um die Asset Klasse des Hotels einordnen zu können und auch die Besonderheiten zu verstehen, ist eine Abgrenzung zu anderen Asset Klassen hilfreich und notwendig.

Nach Schulte und Schäfer können Immobilien in folgende vier Arten unterteilt werden (Schulte & Schäfers, 2007, S. 32):

- Wohnimmobilien
- Gewerbeimmobilien
- Industrieimmobilien
- Sonderimmobilien

Ein Hotel kann nicht die Funktion des langfristigen Wohnens, des Handels oder der Büro- und Industrienutzung zugeordnet werden. Auch ist eine wichtige Charaktereigenschaft, das Hotels sogenannte Betreiberimmobilien sind.

Daraus folgert Rottke:

„Alle Arten von Betreiberimmobilien bzw. Managementimmobilien werden den Sonderimmobilien zugeordnet. Unter Betreiberimmobilien versteht man Immobilien, die speziell für die Nutzung durch eine bestimmte Art von betrieblen, wie beispielsweise Hotel- und Krankenhausbetrieblen, entwickelt wurden. Aus diesem Grund ist der wirtschaftliche Erfolg der Betreiberimmobilie abhängig von der unternehmerischen Tätigkeit innerhalb der Immobilie und deshalb das Risiko höher als bei anderen Immobilienarten.“ (Rottke, 2011, S. 165)

Zu der Kategorie von Hotelimmobilien gehören zahlreiche Unterkategorien. Diese sind beispielsweise Jugendherbergen, Ferienheime, Pensionen, Gasthöfe, Ferienwohnungen und Hotels. Allgemein wird unter einem Hotel ein Beherbergungsbetrieb mit gehobener Ausstattung und Dienstleistungskomfort verstanden. Hotels selbst lassen sich noch in eine Vielzahl von weiteren Kriterien unterscheiden:

Preisniveau	Funktion	Ausstattung	Standort	Zielgruppe	Bauliche Besonderheiten
Low- Budget	Business Hotel	Vollhotel	Innenstadtlage	Geschäftsreisende	Design Hotel
Economy	Kongresshotel	Hotel garni	Randlage	Erholungssuchende	All Suiten Hotel
Mittelklasse	Ferienhotel	Suiten Hotel	Autobahn	Incentive Reisende	Historische Gebäude
First Class	Pension	Aparthotel	Flughafenhotel	Pauschaltouristen	Boutique Hotel
Luxusklasse	Sporthotel	Boardinghouse Gasthof	Strandhotel	Airline Crews	Gemischte Nutzung

Abbildung 1, Quelle Rottke/Thomas, 2011 S. 166

Neben diesen klassischen Unterscheidungsmerkmalen muss die beschriebene Charaktereigenschaft „Betreiberimmobilie“ aufgezeigt werden.

Das bedeutet, dass die Frage des Eigentumsverhältnisses und der Betriebsführung zwingend zu stellen ist. Hintergrund dabei ist das Rechtsverhältnis und die Frage, in

welchem Umfang der Immobilieneigentümer im wirtschaftlichen Risiko des operativen Betriebs steht. (Haller, 2007, S. 96).

Man kann folgende wesentliche grundlegende Unterscheidungen treffen:

- **Betrieb des Hotels als Eigentümer**

Dies ist die verbreitete Form der klassischen Privathotellerie. Der Eigentümer führt das Hotel ohne Zuhilfenahme einer Hotelgesellschaft selbst und auf eigenen Namen. Der Eigentümer trägt das gesamte unternehmerische Risiko.

- **Betrieb des Hotels auf Basis eines Managementvertrages**

Ein Managementvertrag entspricht einem Betriebsführungs- bzw. Geschäftsbesorgungsvertrages. Eine Hotelgesellschaft führt das Hotel im Interesse sowie auf Gefahr und Rechnung im Namen des Immobilieneigentümers. Der Eigentümer ist somit Gewerbetreibender und trägt das unternehmerische Risiko. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 78)

- **Betrieb des Hotels auf Basis eines Pachtvertrages**

Der Eigentümer verpachtet das Hotel samt Inventar an einen Hotelbetreiber. Dieser führt als Pächter das Hotel auf eigenen Namen und zahlt dem Immobilieneigentümer, dem Verpächter, für die Überlassung des Hotels eine Pacht. Der Verpächter ist sodann nicht mehr in operativen Fragen involviert und steht nicht im Betreiberrisiko.

2.2. Der Hotel Real Estate Markt

Die Asset Klasse Hotel hat in den vergangenen Jahren an Attraktivität stets zugenommen. Aus einem Nischeninvestment wurde ein attraktives Investment für nationale und internationale Investoren. Insbesondere Institutionelle Investoren wie beispielsweise Union Investment Real Estate oder DEKA haben ihre Immobilienportfolien mit einem immer höher werdenden Anteil an Hotelimmobilien

versehen. Durch eine Professionalisierung der Hotelbetreiber und der wachsenden Reisetätigkeiten weltweit, erschien das Risiko innerhalb dieser Asset Klasse als gering.

Weltweit hat der Tourismus in den vergangenen Jahrzehnten stark zugenommen. Auch in Europa, als eine der meist besuchten Regionen der Welt, steigen die Zahlen Jahr für Jahr an. Das belegen einerseits die internationalen Ankünfte und andererseits die Einnahmen der Reise- und Tourismusbranche. Im Jahr 2018 lag der direkte Anteil des Tourismussektors am Bruttoinlandsprodukt (BIP) bei 3,9 %. Der Beschäftigungsanteil lag europaweit bei 5,4 % der Erwerbsbevölkerung, dies entspricht 12,1 Mio. Menschen in Europa. Knapp jedes 13. Unternehmen ist somit dem Tourismussektor zuzuordnen. (Catella, 2020)

2019 stellte für den europäischen Hotel Real Estate Markt folglich ein weiteres Rekord Jahr dar. Laut CBRE wurden im gesamten Jahr 2019 in Europa Investitionen in Höhe von 27,8 Mrd. EUR getätigt. Dies entspricht einer Steigerung von 13,9% zum Vorjahr. Auf das Vereinigte Königreich allein fielen Investitionen von 7,11 Mrd. EUR und auf Deutschland 4,85 Mrd. EUR. Gemeinsam mit Italien, 3,30 Mrd. EUR bilden diese drei Länder die Spitzenpositionen und waren allein für fast 55% des gesamten Hotel Investment Markts 2019 verantwortlich. (CBRE Hotels, 2019)

Die weltweite Pandemie durch das COVID-19 Virus, welche zuerst eine Gesundheitskrise und anschließend eine wirtschaftliche Krise ausgelöst hat, hatte zur Folge, dass das Transaktionsvolumen im Bereich Real Estate in Europa nahezu zum Erliegen gekommen ist.

Am Beispiel des deutschen Marktes wird klar, welche Auswirkungen die Pandemie auf den Transaktionsmarkt hat: Laut Colliers International konnte im ersten Halbjahr 2020 ein Transaktionsvolumen von rund 1,3 Mrd. EUR registriert werden. Das Ergebnis der ersten sechs Monate liegt 21% unter dem Vorjahrszeitraum. !!

Laut der internationalen Makler- und Beratungsfirma Jones Lang LaSalle (JLL) müsse der Hotelinvestmentmarkt durch die Pandemie Einbußen in bis dato nicht gekannte Größenordnung hinnehmen. (Tageskarte, 2020)

Insbesondere für die Asset Klasse Hotel hat diese Pandemie drastische Folgen.

„Die Hotellerie repräsentiert einen signifikanten Teil der Tourismusbranche und ist historisch eng verflochten mit der Performance der Gesamtwirtschaft. Grundsätzlich besitzt sie und die mit ihr verbundene Nachfrage nach Übernachtungen eine höhere Elastizität gegenüber anderen Bedürfnissen. Ähnlich wie bei Luxusgütern ist deshalb die Volatilität der Nachfrage auch höher, da auf Privatreisen in Zeiten der Krise eher verzichtet werden kann.“ (ART INVEST Real Estate Funds GmbH, 2020)

Temporäre Untersagungen der Vermietung von Hotelzimmern, Einreisebeschränkungen und Ausgangsperrn führten zu einer starken Reduzierung der Hotelzimmerauslastung im ersten Halbjahr 2020.

Laut STR Global fiel die europäische Durchschnittsbelegung für den Monat Mai 2020 im Vergleich zu Mai 2019 um 82,3% auf 13,3%. (STR Global, 2020)

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Masterarbeit kann noch kein fundierter Ausblick in die weitere Zukunft erstellt werden. Laut einer Studie der internationalen Beratungsfirma EY wird ein Preisrückgang bei der Asset Klasse Hotel von 92% der Studienteilnehmer erwartet.

Investmentmanager identifizieren klare Vorgaben an die angedachten Investitionsmöglichkeiten. Hotelimmobilien mit bonitätsstarken Hotelbetreibern, Immobilien im Bereich „Core“, sowie sehr gute innerstädtische Lagen werden immer wichtiger, um das Risiko eines Wertverlustes zu senken. (ART INVEST Real Estate Funds GmbH, 2020)

Um diese Risiken zu senken wird innerhalb einer Ankaufphase ein stärkeres Augenmerk auf die Due Diligence, und in dieser insbesondere auf die Wertermittlung, gelegt.

2.3. Vorteile einer Hotelimmobilie:

Jeder Immobilieninvestor analysiert den Immobilienmarkt nach seinen speziellen, persönlich definierten, Anlagekriterien. Hotelimmobilien bieten hier Vorteile, die nicht Vergleichbar zu anderen Asset Klassen sind.

Hohe Internationalisierung und Professionalisierung:

Im Kern ist die Hotelbranche nach wie vor mittelständisch dominiert, wobei die Anzahl der Hotels mit internationalen Marken in den vergangenen Jahrzehnten stets zugenommen haben. So hat sich beispielsweise die Anzahl der aktiven Hotelgesellschaften im deutschsprachigen Raum zwischen 1985 - 2011 vervierfacht, so dass über 175 Unternehmen mit 3.900 Betrieben aktiv am Markt tätig sind. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 18).

Da für jeden Investor die Leistungsfähigkeit des Betreibers, die in redundanten Organisationsstrukturen zum Ausdruck kommt, von immenser Wichtigkeit ist, nimmt die Markenhotellerie einen maßgeblichen Anteil im Angebot und damit am Hotelmarktvolumen ein. 2019 stieg der Anteil der Markenhotellerie, gemessen an der Grundgesamtheit aller Zimmer in Hotels und Hotel garni in Deutschland, von 50,4% auf 52,1%. (Union Investment Real Estate, 2020)

Ein Hoteleigentümer kann somit aus einer Vielzahl von verschiedenen Marken und Betreibern wählen.

Jeder Standort eines Hotels besitzt Vor- und Nachteile. Internationale Hotelkonzerne wie beispielsweise Marriott oder InterContinental Hotels Group (IHG), haben daher eine Vielzahl von Untermarken entworfen. Sie können somit für jeden Standort eine passgenaue Hotelmarke dem Immobilieneigentümer anbieten.

Durch diese Verbreitung von großen internationalen Hotelmarken professionalisierte sich auch die gesamte Branche. Hotels müssen eine Vielzahl von Kompetenzen bieten, um dem wachsenden Druck durch immer größer werdende Konkurrenz gerecht zu werden. Themen wie Digitalisierung und Nachhaltigkeit spielen bei den

Hotelkonzernen eine immer größere Rolle, auch weil Investoren bestimmte Anlageziele in diesen Bereichen (insbesondere Nachhaltigkeit) erzielen möchten oder müssen.

Portfolio Diversifikation:

Insbesondere Immobilienfonds nutzen Hotels als Beimischung zu ihren Fonds, in denen sonst die Asset Klassen der Büro- und Wohnimmobilien dominierten. Dies führte zu einer weiteren Streuung und Diversifikation innerhalb der Immobilienportfolios.

Hotelimmobilien haben trotz der steigenden Nachfrage in den vergangenen Jahren nach wie vor ein Risiko, welches sich der Investor durch eine höhere geforderte Rendite bezahlen lassen möchte.

Um einen ausgewogenen Ertrag aus dem Portfolio zu generieren, mischen Portfoliomanager Asset Klassen mit einer geringen und Asset Klassen mit einer höheren Rendite. Somit wird eine Balance zwischen Risiko und Ertrag hergestellt.

Als Beispiel dient ein Blick auf das Immobilienportfolio der institutionellen Investoren Union Investment Real Estate: Von 382 Objekten (Stand Juni 2020) sind 76 Objekte Hotelimmobilien. Der Rest verteilt sich auf die Asset Klassen Einzelhandel (82), Logistik (22) sowie Office (202). (Union Investment Real Estate, 2020)

Auch bieten Hotels eine gute Ergänzungsmöglichkeit. Für Investoren können Hotelimmobilien andere Asset Klassen in der Mikrolage unterstützen:

„Das Hotel kann auch wesentlicher Teil einer wünschenswerten oder notwendigen Infrastruktur sein, um eine Immobilienmaßnahme erfolgreich realisieren zu können. In diesem Fall steht nicht nur das Image, sondern das Leistungsangebot eines Hotels im Vordergrund: Hotelzimmer, Gastronomie, Räume für Besprechungen, Konferenzen und Kongresse. So ist ein Kongresszentrum ohne Anbindung an ein leistungsfähiges Hotel im Wettbewerb schlecht aufgestellt, Büros in einem Stadtviertel ohne Hotels schlecht vermietbar.“ (Schüler & Templin, 2011, S. 20)

Instandhaltung und laufende Investitionen einer Immobilie:

Ein weiterer wichtiger Aspekt bei Hotelimmobilien ist die enge wirtschaftliche Verknüpfung zwischen Betreiber und Investor. Die Rendite ist maßgeblich von dem Betreibererfolg abhängig. Desto höher der Cash Flow des Hotels, desto höher die mögliche zu zahlende Pacht. Somit lautet die Quintessenz: Geht es dem Betreiber gut, geht es dem Investor auch gut. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 19)

Der wirtschaftliche Erfolg beider Partner (Betreiber und Investor) sind somit untrennbar miteinander verbunden.

Eine für den Investor vorteilhafte Regelung ist, dass ein Betreiber für die Instandhaltung der Immobilie größtenteils verantwortlich ist. Allerdings obliegt es dem Investor vor Ankauf für entsprechende vorteilhafte vertragliche Regelungen zu sorgen, und in weiterer Folge durch ein aktives Asset Management dies laufend zu überwachen.

Insbesondere bei Hotels, die auf Basis eines Pachtvertrages einem Pächter überlassen werden, wird dieser Aspekt genauestens definiert und vertraglich festgehalten.

Diese vertraglichen Regelungen werden üblicherweise innerhalb einer sogenannten FF&E Regelung (Furniture, Fixtures & Equipment, zu Deutsch Möbel, Einrichtung & Ausstattung) vorgenommen. Diese Regelungen haben zwei Schwerpunkte:

- Die Höhe der FF&E Rücklage
- Die Abgrenzung zwischen FF&E Ausgaben (Betreiberseitig zu zahlen) und sogenannten Dach und Fach Ausgaben (Investorensseitig zu zahlen)

Diese Regelungen haben einen direkten Einfluss auf die Werterhaltung der Immobilie in den Jahren nach Erwerb und auf die Verwertungsmöglichkeit im Falle eines Verkaufes, daher werden solche Regelungen zwischen beiden Parteien detailliert besprochen und verhandelt. „Diese Regelungen betreffen unter anderem die Erhaltung und Erneuerung der Hoteleinrichtung, die Einhaltung der Betriebspflichten und des vereinbarten Qualitätsniveaus.“ (Schüler & Templin, 2011, S. 17)

Der Betreiber selbst hat ein Interesse die Hotelausstattung auf einem guten, mindestens marktüblichen Niveau zu erhalten, um Kunden und Gäste nicht dauerhaft an einen Konkurrenzbetrieb zu verlieren und möglichst neue Zielgruppen zu erschließen. Typische Investitionszyklen eines Hotels sind je nach Sternekategorisierung zwischen acht und zehn Jahren. Bei Vertragslaufzeiten von bis zu 25 Jahren ergibt sich somit nicht selten, dass bis zu drei - Mal das gesamte Hotelinventar während der Vertragslaufzeit erneuert werden muss. Diese finanziellen Belastungen trägt alleinig der Betreiber.

Langfristige Vertragslaufzeiten:

Üblicherweise werden Pachtverträge mit einer fixen Laufzeit zwischen 15-25 Jahren abgeschlossen. Häufig wird diese Fixlaufzeit um Verlängerungsoptionen ergänzt. Dies bietet dem Immobilieneigentümer, beispielsweise einem geschlossene oder offene Immobilienfonds, eine langfristige Planungssicherheit und, je nach Pachtvertragsgestaltung, stabile und inflationsgeschützte Pachteinnahmen. Die Eigenschaft eines solchen Fonds besteht insbesondere darin, dass Kapitalgeber langfristig orientiert sind und nicht mit Anteilen aktiv am Markt handeln.

„Fondsmanager entdecken die Vorteile von Hotelinvestments auch unter anderen Aspekten: Die im deutschsprachigen Raum gängigen Pachtverträge mit Laufzeiten von bis zu 25 Jahren, nur einen Mieter je Immobilie und die weitgehende Instandhaltung des Hotels durch den Betreiber halten den Verwaltungsaufwand selbst bei großen Investitionssummen gering.“ (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 18)

2.4. Nachteile einer Investition in ein Hotel

Neben den dargestellten Vorteilen muss ein Investor sich auch mit Nachteilen dieser Asset Klasse beschäftigen und sich bei einer Ankaufentscheidung bewusst sein.

Eingeschränkte Drittverwendungsmöglichkeiten:

Hotelimmobilien werden in der Regel für den Betreiber maßgeschneidert entworfen und errichtet. Durch die baulichen Eigenheiten, wie beispielsweise viele kleine räumliche Zimmereinheiten für die Gästezimmer mit dazugehörigen Sanitäreinrichtungen, spricht man von einer hohen Investitionsintensität. Eine Hotelimmobilie einem anderen Nutzen zu unterziehen, ist nur unter Einfluss von hohen finanziellen Mitteln möglich.

Auch der Wechsel eines Betreibers und dem damit verbundenen Wechsel einer Marke, kann für den Immobilieneigentümer mit hohen Kosten verbunden sein. Jede Marke besitzt ein eigenes Design und bietet Wiedererkennungsmöglichkeiten, die die Marke von Konkurrenten abgrenzt. Bei einem solchen Wechsel ist es üblich, dass die Investition in die Möbel und das Design durch den Immobilieneigentümer gezahlt wird.

Hohe Volatilität:

Im Vergleich zu anderen Asset Klassen, unterliegt die Hotellerie starken Schwankungen in der Nachfrage. Diese können beispielsweise bedingt sein durch:

- Wetter und Jahreszeit
- Konjunktur und wirtschaftliche Stabilität
- Angebotsänderung von Touristischen Attraktionen einer Stadt

Hinzu kommt durch die Ereignisse rund um das Virus COVID-19 eine neue Einflussgröße: Pandemien und gesundheitliche Risiken. Diese Risiken waren bis 2020 nicht weit verbreitet und traten nur sehr beschränkt in einzelnen Gebieten weltweit auf. Der breite Einfluss der Covid-19 Pandemie auf die Hotellerie hat gezeigt, dass Hotels maßgeblich von offenen Grenzen und Reisefreudigkeit der Menschen abhängig sind.

Die Wiener Hotelberatungsfirma „MRP-Hotels“ hat den Einfluss durch die Pandemie und die daraus entstandenen wirtschaftlichen Folgen in einer Studie im Juli 2020 anhand der europäischen Stadthotellerie untersucht. Demnach ist die

Hotelzimmerauslastung im Mai 2020 auf 5% in den untersuchten Städten (Berlin, Frankfurt, Stuttgart, Wien, Zürich, München, Hamburg und Salzburg) gesunken. Im Juni betrug die Auslastung 20%, wobei diese Kennzahl sich ausschließlich auf die geöffneten Hotels bezieht. Etliche Hotels waren bei der Erstellung der Studie nach wie vor geschlossen. Ein um diesen Fakt bereinigter Wert beträgt 11%.

Beispielhaft werden die drei Hauptstädte der sogenannten D-A-CH Region (Deutschland, Österreich, Schweiz) aufgezeigt:

Berlin			
Kennzahl	Jun 19	Jun 20	Delta 2019 - 2020
Auslastung (OCC)	84,8%	20,1%	-64,7%
Zimmerpreis (ADR)	105,7 €	79,4 €	-26,3 €
Umsatz pro verfügbarem Zimmer (RevPar)	89,6 €	16,4 €	-73,2 €
Wien			
Kennzahl	Jun 19	Jun 20	Delta 2019 - 2020
Auslastung (OCC)	84,7%	20,0%	-64,7%
Zimmerpreis (ADR)	120,8 €	86,0 €	-34,8 €
Umsatz pro verfügbarem Zimmer (RevPar)	102,2 €	17,2 €	-85,0 €
Zürich			
Kennzahl	Jun 19	Jun 20	Delta 2019 - 2020
Auslastung (OCC)	79,0%	23,0%	-56,0%
Zimmerpreis (ADR)	226,8 €	206,0 €	-20,8 €
Umsatz pro verfügbarem Zimmer (RevPar)	179,0 €	47,4 €	-131,6 €

Abbildung 2 MRP Studie 2020

Die Gründe für die starken Rückgänge sind in allen drei Städten gleich:

- Wegfall des Messegeschäfts
- Ausfall von Großveranstaltungen
- Behördliche Auflagen zur Begrenzung von Teilnehmern bei Massenveranstaltungen
- Wegfall von Kultur- und Busreisen
- Starke Einschränkungen bei Flugverbindungen und geringere Einreisemöglichkeiten

- Durch die unsichere wirtschaftliche Lage und steigende Arbeitslosigkeit, sparen Menschen an teuren Städtereisen

Dies zeigt, dass die Hotellerie nicht nur regelmäßigen saisonalen Schwankungen unterliegt, sondern auch in der Zukunft verstärkt durch Gesundheitsrisiken beeinträchtigt werden kann. Dies hat für Betreiber und Immobilieneigentümer weitreichende Folgen und wird die Risikoeinschätzung nachhaltig ändern. (MRP-Hotels, 2020)

Eingeschränkter Immobilienmarkt:

Auch wenn, wie eingangs beschrieben, die Asset Klasse Hotel an Beliebtheit bei Investoren zugenommen hat, ist der Hotelimmobilienmarkt durch eine limitierte Anzahl an Marktteilnehmern gekennzeichnet. Nach wie vor sind Hotelimmobilien für manche Investoren ein Nischensegment, was höchstens als Beimischung zu einem Fond genutzt wird. Auch werden in der Regel Kaufpreise nicht in der Öffentlichkeit bekannt, was eine Schwierigkeit und Herausforderung für Bewerter darstellt.

Investoren am Hotelimmobilienmarkt können sein:

- **Offene Immobilienfonds / Publikumsfonds**
Sie investieren zunehmend in Hotels, vorwiegend in guten Lagen. Die Anlagestrategie ist meist konservativ und es werden Pachtverträge mit einem hohen Festpachtanteil bevorzugt. Beispiele für diese Segment sind die deutschen Firmen Union Investment und DEKA.
- **Geschlossene Immobilienfonds / Institutionelle Anleger**
Sie sind in der Regel weniger konservativ als offene Immobilienfonds und versuchen eine Partizipation am Betreibererfolg vertraglich festzuhalten.
- **Immobilien – AG und Real Estate Investments Trusts (REITS)**
Sie investieren häufig nur in großvolumige Projekte und sind eher in angelsächsischen Ländern aktiv. Beispiele von Immobilien AGs mit Hotelinvestments: IVG Immobilien AG und Patrizia Immobilien AG.

- **Versicherungen und Pensionskassen**

Sie unterliegen als Verwalter des Geldes der Anleger in Deutschland der Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und hat ein entsprechend konservatives Anlageprofil. Klassische Pachtverträge mit langen Zeiträumen und hohen Festpachtanteilen werden auch bei diesen Anglern bevorzugt. Beispiele für diese Investoren: UNIQA Real Estate, AXA, Provinziale.

- **Private Equity Fonds**

Diese Investorenform sind in der Regel opportunistisch aufgestellt und arbeiten mit ausländischem Kapital. Häufig suchen diese Investoren nach großen Immobilienportfolien und versuchen die Kapital- und Ertragsstruktur zu verbessern. Die Haltedauer ist meist auf einen Zeitraum von fünf bis sieben Jahren begrenzt und es wird versucht die Assets mit einer hohen Renditeerwartung wieder zu veräußern. Beispiele für solche Investoren sind Blackstone oder KKR.

- **Privatinvestoren**

Häufig bauen oder erwerben diese Investoren Hotels als Vermögenssicherung oder Liebhaberobjekte. Hier kommt es zu einer großen Bandbreite von möglichen Hoteltypen: Ferienhotels, Schlosshotels, Boutique Hotels oder auch klassische Stadthotels.

(Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 96-97)

2.5. Ermittlung des Marktwertes durch eine Hotelbewertung

Die Ermittlung des Wertes einer Hotelimmobilie erfolgt nach klaren Internationalen anerkannten Kriterien und Methodiken. Diese muss ein Bewerter kennen und einhalten. In den Folgenden Kapitel werden die Grundlagen der Bewertung, deren Anlässe und die Methoden näher erläutert.

Markt- und Verkehrswert:

Die Wertermittlung ist von zentraler Bedeutung in der Immobilienwirtschaft. Um die Bestimmung des Wertes zu verstehen, muss man zuerst den Begriff „Wert“ innerhalb einer Wertermittlung jedoch definieren.

Im Gegensatz zu einem Preis, der durch den effektiven Tausch von Gütern zu beobachten ist, ist der Wert eine Schätzung innerhalb eines transparenten Verfahrens. (Thomas, 2011, S. 777)

Der Marktwert ist in den IVS (International Valuation Standards) und EVA (European Group of Valuers' Association) identisch formuliert:

„The estimated amount for which a property 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, prudently, and without compulsion.“ (International Valuation Standards, 2011, S. 20)

Die Übersetzung lautet:

“Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, zu dem eine Immobilie zum Bewertungsstichtag zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem kaufbereiten Erwerber nach angemessenem Vermarktungszeitraum in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr verkaufen werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“ (RICS Switzerland, 2007, S. 52)

In Österreich wird häufig der Begriff des „Verkehrswertes“ verwendet, wobei sich auch in Österreich immer mehr die internationale gebräuchliche Bezeichnung des Marktwertes durchsetzt. (Kranewitter H. , 2009, S. 2)

„Der Verkehrswert entspricht dem Betrag, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheiten und

der Lage der Liegenschaft ohne Rücksicht auf gewöhnliche oder persönliche Verhältnisse, bei einer Veräußerung zu erzielen wäre.“ (Kranewitter, 2017, S. 2).

Rechtlich wird in Österreich der Begriff des Verkehrswertes in § 2 Abs. 2 und 3 des Liegenschaftsbewertungsgesetzes (LBG) definiert. Diese Definition lautet:

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

„Abs. 3: Die besondere Vorliebe und andere ideelle Wertzumessungen einzelner Personen haben bei der Ermittlung des Verkehrswertes außer Betracht zu bleiben.“

(Kranewitter H. , 2009, S. 2)

In weiterer Folge dieser Master Thesis, wird der Begriff des Marktwertes verwendet.

2.6. Anlässe für eine Hotelbewertung

Eine Bewertung durch einen Hotelbewerter kann für eine Hotelimmobilie unterschiedliche Gründe haben. Die häufigsten Gründe sind:

- Bilanzierung und den sogenannten Impairment Tests (Werthaltigkeitstest)
- Zwangsversteigerung und Insolvenz
- Finanzierung
- An- oder Verkauf der Immobilie

In dieser Arbeit steht der Ankauf oder Finanzierung einer Hotelimmobilie als Grund einer Hotelimmobilienbewertung im Vordergrund.

2.7. Wertermittlungsverfahren

Hotelbewertungen sind auf Grundlage von Bewertungsstandards durchzuführen. Diese Standards helfen die Voraussetzung der Qualitätseinschätzung des Bewertungsergebnisses zu schaffen.

Diese Vorschriften richten sich nach dem individuellen Anlass der Bewertung, wobei, wie vorhergehend beschrieben, von einem Ankauf eines Hotels als Hotelinvestment ausgegangen wird.

Neben nationalen Bewertungsvorschriften, wie das Liegenschaftsbewertungsgesetz (LBG) in Österreich, verwenden Investoren aus angelsächsischen Ländern, aber auch immer zunehmend in Deutschland und Österreich, als Grundlage die International Valuation Standards (IVS) oder die European Valuation Standards (EVS).

In der IVS sind folgende Vorschriften maßgeblich zu beachten:

- International Valuation Standards, IVS Framework, Definition des Market Values
- International Valuation Standards Council, Proposed Technical Information Paper 1: Discounted Cash Flow (DCF) Method – Real property and Business Valuation
- International Valuation Standards Council, Trade Related Property, Exposure Draft

Die Asset Klasse Hotel gehört hierbei zu den sogenannten Trade Related Properties. (Schüler & Templin, 2011, S. 71)

Alle Bewertungsstandards sehen grundsätzlich drei verschiedene Verfahren vor, den Marktwert zu ermitteln:

- Vergleichswertverfahren
- Sachwertverfahren
- Ertragswertverfahren

Da sich der Marktwert eines Hotels üblicherweise kaum am Sachwertverfahren einer Hotelimmobilie orientiert, wird diese Methode nicht empfohlen. Auch kann die Vergleichswertmethode nur bedingt herangezogen werden, da häufig nicht genug vergleichbare Transaktionen dem Markt bekannt sind. Diese Methode eignet sich allerdings um einen Wert zu plausibilisieren.

„Als Bewertungsmethoden kommen ausschließlich der verschiedenen Verfahren der Ertragswertermittlung zum Tragen. Das Sachwertverfahren stellt hier keine geeignete Methode zur Feststellung des Verkehrs- bzw. Marktwertes dar. [...] In zunehmenden Maßen gewinnt allerdings das Discounted- Cashflow- Verfahren an Bedeutung.“
(Kranewitter H. , 2009, S. 37)

2.8. Ertragswertverfahren

„Mit Hilfe des Ertragswertverfahrens, werden bebaute Liegenschaften bewertet, deren Nutzungsbestimmung es in erster Linie ist, aus den Erträgen über die Bewirtschaftungskosten hinaus eine angemessene Verzinsung des Kapitals zu erzielen, welches durch den Verkehrswert der Liegenschaft repräsentiert wird.“ (Kranewitter, 2017, S. 89)

Bei dem klassischen Ertragswertverfahren erfolgt eine Aufteilung der Werte in einen Boden- und einen Gebäudeteil.

Der Ertragswert ermittelt sich als Barwert der künftigen Reinerträge, die nicht um den Bodenverzinsungsbetrag reduziert werden, zuzüglich der über die Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen diskontierten Bodenwertes.

Diese Aufteilung und gesonderte Betrachtung von Grund und Boden, wird international häufig nicht verstanden.

Daher hat sich in der Regel die Bewertung des Marktwertes eines Hotels nach der sogenannten Discounted Cash Flow Methode (DCF Methode) international etabliert. Diese stellt eine Sonderform innerhalb des Ertragswertverfahrens dar.

2.9. Discounted Cash Flow Methode

Die DCF Methode ist ein mathematisches Modell zur Abbildung des Wertunterschiedes zwischen dem nominellen Wert von zukünftigen Einzahlungen (Cash Flows) während eines definierten Zeitraumes und dessen errechneten Wert per Bewertungsstichtag. Die Differenz ergibt sich aus einem auf diesen Zeitraum bezogenen Zins, wobei die Höhe des Zinssatzes durch einen rechnerischen Vorgang bestimmt wird. (Schüler & Templin, 2011, S. 75)

Im Gegensatz zum standardisierten Ertragswertverfahren ermöglicht die DCF Methode eine genauere, periodengerechte Betrachtung der Zahlungsströme, was insbesondere bei nicht gleichbleibenden Erträgen einen Vorteil darstellt.

„Das DCF- Verfahren wird bei der Bewertung von ertragsorientierten Immobilien und Immobilienprojekten angewendet. Es setzt aber voraus, dass die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse (netto-Cash- Flow) möglichst genau prognostiziert werden können. Die Berechnungsergebnisse hängen sehr stark von den zur Verfügung stehenden Parametern und der Qualität der prognostizierten Werte ab.“ (Kranewitter, 2017, S. 113)

Dieses Verfahren unterteilt sich in zwei Phasen: Der Prognosephase und der Bestimmung des Restwertes.

- **Phase 1:**

Es müssen die erwarteten Cash Flows auf Periodenebene für einen definierten Betrachtungszeitraum prognostiziert werden. Üblicherweise werden Zeiträume von fünf bis zehn Jahre angenommen und betrachtet. Die für jedes Jahr ermittelten Cash Flows werden mit einem Diskontierungszinssatzes auf den Bewertungsstichtag diskontiert. (Kranewitter H. , 2009, S. 114)

Die Wahl des Diskontierungszinssatzes obliegt dem Bewerter, muss aber kalkulatorisch nachvollziehbar gewählt werden. In der Bewerter Praxis wird dieser Wert aus unterschiedlichen Quellen und Überlegungen abgeleitet. Diese können sein:

- Anfangsrendite veräußerter vergleichbarer Hotels
- Durchschnittlich gewichtete Kapitalkosten
- Hoteltypische Risikozuschläge

- **Phase 2:**

Es wird ein fiktiver Veräußerungswert (auch Terminal Value oder Exit Value genannt) für das Hotel ermittelt. Dies erfolgt durch die das vereinfachte Ertragswertverfahren entweder als ewige Rente oder unter Berücksichtigung der üblichen Restnutzungsdauer mit dem Kapitalisierungszinssatzes auf Basis des Überschusses im letzten Jahr der Prognose. Der fiktive Veräußerungswert wird unter Berücksichtigung des Zeitraumes der Phase 1 und dem gewählten Diskontierungszinssatzes diskontiert und als Barwert ausgewiesen.

Der Marktwert ermittelt sich aus der Summe der Barwerte Phase 1, sowie des Barwertes des Terminal Values der Phase 2.

2.10. Definition der relevanten Ertragskennzahl

Bewertungsrelevant sind Cash Flows, die dem Eigentümer der Immobilie nach Abzug von seinen Bewirtschaftungskosten verbleiben. Somit ist klar, dass die Betriebsart von zentraler Bedeutung für die Basis der Ertragskennzahl ist.

- Betreibt der Eigentümer das Hotel selbst, so fließen ihm die Hotelbetriebsergebnisse zu und es sind die Kosten abzusetzen, welche durch das Halten der Immobilie verursacht werden.
- Handelt es sich um ein Hotel, welches im Zuge eines Pachtvertrages durch einen Betreiber betrieben wird, fließen dem Eigentümer die Pachten zu. Die Höhe dieser Pachten ist von der Ausgestaltung des Pachtvertrages abhängig. Diese Einnahmen für den Eigentümer stehen sogenannte nicht operative immobilienrelevante Aufwendungen gegenüber. Somit erfolgt die Ermittlung der Ertragsbasis wie folgt:

- Pacht (Fix oder Variable)
 - Minus laufende Aufwendungen für Instandhaltung Dach und Fach
 - Minus Gebäudeversicherung
 - Minus Grundsteuer
 - Minus sonstige Verwaltungskosten (z.B. Asset Management)
 - = Cash Flow Basis für Bewertung
-
- Handelt es sich um ein Hotel, welches im Zuge eines Managementvertrages betrieben wird, so ist die Basis das Betriebsergebnis aus operativer Tätigkeit, dem sogenannten Gross Operating Profit (GOP), abzüglich der nicht operativen immobilienrelevanten Aufwendungen. Diese sind wieder:
 - GOP
 - Minus Management Fee für Hotelmarke
 - Minus laufende Aufwendungen für Instandhaltung Dach und Fach
 - Minus Ausgaben für Erneuerung FF&E
 - Minus Gebäudeversicherung
 - Minus Grundsteuer
 - Minus sonstige Verwaltungskosten (z.B. Asset Management)
 - = Cash Flow Basis für Bewertung

Somit ist für den Bewerter entscheidend, die Eigentums- und Vertragsverhältnisse zu kennen. Nur so kann von einem korrekt identifizierten Cash Flow ausgegangen werden und die entsprechenden Kosten berücksichtigt werden. Die Identifikation des Cash-Flows stellt bei der Bewertung einer Hotelimmobilie auf Basis der DCF Methode eine entscheidende Rolle dar.

2.11. Definition des Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatzes

Neben der Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Flows, bildet die Bestimmung eines angemessenen Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatzes die zweite große Herausforderung der Bewertung. Für den Standort Österreich ist der Terminus des „Liegenschaftszinssatz“ bekannt, welcher aber im Wesen dem Diskontierungszinssatz entspricht. In weiterer Folge wird daher der Terminus des Diskontierungszinssatzes verwendet.

- Der Diskontierungszinssatz dient zur Abzinsung des Cash Flows der einzelnen Personen und des ermittelten Terminal Values auf den Bewertungsstichtag.
- Der Kapitalisierungszinssatz wiederum dient für die Berechnung des Terminal Values.

Die Ermittlung kann auf unterschiedliche Arten erfolgen:

- **Ableitung aus der Anfangsrendite bereits veräußerter Hotelimmobilien**
Bei dieser Variante zur Bestimmung des Diskontierungszinssatzes werden Anfangsrenditen aus vergleichbaren Hotelimmobilien herangezogen. Der Vorteil ist, dass nachweisliche und tatsächliche Renditen verwendet werden und man sich an vergleichbaren Hotelimmobilien orientieren kann. Allerdings hat diese Variante erhebliche Nachteile. Zum einen ist eine umfassende und detaillierte Marktkenntnis erforderlich, um diese tatsächlichen Renditen zu erfahren und zum anderen ist die Definition der Anfangsrendite nicht einheitlich geregelt. Marktteilnehmer berechnen auf unterschiedlichste Weise diese Kennzahl und verwenden unterschiedliche Basen. Auch die Periode auf die sich die Rendite bezieht, wird auf dem Immobilienmarkt sehr unterschiedlich vorgenommen. Als Bewerter ist man somit gezwungen, jede kommunizierte und bekannte Renditezahl kritisch zu hinterfragen. Trotz der

beschriebenen Herausforderungen, stellt die Ableitung der Anfangsrendite aus bereits veräußerten Hotelimmobilien die Hauptmethode dar.

- **Ableitung aus gewichtetem durchschnittlichen Kapitalkosten**

Die durchschnittlichen Kapitalkosten werden auch Weighted Average Cost of Capital (WACC) genannt. Der WACC wird durch die Gewichtung der Zinsen des Eigen- und Fremdkapitals berechnet. Zur Verdeutlichung dient folgende beispielhafte Berechnung:

	Anteil an Finanzierung	Zins	Gewichtung	WACC
Eigenkapital	20%	10%	2,50%	
Fremdkapital	80%	2,5%	2,63%	
Gesamt	100%		5,13%	= WACC

Abbildung 3 Eigene Darstellung WACC Zusammensetzung

Diese Ableitung ist vorrangig in angelsächsischen Ländern gebräuchlich, und kommt immer dann zum Einsatz, „wenn subjektive Entscheidungswerte unter Berücksichtigung der Renditevorstellungen des Investors ermittelt werden soll.“ (Schüler & Templin, 2011, S. 95) Auch dient es zum Plausibilisieren von Diskontierungszinssätzen, welche nach anderen Verfahren ermittelt wurden.

- **Ableitung aus dem Kapitalmarkt und mit Verwendung von Risikozuschlägen**

Bei dieser Ableitung wird als Basis ein risikoloser Zinssatz von Kapitalanlagen verwendet und um den individuellen gewünschten Risikozuschlag für die Investition erweitert.

Der Vorteil ist, dass der Investor und der Bewerter einen individuellen Wert festlegen, der sich nach der Risikoeinschätzung der Immobilie richtet. Der Nachteil ist, dass die Bestimmung eines risikolosen Zinssatzes sich laufzeitkongruent mit der Lebensdauer des zu bewertenden Hotels verhält. Da die Lebensdauer eines Hotels sehr lang sein kann, gibt es kaum risikolose Zinssätze, welche man heranziehen kann. Meist werden daher Renditen für

Pfandbriefe mit jährlichen Kuponzahlungen zugrunde gelegt. (Schüler & Templin, 2011, S. 95). Dennoch wird in der Praxis diese Methode selten verwendet.

- **Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Berechnung des Terminal Values**

Ausgangspunkt für die Ermittlung ist der vorher bestimmte Diskontierungszinssatz. Dieser wird um einen Wachstumsabschlag erweitert. Dieser richtet sich nach der Höhe der erwarteten Entwicklung der Cash Flows, und simuliert somit, eine langfristige weitere Nutzung (stetig weitere Cash-Flows auch über den Betrachtungszeitraum hinweg), oder einen Verkauf der Immobilie (Verkaufswert).

Als Fazit kann festgehalten werden, dass nach wie vor die Ableitung der Zinssätze aus tatsächlichen Transaktionen abgeleitet werden. Für den Bewerter setzt dies somit ein hohes Markt-Knowhow voraus. Nur mit einem detaillierten Einblick in den Markt ist ein Bewerter in der Lage, den korrekten Zinssatz auszuwählen und in seiner Bewertung entsprechend anzuwenden.

2.12. Hotel Profit and Loss Statement als Basis für Hotelbewertung

Für die Erstellung eines Marktwertberichtes, ist es für einen Bewerter wichtig, die Zahlungsströme eines Hotelbetriebes zu verstehen und die prognostizierten Gewinne zu plausibilisieren. Auch wenn die Bewertungsgrundlage eine fixe Pacht sein sollte, so muss der Bewerter die Nachhaltigkeit dieser beurteilen können.

Um eine einheitliche Struktur für die Zahlungsströme international zu etablieren, arbeiten nationale und internationale Betreiber mit einem sogenannten Profit and Loss Statement (P&L, zu Deutsch Gewinn – und Verlustrechnung). Dieses folgt in seinem Aufbau dem internationalen Standard des *Uniform System of Accounts for the Lodging Industry* (USALI).

2.13. P&L Aufbau nach USALI

Das USALI hat seinen Ursprung in den USA, wobei sein erstes Erscheinen auf das Jahr 1926 zurückgeht (damals noch unter dem Titel *Uniform System of Accounts for Hotels*). Es erschien erstmals in New York und wurde durch die Hotel Association of New York City veröffentlicht. Auch wenn diese Standards international insbesondere unter agierenden Großunternehmen verbreitet sind, sind diese nicht gesetzlich verankert. Schüler und Templin halten dies wie folgt fest:

„Die Anwendung der Vorschriften dieses Standards ist weder in noch außerhalb der USA gesetzlich verbindlich. Sie haben sich dennoch zum weltweiten Branchenstandard für die interne Rechnungslegung durchgesetzt. Mit Hilfe der Rechnungslegung gemäß USALI können die Ergebnisse der innerbetrieblichen Verantwortungsbereiche abgebildet werden.“ (Schüler & Templin, 2011, S. 155)

Das systematische und standardisierte Ausweisen von betrieblichen Erträgen und Aufwendungen ermöglicht die Abbildung von branchenüblichen Kennzahlen, die sich direkt aus einer Betriebsabrechnung heraus ableiten lassen. Mit Hilfe der Rechnungslegung nach USALI können die Ergebnisse der innerbetrieblichen Verantwortungsbereiche abgebildet werden.

Das USALI definiert und gliedert sich in folgende Teilbereiche:

- Financial Statement
- Operating Statement
- Ratios and Statistics
- Expense Dictionary

Für die Bewertung eines Hotels ist insbesondere das Operating Statement in Form des P&L Statement entscheidend. (Schüler & Templin, 2011, S. 155 / 156)

Ein Musterhotel im Bereich eines vier Sterne Stadthotels kann somit wie folgt aufgebaut werden:

Anzahl der Zimmer		100	
Hotelauslastung (OCC in %)		80,0%	
Durchschnittsrate (ADR in EUR)		90,0	
		TEUR	%
Revenue			
Rooms	2.628.000	71,4%	
F&B	788.400	21,4%	
Rentals and Other Income	262.800	7,1%	
Total Revenue		3.679.200	100,0%
Operative Kosten			
Rooms	788.400	30,0%	
Food and Beverage	591.300	75,0%	
Rentals and Other Income	131.400	50,0%	
Total Departmental Expenses		1.511.100	41,1%
Total Departmental Income		2.168.100	58,9%
Undistributed Operating Expenses			
Administrative and General	183.960	5,0%	
Sales and Marketing	220.752	6,0%	
Property Operation and Maintenance	202.356	5,5%	
Utilities	220.752	6,0%	
Total Undistributed Expenses		827.820	22,5%
Gross Operating Profit (GOP)		1.340.280	36,4%
Other Expenses Below GOP			
Management Fees	266.479	7,2%	
Income before Fixed Charges	-		
Fixed Charges			
Rent	660.000	17,9%	
Property and other taxes	73.584	2,0%	
Insurance	73.584	2,0%	
Net Operating Income (NOI)		266.633	7,2%
Less: Replacement Reserves		110.376	3,0%
Adjusted Net Operating Income		156.257	4,2%

Abbildung 4 Eigene Darstellung P&L Statement nach USALI

Im ersten Schritt werden die Umsätze des Hotels dargestellt. Diese, und alle anderen Werte, sind netto, ohne anteilige Mehrwertsteuer. Die Umsätze werden einzelnen Abteilungen zugeordnet. Somit ergeben sich Umsätze für den Bereich Rooms, Food and Beverage (F&B) und Others.

Unter F&B werden sämtliche mit Nahrungsmitteln verbundene Umsätze verstanden. Unter Others werden sonstige Leistungen verstanden, die nicht dem Logis oder F&B Bereich zugeordnet werden können. Dies kann beispielsweise die Erzielung von Umsätzen durch Mieterträge einer Hotelgarage oder auch einem Wellnessbereich sein.

Diesen Umsätzen werden direkten operativen Kosten gegenübergestellt, sogenannten Departmental Expenses. Diese Kosten sind zu einem hohen Anteil variable Kosten und entstehen durch die Leistungserbringung. Dieser Kostenblock besteht hauptsächlich aus Personalkosten (beispielsweise Rezeption, Zimmerreinigung, Köche und Kellner) sowie Wareneinsatz für Lebensmittel und Getränke, Reinigungsmaterialien, aber auch Buchungsprovisionen und Reisebürokosten.

Nach Abzug dieser Kosten des erzielten Umsatzes, ergibt sich der Total Departmental Income. Dieser gibt eine erste Identifikation der Operativen Ertragskraft des Hotels.

Von diesem Departmental Income werden die Allgemeinkosten, den sogenannten Undistributed Operating Expenses abgezogen. Hierbei handelt es sich um fixe Kosten, welche durch den Betrieb eines Hotels anfallen.

Diese Kosten teilen sich in die Bereiche Administration (beispielsweise Personalkosten für die Bereiche Verwaltung, Geschäftsleitung und Buchhaltung), Sales und Marketing (beispielsweise Kosten für Marketingkampagnen, PR, Anzeigen, Verkaufsmaßnahmen, Messeauftritte, Druckkosten), Property and Maintenance (Personalkosten Techniker, Wartungskosten und Reparaturen) sowie Utilities (Wasser, Abwasser, Heizung, Strom) auf.

Zieht man diese Kosten von dem Departmental Income ab, erhält man den Gross Operating Profit (GOP). Der Begriff des GOP ist eine wichtige Kennzahl und zeigt die Operative Ertragskraft des Hotels gebündelt in einer Zahl.

Vom GOP sind in einem nächsten Schritt die Management Fee abzuziehen. Unter dieser Position werden Gebühren für einen Betreiber ausgewiesen und teilen sich üblicherweise in zwei Teile: Der sogenannten Base Fee in Form eines Prozentsatzes

von Umsatz und der Incentive Fee in Form eines Prozentsatzes von GOP. Diese Fee dient zum einen zur Zahlung für die Nutzung einer bestimmten Marke und zum anderen deckt dies Kosten der Betreibergesellschaft, welche auf Konzernebene für dieses Hotel erbracht werden.

Weitere Kostenpositionen sind die Miete oder Pacht, Grundsteuern und sonstige Steuern sowie Versicherungskosten. Nach Abzug dieser Positionen ergibt sich der sogenannte Net Operating Income (NOI).

Als letzte Position ist die FF&E Reserve für die Erneuerung der Hoteleinrichtung zu bilden und berücksichtigen. Diese Kostenposition wird in Kapitel 5 näher analysiert und beschrieben.

Als Ergebnis erhält man schlussendlich den sogenannten Adjusted NOI, den um die FF&E Reserve bereinigten NOI.

2.14. Herausforderungen für den Bewerter

Die Bewertung stellt für den Bewerter in vielerlei Hinsicht eine Herausforderung dar. Die Marktwertermittlung erfolgt auf einer Vielzahl von zu treffenden Annahmen und es gilt sich detailliert mit dem zu bewerteten Objekt zu beschäftigen.

Beginnend mit der Auswahl der Bewertungsmethode, folgen bereits konkrete Problemstellungen. Der Bewerter sollte umfassenden Zugang zu Informationen erhalten, um einen plausiblen Wert zu ermitteln.

Folgende Informationen und spezielle Fragestellungen sind für die Wertermittlung einer Hotelimmobilie wichtig und stellen eine Grundlage der Bewertung dar:

- Wie ist die Mikro- und Makrolage des Hotels einzuschätzen?
- Sind historische Zahlen und Fakten des Hotelbetriebes (Belegung, Umsatz, Betriebsergebnis, etc.) verfügbar?
- Wie ist der weitere wirtschaftliche Ausblick? Kann der Betreiber eine Prognose erstellen, so dass der Bewerter diese prüft und plausibilisiert?
- Wie ist die aktuelle Konkurrenzsituation?

- Wie ändert sich die Konkurrenzsituation voraussichtlich während des Betrachtungszeitraumes und welche Auswirkungen hat dies auf die Ergebnisentwicklung?
- In welchem Zustand befindet sich die Immobilie sowie das Interior?
- Wurden genügen Rücklagen für die Erneuerung zurückgelegt?
- Ergeben sich neue Kosten und Belastungen durch die Immobilie für den Betreiber (neue Steuern oder Abgaben)?
- Wie ist die Situation am Arbeitsmarkt und können qualifizierte Mitarbeiter gefunden werden?
- Sind die Lohn- und Gehaltskosten gemäß Planung realistisch oder ergibt sich durch Arbeitskräftemangel die Notwendigkeit Löhne und Gehälter nachhaltig zu steigern?
- Welche Änderungen sind an dem Standort noch von Bedeutung für das Hotel?
 - Vorausschau von internationalen Großveranstaltungen (Sport, Kongresse, Messen, etc.)
 - Ausbau oder Verringerung von Flugverbindungen
 - An- oder Absiedelung von großen Firmen die Übernachtungsmöglichkeiten bedürfen
- Informationen betreffend den Betreiber:
 - Expandiert dieser, oder verringert sich seine Anzahl von Hotelstandorten?
 - Wie Bonitätsstark ist dieser?
- Welche Vergleichstransaktionen gibt es am Markt und sind die Verkaufspreise bekannt?

Immobilienexperten, welche mit Hotelimmobilien in Berührung kommen benötigen grundlegende Markt- und Produktkenntnisse, um sich erfolgreich mit dieser Asset Klasse beschäftigen zu können. Insbesondere der Ausblick auf die wirtschaftliche Ertragskraft in den Folgejahren ist zu analysieren und kritisch zu hinterfragen. Da Aufbauend auf diesem wirtschaftlichen Erfolg eine mögliche Pacht kalkuliert wird, besteht im Falle einer Fehlkalkulation oder eine zu optimistischen Marktausblickes, die Gefahr einer zu hohen vertraglichen Pacht und somit ein zu hoher wirtschaftlicher Druck, sollte sich die Ertragskraft nicht bewahrheiten. Umgekehrt möchte ein Investor

sicherstellen, dass er eine möglichst hohe Pacht erhält, um eine adäquate Verzinsung auf ein Kapital zu erlangen. Dieses Spannungsfeld muss innerhalb einer Ankaufphase analysiert werden.

Problematisch ist auch, dass verschiedene Regelungen im Bereich der Kosten sich beispielsweise aus dem Pachtvertrag ergeben. Dieser Vertrag stellt somit eine wichtige Informationsbasis für den Bewerter dar und ist unverzichtbar.

Auch ist der Bewerter auf den wirtschaftlichen Ausblick des Betreibers angewiesen. Die Betreibergesellschaft kennt in der Regel das Marktpotential und weiß dieses als professionelle Firma einzuschätzen. Dennoch muss der Bewerter in der Lage sein, ein vorgelegtes P&L welches die Ergebnisentwicklung in den kommenden Jahren veranschaulichen soll, kritisch zu hinterfragen.

Wie in Kapitel 2.2.3. beschrieben hat sich die Bewertungsmethode des DCF international etabliert und durchgesetzt. Der Kern dieser Bewertungsmethode ist das Abzinsen von kommenden Erträgen auf den Bewertungsstichtag. Da das P&L Statement für die Ermittlung und Einschätzung dieser Erträge als Basis dient, muss der Bewerter diverse Stellen dieses P&L Statements kennen, hinterfragen und plausibilisieren können.

Eine professionelle Bewertung ist somit mehr als nur eine technische Kalkulation. Sie muss vielmehr diverse Faktoren berücksichtigen und der Bewerter muss diese Spezialimmobilien und das dazu gehörige Marktgeschehen kennen, um die Einschätzung der Ertragslage vornehmen und marktgerechte Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssätze herleiten zu können.

2.15. Due Diligence

Um einen Hotelimmobilienankauf zu tätigen, empfiehlt sich die Durchführung einer Due Diligence.

Der Begriff Due Diligence lässt sich mit dem Wort „Sorgfaltsprüfung“ übersetzen und erklären. Es ist der Oberbegriff für sämtliche Überprüfungen im Vorfeld eines Unternehmens- oder Immobilienkaufs. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 168)

„Mit der Due Diligence sollen im Wesentlichen vier Fragen beantwortet werden:

- *Wie ist das Objekt tatsächlich zu beurteilen?*
- *Liegt die Art und Beschaffenheit des Objekts im Toleranzbereich der Zielsetzung des Investors?*
- *Welche Sachverhalte sind in einem Kaufvertrag durch Garantien des Verkäufers oder durch Kaufpreisminderung zu berücksichtigen?*
- *Wie hoch ist die anzusetzende Kaufpreisobergrenze?“* (Schüler & Templin, 2011, S. 48)

Der Umfang einer Due Diligence richtet sich nach diversen Faktoren. Jeder Investor muss für sich entscheiden, welche Aspekte zu prüfen sind und in welchem Umfang. Oft entscheiden sich Investoren für einen Mix zwischen eigenen Ressourcen und der Zuhilfenahme von externen Experten für einzelne Bereiche der Due Diligence.

Ein wichtiger Aspekt ist auch die Frage, ob die Hotelimmobilie in Form eines sogenannten Asset Deals, oder die Objektgesellschaft in Form eines Share Deals erworben wird.

- Bei einem Asset Deal wechselt der Eigentümer der Immobilie selbst den Besitzer. Im Grundbuch erfolgt somit ein Wechsel, mit sämtlichen rechtlichen Rechten und Pflichten. Verträge mit Dritten sind somit neu abzuschließen und Vereinbarungen neu zu treffen.
- Bei einem Share Deal hingegen, bleibt die Objektgesellschaft weiterhin Eigentümer der Immobilie. Somit ergibt sich keine Änderung im Grundbuch. Es ändert sich „nur“ der Eigentümer der Objektgesellschaft selbst. Dies hat zur Folge, dass laufende Verträge und Verpflichtung gegenüber Dritten weiterhin bestehen bleiben, da sich die Vertragspartei (eingetragener Eigentümer der Immobilie) nicht ändert.

Die Due Diligence erfüllt die vier folgenden Funktionen für den Investor in der Ankaufsphase:

- Information
- Analyse
- Auswertung
- Dokumentation

Eine detaillierte Ausgestaltung der Due Diligence ist ein sehr wichtiger Aspekt innerhalb des Ankaufes einer Hotelimmobilie. Die Zuhilfenahme von Experten dient zur Risikominimierung und stellt eine professionelle und sorgfältige Herangehensweise dar. Die Due Diligence ist ein entscheidender Faktor bei der Beurteilung der Investition in eine Hotelimmobilie und beantwortet sämtliche Fragen und Problemstellungen für den Investor.

Man kann folgende Teilbereiche innerhalb der Due Diligence festhalten:

- **Wirtschaftliche Due Diligence**

Die wirtschaftliche Due Diligence stellt häufig die Basis der Überprüfungsphase dar. Allgemeine Fakten zum Hotel und Standort werden geprüft und durch interne oder externe Personen bewertet. Auch wird häufig die Wertermittlung innerhalb dieser Überprüfung erstellt. Einzelne Faktoren, welche es zu prüfen gilt, sind somit folgende Punkte:

- Überprüfung von Makro- und Mikrostandort
- Analyse des relevanten Hotelmarktes und Konkurrenzeinschätzung
- Prognose des bewertungsrelevanten Cash Flows
- Erstellung Marktwertbewertung

- **Finanzielle Due Diligence**

Die Finanzielle Due Diligence unterstütze den Erwerber bei der Analyse des Investitionsvorhabens und ist im Hinblick auf Umfang maßgeblich von der Erwerberstruktur (Asset oder Share Deal) abhängig. Die gewonnenen Erkenntnisse dieses Teilbereiches dienen häufig zur Unterstützung bei der Erstellung des Kaufvertrages und der Frage, welche Garantien und Gewährleistungen der Verkäufer eingehen muss. Sie ist wichtig, um die finanzielle Leistungskraft der Immobilie zu analysieren, einzuschätzen und möglichst absichern zu können.

Einzelne Frage- und Problemstellungen sind in diesem Bereich:

- Darstellung der wirtschaftlichen Situation der Immobilie oder Objektgesellschaft
- Plausibilisieren des angedachten Kaufpreises
- Darstellung von historischen Kennzahlen (GOP, NOP, Cash Flow)
- Analyse von Forderungen und Verbindlichkeiten
- Analyse von Personalkosten
- Analyse ob Gründe für eine Insolvenz oder drohende Insolvenz vorliegen

Häufig wird dieser Teilbereich der Due Diligence durch eine Analyse zu dem Thema Steuern ergänzt. Somit ergeben sich folgende weitere Aspekte:

- Analyse offener Steuerbescheide
- Analyse und Plausibilisieren der getätigten Steuerzahlungen
- Prüfung ob bereits Gesetzesänderungen verabschiedet werden und ob es zu Änderungen bei der Zahlung von Steuern kommt.
- Risikoanalyse im Hinblick auf offene oder laufende Steuerüberprüfungen
- Unterstützung bei der Identifikation einer steueroptimierten Erwerbsstruktur

- **Rechtliche Due Diligence**

Sofern ein Investor nicht auf eine eigene, sich im Konzern befindliche Rechtsabteilung zurückgreifen kann, wird die Rechtliche Due Diligence oft durch externe Anwälte durchgeführt. Dieser Teilaspekt der Überprüfung konzentriert sich auf alle Fragen mit dem Erwerb und der Risiken der weiteren Nutzung der Immobilie. Neben sehr allgemeinen Aspekten prüfen Anwälte in diesem Bereich die Pacht- oder Mietvertragsverpflichtungen und bewerten die daraus resultierenden wechselseitigen Verpflichtungen.

- Analyse und rechtliche Bewertung der Grundstückssituation
- Prüfung Eigentumsverhältnisse
- Prüfung gesellschaftsrechtliche Verhältnisse
- Prüfung Denkmalschutz und Altlastenverzeichnis
- Mitarbeiterverträge
- Prüfung offener Rechtsstreitigkeiten
- Prüfung des Pachtvertrages
- Prüfung von zu übernehmenden Darlehensverträgen

- **Technische Due Diligence**

Die Technische Due Diligence umfasst sämtliche Teilbereiche der Immobilie sowie dem Grund und Boden. Das Ziel ist es, eine umfassende Analyse des Zustandes zu erstellen, um somit bestehende Risiken zu identifizieren und um einen Ausblick in die zu erwartenden Instandhaltungskosten in Gebäudetechnik sowie Dach und Fach zu geben. Dies ist für einen Investor sehr wichtig, da unentdeckte Gebäudetechnische Mängel zu einer unerwarteten und unplanmäßigen wirtschaftlichen Verpflichtung führen können und somit die Renditeerwartung negativ beeinflussen.

Einzelne Aspekte dieses Bereiches sind folgende Punkte:

- Überprüfung Boden – und Grundwasserbelastung
- Analyse des Energieverbrauchs

- Analyse des baulichen Brandschutzes
- Analyse des Wartungszustandes der technischen Anlagen
- Analyse der Bauphysik
- Erstellung einer umfassenden Bilderdokumentation
- Überprüfung Wartungsverträge und Wartungsprotokolle, sowie die Einhaltung rechtlicher Aspekte
- Erstellung einer Prognose für notwendige Investitionen in Dach und Fach unterteilt in folgende zeitliche Schritte: sofort / Gefahr in Verzug, kurzfristig (1-3 Jahre), mittelfristig (3-6 Jahre), langfristig (6-10 Jahre)

3. Betreibervertrag

Für einen Investor ist es entscheidend, ob ein Hotel selbst betrieben wird, oder durch einen externen Betreiber. Betrachtet werden in weiterer Folge das Modell des Pachtvertrages mit seinen unterschiedlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten, sowie das Modell des Management Vertrages.

Der Unterschied beider Modelle ist grundlegend und hat erheblichen Einfluss auf die Ermittlung des Marktwertes aus Sicht eines Investors.

3.1. Pachtvertrag

In Europa bildet der Pachtvertrag die am häufigsten verwendete Vertragsart wieder. Diese Vertragsart hat allerdings Eigenheiten, die alle Marktteilnehmer kennen sollten, um auf Augenhöhe Partnerschaften eingehen zu können. Für einen Bewerter gilt es, auch die Feinheiten der einzelnen Vertragskomponenten zu kennen und deren Einfluss auf die Wertermittlung zu beachten.

3.1.1. Vertragskomponenten

Ein Pachtvertrag regelt die Überlassung von Räumlichkeiten sowie des Inventars für einen Betreiber (Pächter) gegen eine Gebühr. Der Pächter hat sodann das Recht der Fruchtziehung. Die rechtliche Abgrenzung gegenüber einem Mietvertrag besteht in der Zurverfügungstellung des Inventars. Sollten die Räumlichkeiten ohne dieses Inventar dem Betreiber zur Nutzung und Fruchtziehung überlassen werden, so spricht man von einem Mietvertrag. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 69)

In weiterer Folge wird von einem Pachtverhältnis vorrangig ausgegangen.

„Im deutschsprachigen Raum gilt seit jeher der Pachtvertrag als gängigste Vertragsform für nicht inhabergeführte Hotels. Diese Vertragsart [...] garantiert dem Verpächter [...] vergleichsweise ein risikoloses Investment. Abgesehen von der

Verwaltung und den häufig vertraglichen dem Investor zugeordneten Investitionen in Dach und Fach, beschäftigt sich der Verpächter üblicherweise wenig mit ihrer Hotelimmobilie.“ (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 68)

Die Ausgestaltung eines Pachtvertrages kann vielfältig sein, da der Prozess der Vertragsverhandlung durch gegenseitige Interessen beider Parteien geprägt ist.

Folgende Punkte bilden die wichtigsten Inhalte eines Pachtvertrages ab:

- **Pachtvertragslaufzeit:**

Häufig eine Kombination zwischen einer Festlaufzeit (zum Beispiel 25 Jahre) und Verlängerungsoptionen. Diese sind meist einseitig durch den Pächter „ziehbar“ und umfassen beispielsweise zweimal die Option, den Vertrag, um jeweils fünf weitere Jahre zu verlängern. Nicht selten werden daher Verträge mit einer Laufzeit von bis zu 35 Jahren abgeschlossen.

- **Definition des Pachtgegenstandes und Inventar**

Der Pachtgegenstand und das Inventar sind genaustens zu definieren und zu beschreiben. Auch dienen Baupläne und Bilder häufig zu einer zweifelsfreien Identifikation des Pachtgegenstandes.

- **Pachthöhe**

Die Pachthöhe und die Pachtzusammenstellung sind zentrale Inhalte eines Pachtvertrages. Aus diesen heraus bestimmt sich ein großer Teil der Rentabilität für den Investor. Dieser Punkt wird ab Kapitel 3.1.4. detailliert betrachtet.

- **Regelung der FF&E Reserve und Abgrenzung zu Dach und Fach (siehe Kapitel 5)**

- **Kündigungsmöglichkeit für Verpächter**

Es wird definiert, wann der Verpächter den Vertrag außerordentlich kündigen kann. Meist ist dies der Fall, wenn der Pächter seinen Verpflichtungen,

insbesondere der Pachtzahlung, nicht nachkommt, oder dieser Insolvenz anmeldet.

- **Kündigungsmöglichkeit für den Pächter**

Es wird definiert, wann der Pächter den Vertrag außerordentlich kündigen kann. Meist ist dies der Fall, wenn der Verpächter seinen Verpflichtungen, insbesondere der Instandhaltung von Dach und Fach, nicht nachkommt, oder dieser Insolvenz anmeldet.

- **Garantien**

Dies ist ein wichtiger Punkt, da die Interessen beider Parteien direkt kollidieren. Der Verpächter hat das Interesse seine Investition vor Zahlungsausfällen zu sichern. Für diesen Zweck fordert er vom Pächter eine Garantie. Diese kann in unterschiedlichen Formen ausgestellt und beigebracht werden:

- Konzernsicherheit der Muttergesellschaft des Pächters
- Persönliche Sicherheit des Pächters. Die Person haftet so dann mit persönlichem Vermögen direkt
- Versicherungsgarantie
- Bankgarantie

In der Vertragsverhandlung hat der Verpächter das Ziel die Garantie so hoch wie möglich zu gestalten. Häufig wird eine Kombination zwischen beispielsweise einer Konzerngarantie und einer Bank- oder Versicherungsgarantie gewählt.

Neben der Art und der Höhe der Garantie, möchte der Verpächter Zugriff auf diese Garantie auf „erstes Verlangen“, er kann sich somit direkt an dieser bedienen und muss den Anspruch nicht vorab gerichtlich durchsetzen. Auch möchte der Verpächter erzielen, dass im Falle der Inanspruchnahme der Garantie, der Pächter diese wieder auffüllt.

Der Pächter möchte eine geringe Garantie in den Vertrag einbringen.

- **Wertsicherungsklausel**

Die Wertsicherungsklausel stellt für den Verpächter ein wichtiges Instrument dar, um seine Investition gegen einen Wertverlust durch Inflation während des Vertragszeitraumes zu schützen. In der Regel wird für diesen Zweck eine schrittweise Erhöhung der Pacht anhand der jährlichen Steigerung des sogenannten Verbraucherpreisindexes (VPI) festgehalten. Dieser Index hält die durchschnittliche prozentuale Veränderung des Preisniveaus bestimmter Waren und Dienstleistungen, die von privaten Haushalten für Konsumzwecke gekauft werden, fest. Der Verpächter hat das Ziel, dass die Steigerung gemäß des VPI zu 100% auf Jahresbasis angewendet werden kann. Steigt der VPI um beispielsweise 1,5% in einem Jahr, so möchte der Verpächter ebenfalls 1,5% mehr Pacht haben. Der Pächter hingegen möchte, dass die Steigerung des VPI nicht zu 100%, sondern zu einem verringerten Teil auf die Pacht anwendbar ist. Oft sehen Regelungen Schwellwerte vor. Erst wenn der VPI über einen definierten Schwellwert, beispielsweise 5% im Vergleich zu einem definierten Basisjahr steigt, kann diese Steigerung zu einem Prozentsatz für eine Pächterhöhung angewendet werden.

3.1.2. Pachtvertrag aus Investorensicht

Der Pachtvertrag eignet sich für sicherheitsorientierte Investoren, die an langfristigen und möglichst wertgesicherten Einnahmen interessiert sind. Auch Banken bevorzugen bei der Finanzierung einer Hotelimmobilie verstärkt die Sicherheit von stabilen und möglichst fixen Einnahmen aus der Vermietung und Verpachtung durch den Kreditnehmer.

Ein wesentlicher Vorteil ist, dass die Immobilie und Betrieb klar voneinander getrennt und die Verantwortlichkeiten definiert werden. Das Betriebsrisiko liegt vorrangig bei dem Betreiber.

Notwendige und laufende Instandhaltungen an der Immobilie werden durch den Betreiber getätigt. Der Investor ist alleinig für die Bereiche Dach und Fach, sowie Grundsteuer und Gebäudeversicherung verantwortlich. Die Kosten für die allgemeine Verwaltung der Immobilie sind gering und langfristig gut planbar.

Somit ergeben sich folgende Vor- und Nachteile:

Vorteile	Nachteile
+ Betriebsrisiko liegt bei dem Betreiber	- Risikoeinschätzung hängt maßgeblich von Bonität des Betreibers ab
+ Garantierte Pachtzahlungen	- Je nach Vertragsausgestaltung kaum oder wenig Beteiligung am Betriebsgewinn
+ Geringer Abstimmungsbedarf	- Kein oder kaum Einfluss auf operative Tätigkeit des Betreibers
+ Keine Gewerbesteuerpflicht.	- Kein oder kaum Einfluss auf ändernde Marktbedingungen und Kundenwünsche

Abbildung 5 Eigene Darstellung Vor- und Nachteile eines Pachtvertrages für einen Investor

3.1.3. Pachtvertrag aus Betreibersicht

Pachtverträge dominieren im deutschsprachigen Hotelmarkt und werden von Investoren und Finanzierern bevorzugt.

Aus Sicht des Betreibers locken die höheren Gewinnchancen, da die Gewinne aus operativen Geschäften nach Abzug der Pacht vollständig bei dem Pächter verbleiben. Allerdings ist der Pächter für nahezu sämtliche Instandhaltungen verantwortlich und muss auch das gesamte Personal selbst anstellen.

Für einen Betreiber in Form eines Konzerns, haben Pachtverträge einen direkten Einfluss auf die Bilanz. Gemäß den International Financial Reporting Standards (IFRS) müssen sämtliche Miet- oder Pachtverbindlichkeiten auf der Passiva Seite der Bilanz berücksichtigt werden. Somit folgt eine Bilanzverlängerung, die für internationale Hotelkonzerne, die langfristige Pachtverträge abschließen, enorme Auswirkungen hat.

Vorteile	Nachteile
+ Alleinige operative Entscheidungsgewalt	- Volles Betriebsrisiko
+ Betriebsgewinn verbleibt bei Pächter	- Pachtverbindlichkeiten (auch zukünftige) müssen bilanziell erfasst werden und haben eine Bilanzverlängerung zur Folge

Abbildung 6 Eigene Darstellung Vor- und Nachteile eines Pachtvertrages für einen Betreiber

3.2. Pachtvertragsarten

Die Art eines Pachtvertrages wird im Wesentlichen durch die Zahlung der Pacht zwischen Verpächter und Pächter definiert. In der Folge werden die verschiedenen Arten erläutert und die Vor- und Nachteile näher erklärt und analysiert.

3.2.1. Fixpachtvertrag

Bei dieser Vertragsart zahlt der Pächter dem Verpächter eine vertragliche festvereinbarte Pacht pro Zimmer pro Monat. Diese Fixpachtverträge garantieren dem Eigentümer somit sichere und stabile Erträge. Die Sicherheit steht bei diesem Vertragsmodell im Vordergrund.

Die Pacht ist unabhängig von dem wirtschaftlichen Erfolg des Pächters monatlich zu zahlen und unterliegt üblicherweise einer Indexierungsklausel. So kann sich der Verpächter vor einer Wertminderung durch Inflation schützen. Aus Investorensicht bietet diese Variante die höchste Stabilität und Sicherheit, da die Pacht auch in Zeiten von geringerer Nachfrage durch den Verpächter zu zahlen ist. Des Weiteren bietet diese Variante den Vorteil der besseren Planbarkeit betreffend der zukünftigen Einnahmen für den Verpächter, da die Pacht ohne Schwankung anfällt.

Als Nachteil aus Sicht des Verpächters kann aufgeführt werden, dass im Falle einer deutlich besseren Marktphase, mit damit verbundenen steigenden Umsätzen für den Pächter, der Verpächter an solchen Steigerungen nicht partizipiert. Das sogenannte Upside Potenzial entfällt komplett.

Auch werden sich ändernde wirtschaftliche Rahmenbedingungen während der Vertragslaufzeit bei diesem Modell ausgeblendet. Bei einem wirtschaftlichen Abschwung, besteht zwar die Pflicht zur gleichbleibenden Zahlung der Pacht, sollte der Pächter diese aber im laufenden Betrieb nicht mehr erwirtschaften können, drohen Zahlungsausfälle, eine notwendige Nachverhandlung der Pacht oder sogar eine Insolvenz des Pächters. Somit stellt sich auch für den Investor die Frage, ob dieses Modell langfristig erfolgreich ist und ob die Pachthöhe für die gesamte Vertragslaufzeit zu erwirtschaften ist. (Bienert, 2005, S. 468)

3.2.2. Pachtvertrag mit variablen Anteilen

Bei Pachtverträgen mit einem variablen Anteil zahlt der Pächter dem Verpächter keine reine fixe Pacht pro Zimmer, welche jeden Monat gleich ist, sondern einen Anteil an dem erzielten Umsatz oder Betriebsgewinn. Diese Arten von Pachtverträgen gibt es in verschiedenen Ausgestaltungen.

Um die verschiedenen Ausprägungen dieser Vertragsart zu kategorisieren, bietet sich eine Unterscheidung im Hinblick auf die Basis des variablen Anteils an.

Pachtvertrag mit Umsatzbeteiligung:

Bei diesen Verträgen zahlt der Pächter dem Verpächter einen Anteil am erzielten Umsatz des Hotels. Der Verpächter partizipiert somit direkt an dem wirtschaftlichen Geschick des Pächters, was zu höheren Erträgen führen kann, aber mit einem erhöhten wirtschaftlichen Risiko einhergeht.

Zwei wesentliche Arten dieser Vertragsart sind:

- **Reine Umsatzpacht:**

Der Pächter zahlt einen festgelegten Prozentsatz des Umsatzes (Gesamtumsatz oder nur Logisumsatz). Es wird keine Mindestpacht festgelegt. Somit ist das Risiko des Verpächters in dieser Variante hoch, da bei beispielsweise marktbedingten Umsatzschwankungen, entsprechend weniger Pacht gezahlt wird. Dieses Risiko ist für einen Verpächter nur dann von Vorteil, wenn der festgelegte Prozentsatz entsprechend hoch ist.

- **Umsatzpacht mit einer Mindestpacht**

Bei dieser Variante wird ein Prozentsatz des Umsatzes mit einer Mindestpacht kombiniert. Die Pachtzahlung erfolgt je nachdem, ob die variable Komponente der Umsatzpacht oder die garantierte Mindestpacht höher ist. Für den Verpächter stellt dieses Modell eine interessante Variante dar, da er mit einer Mindestrendite rechnen und kalkulieren kann und auch bei einem Erfolg des Betreibers partizipiert. Der Betreiber hingegen hat den Vorteil, dass bei ausbleibenden Ergebnissen die Pacht im Vergleich zu einem Fixpachtvertrag geringer ausfällt. Diese Vertragsart bietet somit auch für ihn eine Absicherung. Diese Variante erfreut sich daher großer Beliebtheit für beide Vertragsparteien. (Baurmann, 2007, S. 64)

Pachtvertrag mit Ergebnisbeteiligung:

Bei diesen Verträgen ist nicht der Umsatz die Basis eines variablen Anteils, sondern das operative Betriebsergebnis. Es können auch bei dieser Vertragsart zwei verschiedene Typen identifiziert werden:

- **Ergebnispacht**

Die Ergebnispacht ist ein fixer und definierter Prozentsatz des NOP (GOP abzüglich von FF&E, Gebäudeversicherung und Steuern). Die Pacht hängt somit nicht vom erzielten Umsatz, sondern auch von der Kosteneffizienz des Betreibers ab. Für den Betreiber bietet diese Variante noch geringeres

Risiko, da bei ausbleibendem wirtschaftlichem Erfolg die Pachtzahlung entsprechend niedriger ausfällt.

Diese Vertragsart ist für Eigentümer mit geringem operativen Know How nicht geeignet und es ist eine hohe Vertrauensbasis zwischen beiden Parteien notwendig. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 74)

- **Risk- and Profitsharing**

Diese Variante kombiniert eine garantierte Mindestpacht und einen Prozentsatz des erzielten NOP. Kalkulatorisch wird der NOP durch die Mindestpacht reduziert und das verbleibende Ergebnis zwischen Eigentümer und Betreiber nach einem festgelegten Schlüssel aufgeteilt. Auch dieses Model erfordert vom Eigentümer eine hohe Sachkenntnis und ein aktives Asset Management. Bei positiver Entwicklung des wirtschaftlichen Betreibererfolges, profitiert der Eigentümer entsprechend mehr, und wird am Erfolg direkt beteiligt. Diese Vertragsart wird auch häufig als Hybridvertrag bezeichnet, da sie Merkmale von klassischen Pacht- sowie Managementverträgen aufweist.

3.3. Auswirkungen auf die bewertungsrelevanten Cash Flows anhand eines Beispielhotels

Anhand eines Zahlenbeispiels werden nun die Auswirkung auf den Ertrag für den Immobilieneigentümer analysiert. Diese Auswirkungen stellen für den Bewerter eine entscheidende Aufgabe dar, da dies im Zuge einer Wertermittlung mit dem DCF Verfahren der Identifikation der Ertragsgrundlage entspricht.

Es werden folgende Annahmen getroffen:

- Allgemeine Angaben Hotel
 - 100 Zimmer Hotel
 - Auslastung 80%
 - ADR 90 EUR

Ergibt:

- Umsatz Total Base Case 3.679.200 EUR
- GOP Base Case 1.340.280 EUR

Variable:

- Best Case +25 % Umsatz und +25 % GOP
- Worst Case -25 % Umsatz und -25 % GOP

- Variante 1: Fixpachtvertrag
 - Die Pacht beträgt pro Zimmer 550,-- EUR
- Variante 2: Variable Umsatzpacht
 - Die Pacht beträgt 20% des Umsatzes
- Variante 3: Variable Umsatzpacht mit Mindestpacht
 - Mindestpacht beträgt 500,-- EUR
 - Variable Pacht beträgt 18% des Umsatzes
- Variante 4: Variable Ergebnispacht
 - Die Pacht beträgt 70% des NOP
- Variante 5: Profit Share mit Mindestpacht
 - Mindestpacht beträgt 300,-- EUR pro Zimmer
 - Zusätzlich wird der NOP 50% : 50% zwischen Immobilieneigentümer und Hotelgesellschaft geteilt

	BASE CASE		BEST CASE		WORST CASE	
Umsatz Total	3.679.200		4.599.000 <small>Steigerung 25%</small>		2.759.400 <small>Senkung -25%</small>	
GOP (Gross Operating Profit)	1.340.280		1.675.350 <small>Steigerung 25%</small>		1.005.210 <small>Senkung -25%</small>	
Kosten After GOP						
FF&E Reserve	110.376	3,0%	137.970	3,0%	82.782	3,0%
Versicherung und Steuern	147.168	4,0%	183.960	4,0%	110.376	4,0%
After GOP Kosten Gesamt	257.544	7,0%	321.930	7,0%	193.158	7,0%
NOP	1.082.736	29,4%	1.353.420	29,4%	812.052	29,4%
1. Variante Fixpachtvertrag:						
Pacht (pro Zimmer 550 EUR)	660.000		660.000		660.000	
= EBITDA = Ergebnis für Pächter	422.736	11,5%	693.420	15,1%	152.052	5,5%
Pacht	660.000		660.000		660.000	
Abzüglich Asset Management	50.000	1,4%	50.000	1,1%	50.000	1,8%
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000	2,0%	75.000	1,6%	75.000	2,7%
Ergebnis für Hoteleigentümer	535.000		535.000		535.000	
2. Variante Variable Pacht - Reine Umsatzpacht:						
Variable Pacht 20% des Umsatzes	735.840		919.800		551.880	
= EBITDA = Ergebnis für Pächter	346.896	9,4%	433.620	9,4%	260.172	9,4%
Pacht	735.840		919.800		551.880	
Abzüglich Asset Management	50.000	1,4%	50.000	1,1%	50.000	1,8%
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000	2,0%	75.000	1,6%	75.000	2,7%
Ergebnis für Hoteleigentümer	610.840		794.800		426.880	
3. Variante Variable Pacht - Umsatzpacht mit Mindestpacht:						
Mindestpacht pro Zimmer 500 EUR	600.000		600.000		600.000	
Variable Pacht 18%	662.256		827.820		496.692	
= EBITDA = Ergebnis für Pächter	420.480	11,4%	525.600	11,4%	212.052	7,7%
Pacht	662.256		827.820		600.000	
Abzüglich Asset Management	50.000	1,4%	50.000	1,1%	50.000	1,8%
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000	2,0%	75.000	1,6%	75.000	2,7%
Ergebnis für Hoteleigentümer	537.256		702.820		475.000	
4. Variante Variable Pacht - Ergebnis Pacht:						
Variable Pacht 70% des NOP	757.915		947.394		568.436	
= EBITDA = Ergebnis für Pächter	324.821	39,2%	406.026	8,8%	243.616	8,8%
Pacht	757.915		947.394		568.436	
Abzüglich Asset Management	50.000	1,4%	50.000	1,1%	50.000	1,8%
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000	2,0%	75.000	1,6%	75.000	2,7%
Ergebnis für Hoteleigentümer	632.915		822.394		443.436	
5. Variante Variable Pacht - Profit Share:						
Mindestpacht pro Zimmer 300 EUR	360.000		360.000		360.000	
Variable Pacht 50% Profit Share	361.368		496.710		226.026	
Pacht Gesamt	721.368		856.710		586.026	
= EBITDA = Ergebnis für Pächter	361.368	9,8%	496.710	10,8%	226.026	8,2%
Pacht	721.368		856.710		586.026	
Abzüglich Asset Management	50.000	1,4%	50.000	1,1%	50.000	1,8%
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000	2,0%	75.000	1,6%	75.000	2,7%
Ergebnis für Hoteleigentümer	596.368		731.710		461.026	

Abbildung 7 Eigene Darstellung Unterschiede bewertungsrelevanter Cash Flows innerhalb eines Pachtvertrages

Anhand des Beispiels kann man die verschiedenen Pachtvertragsvarianten im Hinblick auf den Ertrag für den Immobilieneigentümer und den Pächter gut vergleichen.

Die Spannweite von möglichen Erträgen für den Verpächter schwankt von mindestens 426.880,-- EUR und höchstens 822.394,-- EUR pro Jahr. Der Immobilienbewerter ist somit gezwungen sich nicht nur mit den wirtschaftlichen Szenarien (Base-, Best- oder Worst Case) auseinander zu setzen, sondern auch mit der Pachtvertragsart.

Aus den verschiedenen Ertragsmöglichkeiten je nach Vertragsausgestaltung, kann der Bewerter auch die Risikosteigerung ableiten.

Als sicherste Variante für den Eigentümer ist die Fixpachtvariante. Hier erhält er einen fixen Betrag pro Monat, unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg des Pächters.

Alle anderen Vertragsarten beinhalten eine variable Komponente, und sind somit Schwankungen ausgesetzt. Das Risiko steigt somit. Das größte Risiko, aber auch die höchste Ertragsmöglichkeit, bieten die Varianten zwei und vier, da diese keine Mindestpacht vorsehen und auf Basis voller Erfolgsabhängigkeit aufgebaut sind.

Durch die Identifizierung des Risikos kann der Bewerter einen weiteren wichtigen Einfluss auf die Bewertung ableiten: dem Risikozuschlag innerhalb der Identifikation des Diskontierungszinssatzes (siehe auch Kapitel 2.4.5.2.). Für diesen Zweck wurde ein Mittelwert des möglichen Ertrags pro Vertragsart gebildet (vereinfachtes Vorgehen: Bildung eines Mittelwerts des möglichen Ertrages bei Base-, Best- und Worst Case). Als nächsten Schritt kann man die Abweichung des möglichen Ertrages zu dem Szenario mit dem geringsten Risiko setzen, dem Fixpachtvertrag. Als letzten Punkt kann der Bewerter individuell entscheiden, wie er anhand dieser Aufstellung den Diskontierungszinssatz pro Pachtvertragsart anpasst. Dies kann nicht allgemeingültig festgelegt werden, sondern erfolgt pro Hotel individuell. Als Beispiel wurde in der folgenden Tabelle Annahmen getroffen.

Art des Vertrages	Mittelwert	Abweichung zu Basis	Risiko	Diskontierungszinssattendenz	Zinssatz	Abweichung
1. Variante Fixpachtvertrag	535.000	Basis	niedrig	Basis	7,00%	Basis
2. Variante Variable Pacht - Reine Umsatzpacht	610.840	14,2%	hoch	steigt	7,50%	0,50%
3. Variante Variable Pacht - Umsatzpacht mit Mindestpacht	571.692	6,86%	mittel	steigt geringfügig	7,25%	0,25%
4. Variante Variable Pacht - Ergebnis Pacht	632.915	18,30%	hoch	steigt stark	7,75%	0,75%
5. Variante Variable Pacht - Profit Share	596.368	11,47%	mittel	steigt	7,50%	0,50%

Abbildung 8 Eigene Darstellung Einfluss Pachtvertragsgestaltung auf Diskontierungszinssatz

Durch diese Darstellungen ist bewiesen, dass die Vertragsgestaltung einen hohen Einfluss auf die Immobilienbewertung haben kann. Nicht nur die jährlichen Cash Flows, welche die Basis der Bewertung darstellen, sondern auch der Effekt auf den Diskontierungszinssatz bietet für den Bewerter Faktoren, die im Zuge der Bewertung zu analysieren und würdigen sind.

3.4. Managementvertrag

Der sogenannte Managementvertrag ist hauptsächlich in angelsächsischen Ländern nach wie vor verbreitet und bietet dem Betreiber und Eigentümer einer Hotelimmobilie verschiedene Vorteile und Nachteile im Vergleich zu einem Pachtvertrag. Für einen Bewerter bedeutet ein Managementvertrag, das er sich noch mehr mit dem Operativen Erfolg oder Misserfolg des Betreibers auseinander setzen muss, da die Bewertungsrelevanten Cashflows maßgeblich hiervon abhängig sind.

3.4.1. Vergütungsmodelle im Managementvertrag

Bei einem sogenannten Managementvertrag handelt es sich um einen Betriebsführungsvertrag bzw. einen Geschäftsbesorgungsvertrag. Die Logik hinter diesem Vertrag ist eine Entkopplung zwischen dem Immobilienbesitz und dem Betrieb. Allerdings ist zu beachten, dass die zum Zweck des Betriebs beauftragte Hotelgesellschaft, das Hotel auf Namen und Rechnung des Eigentümers führt.

Somit wird auch ein großer Unterschied im Vergleich zu einem Pachtvertrag deutlich: Der Immobilieneigentümer ist Gewerbetreibender und trägt somit das unternehmerische Risiko. Bei einem Pachtvertrag hingegen, ist der Betrieb des Hotels in einer Firma (in der Regel in Form einer GmbH) gebündelt und der Pächter ist der Eigentümer dieser GmbH.

Die Managementleistung der Hotelgesellschaft ist das Leiten des operativen Hotelgeschäftes auf Tagesbasis. Ein professioneller Betreiber bringt beispielsweise Leistungen wie die Marke, die Buchungsplattform, umfassende Marketingleistungen,

Buchhaltungsleistungen, Controlling, Reservierungssysteme, standardisierte operative Abläufe und Mitarbeiterrekrutierung in die Partnerschaft ein.

Für diese Leistungen erhält die Hotelgesellschaft eine sogenannte Management Fee. Diese stellt die Vergütung für die gebrachten Leistungen dar.

Bei dieser Management Fee handelt es sich nicht um einen fixen Betrag. Vielmehr möchte der Immobilieneigentümer die Leistung des Managers erfolgsbasierend gestalten. Für diesen Zweck wird ein zweistufiges Vergütungssystem angewendet.

Man kann drei grundsätzlich unterschiedliche Varianten unterscheiden.

- **Klassischer Managementvertrag**

Bei einem klassischen Managementvertrag besteht die Vergütung der Hotelgesellschaft aus zwei Hauptkomponenten:

- **Stufe 1 / Base Fee**

Die Base Fee wird anhand eines Prozentsatzes vom erzielten Nettoumsatz errechnet. Somit hat die Hotelgesellschaft ein Interesse, einen möglichst hohen Umsatz zu generieren, um eine entsprechend höhere Vergütung zu erhalten. Sie beträgt meist zwischen 2-4% des Umsatzes. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 78)

- **Stufe 2 / Incentive Fee**

Die Incentive Fee wird als ergebnisabhängige Vergütung betrachtet. Für die Berechnung wird von dem erzielten operativen Betriebsergebnis, dem GOP, die Base Fee abgezogen. Man erhält einen sogenannten Adjusted GOP. Dieser ist mit einem vereinbarten Prozentsatz zu multiplizieren. Die Hotelgesellschaft ist somit bestrebt profitabel zu wirtschaften. Je höher der Adjusted GOP, desto höher die Vergütung. Diese Fee beträgt meist zwischen 8-12% des Adjusted GOP. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 78)

Für den Immobilieneigentümer besteht der wirtschaftliche Verdienst aus dem Betriebsgewinn, in Form von Einnahmen aus dem Gewerbebetrieb. Das Betriebsrisiko liegt fast ausschließlich bei dem Immobilieneigentümer,

da im Falle eines Verlustes die Hotelgesellschaft zwar eine niedrigere Einnahme (in Form der Management Fee) erzielt, aber nicht den betrieblichen Verlust tragen muss.

- **Managementvertrag mit Garantieklausel**

Bei einem Managementvertrag mit Garantieklausel verpflichtet sich die Hotelgesellschaft ein bestimmtes Mindestergebnis zu erwirtschaften. Gleichzeitig garantiert die Gesellschaft, bei einer Nichterreichung des Mindestergebnisses, die Differenz dem Immobilieneigentümer zu erstatten.

Für Ihre Leistungen erhält die Hotelgesellschaft wie bei einem klassischen Managementvertrag eine Base- und eine Incentive Fee. Der Immobilieneigentümer erhält mindestens das garantierte Betriebsergebnis und den darüber hinaus erwirtschafteten wirtschaftlichen Erfolg. Somit verschiebt sich das Betriebsrisiko in Richtung der Hotelgesellschaft.

- **Managementvertrag mit Stand- Aside Klausel**

Bei einer sogenannten Stand Aside Klausel wird der Management Vertrag mit Garantieklausel um einen Aspekt erweitert. Die Hotelgesellschaft erhält erst die Incentive Fee bei Erreichen eines Mindestergebnisses. Die Fee wird somit nachrangig behandelt und stellt eine weitere Verschiebung des Betriebsrisikos dar. Der Eigentümer gewinnt in dieser Variante mehr Sicherheit.

3.4.2. Managementvertrag aus Investorensicht

Der Unterschied zu einem Pachtvertrag ist enorm und bietet gänzlich andere Vor- und Nachteile.

Ein Managementvertrag eignet sich insbesondere für unternehmerisch orientierte Hoteleigentümer. Sie müssen ein erhöhtes Maß an Know-How in der Hotellerie vorweisen und es bedarf eines aktiven Asset Managements einhergehend mit einem hohen Verwaltungs- und Kontrollaufwand.

Für Institutionelle Investoren ist diese Vertragsart in der Regel nicht geeignet, da das Erzielen von Einkünften aus Gewerbebetrieben für sie nicht erlaubt ist, und sie kein unternehmerisches Risiko eingehen dürfen.

Auch besteht ein wichtiger Aspekt darin, dass das Personal des Hotels in der Betriebsgesellschaft angestellt ist, und diese folglich dem Immobilieneigentümer gehört. Das Personal ist somit bei dem Investor angestellt.

Vorteile	Nachteile
+ Betriebsgewinn liegt bei dem Immobilieneigentümer	- Hohes Betriebsrisiko
+ Nutzung zentraler Dienstleistungen sowie des Markennamens	- Mitarbeiter des Hotels sind bei dem Immobilieneigentümer angestellt
+ Hohe Auswahl an möglichen Hotelgesellschaften auf dem Markt	- Abstimmungsintensiv
+ Oft umfassende und vertraglich geregelte Sonderkündigungsrechte bei zu geringem wirtschaftlichem Erfolg	- Hoher Kontrollaufwand

Abbildung 9 Fidelschuser 2013, S. 79

Auch wenn, insbesondere im europäischen Hotelmarkt, der Pachtvertrag immer populärer wird, ist der Managementvertrag noch immer weltweit verbreitet und erfreut sich bei großen internationalen Hotelketten hoher Beliebtheit. Auf der einen Seite ist der Betreiber zwar gezwungen, sich eng mit dem Immobilieneigentümer abzustimmen und verliert somit wirtschaftliche Freiheiten, hat aber den Vorteil eines im Vergleich zum Pachtvertrag geringeren finanziellen Risikos.

Vorteile	Nachteile
+ Geringes wirtschaftliches Risiko	- Überschüsse des wirtschaftlichen Handes verbleiben bei dem Immobilieneigentümer
+ Keine Kapitalbindung	- Eigentümer hat bei zu geringem wirtschaftlichen Erfolg Sonderkündigungsrechte
+ Keine direkt angestellten Mitarbeiter	- Sehr wenig Mitspracherecht bei strategischen Immobilienentscheidungen
+ Schnellere Expansion der Marke möglich	- Hohe Abhängigkeit von Eigentümer bei notwendigen Erneuerungen von FF&E

Abbildung 10 Fidelschuser 2013, S. 80

3.5. Auswirkung auf Bewertung anhand eines Beispielhotels

Anhand eines Zahlenbeispiels wird nun die Auswirkung auf den Ertrag für den Immobilieneigentümer analysiert. Diese Auswirkungen stellen für den Bewerter eine entscheidende Aufgabe dar, da dies im Zuge einer Wertermittlung mit dem DCF-Verfahren der Identifikation der Ertragsgrundlage entspricht.

Es werden folgende Annahmen getroffen:

- Allgemeine Angaben Hotel
 - 100 Zimmer Hotel
 - Auslastung 80%
 - ADR 90 EUR
 Ergibt:
 - Umsatz Total Base Case 3.679.200 EUR
 - GOP Base Case 1.340.280 EUR
 Variable:
 - Best Case +25 % Umsatz und +25 % GOP
 - Worst Case -25 % Umsatz und -25 % GOP

- Klassischer Managementvertrag
 - 4% Base Fee
 - 10% Incentive Fee
 - Keine Ergebnisgarantie
- Managementvertrag mit Garantieklausel
 - 4% Base Fee
 - 10% Incentive Fee
 - Ergebnisgarantie: Mindestens 1,25 Mio. EUR GOP
- Managementvertrag mit Stand- Aside Klausel
 - 4% Base Fee
 - 10% Incentive Fee wird nachrangig gestellt
 - Ergebnisgarantie: Mindestens 1,25 Mio. EUR GOP

	BASE CASE		BEST CASE		Abw. In %		
					WORST CASE		
Umsatz Total	3.679.200		4.599.000	Steigerung 25%	2.759.400	Senkung -25%	
GOP (Gross Operating Profit)	1.340.280		1.675.350	Steigerung 25%	1.005.210	Senkung -25%	
Variante Klassischer Managementvertrag:							
Base Fee (4% des Umsatzes)	147.168	4%	183.960	4%	110.376	4%	
Incentive Fee (10% des Adjusted GOP)	119.311	10%	149.139	10%	89.483	10%	
Ergebnis für Hotelgesellschaft	266.479		333.099		199.859		
GOP nach Abzug Management Fee	1.073.801		1.342.251		805.351		
Garantie	-		-		-		
Ergebnis für Hoteleigentümer	1.073.801		1.342.251		805.351		
Variante Managementvertrag mit Garantie:							
Base Fee (4% des Umsatzes)	147.168	4%	183.960	4%	110.376	4%	
Incentive Fee (10% des Adjusted GOP)	119.311	10%	149.139	10%	89.483	10%	
Ergebnis für Hotelgesellschaft	266.479		333.099		199.859		
GOP nach Abzug Management Fee	1.073.801		1.342.251		805.351		
Garantie	1.250.000		1.250.000		1.250.000		
Zuzuschuss durch Hotelgesellschaft	176.199				444.649		
Ergebnis für Hoteleigentümer	1.250.000		1.342.251		1.250.000		
Variante Managementvertrag mit Stand Aside Klausel:							
Base Fee (4% des Umsatzes)	147.168	4%	183.960	4%	110.376	4%	
Incentive Fee (10% des Adjusted GOP)		10%	149.139	10%			
Ergebnis für Hotelgesellschaft vor notwendigem Zuschuss	147.168		333.099		110.376		
GOP nach Abzug Management Fee	1.193.112		1.342.251		894.834		
Garantie	1.250.000		1.250.000		1.250.000		
Zuzuschuss durch Hotelgesellschaft	56.888				355.166		
Ergebnis für Hoteleigentümer	1.250.000		1.342.251		1.250.000		
Ergebnis für Hotelgesellschaft nach notwendigem Zuschuss	90.280		333.099		- 244.790		

Abbildung 11 Eigene Darstellung Unterschiede bewertungsrelevanter Cash Flows innerhalb eines Managementvertrages

Wie man sieht, beträgt die Spanne an möglichen Umsätzen für den Eigentümer zwischen 805.351 EUR und 1.342.251 EUR, was einem Unterschied von 536.900 EUR entspricht.

Nicht nur die Spanne an möglichen Umsätzen aufgrund eines dynamischen Geschäftsverlaufes (Base-, Best- oder Worst Case) ist entscheidend, sondern auch die Vertragsgestaltung. Betrachtet man das Worst Case Szenario wird deutlich, wie das erhöhte Sicherheitskonzept für den Immobilieneigentümer wirkt. Bei einem klassischen Managementvertrag mit klarer Fee Regelung und keiner Garantie beträgt der Umsatz nur 805.351 EUR, bei den zwei Varianten mit Garantien erhält er mindestens den garantierten Betrag und die Hotelmanagementgesellschaft ist verpflichtet, die Differenz einzuzahlen.

Aus Sicht der Hotelgesellschaft zeigt sich, dass es sogar zu einem sehr hohen Zuschuss kommen kann. Bei der Variante eines Managementvertrages mit Stand Aside Klausel und dem wirtschaftlichen Worst Case erzielt die Gesellschaft ein negatives Ergebnis von -244.790 EUR.

Für den Bewerter stellt der Ertrag die Basis für das DCF- Verfahren dar. Wie auch bei der Analyse der Auswirkungen innerhalb verschiedener Pachtvertragstypen, kann auch ein unterschiedliches Risiko ermittelt werden. Dies hat Einfluss auf den Diskontierungszinssatz.

Art des Vertrages	Mittelwert	Abweichung zu Basis	Risiko	Diskontierungszinssatztendenz	Zinssatz	Abweichung
Variante Klassischer Managementvertrag	1.073.801	-16,2%	hoch	steigt	7,50%	0,50%
Variante Managementvertrag mit Garantie	1.280.750	Basis	niedrig	Basis	7,00%	Basis
Variante Managementvertrag mit Stand Aside Klausel	1.280.750	Basis	niedrig	Basis	7,00%	Basis

Abbildung 12 Eigene Darstellung Einfluss Managementvertragsgestaltung auf Diskontierungszinssatz

Bei diesen Vertragstypen bilden die zwei Varianten mit garantierten Erträgen das niedrigste Risiko. Somit wird ein Zuschlag nur bei der Variante mit reinen variablen Erträgen gebildet.

Man erkennt, wie auch bei den Pachtverträgen, dass die Vertragsgestaltung eine starke Auswirkung auf die Wertermittlung hat.

3.6. Fazit

Durch dieses Zahlenbeispiele wird deutlich, dass sowohl die Art des Vertrages (Pachtvertrag und Managementvertrag) als auch die detaillierte Ausgestaltung des Sicherheitskonzeptes einen direkten Einfluss auf die bewertungsrelevanter Cash Flows hat. Es ist daher immer zu analysieren, wer der Betreiber ist, über welche Bonität er verfügt und wie der Vertrag gestaltet ist. Hieraus ergeben sich Risiken für den Investor, die einen direkten Einfluss auf die Wertermittlung haben. Es liegt vorrangig an dem Investor grundsätzlich zu entscheiden, welches Risiko er eingehen möchte oder kann. Die Spannbreiten zwischen einem Fixpachtvertrag und einem variablen Managementvertrag ohne Garantiesumme sind vielfältig und bieten einem Investor die Möglichkeit, ein adäquates Vertragsverhältnis zu wählen.

Für einen Bewerter bedeutet dies, dass eine Analyse und eine Berücksichtigung dieser Faktoren unerlässlich sind, um eine aussagekräftige Bewertung erstellen zu können. Ignoriert ein Bewerter diese Faktoren, so droht ein Risiko für den Adressaten der Bewertung. Die Spannbreiten von möglichen Einkünften für den Investor ergeben maßgebliche Wertunterscheide für die Immobilie.

Des Weiteren muss das mit der Vertragsart einhergehende Risiko bei der Wahl des Diskontierungszinssatzes bedacht werden. Auch dies hat einen Einfluss auf die Wertermittlung.

Somit ist der Beweis rechnerisch erbracht, dass diese Vertragsbestandteile einen erheblichen Einfluss haben und einer speziellen Würdigung innerhalb der Bewertung bedürfen.

4. Bewertung unter Annahme „Vacant Possession“

In diesem Kapitel wird die spezielle Bewertungsannahme „Vacant Possession“ vorgestellt und erläutert. Ob eine Bewertung unter der Annahme des Vacant Possession verfasst wird, oder nicht, hat Auswirkungen auf den Wert der Immobilie. Für einen Bewerter stellt diese Annahme somit eine weitere Schwierigkeit dar, die es zu kennen und entsprechend zu bewerten gehört.

4.1. Definition

Wird im Zuge der Ankaufsprüfung eine Hotelbewertung beauftragt, wird man häufig vor die Wahl gestellt, ob die Bewertung mit Annahme „Vacant Possession“ erfolgen soll, oder nicht. Doch was bedeutet dieser Terminus und welche Auswirkungen hat dieser auf die Bewertung?

Der Terminus „Vacant Possession“ hat seinen Ursprung bei Bewertungen von Wohnungen und Wohngebäuden. Er bedeutet, dass per Stichtag das Gebäude frei von Bewohnern ist.

Die offizielle Übersetzung lautet:

„The fact that no one is living in or using the house or property at the moment when someone buys it.“ (Cambridge Dictionary, 2020)

Bei einer Hotelbewertung hat dies allerdings eine andere Bedeutung. Es handelt sich um die Annahme, dass bei Erwerb das Hotel frei einer Marke ist und der neue Eigentümer die Wahl hat, ob er das Hotel selbst betreibt, oder eine Hotelgesellschaft mit einer Marke einsetzt. Auch Makler nutzen diesen Terminus, um bei einem Hotelverkauf dem potenziellen Käufer zu signalisieren, dass er die Marke und Betriebsart selbst bestimmen kann und nicht an einen noch bestehenden Pacht- oder Managementvertrag gebunden ist.

4.2. Problemstellung

Für einen Bewerter stellt sich die Frage, ob eine Bewertung unter dem Gesichtspunkt „Vacant Possession“ einen Einfluss auf die Wertbestimmung hat, oder nicht. Wenn ja, an welcher Stelle der Bewertung und in welchem Umfang?

In vorherigen Kapiteln wurde der Einfluss der Vertragsarten Pacht- und Managementvertrag mit ihren unterschiedlichen Varianten beschrieben und erläutert. Doch wie verhält es sich, wenn ein heutiges Markenhotel bewertet wird, und ein zukünftiger Käufer das Hotel ohne Marke erwirbt? Die Folgefrage ist, welchen Wert hat eine Marke für ein Hotel und somit welchen Einfluss hat deren Wegfall für die Wertermittlung.

Um diese Frage zu beantworten ist eine Analyse des Mehrwertes einer Hotelmarke notwendig.

4.3. Merkmale und Erfolgsfaktoren von Markenhotels

Internationale Markenhotels haben in den vergangenen Jahrzehnten einen rasanten Aufschwung erlebt. Die Markendurchdringung stieg an und die Ketten wuchsen unaufhaltsam. Im Jahr 2018 waren die größten Ketten der Welt, gemessen an der Anzahl der Zimmer, folgende:

Platz	Hotelkette	Herkunftsland	Anzahl der Zimmer
1	Marriott International	USA	Ca. 1.317.368
2	JinJang International	Volksrepublik China	Ca. 941.794
3	Hilton	USA	Ca. 912.960
4	InterContinental	Vereinigtes Königreich	Ca. 836.541
5	Wyndham	USA	Ca. 809.900
6	Accor	Frankreich	Ca. 703.806
7	Choice Hotels	USA	Ca. 569.108
8	Oyo	Indien	Ca. 515.144
9	Huazhu Group	Volksrepublik China	Ca. 422.747
10	BTG	Volksrepublik China	Ca. 397.561

Abbildung 13 Aufstellung der 10 größten Hotelgesellschaften, Quelle www.wikipedia.de

Hotelketten können aufgrund ihrer Größe Vorteile erzielen, die ein einzelnes Hotel nicht erzielen kann. Somit ist ein Vorteil einer Marke ein Effekt durch Economies of Scale.

Hiervon abgeleitet, ergeben sich weitere Vorteile, die eine intentionale Hotelmarke bietet:

- Einführung von standardisierten Prozessen und somit effizienten Betriebsabläufen
- Einführung und Betrieb eines leistungsfähigen Reservierungssystems und hierdurch größerer und günstigere Vertriebsmöglichkeiten
- Nutzung von Kundenbindungsprogrammen
- Einheitliches Design und Gasterlebnis und somit Wiedererkennungswert der Marke an jedem Standort weltweit
- Kosteneinsparung durch zentrale Verwaltung
- Gemeinsame Ausschreibungen bei Einkauf von Lebensmitteln, sonstigen Verbrauchsgütern und Energieverträgen. Somit sinken der Wareneinsatz und die variablen und fixen Kosten.

Durch diese Aufzählung wird bereits deutlich, dass eine Marke einen Effekt auf das P&L Statement hat, bzw. haben sollte. Ein Immobilieneigentümer kann sich somit für eine Marke entscheiden, um die Hotelperformance zu steigern und den Gewinn zu erhöhen. Dies ist der Grundgedanke hinter der Idee, eine internationale Hotelmarke zu nutzen. Durch die Vielzahl der positiven Effekte erfolgt eine Risikoabdeckung, so dass der Hoteleigentümer sichere Einnahmen hat.

Das Nutzen einer Hotelmarke ist aber kein Automatismus für einen garantierten Erfolg, sondern muss von Standort zu Standort individuell betrachtet werden. In vielen Städten zeigt sich, dass insbesondere Boutique Hotels die einen individuellen Service bieten, zum Teil höhere Auslastungen und Durchschnittsraten erzielen können.

Dennoch, ein Hotelbewerter muss diese Einflüsse bedenken und bei der Bewertung thematisieren.

4.4. Auswirkung auf die Bewertung anhand eines Beispielhotels

Anhand des in Kapitel 2.5.1. dargestellten Beispielhotels und im vorherigen Kapitel genannten Vorteile einer etablierten und bekannten Marke, ergeben sich folgende kritische Positionen innerhalb eines P&L Statements:

- **Umsatz:**

Durch die Markenbekanntheit, dem Einsatz einer zentralen Reservierung und Zuhilfenahme von modernen Technologien im Bereich Revenuemanagement, haben Markenhotels das Ziel eine höhere Auslastung und Durchschnittsrate zu erzielen. Als direkte Folge steigt der Gesamtumsatz. Da mehr Gäste im Hotel sind, werden auch mehr F&B Angebote konsumiert. Auch der Sonstige Umsatz (Other Revenue) steigt.

Sollte eine bisher als Markenhotel geführte Hotelimmobilie bewertet werden, und der Käufer das Hotel ohne Marke zukünftig betreiben wollen, also „Vacant Possession“, so ist die Umsatz Tendenz eher sinkend.

- **Variable Kosten**

2018 hatte beispielsweise die Hotelkette Marriott International in Deutschland 75 Hotels, mit mehr als 18.200 Zimmern. Diese Hotels können bei einem zentralen Einkauf ihre Marktstellung nutzen. Durch den Zusammenschluss dieser Hotels zu einem Gemeinschaftseinkauf, können bessere Preise am Markt erzielt werden. Dies betrifft die Einkaufskonditionen im Bereich Lebensmittel, aber auch Kosten der Wäscherei, Zimmerreinigung und Verbrauchsmaterialien in den Zimmern. Hinzu kommen Vorteile das Mitarbeiter häufig innerhalb einer Kette den Job wechseln. Dies spart Kosten im Bereich Mitarbeiterrekrutierung.

Durch das Betreiben eines Hotels ohne diese Vorteile, steigen variablen Kosten tendenziell.

- **Allgemeinkosten**

Wie bei den variablen Kosten, ergeben sich auch bei den Allgemeinkosten Vorteile in Bezug auf Einkaufskonditionen durch Rahmenverträge im Bereich Technik oder bei Energieverträgen.

Hinzu kommt der Einfluss auf den Bereich Sales und Marketing. Ein großer Vorteil von internationalen und weit verbreiteten Hotelmarken ist ihre Bekanntheit. Globale Marketingaktionen werden zentral gesteuert und haben eine große Reichweite. Bei dem Betrieb eines Hotels ohne solche Marke müssen mehr Mittel aufgewendet werden, um potenzielle Kunden auf sich aufmerksam zu machen.

Durch das Betreiben eines Hotels ohne diese Vorteile, steigen die Allgemeinkosten tendenziell.

- **Management Fee**

Die Management Fee dient, wie in Kapitel 2.5.1. beschrieben, zur Deckung der Leistungen einer Hotelmarke. Ausgehend von einem klassischen Management Vertrag mit einer Base und einer Incentive Fee, spart sich im Falle eines Betriebs ohne Hotelmarke der Immobilieneigentümer diese Ausgaben.

Somit sinken diese Kosten durch den Wegfall einer internationalen Marke.

Für einen Bewerter bedeuten diese Einflüsse auf eine P&L sich detailliert mit dem Erfolgs- und Einflussfaktor einer Marke bei dem zu bewerteten Hotel zu beschäftigen, sobald die Bewertung unter der Annahme „Vacant Possession“ erfolgt.

Anhand des in Kapitel 2.5.1. vorgestellten Musterbetriebes, kann der Einfluss auf die bewertungsrelevante Cash Flows wie folgt sein:

Bewerters abhängig. Ohne eine international bekannte und verbreitete Marke kann von einem höheren Risiko und somit von einem Einfluss auf den Zinssatz gesprochen werden. Um diesen Einfluss zu bewerten und einschätzen zu können, bietet sich ein Vergleich zu den Alternativen an.

Das geringste Risiko hat ein Pachtvertrag mit einer Fixzinsvergütung für den Eigentümer. Hier besteht das Risiko nahezu alleinig bei der Bonität des Pächters. Somit bildet dies die Basis der Betrachtung.

Bei einem klassischen Managementvertrag steigt das Risiko, da der Eigentümer nun im Betreiberrisiko ist und keine Ergebnisgarantie hat.

Bei einer Bewertung auf Basis „Vacant Possession“, also dem Betrieb durch den Eigentümer und ohne Zuhilfenahme einer Marke, steigt das Risiko weiter. Er hat weder eine Ergebnisgarantie, noch partizipiert er an den Vorteilen einer Marke.

Ein möglicher Einfluss auf den Diskontierungszinssatz könnte wie folgt aussehen:

Art des Vertrages	Abweichung zu Basis	Risiko	Diskontierungszinssatztendenz	Zinssatz	Abweichung
1. Variante Fixpachtvertrag	Basis	niedrig	Basis	7,00%	Basis
2. Variante Klassischer Managementvertrag		hoch	steigt	7,50%	0,50%
3. Variante Owner Operator / Ohne Marke		hoch	steigt	8,00%	1,00%

Abbildung 15 Eigene Darstellung Einfluss Vertragsart auf Diskontierungszinssatz

4.5. Fazit

Als Fazit ist festzuhalten, dass eine Bewertung auf Basis „Vacant Possession“ bei einem Hotel einen Einfluss auf die Ermittlung des bewertungsrelevanten Cash-Flows hat, sobald ein Hotel mit einer internationalen Marke bewertet wird. Ein Bewerter muss sich somit im Detail mit dem Einfluss der Marke auf die Umsatz- und Profitabilitätsfaktoren beschäftigen.

Macht ein Bewerter dies nicht, und verweist in seinem Gutachten auch nicht auf eine Korrelationsmöglichkeit zwischen Performance und Verwendung einer Marke, so kann dies Folgen für den Erwerber haben. Sind diesem die Einflüsse nicht bewusst, so

kann der Ankauf des Hotels auf falschen Annahmen basieren und einen Wertverlust zur Folge haben.

5. FF&E und Erneuerungsrücklage

Die sogenannte FF&E Rücklage ist in der Hotellerie zwischen Betreiber und Immobilieneigentümer ein viel diskutiertes Thema. Es gilt insbesondere innerhalb der Vertragsverhandlungen (beispielsweise für einen Pachtvertrag) eine klare Regelung zu finden. In dem folgenden Kapitel wird die Herausforderung einer solchen Vertragsklärung vorgestellt und die Auswirkung auf die Wertermittlung analysiert.

5.1. Definition FF&E und Besonderheiten der FF&E Rückstellung

Der Begriff FF&E steht für „Furniture, Fixtures & Equipment“ und umfasst im Wesentlichen die Einrichtung eines Hotels.

Die folgenden Bereiche werden durch FF&E umfasst:

- Möblierung der Gästezimmer, öffentliche Bereiche, Restaurants und Bars, Wellnesseinrichtungen, Verwaltung- und Personalräume, sämtliche losen Möbel und dekorativen Beleuchtungselemente
- Gestalterische Elemente in den Gästebereichen
- Ausstattung Küche
- Ausstattung mit kleinteiligem Equipment
- EDV-Anlagen
- Fahrzeuge und Teppichbelege (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 50)

Insbesondere bei dem Bau eines Hotels ist eine scharfe Abgrenzung zwischen FF&E und anderen Baukosten notwendig, um die Schnittstellenliste zu definieren. Diese Schnittstellenliste stellt bei Pachtverträgen häufig auch die Grundlage für die spätere Trennung der Verpflichtung zwischen Verpächter, der für Dach und Fach zuständig ist, und dem Pächter dar, der sich um den optischen qualitativen Ausstattungsstandard seines Hotels kümmern muss. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 52)

Die sogenannte FF&E Rücklage ist eine vertragliche Regelung innerhalb des Pachtvertrages und klärt zwischen beiden Vertragsparteien im Wesentlichen die Ersatzbeschaffung des Hotelinventars.

Üblicherweise werden innerhalb der FF&E Regelung innerhalb eines Pachtvertrages diverse Inhalte definiert. Diese sind:

- **Definition Abgrenzungsliste Dach und Fach und FF&E**

Da es keine allgemeingültige und offizielle Definition des Begriffes gibt, müssen sich die Vertragsparteien innerhalb des Vertrages auf eine solche Definition einigen. Dies erfolgt durch die Erstellung einer Abgrenzungsliste. Diese ist wichtig, um Streitigkeiten betreffend der Zuständigkeit in der Zukunft zu vermeiden. Üblicherweise ist dies ein Verhandlungspunkt, der viel Zeit in Anspruch nimmt. Der Investor hat das Ziel, dass der Pächter so viel wie möglich Verantwortung übernimmt. Der Betreiber wiederum, hat genau das gegenteilige Ziel. Um hier einen branchenüblichen Standard einzuführen, hat der deutsche Arbeitskreis Hotelimmobilien im Jahr 2017 eine Abgrenzungsliste veröffentlicht, die in vielen Pachtverträgen als Standard genutzt wird. Da bei der Erarbeitung sowohl Betreiber als auch Investoren beteiligt waren, genießt diese Abgrenzungsliste eine hohe Akzeptanz im deutschsprachigen Raum.

- **Eigentumsverhältnis FF&E**

Es muss vertraglich festgelegt werden, welcher Vertragspartei das FF&E gehört. Auch muss die Erstanschaffung geregelt werden. Daraus ergeben sich wichtige Konsequenzen, welche in weiterer Folge näher betrachtet und analysiert werden.

- **Die Höhe der FF&E Reserve**

Üblicherweise wird die Höhe der FF&E Reserve als Prozentsatz von dem erzielten Nettogesamtumsatz pro Monat oder Jahr festgelegt. Bei der Eröffnung eines Hotels wird eine sogenannte „Ramp Up Phase“ angewendet, so dass der Prozentsatz in den ersten Jahren ansteigt, um den Betreiber zu entlasten bis dieser sich am Markt etabliert hat.

„Als Faustregel für die Budgetierung der FF&E Reserve wird je nach Betriebstyp ein Prozentsatz von etwa 3-4%, bei sehr aufwendigen Betrieben, z.B. Luxus- oder Design Hotels, auch bis zu 5% von Gesamtumsatz angesetzt (gestaffelt ab 1% im ersten Betriebsjahr und dann ansteigend)“. (Fidlschuster & Fidlschuster, 2013, S. 170)

- **Die Art der Bildung**

Der Verpächter hat das Interesse, das er über die Bildung der FF&E Reserve wachen und jederzeit die Einhaltung dieses Vertragspunktes prüfen kann. Auch möchte der Verpächter, dass die Reserve als effektive Cash-Position auf einem speziell für diesen Zweck eröffneten Bankkonto monatlich eingezahlt wird. In der Regel wird ein solches Konto dem Verpächter gegenüber verpfändet und er hat ein Leserecht. Somit kann der Verpächter sichergehen, dass notwendige finanzielle Mittel bereitstehen, sobald die Erneuerung des FF&E notwendig wird.

Der Pächter hat wiederum das Interesse, möglichst frei bei der Bildung der Rückstellung oder Rücklagen zu sein. Das Ziel des Betreibers ist es, dass die Reserve nur buchhalterisch zu bilden ist, und nicht als monatliche effektive Cash Bildung. Aus Sicht des Betreibers ist es von Nachteil, wenn auf einem gesperrten Konto liquide Mittel liegen, über die der Betreiber nicht frei verfügen kann und die zweckgebunden ausgegeben werden müssen.

- **Freigabe und Reporting**

Der Investor hat das Ziel, dass die Verwendung der FF&E Reserve mit ihm abgestimmt wird. Nicht selten wird vertraglich vereinbart, dass der Betreiber nur bis zu einer Höchstgrenze die Mittel frei verwenden kann und bei höheren Ausgaben den Investor noch zusätzlich um Freigabe bitten muss. Dies erfolgt obwohl der Betreiber die finanziellen Mittel stellt und für das FF&E laut Abgrenzungsliste verantwortlich ist.

Der Betreiber hat das Ziel, dass er möglichst frei bei der Mittelverwendung ist und keine zusätzlichen Freigabeprozesse einhalten muss.

- **Definition ob Hotel „schlüsselfertig“ oder „löffelfertig“ verpachtet wird**

Von einer schlüsselfertigen Verpachtung spricht man, wenn das Hotel leer übergeben wird, sprich ohne FF&E. Bei „löffelfertig“ hingegen wird ein voll ausgestattetes Hotel inkl. FF&E dem Betreiber übergeben.

5.2. Problemstellung

Investoren und Eigentümer unterschätzen häufig die finanziellen und betriebswirtschaftlichen Folgen der genannten zu definierenden Punkten. Diese Folgen sollten im Falle eines Ankaufes im Rahmen einer Due Diligence analysiert und bewertet werden, so dass der Investor eine fundierte Grundlage für seine Kaufentscheidung hat.

Viel zu häufig wird die Abgrenzungsliste und die Höhe der FF&E Rücklage als die wichtigsten Aspekte wahrgenommen. Viel wichtiger allerdings ist die Regelung, wer das FF&E anschafft (Erstanschaffung und Ersatzbeschaffung) und in welchem Eigentum es sich befindet. Neben den offensichtlichen Folgen für die Höhe der Investitionen, müssen auch die Folgen während der Pachtlaufzeit berücksichtigt werden. Die Frage nach dem Eigentum hat direkte Auswirkungen auf die Abschreibungen und somit auf die Bilanz.

Weiteres folgen steuerrechtliche Aspekte, die auch innerhalb einer Due Diligence überprüft werden sollten.

Der Vorgang der Bildung einer FF&E Rücklage ist aus bilanztechnischer Sicht nur die zur Verfügungstellung von liquiden Mitteln und hat weder handels- noch steuerrechtliche Auswirkungen (daher „Rücklage“ und nicht „Rückstellung“). Erst die Verwendung der Geldmittel aus der FF&E Rücklage ist handels- und steuerrechtlich als ergebnismindernde Betriebsausgabe oder als Anschaffung eines Wirtschaftsgutes zu behandeln. Hier entscheidet sich sodann, wem die Betriebsausgabe die Abschreibung auf Abnutzung (AfA) zusteht. (Peter & Steinhage, 2019, S. 61)

Auch ist der Umgang mit einem Investitionszuschuss zu prüfen.

„Gewährt der Eigentümer dem Betreiber einen Zuschuss zur Anschaffung des FF&E, führt dies auf der Ebene des Betreibers grundsätzlich zu einer steuerpflichtigen Einnahme. Dies widerspricht aber in aller Regel den Intentionen der Parteien, da ja der Eigentümer mit dem Zuschuss nicht die Steuerlast des Betreibers, sondern die Anschaffungskosten für das FF&E bezahlen möchte. [...] Die Reduzierung der Anschaffungskosten führt im Ergebnis dazu, dass der Betreiber dann Anschaffungskosten von 0 EUR ausweist und ihm daher in den folgenden Jahren [...] keine Abschreibungen zustehen und er damit einen höheren Gewinn zu versteuern hat.“ (Peter & Steinhage, 2019, S. 59)

Folgende grundsätzliche Varianten gilt es zu unterscheiden:

FF&E Eigentum Investor		FF&E Eigentum Betreiber	
Variante 1	Variante 2	Variante 3	Variante 4
Löffelfertig	Löffelfertig	Schlüsselfertig	Schlüsselfertig
Erstanschaffung durch Investor	Erstanschaffung durch Investor	Erstanschaffung durch Betreiber	Erstanschaffung durch Betreiber
	Ersatzbeschaffung durch Betreiber	Ersatzbeschaffung durch Betreiber	Ersatzbeschaffung durch Betreiber
			Investitionszuschuss an Betreiber

Abbildung 16 Eigene Darstellung Varianten FF&E Anschaffung und Erneuerung

Variante 1

Der Investor schafft die Erstanschaffung des FF&E im eigenen Namen und auf eigene Rechnung an. Auch für die Ersatzbeschaffung ist der Investor verantwortlich und schafft diese selbstständig an. Vertraglich geregelt wird die Bildung einer FF&E Reserve in Form einer monatlichen Rückstellung.

Folgen:

- Da das FF&E sich im Eigentum des Investors befindet, und er auch die Ersatzanschaffung selbst vornimmt, steht ihm die AfA- Berechtigung zu.

Derjenige der die FF&E Reserve bildet, kann in gleicher Höhe über die AfA einen steuerlichen Aufwand generieren.

- Finanzierungsaufwendungen können durch den Investor als weitere Folge als Betriebsausgabe erfasst werden.

Variante 2:

Der Investor schafft die Erstanschaffung des FF&E im eigenen Namen und auf eigene Rechnung an. Die Ersatzbeschaffung wird durch den Betreiber vorgenommen, das FF&E geht aber in das Eigentum des Investors über.

Folgen:

- Da das FF&E sich im Eigentum des Investors befindet, steht ihm die AfA-Berechtigung zu. Auch wenn die Ersatzbeschaffung und die Bildung einer FF&E Reserve durch den Betreiber erfolgen
- Finanzierungsaufwendungen können durch den Investor in weiterer Folge als Betriebsausgabe erfasst werden.
- Bis zur Ersatzbeschaffung muss der Investor eine Pachterneuerungsforderung ertragswirksam in seinen Büchern einbuchen.
- Der Betreiber muss bis zur Ersatzbeschaffung eine Pachterneuerungsrückstellung aufwandseitig einbuchen.

Variante 3

Der Betreiber schafft auf eigene Rechnung das FF&E an (Erst- und Ersatzbeschaffung). Das FF&E befindet sich somit im Eigentum des Betreibers und er übernimmt auch die Finanzierung der Anschaffung. Der Betreiber wird vertraglich dazu verpflichtet, laufend Ersatzanschaffungen vorzunehmen und wird zu diesem Zweck verpflichtet, eine FF&E Rücklage (Cash wirksam) zu bilden.

Folgen:

- Da das FF&E sich im Eigentum des Betreibers befindet und er auch die Ersatzanschaffung selbst vornimmt, steht ihm die AfA-Berechtigung zu. Derjenige der die FF&E Reserve bildet, kann in gleicher Höhe über die AfA einen steuerlichen Aufwand generieren.
- Finanzierungsaufwendungen können durch den Betreiber in weiterer Folge als Betriebsausgabe erfasst werden.

Variante 4

Der Investor vergibt an einen Betreiber einen Investitionszuschuss. Mit diesem Zuschuss kann dieser die notwendigen und abgestimmten FF&E Ausgaben auf eigene Rechnung anschaffen.

Folgen:

- Weder dem Investor noch dem Betreiber steht eine AfA Berechtigung für die Erstinvestition zu:
 - Der Investor ist nicht Eigentümer des FF&E
 - Der Betreiber ist Eigentümer des FF&E, hat aber keine Anschaffungskosten (da es hierfür einen Zweckgebundenen Investitionszuschuss gab)
- Der Investor kann allerdings die Investitionskosten aufwandwirksam über die gesamte Laufzeit anteilig verteilen.
- Im Falle von Ersatzbeschaffungen steht dem Betreiber die AfA Berechtigung zu.

5.3. Auswirkungen auf die Bewertung anhand eines Beispielhotels

Für die Ermittlung der Auswirkungen anhand des Beispielhotels, müssen folgende Annahmen getroffen werden:

- Die FF&E Reserve beträgt 3% des Umsatzes
- Die Anschaffung des FF&E kostet 25.000 EUR pro Zimmer, somit 25.000.000 EUR
- Die Abschreibungsdauer des FF&E beträgt 10 Jahre
- Pachtvertrag mit Fixpachtvereinbarung (Variante 1 aus Kapitel 3.3.)
- Die Pachtvertragslaufzeit beläuft sich auf 20 Jahre
- Die Körperschaftssteuer beträgt 25%

Wie man erkennen kann, haben die verschiedenen Varianten unterschiedliche Einflüsse auf den Betriebsgewinn:

- **Variante 1**

Pacht (pro Zimmer 550 EUR)	660.000
Abzüglich Asset Management	50.000
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000
Ergebnis für Investor vor FF&E	535.000
Variante 1	
Erstanschaffung FF&E: Investor	
Ersatzbeschaffung FF&E: Investor	
Eigentümer FF&E: Investor	
FF&E Reserve Investor 3%	110.376
Ergebnis für Investor nach FF&E	424.624
Abschreibung	250.000
Ergebnisbasis für Körperschaftsteuer	174.624
KöSt. 25%	43.656
Betriebsgewinn	130.968

Abbildung 17 Eigene Darstellung Variante 1 der FF&E Regelung

Bei Variante 1 hat der Hoteleigentümer mit 130.968 EUR den niedrigsten Betriebsgewinn. Er kann zwar durch die getätigte Erstanschaffung iHv. 25.000.000 EUR pro Jahr Abschreibungen tätigen, die die Steuerhöhe minimieren, doch muss er auch die FF&E Reserve bilden und somit Ersatzbeschaffungen vornehmen. Dies ist die unvorteilhafteste Variante für den Eigentümer.

- **Variante 2**

Pacht (pro Zimmer 550 EUR)	660.000
Abzüglich Asset Management	50.000
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000
Ergebnis für Investor vor FF&E	535.000
Variante 2	
Erstanschaffung FF&E: Investor	
Ersatzbeschaffung FF&E: Hotelbetreiber	
Eigentümer FF&E: Investor	
FF&E Reserve Hoteleigentümer 0%	-
Ergebnis für Investor nach FF&E	535.000
Abschreibung Investor	250.000
Ergebnisbasis für Körperschaftsteuer	285.000
KöSt. 25%	71.250
Betriebsgewinn	213.750

Abbildung 18 Eigene Darstellung Variante 2 der FF&E Regelung

Bei Variante 2 entfällt die Verpflichtung zur Bildung der FF&E Reserve. Hier muss der Betreiber diese bilden. Die Ersatzbeschaffungen fallen dennoch in das Eigentum des Immobilieneigentümers. Dieser hat weiterhin das Recht die Abschreibungen ergebniswirksam zu nutzen, da er auch die Anfangsbeschaffung iHv. 25.000.000 EUR getätigt hat.

- **Variante 3**

Pacht (pro Zimmer 550 EUR)	660.000
Abzüglich Asset Management	50.000
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000
Ergebnis für Investor vor FF&E	535.000
Variante 3	
Erstanschaffung FF&E: Hotelbetreiber	
Ersatzbeschaffung FF&E: Hotelbetreiber	
Eigentümer FF&E: Hotelbetreiber	
FF&E Reserve Hoteleigentümer 0%	-
Ergebnis für Investor nach FF&E	535.000
Abschreibung Hoteleigentümer	-
Ergebnisbasis für Körperschaftsteuer	535.000
KöSt. 25%	133.750
Betriebsgewinn	401.250

Abbildung 19 Eigene Darstellung Variante 3 der FF&E Regelung

Bei Variante 3 muss der Betreiber sowohl die Erst- als auch Ersatzanschaffung vornehmen. Das bedeutet, dass der Betreiber die 25.000.000 EUR getätigt hat und für die jährliche Wiederbeschaffung verantwortlich ist. Der Eigentümer hat keine FF&E Reserve zu bilden und hat keine Abschreibungen vorzunehmen. Dies ist die beste aller vier Varianten für den Eigentümer.

- **Variante 4**

Pacht (pro Zimmer 550 EUR)	660.000
Abzüglich Asset Management	50.000
Abzüglich Ausgaben Dach und Fach	75.000
Ergebnis für Investor vor FF&E	535.000
Variante 4	
Erstanschaffung FF&E: Hotelbetreiber	
Ersatzbeschaffung FF&E: Hotelbetreiber	
Eigentümer FF&E: Hotelbetreiber	
Investitionszuschuss durch Hoteleigentümer	
FF&E Reserve Hoteleigentümer 0%	-
Ergebnis für Investor nach FF&E	535.000
Abschreibung Hoteleigentümer	-
Investitionszuschuss Aufteilung über Vertragslaufzeit	125.000
Ergebnisbasis für Körperschaftssteuer	410.000
KöSt. 25%	102.500
Betriebsgewinn	307.500

Abbildung 20 Eigene Darstellung Variante 4 der FF&E Regelung

Bei Variante 4 wird die Ersatzbeschaffung durch den Betreiber vorgenommen, aber die Finanzierung erfolgt über einen Mietzuschuss. Da das FF&E somit nicht im Eigentum des Immobilieneigentümers ist, kann dieser keine Abschreibungen vornehmen. Allerdings kann er den Investitionszuschuss iHv. 25.000.000 EUR aufwandwirksam über die gesamte Pachtvertragslaufzeit (20 Jahre) verteilen. Der jährliche Betriebsgewinn beträgt somit 307.500 EUR und stellt die zweitbeste Möglichkeit für den Investor dar.

5.4. Fazit

Die vier Varianten zeigen, dass neben dem Vertragspunkt der Höhe der Reserve in Prozent vom Umsatz, die Fragestellung zu dem Eigentumsverhältnis des FF&E eine große Rolle spielt.

Für einen Immobilienbewerter, der als bewertungsrelevanten Cash-Flows das Betriebsergebnis vor KöSt. verwendet, hat dies in der Praxis im ersten Schritt eine nachrangige Bedeutung. Dennoch sollte er in seinem Bewertungsgutachten klar auf diese Problemstellung hinweisen, da es in weiterer Folge für den (zukünftigen) Immobilieneigentümer hohe Auswirkungen auf den jährlichen Cash Flow haben kann.

Lediglich die Bildung und Höhe der FF&E Reserve hat einen direkten Einfluss auf die Bewertung und muss somit Beachtung finden.

In Bezug auf die steuerliche Auswirkung, welche durch die Höhe der Abschreibungen maßgeblich beeinflusst wird, muss an anderer Stelle des Ankaufsprozesses Bezug genommen werden:

Wie in Kapitel 2.6. beschrieben, ist der Ankauf durch eine Due Diligence zu prüfen. In diesem Aspekt fällt der Finance und der Steuer Due Diligence diese Aufgabe zu. Sie muss als Ergebnis eine Darstellung der Besitzregelungen haben und deren Auswirkungen auf den jährlichen Cash Flow prognostizieren.

6. Schlussfolgerung

Nach der Eingangs dargestellten allgemeinen Theorie betreffend einer Hotelbewertung und dem anschließenden rechnerischen Nachweis der Einflüsse auf eine Wertermittlung innerhalb von drei konkreten Problemstellungen, werden zum Abschluss dieser Master Thesis die wichtigsten Erkenntnisse noch einmal zusammengefasst.

Der Ankaufsprozess einer Hotelimmobilie stellt für einen Investor eine Spannweite von Herausforderungen dar. Durch eine professionelle Due Diligence und die dazugehörige Wertermittlung, soll das Risiko des Ankaufs ersichtlich gemacht, und nach Möglichkeit, verringert werden. Für die externen Partner des Investors, die diesen bei dem Ankauf beratend zur Seite stehen, bedeutet dies eine hohe Anzahl von zu betrachtenden Faktoren während der Analyse.

Die innerhalb dieser Master Thesis analysierten drei konkreten Problemstellungen sind Einflussgrößen, die einem Investor verdeutlicht gemacht werden müssen, da diese einen direkten Einfluss auf das Risiko und die Wertermittlung haben.

Die Frage nach der Art des Vertrages und die dazugehörige Sicherheitsabdeckung für den Investor stellt die Basis der Wertermittlung dar. Nur bei einer korrekten Identifizierung des bewertungsrelevanten Cash Flows kann ein aussagekräftiger Wert ermittelt werden. Auch spielt der Betreibervertrag mit all seinen Gestaltungsmöglichkeiten eine wichtige Rolle für den Investor und den Bewerter bei der Identifizierung des Risikos während der Vertragslaufzeit dar. Die Vertragsgestaltung bindet Investor und Betreiber langfristig miteinander und eine Auflösung des Vertrages ist nur nach hohen vertraglichen Hürden in der Regel möglich. Somit stellt der Betreibervertrag die wichtige Grundlage für die langfristige Zusammenarbeit beider Parteien dar.

Die Frage nach der Bewertungsmöglichkeit „Vacant Possession“ ist stark mit der Frage nach dem Einfluss einer Hotelmarke auf die Performance eines Hotels verknüpft. Für einen Bewerter gilt es daher sich im Detail mit dem Hotel und dessen Kennzahlen zu beschäftigen. Auch muss ein Investor identifizieren, ob er ein

Markenhotel oder eine Individualhotel in seinem Portfolio haben möchte. Wie innerhalb des Beispiels erkenntlich gemacht, hat dies an verschiedenen Stellen des P&L Einfluss auf die Umsatz- und Kostenstruktur. Somit gilt es für Investor und Bewerter vor Beginn der Bewertung festzulegen, ob eine Bewertung unter diesem Ansatz sinnvoll ist, denn auch diese Annahme hat einen Einfluss auf eine Wertermittlung.

Die abschließende Analyse der FF&E Regelung innerhalb eines Betreibervertrages macht deutlich, dass auch abseits der sonst üblichen Bewertungsmöglichkeiten es Faktoren gibt, die für einen Investor einen Einfluss haben können. Das Betriebsergebnis und der tatsächliche Cash Flow der Hotelimmobilie sind maßgeblich von der Frage der Anfangs- und Reinvestitionen in die Ausstattung des Hotels abhängig. Diese Fragstellung und der langfristige Einfluss auf die Einnahmen für den Investor sollten insbesondere in der Finanziellen- und Steuerlichen Due Diligence berücksichtigt werden.

Anhand dieser drei Beispiele ist die Komplexität einer Hotelimmobilienbewertung verdeutlicht und nachgewiesen worden. Durch die während der Erstellung dieser Master Thesis andauernde Pandemie und die wirtschaftlichen weltweiten Folgen durch das Virus Covid-19, wird die Asset Klasse Hotel unter Druck geraten und die Investoren werden selektiver und vorsichtiger Immobilien auswählen. Die Wichtigkeit einer sorgfältigen Ankaufs- und Bewertungsphase werden somit in weiterer Zukunft weiter zunehmen und es gilt bestmöglich einen Investor bei seinem Ankauf zu beraten und begleiten.

Literaturverzeichnis

Primärquellen:

Baurmann, J. (2007). Vertragsmodelle für Hotelimmobilien. In J. Frehse, & Klaus Weiermair, *Hotel Real Estate Management* (S. 37-54). Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Bienert, S. (2005). Bewertung von Hotelgrundstücken unter besonderer Berücksichtigung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. In S. Bienert, *Bewertung von Spezialimmobilien* (S. 407-557). Wiesbaden: Gabler.

Fidlschuster, M., & Fidlschuster, K. (2013). *Grundlagen des Hotelinvestments*. Frankfurt am Main: Erich Schmidt Verlag.

Haller, T. (2007). Markt- und Standortanalyse. In J. Frehse, & J. Weiermair, *Hotel Real Estate Management* (S. 87-98). Berlin: Erich Schmidt.

Henschel, K. (2008). *Hotelmanagement 3. überarbeitete und aktualisierte Auflage*. München: Oldenbourg.

Kayser, G. (1974). *Angebot und nachfrage im Hotelgewerbe*. Göttingen: Schwartz.

Kranewitter. (2017). *Liegenschaftsbewertung*. Wien: MANZ'sche Verlags- und Univesitätsbuchhandlung.

Kranewitter, H. (2009). Hotelbewertung. *ZLB* 2009/15.

Rottke, N. B. (2011). Immobilienarten. In N. Rottke, & M. Thomas, *Immobilienwirtschaftslehre Management*. Köln: Immobilien Manager Verlag.

Schüler, U., & Templin, U. (2011). *Erfolgreich in Hotels investieren / Beurteilung und Bewertung von Hotels*. München: Books on Demand GmbH, Norderstedt.

Schulte, K.-W., & Schäfers, W. (2007). Erkenntnisstand der Immobilienökonomie. In J. Frehse, & K. Weiermair, *Hotel Real Estate Management* (S. 21-23). Berlin: Erich Schmidt.

Thomas, M. (2011). Immobilienbewertung. In N. Rottke, *Immobilienwirtschaftslehre* (S. 763-830). Wiesbaden: Immobilienmanager Verlag.

Journale / Marktbericht:

AHGZ. (24. 07 2020). *AHGZ*. Von <https://www.ahgz.de/marktdaten/ketten-erobern-die-provinz,200012204883.html> abgerufen

ART INVEST Real Estate Funds GmbH. (2020). *Wirtschaftliche Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die deutsche Hotellerie*. Köln.

Catella. (24. 07 2020). *Catella*. Von <https://www.catella.com:https://www.catella.com/de/deutschland/research/hotelmkt-europa-20192020> abgerufen

CBRE Hotels. (2019). *Hotels Rally to Another Record Breaking Year*. London.

MRP-Hotels. (2020). *Der Weg zurück in die Zukunft*. Wien : mrp-hotels.

Peter, J., & Steinhage, O. (01/02 2019). FF&E - mehr als eine Rücklage. *Hotelbau*.

Tageskarte. (24. 07 2020). *Tageskarte*. Von <https://www.tageskarte.io:https://www.tageskarte.io/hotellerie/detail/erste-corona-bilanz-investitionen-in-hotelimmobliien-sinken-deutlich.html> abgerufen

Union Investment Real Estate. (24. 07 2020). <https://realestate.union-investment.com/>. Von https://realestate.union-investment.com/de/mediathek/presseinformationen/2020/2020_07_07_mktwertmodell_hotel_2019.html abgerufen

Union Investment Real Estate. (07. 24 2020). <https://realestate.union-investment.com/>. Von <https://realestate.union-investment.com/de/immobilienstrategie/immobilienportfolio.html> abgerufen

Sekundärquellen:

Cambridge Dictionary. (07. 25 2020). *Cambridge Dictionary*. Von <https://dictionary.cambridge.org/de/worterbuch/englisch/vacant-possession> abgerufen

International Valuation Standards. (2011).

RICS Switzerland. (2007). *Swiss Valuation Standards* .

STR Global. (Juni 2020). *STR*. Von <https://str.com/press-release/str-europe-hotel-performance-may-2020> abgerufen

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
ADR	Average Daily Rate
AfA	Absetzung für Abnutzung
BIP	Bruttoinlandsprodukt
D-A-CH	Deutschland Österreich Schweiz
DCF	Discounted Cash Flow
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization
Etc.	Et cetera
EUR	Euro
EVS	European Valuation Standards
EZB	Europäische Zentralbank
F&B	Food and Beverage
FF&E	Furniture, Fixtures & Equipment
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GOP	Gross Operating Profit
iHv.	In Höhe von
IVS	International Valuation Standards
KöSt.	Körperschaftsteuer
LBG	Liegenschaftsbewertungsgesetz
Mrd.	Milliarde
NOI	Net Operating Income
NOP	Net Operating Profit
OCC	Occupancy
P&L	Profit and Loss
REIT	Real Estate Investment Trust
S.	Seite
USALI	Uniform System of Accounts for the Lodging Industry
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z.B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	Quelle Rottke/Thomas, 2011 S. 166	5
Abbildung 2	MRP Studie 2020	14
Abbildung 3	Eigene Darstellung WACC Zusammensetzung.....	25
Abbildung 4	Eigene Darstellung P&L Statement nach USALI.....	28
Abbildung 5	Eigene Darstellung Vor- und Nachteile eines Pachtvertrages für einen Investor.....	42
Abbildung 6	Eigene Darstellung Vor- und Nachteile eines Pachtvertrages für einen Betreiber.....	43
Abbildung 7	Eigene Darstellung Unterschiede bewertungsrelevanter Cash Flows innerhalb eines Pachtvertrages.....	48
Abbildung 8	Eigene Darstellung Einfluss Pachtvertragsgestaltung auf Diskontierungszinssatz.....	49
Abbildung 9	Fidelschuser 2013, S. 79	53
Abbildung 10	Fidelschuser 2013, S. 80	54
Abbildung 11	Eigene Darstellung Unterschiede bewertungsrelevanter Cash Flows innerhalb eines Managementvertrages.....	56
Abbildung 12	Eigene Darstellung Einfluss Managementvertragsgestaltung auf Diskontierungszinssatz.....	57

Abbildung 13	Aufstellung der 10 größten Hotelgesellschaften, Quelle www.wikipedia.de	61
Abbildung 14	Eigene Darstellung Einfluss einer Marke auf P&L Statement	65
Abbildung 15	Eigene Darstellung Einfluss Vertragsart auf Diskontierungszinssatz	66
Abbildung 16	Eigene Darstellung Varianten FF&E Anschaffung und Erneuerung	72
Abbildung 17	Eigene Darstellung Variante 1 der FF&E Regelung.....	75
Abbildung 18	Eigene Darstellung Variante 2 der FF&E Regelung.....	76
Abbildung 19	Eigene Darstellung Variante 3 der FF&E Regelung.....	77
Abbildung 20	Eigene Darstellung Variante 4 der FF&E Regelung.....	78