

Die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Immobilienbewertung dargestellt am Beispiel von Fachmarktzentren

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades
„Master of Science“

eingereicht bei
Ao.Univ.Prof. Dipl.-Ing. Dr.techn Wolfgang Feilmayr

Mag. Tina Steindl

9925094

Wien, April 2014

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MAG. TINA STEINDL**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "DIE ERMITTLUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES IM RAHMEN DER IMMOBILIENBEWERTUNG DARGESTELLT AM BEISPIEL VON FACHMARKTZENTREN", 74 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 diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 08.04.2014

Unterschrift

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	1
1.1.	Zielsetzung	1
1.2.	Aufbau der Arbeit	2
2.	Handelsimmobilien	4
2.1.	Lageklassifizierung	6
2.2.	Standortfaktoren	8
2.2.1.	Harte Standortfaktoren	9
2.2.2.	Weiche Standortfaktoren	12
2.3.	Betriebstypen	12
2.4.	Fachmarktzentrum	16
2.4.1.	Funktion	18
2.4.2.	Marktentwicklung	18
3.	Bewertungsverfahren	23
3.1.	Gesetzesgrundlage	24
3.2.	Anwendungsbereich	27
3.3.	Bewertungskomponenten	28
3.4.	Verfahrensbestandteile	29
4.	Der Kapitalisierungszinssatz	34
4.1.	Einflussfaktoren	35
4.2.	Sensitivität	37
4.3.	Methoden der Herleitung	39
4.3.1.	Ermittlung des internen Zinssatzes	39
4.3.2.	Ermittlung anhand des Branchenzinssatzes	40
4.3.3.	Ermittlung aus dem Kapitalmarkt	44
4.3.4.	Anerkannte Veröffentlichungen von Richtwerten	48
4.4.	Fazit	50

5. Rendite	52
5.1. Anfangsrenditen	54
5.1.1. Anwendungsbeispiel	56
5.2. All Risk Yield	58
5.3. Kapitalisierungszinssatz gleich All Risk Yield?	60
6. Gegenüberstellung mit Marktdaten	62
7. Zusammenfassung	67
Kurzfassung	69
Abbildungsverzeichnis	70
Abkürzungsverzeichnis	71
Formelverzeichnis	71
Literaturverzeichnis	72

1. Einleitung

Der Handel hat sich in den vergangenen 150 Jahren rasant weiterentwickelt. Moderne, junge, innovative Konzepte, die sich den Trend der Zeit zu Nutze machen, ermöglichen es neue Betriebsformen am Markt positionieren und zugleich die Marktpositionen Anderer zu schwächen.¹ So drängten vertikale Anbieter oder Factory Outlet Center auf den Markt. Auch das Internet als Absatzkanal ist heute nicht mehr wegzudenken.

Neben der großen Vielfalt an unterschiedlichen Betriebstypen ist auch eine Streuung der Verkaufspunkte festzustellen. Durch die Verlagerung von Einzelhandelsstandorten auf die „grüne Wiese“ ist heute ein gewisser Konkurrenzkampf zwischen den innerstädtischen Zentren, den Stadtteilzentren, Nebenzentren und peripheren Standorten festzustellen.

Die folgende Arbeit wird sich mit den wesentlichen Einflussfaktoren im Rahmen der Immobilienbewertung von Handelsimmobilien befassen. Insbesondere liegt der Schwerpunkt der Arbeit auf der Herleitung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes. Dieser gilt durch seine hebelwirkende Eigenschaft bei ertragsabhängigen Immobilien als einer der sensiblen und wertbestimmenden Größen im Ertragswertverfahren. Nachdem die Art der Handelsimmobilie durch den Schwerpunkt und die Ausprägung von Größe, Lage, Waren- und Zielgruppe definiert wird, liegt der Fokus der vorliegenden Arbeit auf der Betriebsform Fachmarkt.

1.1. Zielsetzung

Mangels der Anzahl an marktkonformen Vergleichsdaten stellt die Bewertung von Fachmärkten den Sachverständigen häufig vor eine große Herausforderung. Die Branche setzt sich aus einer überschaubaren Anzahl an konkurrierenden Betreibern zusammen, weswegen eine tiefe Marktkennntnis und ein entsprechendes Netzwerk unumgänglich sind. So konnten im Zuge von Recherchearbeiten eine Anzahl an aussagekräftigen Kennwerten von Verkaufstransaktionen eruiert werden, die im Rahmen der Arbeit für Vergleichszwecke herangezogen werden. Zunächst werden sämtliche

¹ Vgl. Müller-Hagedorn (2005): S. 80.

Ermittlungsmethoden von Kapitalisierungszinssätzen sowie publizierte Empfehlungen näher beleuchtet und mögliche Problematiken aufgezeigt. Diese werden in einem zweiten Schritt den eruierten Kennwerten aus Verkaufstransaktionen gegenübergestellt. Die zentrale Fragestellung der Arbeit beschäftigt sich damit, ob sämtliche Ermittlungsmethoden von Kapitalisierungszinssätzen und die publizierten Empfehlungen seitens des Fachverbands mit den tatsächlich erzielten Renditen in einer akzeptablen Bandbreite anzusiedeln sind.

1.2. Aufbau der Arbeit

Um ein Grundverständnis für die Bewertung von Fachmärkten zu schaffen, wird im ersten Abschnitt die Struktur des Einzelhandels näher erläutert. Zunächst wird auf die unterschiedlichen Ausprägungen des Einzelhandels, beginnend bei Geschäftslokalen in 1A-Lagen bis hin zu den Nahversorgungsstrukturen von Fachmärkten in Stadtteillagen, eingegangen. Themenschwerpunkte stellen hier die Unterscheidungskriterien zwischen Fachmärkten zu den restlichen Handelsimmobilien im Hinblick auf ihre Bestimmungs- und Erfolgsfaktoren sowie die Abgrenzung der Funktionalität.

Im zweiten Abschnitt werden zunächst die gesetzlichen Rahmenbedingungen des Liegenschaftsbewertungsgesetzes und die wertermittlungsrelevanten Kennzahlen näher erörtert. Darauf aufbauend werden die Grundzüge der Immobilienbewertung und der Aufbau des Ertragswertverfahrens skizziert, um im nächsten Schritt im Detail die Rolle des Kapitalisierungszinssatzes zu behandeln.

Der dritte Abschnitt behandelt die finanzmathematische Funktion des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen der Immobilienbewertung und erörtert seine komplexen und weitreichenden Wirkungsweisen in der Wertermittlung.

Im vierten Abschnitt wird die Bandbreite der Methoden zur Herleitung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes im Einzelnen beschrieben. Darüber hinaus wird im Einzelnen auf die Stärken und Schwächen der einzelnen Anwendungen eingegangen.

Aus rein finanzmathematischer Sicht besteht zwischen der internationalen Investment Methode und der nationalen Methode dem Ertragswertverfahren kein bedeutender Unterschied. Sofern der Zinssatz aus realisierten Kaufpreisen gewonnen wird, ist der Kapitalisierungszinssatz der All Risk Yield gleichzusetzen. Diese Frage und die damit verbundenen Risiken, wie insbesondere die Nachhaltigkeit von Zahlungsströmen, werden im fünften Kapitel umrissen.

Abschließend werden alle ermittelten Zinssätze und die Empfehlungen aus der Literatur mit den Renditen aus tatsächlichen Verkaufstransaktionen gegenübergestellt. Durch diese Analyse soll die zentrale Frage über eine Übereinstimmung von sämtlichen hergeleiteten Zinssätzen und marktkonformen Renditen beantwortet werden.

2. Handelsimmobilien

Die Betriebsformen im Handel unterliegen einem stetigen Wandel, welcher sich deutlich an ihrer historischen Entwicklung nachvollziehen lässt. So traten seit jeher Handelsbetriebe in verschiedenster Gestalt auf.² Über Jahrhunderte hinweg konnten sich unterschiedliche Formen des Handels nebeneinander entwickeln. Die Historie zeigt, dass bei der Entstehung von Handel eine größere Ansammlung von Menschen, also potentiellen Käufern, nötig ist. Neben dem „nicht-stationären Handel“ an stark frequentierten Verkehrswegen, wie beispielsweise an der „Seidenstraße“, entwickelte sich in den Innenstädten der sogenannte „stationäre Handel.“

Der Marktplatz als zentraler Handelsort ist infolgedessen so alt wie die Menschheit selbst. Die Vorteile des Schutzes der Handelsgüter vor Wind und Wetter liegen auf der Hand. Bereits in der Antike nutzte man Arkaden oder Überdachungen als Handelsstandort. Durch die kulturelle Weiterentwicklung von Marktplätzen und Ladenstraßen entstanden die heute bekannten Galerien und Passagen.³

Dem Handel als Stadtbaustein wird daher eine Funktion zur Nutzungsmischung einer Stadt zugesprochen. Der Einzelhandel, Kultur- und Freizeitangebote stellen die maßgeblichen Faktoren, die das Wohnen und Arbeiten in einer Stadt ermöglichen, dar. Angefangen bei kleinen, spezialisierten Fachgeschäften über die großen Konsumtempel der Warenhäuser zu ihrer Blütezeit bis hin zu den heute modernen Shopping Centern ist die Vielfalt der Handelsimmobilien durch unterschiedliche Nutzungen und den Wandel des Kundenverhaltens geprägt.⁴

Der Einzelhandel erzeugt bzw. fördert urbane Bedingungen wie Dichte, Frequenz und Mischung, sodass ihm eine stadtbildende Funktion zugesprochen wird. So ist eine urbane Attraktivität und Multifunktionalität ohne Handel kaum vorstellbar. Im Zuge des Strukturwandels im Einzelhandel – insbesondere in der Suburbanisierung – hat der Handel seine stadtbildende

² Vgl. Müller-Hagedorn (1998): S. 31 bzw. S. 225

³ Vgl. Walzel/Trabzadah (2005): S. 483

⁴ Vgl. Ebd. S. 481

Funktion an Gewichtigkeit verloren, wodurch sich das Verhältnis von Stadt und Handel verändert hat.⁵

Hervorgerufen durch das Auftreten neuer Betriebsformen kommt es erfahrungsgemäß zyklisch immer zu einem Wandel innerhalb der Handelslandschaft. Dadurch stehen einzelne Betriebsformen in direkter Konkurrenz zu den bisherigen Betriebsformen, da sie ansonsten von ihrer Position verdrängt werden. In einzelnen Fällen kommt es auch zum Aussterben einer nicht mehr zeitgemäßen Betriebsform (z.B. das sog. „Kreislersterben“). Geschichtlich gesehen, stellt diese Entwicklung der Betriebsformen im Handel nichts Neues dar. Denn wie bereits angesprochen, entwickelte sich aus den wöchentlichen Märkten im Mittelalter der stationäre Handelsbetrieb; aus den Gemischtwarengeschäften des 19. Jahrhunderts wurden im Laufe des 20. Jahrhunderts die uns heute geläufigen Betriebstypen. Aus einigen stationären oder ladengebundenen Geschäften entwickelte sich durch das Aufkommen des Internets der Online-Handel.⁶

Die Fülle der heutigen Handelslandschaft ist auf diese dynamische Entwicklung im Handel zurückzuführen. Speziell in den vergangenen 150 Jahren haben sich die Betriebsformen im Handel rasant weiterentwickelt. Moderne, junge, innovative Konzepte die sich den Trend der Zeit zu Nutze machen, ermöglichen es, neue Betriebsformen am Markt zu positionieren und zugleich die Marktpositionen Anderer zu schwächen.⁷

Besonders charakteristisch für den Einzelhandel ist die Vielfalt an Betriebstypen und die Streuung der Verkaufspunkte. So erzeugte die Verlagerung von Einzelhandelsstandorte auf die „grüne Wiese“, zwischen innerstädtischen Zentren, den Stadtteilzentren, Nebenzentren und peripheren Standorten einen gewissen Konkurrenzkampf.

Im gegenständlichen Kapitel wird zunächst auf die unterschiedlichen Ausprägungen des Einzelhandels, beginnend bei Geschäftslokalen in 1A-Lagen bis hin zu den Nahversorgungsstrukturen von Fachmärkten in Stadtteillagen, eingegangen. Es sollen insbesondere die Unterschiede von Fachmärkten zu den übrigen Handelsimmobilien im Hinblick auf die

⁵ Vgl. Walzel/Trabzadah (2005): S. 481.

⁶ Vgl. Meffert (1998): S. 1107

⁷ Vgl. Müller-Hagedorn (2005): S. 80

Bestimmungs- und Erfolgsfaktoren sowie auf ihre jeweilige Funktionalität eingegangen werden.

2.1. Lageklassifizierung

„Der Standort entscheidet über den Erfolg oder Misserfolg.“⁸ Insbesondere bei den Einzelhandelsimmobilien trifft diese Aussage mehr zu als bei den meisten anderen Immobilienarten. Aus Sicht des Mieters und Investors sind die erwarteten Frequenzzahlen und Umsatzpotentiale ein wesentlicher Entscheidungsfaktor für die Wahl eines Standorts.

Handelsimmobilien stellen den Ort des institutionellen Handels dar, welcher sich in den Versand und das (halb)stationäre Handeln unterteilen lässt. In funktioneller Hinsicht ist der Betriebstyp des Einzelhandels als wirtschaftliche Tätigkeit definiert, die den Absatz von Waren an den Endverbraucher darstellt. Hierzu zählen neben den klassischen Geschäftslokalen auch Kaufhäuser, Einkaufszentren und andere, großflächige Einzelhandelsagglomerationen wie Fachmarktzentren. Im wesentlichen lassen sich daher die unterschiedlichen Ausprägungen der Einzelhandelsimmobilien anhand ihrer Größe und anderen Standortkriterien unterscheiden.

Hinsichtlich des Standorts unterscheidet man Innenstadtlagen (1A-Lagen und Nebenlagen), Stadtteilzentren und integrierte Lagen sowie Solitärlagen auf der sogenannten „grünen Wiese“.

Geschäftslagen lassen sich nach ihrem Nutzungszweck definieren, wobei die Attraktivität des Standorts, eine gute Verkehrsanbindung und die Zentralität im Fokus stehen. Folgende Lage- und Größenkriterien bei Einzelhandelsimmobilien (EH-Immobilien) lassen sich definieren⁹:

I Lage - „Beste Lage im Ort“ (Fläche ≤ 200m²)

- Höchste Kundenfrequenz,
- Größter EH-Aufkommen.

⁸ Walzel/Trabzadah (2005): S. 494

⁹ Vgl. Kippes/Sailer (2010): S. 2101 ff.

In diese Lage fallen auch die sog. 1A- Luxuslagen, die durch die höchste „Passantenqualität“ definiert werden. Weiters fällt auch die 1A-Konsumlage, welche durch die höchste Passantenfrequenz gekennzeichnet ist, darunter. Beide sind insbesondere in den Fußgängerzonen im innerstädtischen Bereich angesiedelt.

II Lage - „Gute Zentrums Lage“ (Fläche 200m² - 499m²)

- An der Grenze zur 1A Lage,
- Hohe Kundenfrequenz.

Diese Geschäftslagen werden in der einschlägigen Literatur auch als die 1B-Lage beschrieben. Sie sind in Straßenquerverbindungen zwischen zwei 1A-Lagen zu finden.

III Lage - „Abseitige Zentrums Lage“ (Fläche 500m² – 999m²)

- Niedrige Kundenfrequenz

Diese Lage ist auch als die 1C- oder IIA-Lage bekannt und kennzeichnet sich durch einen gelockerten Besatz an Einzelhandelsgeschäften. Hier ist ein vermehrtes Aufkommen von Facheinzelhandel und Dienstleistungsbetrieben festzustellen.

IV Lage - „Vorortzentrum“ (Fläche 1.000m² - 4.999m²)

- kaum Kundenfrequenz

Diese Lagen werden auch als Stadtteillagen definiert. Der Kundenstamm findet sich im Einzugsbereich eines gewachsenen Wohnungsumfelds wider.

V Lage - „Stadtrandlage“ (≥ Fläche 5.000m²)

- hohe Kundenfrequenz (überwiegend mittels Individualverkehr),
- Lage außerhalb des Stadtkerns,
- „Grüne Wiese.“

Am Stadtrand sind die flächenintensiven Betriebsformen, wie Einkaufszentren oder Fachmärkte, angeordnet.

Jedes unternehmerische Konzept stellt spezielle Anforderungen an den Standort und an das Ladenlokal. Daher sind für den Erfolg eines

Geschäftsmodells auf der grünen Wiese alle erforderlichen Anforderungen an den Makro- und Mikrostandort wie auch an die Geschäftsfläche zu erfüllen. Die Standort- und Wettbewerbsanalyse gibt wichtige Anhaltspunkte für die grundsätzliche Eignung eines Standortes und hilft bei dieser wegweisenden Entscheidung.

Bei Standort- und Ansiedlungsfragen von Einzelhandels- und Dienstleistungsunternehmen stehen Informationen über das Potential einer Region sowie der Aspekt der städtebaulichen und raumordnerischen Verträglichkeit im Vordergrund.

2.2. Standortfaktoren

Bei der Bewertung und Analyse von Einzelhandelsimmobilie ist auch eine Standort- und Marktanalyse erforderlich. Darunter versteht man die objektive, methodisch orientierte, fachlich fundierte Untersuchung aller wesentlichen Rahmenbedingungen, die für die Investitionen einer Immobilie ausschlaggebend sind. Hierzu zählt man das systematische Sammeln, das Gewichten und Bewerten von direkt oder indirekt mit der Immobilie im Zusammenhang stehenden Informationen über Standort, Zielgruppe und Immobilienmarkt.

Es gibt mehrere Möglichkeiten bei Handelsimmobilien eine Klassifizierung aller relevanten Faktoren vorzunehmen. Es besteht zum einen die Möglichkeit die Standortfaktoren in zwei Dimensionen einzuteilen. Diese werden wie nachstehend definiert:

- Mikrostandort (Lage des Ladenlokals/des Marktes in der Straße, im Einkaufszentrum, im Viertel/im Quartier, im Stadtteil, im Wohngebiet, in Streulage oder auf der "Grünen Wiese"),
- Makrostandort (d.h. Einfluss der demografischen, ökonomischen und funktionalen Aspekte).

Die Makrolage behandelt alle Strukturdaten der Region und des Standorts, demgegenüber beschreibt die Mikrolage sämtliche wertbeeinflussenden Informationen über Grundstücks- und Ausstattungsmerkmale beschreibt.¹⁰

¹⁰ Vgl. Kleiber/Simon/Weyers (2002): S. 1262 ff.

Darüber hinaus besteht auch die Möglichkeit nach harten und weichen Standortfaktoren zu unterscheiden:

- Harte Faktoren: Verkehrsanbindung, lokales Umfeld, sozioökonomische Faktoren, Mietbedingungen, techn. Ver- und Entsorgung, etc.
- Weiche Faktoren: Image des Standortes, Wirtschaftsklima, Verwaltungs- bzw. politische Strukturen, planungsrechtliche Vorgaben, Lagequalität, etc.

Für diese Ebenen sind eine Vielzahl von Standortfaktoren und -kennziffern zu analysieren und zu bewerten, die sich teils ergänzen, teils auch völlig unabhängig voneinander in die Analyse einzubeziehen sind. „Dabei ist zu bedenken, dass diese Einflussfaktoren je nach Branche, Betriebsgröße etc. unterschiedlich gewichtet und interpretiert werden müssen.“¹¹ Diese bestimmen allerdings nicht nur den Verkehrswert einer Immobilie, sondern sind auch zur Umrechnung von Vergleichspreisen ähnlicher Objekte nützlich.

Nachstehende Kennziffern werden in der Regel für die Vergleichbarkeit von Handelsimmobilien herangezogen.¹²

2.2.1. Harte Standortfaktoren

Im Wesentlichen lassen sich die sogenannten harten Standortfaktoren durch objektiv messbare Kennwerte definieren und sind deshalb bei der Wahl eines geeigneten Einzelhandelsstandorts von wichtiger Bedeutung. Wie bereits im vorangegangenen Kapitel skizziert, werden nachstehend die wichtigsten Messpunkte näher erläutert.

Sozioökonomische Faktoren

Hierunter versteht man sämtliche Einflüsse, die durch die Bevölkerungsstruktur, die Einwohnerzahl innerhalb des Einzugsgebiets, die Wettbewerbssituation und die Wirtschaftskraft im bewertungsrelevanten

¹¹ Buhr (2012): S. 2

¹² Vgl. Kleiber (2010): S. 2111 ff.

Gebiet gekennzeichnet sind. Folgende Kennziffern werden in diesem Zusammenhang zur Analyse herangezogen:

- Zentralität

Die Zentralitätskennziffer stellt das Maß für die Attraktivität eines Standortes als Einkaufsmagnet dar. Sie beschreibt in wieweit der örtliche Einzelhandel eine überörtliche Kundschaft anziehen kann.

In der Literatur weisen Städte mit einer hohen Einkaufsattraktivität eine Zentralitätskennziffer von über 100 auf. Dies ergibt sich durch das überproportionale Verhältnis von Bindung der einzelhandelsrelevanten Kaufkraft überregionaler Gebiete zu der vergleichsweise geringen Abgabe der eigenen einzelhandelsrelevanten Kaufkraft an andere Gebiete.

- Kaufkraftkennziffern (Nachfragepotenzial, Abschöpfungsquote, etc.)

Anhand der Kaufkraftkennziffern ist es möglich, die Kaufkraft¹³ innerhalb des Einzugsgebiets zu ermitteln. Diese ist ein wichtiger Indikator für das Konsumverhalten der in einer Region lebenden Bevölkerung.

- Umsatzkennziffer

Einzelhandelsumsätze geben Auskunft über die Wirtschaftskraft aller Einzelhändler in einer Region. Durch die Umsatzkennziffer ist es möglich den Einzelhandelsumsatz einer Region in Relation zum Bundesdurchschnitt darzustellen und zu vergleichen.

¹³ Anm.: Die Kaufkraft entspricht der Geldmenge, die den Privathaushalten innerhalb eines definierten Zeitraums zur Verfügung steht. Er errechnet sich aus dem verfügbaren Nettoeinkommen und den Einnahmen aus Ersparnissen und Krediten abzüglich der Tilgung von Schulden.

- Flächenproduktivität bzw. Raumleistung

Will ein Einzelhändler seinen Geschäftsraum so leistungsstark wie möglich einsetzen, muss dieser die Nutzenstruktur der vorhandenen Geschäftsfläche mit dem Ziel eine hohe Flächenproduktivität zu erreichen analysieren. Die Raumleistung wird üblicherweise anhand des Umsatzes gemessen, der auf einen Quadratmeter Verkaufs- oder Geschäftsfläche entfällt. So sind die einzelnen Warengruppen in Relation zum Gewinnbetrag im Verkaufsraum entsprechend positioniert.

Erst mit Hilfe dieser sozioökonomischen Kennzahlen kann ein Einzelhändler betriebswirtschaftlich fundiert Entscheidungen hinsichtlich der Raumgröße, des Sortiments oder der Präsentation der Waren fällen. Denn je höher die Raumkosten und je geringer die Margen sind, desto mehr muss Augenmerk auf die Positionierung der Artikel gelegt werden. Denn eine attraktive Positionierung fördert die steigende Raumproduktivität.

Mietvertragsbestandteile

Im Zuge einer Standortentscheidung sind auch die zukünftigen Mietvertragsbedingungen von entscheidender Bedeutung. So können folgende Eckparameter die Entscheidungsfindung maßgeblich beeinflussen:

- Miethöhe (Umsatz- oder Gewinnbeteiligungen vs. Festmieten, Wertsicherungsklauseln),
- Vertragslaufzeit,
- Konkurrenzschutzklauseln, etc.

Frequenz

Die oben angeführten Mietvertragsbestandteile hängen im Umkehrschluss mit der Attraktivität des Standortes zusammen, welche u.a. auch durch die Kundenfrequenz und der Nachfragesituation gekennzeichnet ist.

2.2.2. Weiche Standortfaktoren

Einflüsse, die nicht eindeutig monetär messbar sind, werden als weiche Standortfaktoren bezeichnet. Zudem besteht in der Regel kein unmittelbarer Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit eines Unternehmens. So umfassen diese Faktoren überwiegend das psychologische, soziale und politische Umfeld. Als Messkriterium werden emotionale und subjektive Eindrücke herangezogen. Nachdem sie im Vergleich zu den harten Standortfaktoren nicht objektiv direkt berechenbar sind, werden sie in der Entscheidungsfindung oft eher zweitrangig behandelt. Ganz außer Acht dürfen diese jedoch nicht gelassen werden, denn die Standortwahrnehmung (sicher vs. unsicher) oder das in den Köpfen verankerte Image des Umfelds kann sich in wirtschaftlicher Hinsicht auf den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens auswirken.

Als wichtigste, weiche Standortfaktoren gelten bei Expansionsentscheidungen im Einzelhandel daher zusammenfassend folgende:

- Wirtschaftsklima,
- Politische Strukturen,
- Verwaltungsstrukturen,
- Planungsrecht vor Ort.

2.3. Betriebstypen

Bedingt durch die stetige Weiterentwicklung im Einzelhandel ist es schwierig ein spezifisches Kennzeichen zu finden, dass den Einzelhandel trennscharf über längere Sicht definiert. Vielmehr gibt es eine Fülle an Erscheinungsformen, denen unterschiedliche Merkmale zugeschrieben werden können. Diese ermöglichen es, die verschiedenen Betriebsformen des Einzelhandels untereinander besser zu trennen.

Die Betriebstypen des Einzelhandels im institutionellen Sinne werden insbesondere durch die Branche (abgegrenzt durch Sortiment, Preisniveau und Bedienungsform), der Fläche (Geschäfts- und Verkaufsfläche), den

Standort und der Filialisierung definiert.¹⁴ Sie lassen sich in drei Hauptgruppen unterteilen:

- der Versandhandel,
- der stationären Handel
- und der ambulante bzw. halbstationäre Handel.¹⁵

Im gegenständlichen Fall werden die klassischen Betriebstypen des stationären Einzelhandels im Detail behandelt. Die restlichen Betriebstypen werden in der vorliegenden Arbeit nicht näher beschrieben.

Das Fachgeschäft stellt die herkömmliche Betriebsform im Facheinzelhandel dar. Die Verkaufsfläche liegt zumeist zwischen rund 200 und 600m².¹⁶ Diese Handelsform ist geprägt durch ein sehr tiefes und breit gegliedertes Sortiment einer Branche. Eine persönliche Beratung sowie die Bedienung haben bei diesem Betriebstyp einen sehr hohen Stellenwert.¹⁷ Zum heimischen, filialisierten Fachhandel zählt man unter anderen Palmers oder Hartlauer. Ist ein einzelner Fachhandel nicht einem Filialnetz zugehörigen, zeichnet sich dieser i.d.R. durch eine kleine und meist vom Eigentümer selbstgeführte Geschäftsstruktur aus.

Wird das Sortiment eines Fachgeschäfts noch weiter eingeschränkt, wie beispielsweise die Spezialisierung eines Sportgeschäfts auf eine einzelne Sportart, positioniert es sich bereits als Spezialgeschäft.¹⁸ Diese Geschäftsform besitzt ein tiefes Sortiment eines einzigen Branchenausschnitts mit zumeist höherem Preisniveau. Auf Grund der Nischenpositionierung sind hier die Kundenberatung und ergänzende Dienstleistungen weit mehr ausgeprägt als beim Fachgeschäft. Durch das sehr spezifizierte, höherpreisige Sortiment wird ein großes Einzugsgebiet benötigt. Deshalb sind Spezialgeschäfte selten in kleineren Orten bzw. Dörfern anzufinden.¹⁹ Mögliche Spezialisierungen sind in diesem Fall auch in den Segmenten Krawatten, Damenstrümpfe, Blusen, Hemden oder bei Sportequipment angesiedelt.

¹⁴ Vgl. Walzel/Trabzadah (2005): S. 482

¹⁵ Vgl. Berekoven (1995): S. 28

¹⁶ Vgl. Lerchenmüller (2003): S. 266

¹⁷ Vgl. Nieschlag/Dichtl/Hörschgen (2002): S. 1131

¹⁸ Vgl. Kotler/Bliemel (2001): S. 1128 ff.

¹⁹ Vgl. Lerchenmüller (2003): S. 265 ff.

Das Gemischtwarenhaus oder auch der klassische Einkaufsladen ist durch seinen mittlerweile geringen Marktanteil inzwischen fast unbedeutend geworden. Auf Grund der kleinen Geschäftsflächen, die in der Regel nicht größer als 200 m² sind, und dem geringen Warenumsatz kann diese Einzelhandelsform preislich nicht mit größeren Anbietern mithalten. Kunden, die besonders auf die sozialen Kontakte im Laden und die örtliche Nähe Wert legen, sind hier nach wie vor die Zielgruppe. Typisch für diese Betriebsform sind die sog. „Tante-Emma Läden“ oder die derzeit im Trend liegenden Bioläden.

Das Kauf- und Warenhaus findet seinen Ursprung im sog. Gemischtwarenhandel und zählt zu den ältesten Großbetriebstypen im Einzelhandel. Das Warenangebot ist sowohl breit als auch tief gefächert, wobei das Kerngeschäft bei Nahrungs- und Genussmitteln, Hausrat, Wohnbedarf sowie bei Bekleidung und Textilien liegt. Die typischen Warenhäuser weisen eine Verkaufsfläche von rund 3.000 m² auf. Ausnahmen sind die großen internationalen Häuser wie Macy's, Harrods oder Lafayette in Metropolen London, Paris oder New York. Diese weisen eine Verkaufsfläche von mehreren 10.000 m² auf.²⁰

Der Supermarkt, seines Zeichens Selbstbedienungsgeschäft im Gemischtwarenhandel, hat nach dem Zweiten Weltkrieg kontinuierlich den Nachbarschaftsladen, auch bekannt als „Greißlerei“, abgelöst. Das Lebensmittelsortiment mit etwa 5.000 bis 8.000 Artikeln wird meist auf einer Verkaufsfläche von rund 400 bis 800 m² präsentiert. Das Preis- und Qualitätssegment liegt hier im mittleren Bereich. Darüber hinaus werden auch Artikel aus den Bereichen Elektronik, Textil und Schreibwaren angeboten. Bedarf einer ausführlichen Beratung besteht in diesem Fall keiner.²¹

Wie auch das Warenhaus zählen Verbrauchermärkte und Selbstbedienungswarenhäuser zu den Großbetrieben des Einzelhandels. Allerdings gehören diese bereits zu den neueren Betriebstypen im Gemischtwarenhandel. Typische Vertreter sind hier die großen Interspar- oder Merkur Märkte. Bei der Standortwahl werden hier oftmals die Stadtrandlagen mit kostengünstigen Baugrundstücken und guter Verkehrsanbindung bevorzugt. Verbrauchermärkte und die sog. SB-Warenhäuser zählen zu den

²⁰ Vgl. Kotler/Bliemel (2001): S. 1133 ff.

²¹ Vgl. Ebd.

Großbetrieben des Einzelhandels. Gemessen an ihrer Verkaufsfläche lassen sie sich in drei verschiedene Größenklassen gliedern: den kleinen Verbrauchermarkt mit 800 bis 1.500 m² Verkaufsfläche, den großen Verbrauchermarkt mit 1.500 bis 5.000 m² Verkaufsfläche und die SB-Warenhäuser mit über 5.000 m² Verkaufsfläche.²²

Der Fokus beim Discountmarkt liegt im Angebot von kostengünstigen Produkten bei gleichzeitig niedrigen Betriebskosten und geringer Handelsspanne. Den großen Warenumsatz erwirkt dieser Betriebstyp durch die Niedrigpreispolitik. Erfolgreiche Discounter, wie Hofer, Lidl, Kik Textildiscount oder Takko, sind daher stets auf der Suche nach kostengünstigen Standorten, einer günstigen Ausstattung und einem selbsterklärenden Sortiment. Zwecks Kostenoptimierung kommt in diesem Fall auch das Prinzip der Selbstbedienung zur Gänze zur Anwendung. Zusätzlich wird die aggressive Preispolitik durch den Verzicht von zusätzlichen Lagerflächen gestützt. Die durchschnittlichen Verkaufsflächen bei Discountern umfassen rund 500 bis 700 m².²³

Der Fachmarkt, eine der jüngeren Betriebsformen im Einzelhandel, steht im Hinblick auf seine Konzeption zwischen dem Fachgeschäft und einem Verbrauchermarkt. Obwohl das Handelskonzept auf der Selbstbedienung aufbaut, wird dem Kunden auf Nachfrage auch entsprechendes Service angeboten. Der Fachmarkt ist architektonisch großflächig und meist ebenerdig konzipiert und bietet wie ein Fachgeschäft ein tiefes, oft auch breites Sortiment aus dem Warenbereich (Bsp. Schuhe, Bekleidung), einem Bedarfsbereich (Bsp. Baumarkt) oder einem Zielgruppenbereich (Bsp. Designorientierter Möbelfachmarkt). Die Präsentation der Waren ist übersichtlich angeordnet und das Preisniveau ist im niedrigen bis mittleren Preissegment angesiedelt. Wird in einem Fachmarkt nur eine einzige Warengruppe wie Sanitäreinrichtungen oder Fliesen²⁴ geführt, spricht man von einem Spezialfachmarkt. Dementsprechend bieten kleinere Fachmärkte ihr Sortiment bereits ab einer Fläche von 700 m² an. Die Standardgröße eines durchschnittlichen Fachmarkts beträgt allerdings rd. 3.000 bis 5.000 m².

²² Vgl. Kotler/Bliemel (2001): S. 1133 ff.

²³ Vgl. Ebd.

²⁴ Vgl. Walzel/Trabzadah (2005): S. 500

Nachdem für die Präsentation der Produkte ein hoher Flächenbedarf erforderlich ist, findet man sie überwiegend am Stadtrand.

2.4. Fachmarktzentrum

Ein Fachmarktzentrum verfügt über umfangreiche, vorgelagerte Parkplätze und liegt verkehrsgünstig in der Peripherie größerer Städte. Dadurch sind sie für ein weiträumiges Umfeld sehr gut erreichbar. Architektonisch gesehen kennzeichnet sie eine schlichte Funktionalität, da die einzelnen Fachmärkte nur über eine außenliegende, oftmals überdachte Mall verbunden sind. Die Bauwerke sind überwiegend in Skelettbauweise errichtet und stellen ein hallenartiges Gebäude dar. Die Spannweite dieser Tragwerkskonstruktionen beträgt bei einer Traufenhöhe von 3,5 m – 5 m üblicherweise zwischen 15 m und 20 m.

Durch diese Konzeption ergibt sich im Gegensatz zum Shopping Center eine niedrigere und dadurch für Mieter und Eigentümer attraktive Kostenstruktur. Ein typischer Mietermix eines Fachmarktzentrums besteht aus preisaggressiven, diskontorientierten Großflächenanbietern (sog. „Ankermieter“), die als Magnet fungieren und durch kleinflächige Einzelhandels- und Dienstleistungsanbieter ergänzt werden.²⁵ Der Anteil der Verkaufsfläche (VKF) an der Gesamtnutzfläche beträgt i.d.R. zwischen 75% und 80%. Der Anteil der Nutzfläche an der unbebauten Fläche liegt bei 90% - 95%.²⁶

Derartige Einzelhandelsimmobilien werden üblicherweise von Projektentwicklern errichtet und in späterer Folge von Immobilienfonds betrieben, wodurch Fachmarktbetreiber daher nur durch einen Mietvertrag an die Immobilie gebunden sind. Typische Mietvertragsbedingungen umfassen im Einzelhandel üblicherweise Umsatz-, Gewinnbeteiligungs- oder Festmieten, Wertsicherungsklauseln mit Schwellenvereinbarung, befristete Vertragslaufzeit sowie Konkurrenzschutzklauseln.

Bei der Entwicklung im Einzelhandel mit Fachmarktprinzip spielen insbesondere Bau- und Heimwerkermärkte sowie die Möbelfachmärkte eine

²⁵ Vgl. Kippes/Sailer (2010): S. 2103

²⁶ Vgl. Kleiber/Simon/Weyers (2002): S. 175 ff.

bedeutende Rolle. Um deren Sortiment gut präsentieren zu können, musste man zwangsläufig auf Grund des hohen Flächenbedarfs in Stadtrandlagen ausweichen. Heute besteht ein typisches Fachmarktzentrum aus einer Ansammlung von mindestens vier mittelgroßen Geschäften unterschiedlicher Einzelhandelsbranchen. Als Attraktivitätssteigerung wird der Branchenmix oft durch Gastronomielokale oder Nahversorger ergänzt.

Die wesentlichen Erfolgsfaktoren von Fachmarktzentren liegen im Standort, der guten Sichtbarkeit und der schnellen Erreichbarkeit kombiniert mit kostenlosen Abstellplätzen. Darüber hinaus zählen die kosteneffiziente Bau- und Ausstattung sowie die niedrigen Objekt- und Mieterkosten zu ihren Stärken. Nachdem der Baukörper in der Regel ebenerdig und architektonisch einfach gestaltet ist, können die Mietflächen regelmäßig, ohne großen Aufwand den Ansprüchen und Erfordernissen des Mieterbesatzes angepasst werden.

„Die Konkurrenz im direkten räumlichen Umfeld kann für einen Einzelhandelsbetrieb sowohl Vor- als auch Nachteile haben. Branchengleiche Konzentrationen können problematisch sein, wenn sie homogene Güter aufweisen und sich nicht über die Zielgruppenansprache, Preislage oder Designmerkmale voneinander abgrenzen. Andererseits lässt eine Ansammlung von mehreren Anbietern aus der gleichen Branche unter einem Dach auch die Frequenzzahlen ansteigen, denn der Kunden ist nicht gezwungen mehrere Handelsstandorte aufzusuchen. Branchenungleiche Konzentrationen sind bei gut geplanter Ausgewogenheit positiv zu bewerten, da die Attraktivität des Standortes angehoben wird, wodurch auch die einzelnen Betriebe profitieren“, so Handelsexperte Hannes Lindner vom Berater Standort + Markt in einem Interview.²⁷

Zu den Risikofaktoren zählt der ständige Preiswettbewerb sowie die stetige Anforderungen die Marktposition zu bewahren, da die steigende Angebotsverdichtung im Marktraum, durch die steigenden Kraftstoffpreise sowie das erhöhte Verkehrsaufkommen (sog. Distanzsensibilität), den Druck erhöhen.²⁸

²⁷ Asamer (19.06.2012)

²⁸ Vgl. Walzel/Trabzadah (2005): S. 500 ff.

Zusammenfassend ist das Potential von Fachmarktzentren maßgeblich durch die Struktur und Entwicklung der Bevölkerung und deren Mobilität bestimmt. Denn geänderte Verkehrswege, neue attraktive Standorte außerhalb der Stadt, ungenügendes Parkplatzangebot oder auch einfach nur Stillstand in der Weiterentwicklung haben schon vielen Händlern in Innenstädten das Leben schwer gemacht. Denn grundsätzlich entscheidet die Mobilität der Konsumenten über Sein oder Nichtsein von Standorten.

2.4.1. Funktion

Gemäß einer Publikation von Regio Data Research aus dem Jahr 2012 spricht man bei einer Größe von 5.000 m² vermietbarer Fläche von Objekten mit Nahversorgerfunktion. Demzufolge haben die Fachmarktzentren in Österreich bereits in dieser Hinsicht einen wichtigen Stellenwert eingenommen, da bereits über 50% der derzeit bestehenden Agglomerationen diese magische Zahl von 5.000 m² übersteigen. Das Angebot deckt im Wesentlichen Waren des täglichen bis hin zum wöchentlichen Bedarfs ab.

Als typische Lebensmittelhändler treten in Fachmarktzentren Discounter, wie Hofer, Lidl oder Penny in Erscheinung. Diese Handelsketten sind entweder in „Standing Alone Lösungen“ in unmittelbarer Umgebung angesiedelt oder oft auch direkt im Fachmarktzentrum integriert. Weiters stellen diskontorientierte Anbieter aus dem Textil- und Schuhbereich, wie zum Beispiel Takko, kik-Textilien, Deichmann oder Reno einen Kundenmagnet dar.²⁹

2.4.2. Marktentwicklung

„Die Zahl dieser Agglomerationen ist in Österreich seit Mitte der 1990er Jahren nach dem Motto - Jeder Gemeinde ihr FMZ - ungezügelt gestiegen. Dieser Wildwuchs war vor allem auf die damals geltenden Raumordnungsbestimmungen und das vereinfachte Genehmigungsverfahren

²⁹ Vgl. Regio Data (2012)

für FMZ zurückzuführen“, so Lindner im Zuge eines Interviews für „Die Presse“.³⁰

Gemäß dem EHL Frühjahrsbericht 2013 kann man mittlerweile eine stabile Marktentwicklung beobachten. Die dezentrale Siedlungsstruktur Österreichs findet ihren Niederschlag in einer hohen Einzelhandelsdichte und einer weitgehenden Abdeckung durch regionale Fachmarktzentren.

Gemäß der aktuellen Erhebung für die S+M Dokumentation zur Fachmarktagglomeration 2012/2013 wird festgestellt, dass in Österreich 237 Fachmarktagglomerationen angesiedelt sind. Diese weisen den Aufzeichnungen nach insgesamt eine Verkaufsfläche von rund 4,8 Mio. m² auf, wobei hier rund 86% auf Fachmarktgebiete und 17% auf Fachmarktzentren (sog. Retail Parks) entfallen. Somit stehen derzeit zirka 0,56 m² Verkaufsfläche pro Einwohner zu Verfügung. Bei den klassischen Einkaufszentren (sog. Shopping Malls) beläuft sich dies vergleichsweise auf 0,24 m² pro Einwohner. Insgesamt sind die Verkaufsflächen in Fachmarktlagen sowie die Anzahl der Fachmarktgebiete seit dem Jahr 2000 beinahe verdoppelt worden, wobei sich ein Trend zu den kleineren Fachmarktformaten zeigt. Betrug die Fachmarktgrößen im Jahr 2000 noch rund 1.900 m², belaufen sie sich heute gemäß den Erhebungen von S+M auf rund 1.300 m².

Neueröffnungen von Fachmarktzentren, wie unter anderem der Neukauf Villach mit 13.000 m² und Thaya Park Waidhofen mit 10.000 m², stellen daher die Ausnahme dar. Vielmehr war in den vergangenen Jahren der Trend zum Rebranding wie beispielsweise STOP.SHOP, Oberwart oder M-City in Mistelbach zu beobachten. Nach Angaben des EHL Frühjahrsbericht 2013 sorgen auch in Zukunft supermarktbasierte Fachmarktzentren insbesondere in den ländlicheren Regionen für eine stabile Einzelhandelsbasis.

Noch vor 10 Jahren war das Erscheinungsbild der Fachmarktagglomerationen durch große Möbel- und Baumärkte gekennzeichnet. Damals betrug diese Bedarfsgruppe rund 70% der Verkaufsflächen. Heute hingegen treten eher optisch und flächenanteilmäßig kleinere Fachmarktformate in Erscheinung,

³⁰ Asamer (19.06.2012)

welche den Fokus verstärkt auf kleine Fachmarktzeilen mit Nachversorgersortiment legen.³¹

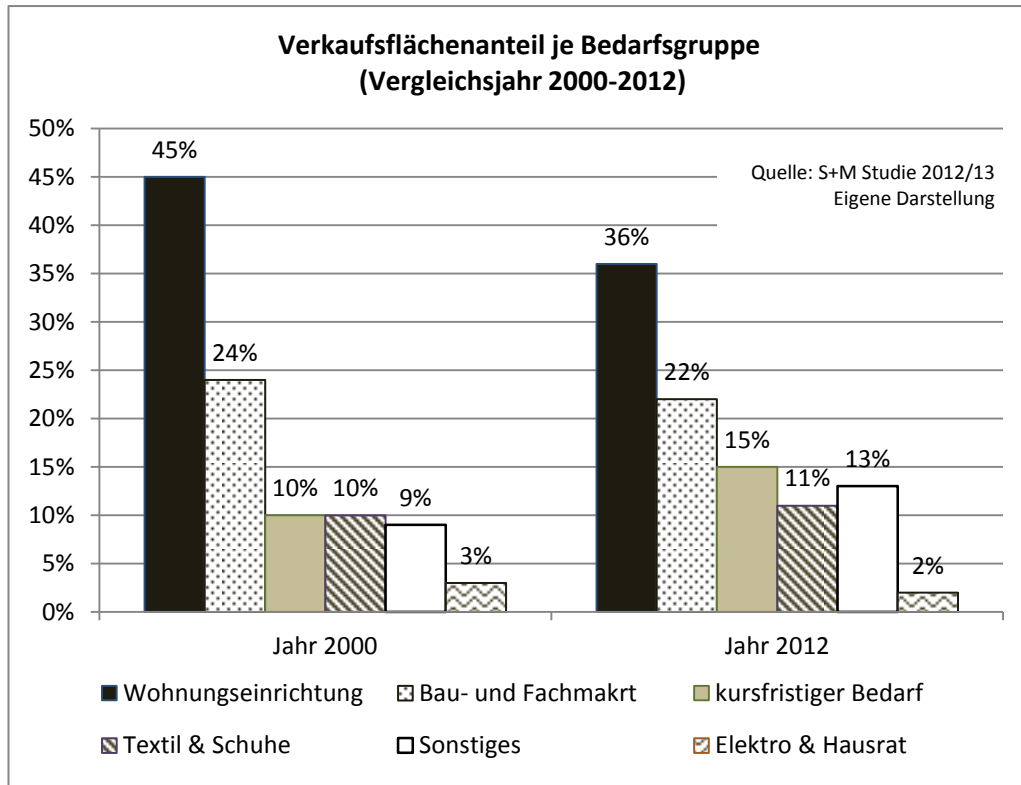


Abb. 1 - Verkaufsflächenanteil je Bedarfsgruppe

Mittlerweile ist bereits der Höhepunkt bei der Erschließung neuer Standorte in Österreich überschritten. Der größte Wachstumsschub konnte in den Jahren zwischen 1995 und 2005 beobachtet werden.³² Mehr als 190 Objekte oder nahezu 90% der Gesamtfläche aller Fachmarktzentren in Österreich sind nach Quellen von Regio Data Research zwischen 1995 und 2011 entstanden. Seit 2011 ist die Entwicklung dieser Objektart dramatisch zurückgegangen.

³¹ Vgl. Standort + Markt (2012/13)

³² Vgl. Asamer (19.06.2012)



Abb. 2 - Flächenentwicklung

Auch Standort+Markt geht trotz des beträchtlichen Flächenwachstums der vergangenen Dekade von einer drastischen Reduktion der Neuflächendynamik in den kommenden 10 Jahren aus. Man führt dies insbesondere darauf zurück, dass für die meisten wichtigen Fachmarktanbieter die Expansion in Österreich bereits weit fortgeschritten bzw. bereits abgeschlossen ist. Als eindeutiges Indiz hierfür wird das Vordringen der Fachmarktgebiete in bereits einwohnerschwächere Einzugsgebiete gesehen. Aktuell sind nach Regio Data mehr als 20 Projekte im Gespräch (inklusive Erweiterungen).

Im Zuge eines Interviews für „Die Presse“ stellt Lindner fest, dass derzeit das große Aufräumen stattfindet.³³ Disfunktionale Ansiedlungen werden entweder aufgelassen oder bei passender Standortlage und Verkehrsinfrastruktur einem Refurbishment unterzogen. In der Regel legt man in diesem Fall vor allem Wert auf einen ausgewogenen Branchenmix, einen zentralen Parkplatz und eine moderne äußere Gestaltung.

Grundsätzlich sieht Lindner in der Abschwächung eine Mischform aus den gegenwärtigen Raumordnungsbestimmungen und einer gewissen Marktsättigung. Auch die Gesetzgeber haben im Bereich der Raumordnung

³³ Vgl. Asamer (19.06.2012)

einige Fenster für Neuerrichtungen geschlossen, um den Wildwuchs zu unterbinden.³⁴

³⁴ Asamer (19.06.2012)

3. Bewertungsverfahren

Der österreichische Immobilienmarkt gewinnt durch seine verstärkte Professionalisierung im gewerblichen Bereich bei ausländischen Investoren immer mehr an Bedeutung. Durch die Internationalisierung der Immobilienmärkte rückt daher auch in Österreich die Anwendung von internationalen Wertermittlungsverfahren immer mehr in den Fokus der heimischen Sachverständigen. Auf Grund der einfachen, länderübergreifenden Vergleichbarkeit kommen neben den klassischen Bewertungsverfahren auch die gängigen, angelsächsischen Methoden bei internationalen Projektentwicklern zur Anwendung. Die nachstehenden Bewertungsverfahren zählen demnach im nationalen und internationalen Raum zur bewährten Methoden für die Ermittlung von ertragsorientierten Immobilien.

Internationale (angelsächsische) Methode	Nationale Methode
• Betriebswirtschaftliche Betrachtung • Open Market Value / bester Preis • Investororientiert, Vorbereitung einer Investitionsentscheidung (best use value) • Ermittelt wird, „zu welchem Preis gekauft werden müsste, um eine vorgegebene Rendite zu erreichen“.	• Vergleichende Betrachtung • Verkehrswert / durchschnittlicher Preis • Durchschnittlicher marktkonformer Wert am Stichtag • Ermittelt wird, zu welchem Preis üblicherweise gekauft wird.
• Investment-Methode • Discounted Cash Flow Methode • Residualwertverfahren	• Ertragswertverfahren (mit Bodenwertbetrachtung) • Vereinfachtes Ertragswertverfahren (ohne Bodenwert) • Nutzungsspezifische Verfahren [zB GOP Methode bei Hotels (Gross Operating Profit)]

Abb. 3 - Ertragsorientierte Bewertungsverfahren im Vergleich³⁵

Der Immobilientypus Fachmarkt fällt durch sein festgelegtes, großflächiges Nutzungskonzept in die Kategorie der Betreiber- bzw. Spezialimmobilien und gilt daher als rein ertragsorientierte Immobilie. Das vorrangige Interesse an der Betreuung besteht in diesem Fall überwiegend in den nachhaltig erzielbaren Miet- und Pachterträgen. Daher wird als Bewertungsmethode für

³⁵ Sachverständige (2003): S. 82

Grundstück und Gebäude das klassische, nationale Ertragswertverfahren oder die Investment Methode (das internationale Ertragswertverfahren) angewandt.³⁶

Die Anwendung des Sachwertverfahrens zur Ermittlung des Verkehrswertes von einzelhandelsgenutzten Immobilien hat in der Vergangenheit gezeigt, dass nur selten ein plausibler Wert das Resultat ist. Stellt man die Substanz der Immobilie wie im Sachwertverfahren in den Vordergrund der Wertermittlung, ergeben sich im Ergebnis oft große Abweichungen vom tatsächlich am Markt zu erzielenden Verkaufspreis, also dem Verkehrswert.³⁷

Die Bewertung von Fachmärkten bedeutet oftmals eine große Herausforderung für den Sachverständigen. Denn auf Grund der verhältnismäßig geringen Anzahl an Transaktionen am heimischen Markt stehen zum einen nur wenige bewertungsrelevante Vergleichsdaten zur Verfügung. Zum anderen fehlen für die Grundlage einer stichhaltigen Bewertung oftmals elementare Informationen hinsichtlich der Ertragslage. Die Branche setzt sich aus einer überschaubaren Anzahl an konkurrierenden Betreibern zusammen, weswegen nur selten transparente Informationen publiziert werden.

Im folgenden Kapitel sollen zunächst die gesetzlichen Rahmenbedingungen des Liegenschaftsbewertungsgesetzes und die wertermittlungsrelevanten Kennzahlen näher erörtert werden, um in einem zweiten Schritt die damit zusammenhängenden Grundlagen und den Aufbau des Ertragswertverfahrens beschreiben zu können. In Folge dessen wird auch im Detail auf die Rolle des Kapitalisierungszinssatzes eingegangen.

3.1. Gesetzesgrundlage

„Angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung und des großen Anteils am Volksvermögen, das in Österreich an Immobilien gebunden ist, wurde Anfang der 1990er an einem Liegenschaftsbewertungsgesetz gearbeitet. Ziel war es, die bis dahin als rechtliche geltende Realschätzordnung der Minister der

³⁶ Kleiber/Simon/Weyers (2002): S. 1291

³⁷ Vgl. Ebd. S. 36

Justiz, des Inneren und des Ackerbaues vom 15.07.1897 RGBI 175 zu ersetzen und Grundlagen zu schaffen, welche die Liegenschaftsbewertungsrichtlinien³⁸ aus dem Jahr 1897 ablösen. Auf Grund der Erkenntnis des Verwaltungsgerichtshofes³⁹ durfte die Realschätzordnung nicht bei der Feststellung des Verkehrswertes von unentgeltlich erworbenen Liegenschaften herangezogen werden, da hier vom Herstellungswert und nicht vom Anschaffungswert ausgegangen wurde. Sie durfte ausschließlich im Rahmen von Exekutionsverfahren angewandt werden.

Im Jahr 1992 wurden schließlich die Grundlagen für die Ermittlung des Verkehrswertes von Liegenschaften bestimmt, indem das Bundesgesetz über die gerichtliche Bewertung von Liegenschaften sowie über Änderungen des Außerstreitgesetzes und der Exekutionsverordnung neu ausgearbeitet wurden. Mit dem Liegenschaftsbewertungsgesetz (LBG), BGBl. Nr. 150/1992, erfolgte daher ein bedeutender Schritt eine eigenständige Rechtsgrundlage auf dem Gebiet der österreichischen Liegenschaftsbewertung zu schaffen.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen des LBG wurden vor dem Hintergrund geschaffen, nicht ausschließlich als rechtliches Korsett zu fungieren, sondern vielmehr eine Entscheidungs- und Orientierungshilfe für die Sachverständigentätigkeit zu sein. Nur bei gerichtlichen Verfahren sowie im Verwaltungsverfahren mit sukzessiver gerichtlicher Kompetenz (Enteignung) ist das Liegenschaftsbewertungsgesetz zwingend zum Ansatz zu bringen.

Gemäß Liegenschaftsbewertungsgesetz (LBG) § 1 (1) gilt das Bundesgesetz „für die Ermittlung des Wertes (Bewertung) von Liegenschaften, Liegenschaftsteilen und Überbauten im Sinn des § 435 ABGB sowie von damit verbundenen Rechten und darauf ruhenden Lasten in allen gerichtlichen Verfahren.“

Der Bewertungsgrundsatz ist im LBG §2 festgelegt und umfasst folgende Punkte:

„(1) Sofern durch Gesetz oder Rechtsgeschäft nichts anderes bestimmt wird, ist der Verkehrswert der Sache zu ermitteln.“

³⁸ Realschätzordnung, RGBI. Nr. 1897/175.

³⁹ Vgl. VwGH vom 29. 10. 1974, Zahl 1411/1974

(2) Verkehrswert ist der Preis, der bei einer Veräußerung der Sache üblicherweise im redlichen Geschäftsverkehr für sie erzielt werden kann.

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

Die allgemeinen Regeln der Bewertung werden in LBG § 3 geregelt und besagen folgendes:

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

(2) Wenn es zur vollständigen Berücksichtigung aller den Wert der Sache bestimmenden Umstände erforderlich ist, sind für die Bewertung mehrere Wertermittlungsverfahren anzuwenden.

(3) Rechte und Lasten, die mit der zu bewertenden Sache verbunden sind und deren Wert beeinflussen, sind bei der Bewertung entsprechend zu berücksichtigen. Wenn eine Bewertung von Rechten und Lasten nach den in den §§ 2 bis 7 enthaltenen Regeln nicht möglich ist, muss der vermögenswerte Vorteil des Berechtigten beziehungsweise der vermögenswerte Nachteil des Belasteten herangezogen werden.

(4) Ist nur ein Teil einer Liegenschaft, ein mit einer Liegenschaft verbundenes Recht oder eine darauf ruhende Last oder ein Teil eines Rechtes oder einer Last zu bewerten, so ist auch der Wert der ganzen Liegenschaft beziehungsweise des ganzen Rechtes oder der ganzen Last zu ermitteln, wenn dies für die Bewertung von Bedeutung ist.“

Nachdem das Regelwerk des LBG nur bei gerichtlichen Verfahren sowie im Verwaltungsverfahren mit sukzessiver, gerichtlicher Kompetenz (Enteignung) zur Anwendung kommen muss, wurde im Jahr 1997 ergänzend die ÖNORM B 1802 mit dem Ziel „verkehrsrelevante Regelungen“⁴⁰, wie die Voraussetzungen für die Anwendbarkeit des Ertragswertverfahrens mit seinen einzelnen Wertermittlungskomponenten festzusetzen, geschaffen. Es werden

⁴⁰ ÖNORM B 1802 (1997): S. 1

somit „die grundsätzlichen Regeln unter dem Gesichtspunkt der Nachvollziehbarkeit von Befund und Folgerung“⁴¹ beschrieben.

3.2. Anwendungsbereich

Das Ertragswertverfahren verfolgt ausschließlich einen ertragsorientierten Ansatz, der die Überlegungen der Marktteilnehmer (Bsp. Investoren, Eigentümer) aufnimmt, indem er zukünftige Erträge der bewertungsrelevanten Liegenschaft auf den Bewertungsstichtag diskontiert.⁴² Das Hauptinteresse solcher Liegenschaften liegt somit in der Einschätzung der Rentabilität, wobei das Risiko-Rendite-Profil der Anlagemöglichkeit im Vergleich zu weiteren Alternativinvestitionen überzeugen muss.

Nach dem LBG §5 (1) ist im Ertragswertverfahren „der Wert der Sache durch Kapitalisierung des für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden oder erzielten Reinertrags zum angemessenen Zinssatz und entsprechend der zu erwartenden Nutzungsdauer der Sache zu ermitteln.“

Üblicherweise kommt das Verfahren bei u.a. folgenden Objektarten zur Anwendung:

- Mietzinshäuser,
- Hotels, Gastronomie,
- Gemischt genutzte Objekte,
- Parkieranlagen,
- Büro- u. Verwaltungsobjekte,
- Handelsimmobilien.⁴³

Die Auswahl macht deutlich, dass es sich ausschließlich um potentielle, ertragslukrierende Nutzungsarten handelt, wobei es keine definitive Eingrenzung gibt. Die Entscheidung über die Auswahl der Bewertungsmethode erfolgt gemäß dem Grundgedanken der ÖNORM B 1802, „sobald eine Verwertung zu Ertragszwecken“ das Ziel ist.

⁴¹ ÖNORM B 1802 (1997): S. 1

⁴² Ebd. S. 3

⁴³ Vgl. Bienert/Funk (2009): S.334

3.3. Bewertungskomponenten

Der Verfahrensablauf des Ertragswertverfahrens ist sowohl in der ÖNORM B 1802 als auch im Liegenschaftsgesetz (LBG) festgesetzt. Während in der ÖNORM ausschließlich die einzelnen Bewertungsparameter definiert und ihre Wirkungsweisen behandelt werden, befasst sich das LBG nur mit dem grundsätzlichen Verfahrensablauf. Dieser wird gemäß LBG §5 folgendermaßen beschrieben:

„(2) Hierbei ist von jenen Erträgen auszugehen, die aus der Bewirtschaftung der Sache tatsächlich erzielt wurden (Rohertrag). Durch Abzug des tatsächlichen Aufwands für Betrieb, Instandhaltung und Verwaltung der Sache (Bewirtschaftungsaufwands) und der Abschreibung vom Rohertrag errechnet sich der Reinertrag; die Abschreibung ist nur abzuziehen, soweit sie nicht bereits bei der Kapitalisierung berücksichtigt wurde. Bei der Ermittlung des Reinertrags ist überdies auf das Ausfallwagnis und auf allfällige Liquidationserlöse und Liquidationskosten Bedacht zu nehmen.

(3) Sind die tatsächlich erzielten Erträge in Ermangelung von Aufzeichnungen nicht erfassbar oder weichen sie von den bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung der Sache erzielbaren Erträgen ab, so ist von jenen Erträgen, die bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung der Sache nachhaltig hätten erzielt werden können, und dem bei einer solchen Bewirtschaftung entstehenden Aufwand auszugehen; dafür können insbesondere Erträge vergleichbarer Sachen oder allgemein anerkannte statistische Daten herangezogen werden.

(4) Der Zinssatz zur Ermittlung des Ertragswertes richtet sich nach der bei Sachen dieser Art üblicherweise erzielbaren Kapitalverzinsung.“

Das Verfahren besteht aus zwei Teilen, der Bodenwertermittlung und dem Gebäudeertragswert. Die Summe beide ergeben den Ertragswert der Liegenschaft. Folgende Darstellung soll den prozessualen Ablauf des Verfahrens noch besser verdeutlichen:

Jahresrohertrag	Nachhaltig Erträge der Liegenschaft
-	
Bewirtschaftungskosten	Mietausfall, Instandhaltung, Nicht-umlagefähige Verwaltungs- u. Betriebskosten
=	
Jahresreinertrag d. Liegenschaft	Verbleibender „Netto“ Ertrag der gesamten Liegenschaft
-	
Bodenwertverzinsung	Bodenwert auf Vergleichswertbasis und Kapitalisierungszinsfuß
=	
Reinertrag der baulichen Anlagen	Ertrag, der zur Verzinsung d. Gebäude jährlich erwirtschaftet wird
x	
Vervielfältiger	Multiplikator von Reinerträgen mit Rentenbarwertfaktor bestehend aus Restnutzungsdauer und Kapitalisierungszinssatz
=	
Ertragswert der baulichen Anlagen vor s.w.U.	Stichtagswert der Gebäude VOR sonstigen wertbeeinflussenden Umständen (s.w.U.)
+/-	
Sonstige wertbeeinflussende Umstände	Ggf. Anpassung erforderlich (Mehr-/Mindererträge, Denkmalschutz, etc.)
=	
Ertragswert der baulichen Anlagen	Stichtagswert der Gebäude NACH sonstigen wertbeeinflussenden Umständen (s.w.U.)
+	
Bodenwert	Abgeleitet aus Bodenwert unbebauter Grundstücke
=	
Ertragswert der Liegenschaft	Ertragswert vor Berücksichtigung von Rechten & Lasten

Abb. 4 - Ablaufschema Ertragswertverfahren⁴⁴

3.4. Verfahrensbestandteile

Wie bereits das Ablaufschema zeigt, besteht das Ertragswertverfahren aus zwei Hauptkomponenten, dem Bodenwert des Grundstücks und dem Ertragswert des Objekts der bebauten Liegenschaft. Um später im Detail auf

⁴⁴ Bienert/Funk (2009): S. 338

die Wirkungsweise des Kapitalisierungszinssatzes eingehen zu können, sollen zunächst die damit zusammenhängenden Bewertungsparameter abgehandelt werden

Jahresrohertrag der Liegenschaft

Nach den Bestimmungen der ÖNORM B 1802, umfasst die Herleitung des Rohertrags „alle bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung nachhaltig erzielbaren Erträge“⁴⁵, wie z.B. Miete und sonstige Vergütungen. Unter demselben Grundsatz sind im Falle von bestandsfreien oder eigengenutzten Liegenschaften nachhaltig erzielbare Erträge anzusetzen, die dem derzeitigen Marktniveau entsprechen. Die Ermittlung erfolgt durch die Analyse der erzielten Erträge im Bestandsobjekt. Sollten diese nicht dem Marktniveau entsprechen, wie im Falle von Mietzinshäusern mit überwiegend Kat. D Zinsen, so ist durch die Recherche vergleichbarer Mietobjekte ein ortsüblicher und marktkonformer Mietansatz zu ermitteln.

Jahresreinertrag der Liegenschaft

Um den Jahresreinertrag zu ermitteln, sind die entsprechenden Bewirtschaftungskosten in Abzug zu bringen. Diese umfassen regelmäßige und nachhaltig anfallende Kosten, die sich aus der Abschreibung, der Mietausfallwagnis und Leerstandskosten, den Verwaltungs- und Instandhaltungskosten sowie aus den nicht umlagefähigen Betriebskosten zusammensetzen. Diese Positionen entstehen bei „gewöhnlicher, ordnungsgemäßer Bewirtschaftung“⁴⁶ und können „nicht auf den Mieter umgelegt werden.“ Sie sind daher vollständig durch den Eigentümer zu tragen.

⁴⁵ Bienert/Funk (2009): S. 341

⁴⁶ Ebd. S. 347

Bodenwertverzinsung

Wie aus dem Ablaufschema ersichtlich, wird der Ertragswert in den Anteil für Boden und den Anteil für bauliche Anlagen gegliedert. Nachdem „Grund und Boden“ ein unbegrenzt nutzbares Wirtschaftsgut ist, können die daraus erwirtschafteten Erträge ohne zeitliche Begrenzung angesehen werden. Deshalb kann dieser entfallene, jährliche Reinertragsanteil als ewige Rente kapitalisiert werden. Der gewählte Kapitalisierungszinssatz entspricht dem der baulichen Anlage, da beide „dasselbe Schicksal teilen“.⁴⁷

Vervielfältiger

Im Ertragswertverfahren wird dem Vervielfältiger die zentrale Größe, mit dem der Ertragswert eines Gebäudes (ohne Bodenwertanteil) ermittelt wird, zugesprochen. Er lässt sich durch die Auswahl des Kapitalisierungszinssatzes und der wirtschaftlichen Restnutzungsdauer des Gebäudes errechnen.

$$V = \frac{q^n - 1}{q^n \times (q - 1)} \quad \text{mit } q = 1 + i$$

V	Vervielfältiger
N	Anzahl der Jahre
P	Kapitalisierungszinssatz
I	p/100

Abb. 5 - Vervielfältiger⁴⁸

Die Restnutzungsdauer eines Objekts ist unter „Beachtung des technischen Zustandes und der Art der Nutzung sowie unter der Voraussetzung ordnungsgemäßer Erhaltung und Bewirtschaftung einzuschätzen“.⁴⁹ Wenn ein Gebäude seit der Errichtung keinen wesentlichen, baulichen Veränderungen unterzogen wurde bzw. ordnungsgemäß instandgehalten wurde, lässt sich die Restnutzungsdauer, also wie lange das Objekt voraussichtlich noch wirtschaftlich genutzt werden kann, im Normalfall folgendermaßen ermitteln:

⁴⁷ Ebd. S. 372

⁴⁸ Bienert/Funk (2009): S. 374

⁴⁹ Auszug aus ÖNORM B 1802

$$\text{Gesamtnutzungsdauer} - \text{Alter des Gebäudes} = \text{Restnutzungsdauer}$$

Die Bestimmung des entsprechenden Kapitalisierungszinssatzes richtet sich nach der bei Investitionen in vergleichbaren Objekten üblicherweise erzielbaren Kapitalverzinsung.⁵⁰ Diese drückt das Risiko aus, welches der Betrag aus dem zu betrachtende Realbesitz mit sich bringt.

Gemäß § 5 LBG gilt folgende Definition:

„Der Zinssatz zur Ermittlung des Ertragswertes richtet sich nach der bei Sachen dieser Art üblicherweise erzielbaren Kapitalverzinsung“. Wobei nach der ÖNORM die Wahl des Zinssatzes stets zu begründen sei.

„Bei zunehmender Restnutzungsdauer steigt der Vervielfältiger. Bei einem höheren Liegenschaftszinssatz sinkt dieser jedoch.“⁵¹ Folgende Grafik soll den Verlauf noch deutlicher darlegen:

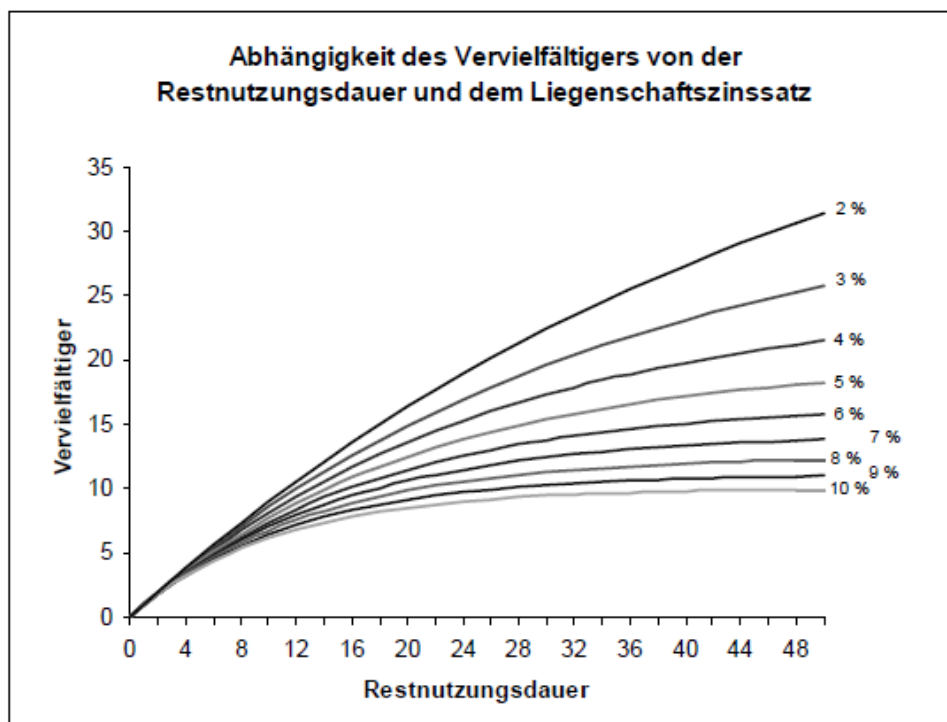


Abb. 6 - Zusammenspiel von Restnutzungsdauer und Vervielfältiger⁵²

⁵⁰ Auszug aus ÖNORM B 1802

⁵¹ Kranewitter (2010): S. 93 ff.

⁵² Bienert/Funk (2009): S. 375

Bodenwert

Die Ermittlung des Bodenwerts erfolgt, wie im LBG § 4 festgesetzt mittels des Vergleichswertverfahrens. So „ist der Wert der Sache durch Vergleich mit tatsächlich erzielten Kaufpreisen vergleichbarer Sachen zu ermitteln (Vergleichswert).“ Können keine vergleichbaren Sachen ermittelt werden, „sind nach Maßgabe ihres Einflusses auf den Wert“⁵³ abweichende Eigenschaften der Sache und geänderte Marktverhältnisse „durch Zu- oder Abschläge zu berücksichtigen“⁵⁴, wodurch sich der gebundene Bodenwert errechnet.

Verkehrswert der Liegenschaft

Das Ergebnis des Ertragswerts der baulichen Anlagen wird mit dem Bodenwert addiert und bildet den Verkehrswert der bewertungsrelevanten Liegenschaft.

$$EW = (ReE - p * BW) * V + BW = ReE * V * \frac{BW}{q^{RND}}$$

EW Ertragswert
ReE Reinertrag
BW Bodenwert

Nach § 2 Abs. 2 ff. LBG ist der „Verkehrswert der Preis, der bei einer Veräußerung der Sache üblicherweise im redlichen Geschäftsverkehr erzielt werden kann. Eine besondere Vorliebe und andere ideelle Wertzumessung einzelner Personen sind bei der Ermittlung des Verkehrswertes nicht in Betracht zu ziehen.“

⁵³ Bienert/Funk (2009): S. 375

⁵⁴ LBG 1992: § 4

4. Der Kapitalisierungszinssatz

Der Begriff Kapitalisierungszinssatz entspricht der international gängigen Formulierung „overall capitalization rate“. Weiter beschreibt er die finanzmathematische Funktion des Kapitalisierungszinssatzes als Verzinsung des in Immobilien eingesetzten Kapitals. Die Höhe der Zinssätze ist abhängig von der Art und Lage einer Immobilie. Je höher das Vermarktungsrisiko, desto höher auch der Kapitalisierungszinssatz. Folglich sinken etwa in Zeiten größerer Nachfrage nach Immobilien naturgemäß die Zinssätze, da höhere Werte (im Verhältnis zum Ertrag) bezahlt werden. Der Zinssatz ist daher eine wesentliche Einflussgröße bei der Ermittlung des Wertes einer Renditeimmobilie. Weiters beschreibt er die Höhe der Verzinsung, welche ein Anleger für sein eingebrachtes Kapital im Rahmen einer Immobilieninvestition erwarten kann.⁵⁵

„Der Zinssatz ist die kaufmännische Beurteilung einer Anlage. Ist diese eine Liegenschaft, so ist der Liegenschaftszins deren Wertparameter“, bringt es Peter Steppan, allgemein beeideter und gerichtlich zertifizierter Sachverständiger für Bau- und Liegenschaftswesen, auf den Punkt. Die Liegenschaftsbewertung habe den Markt nachzuempfinden und müsse daher in Interpretation der gegenwärtigen bzw. zukünftig erwarteten Marktlage und dessen Entwicklung entsprechende Liegenschaftszinse vorhersehen.“⁵⁶

Die Verwendung von Kapitalisierungszinssätzen umfasst grundsätzlich drei Bereiche:

- Im Rahmen der Immobilienbewertung bei Ertragsobjekten gem. LBG § 5 wird dem Kapitalisierungsvorgang neben der zu unterstellenden Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen eine weitere Schlüsselrolle zugeschrieben. So ist er als Marktanpassungsfaktor im Ertragswertmodell zu interpretieren.
- Durch seine Darstellung des Marktgeschehens für renditeorientierte Immobilien ist es möglich, räumliche und sachliche Teilmärkte untereinander vergleichbar zu machen.

⁵⁵ Vgl. Bienert/Funk (2009): S. 358 ff.

⁵⁶ Leonoble (2009): S. 72

- Auf Grund der Beobachtung von Renditenverläufen an Teilmärkten können Rückschlüsse auf Entwicklungen am Immobilienmarkt geschlossen werden.

Die Wahl des entsprechend gewählten Zinssatzes muss gemäß der Rechtsprechung vom Gutachter durch eine Begründung untermauert sein. Die ÖNORM B 1802 verweist in diesem Fall auf die aktuellen Veröffentlichungen wie insbesondere die Empfehlungen seitens des Hauptverbandes der allgemein beeideten und gerichtlich zertifizierten Sachverständigen Österreichs. Rein rechtlich gesehen ist grundsätzlich nur eine nachvollziehbare Begründung für die Wahl des Liegenschaftszinssatzes mit einem Vermerk auf die anerkannten Veröffentlichungen in Österreich ausreichend. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass diese Begründung durch einen einfachen Vermerk nicht mit einer Ableitung aus dem aktuellen Marktgeschehen gleichzusetzen ist. Die gängigsten Methoden für die Ableitung eines geeigneten Liegenschaftszinssatzes werden im gegenständlichen Abschnitt noch ausführlicher behandelt.

4.1. Einflussfaktoren

Die wertbeeinflussenden Risikofaktoren bei Immobilien lassen sich in zwei Kategorien unterscheiden. Welcher Zinssatz der Bewertung zu Grunde gelegt wird, ist demnach in Abhängigkeit folgender Punkte zu eruieren.

Objektbezogene Faktoren

Hierzu zählen insbesondere die Nutzungsart, das Baujahr oder der Gebäudezustand. Weiters ist die Revitalisierungsanfälligkeit, die Wertstabilität, eine Drittverwendungsmöglichkeit oder die Mietvertragsgestaltung sowie die Lage, Verkehrsanbindung und zukünftige Raumordnung den objektbezogenen Faktoren zuzuschreiben.

Diese Faktoren stellen ein „unsystematisches Risiko“⁵⁷ einer Immobilieninvestition dar. Diese können demnach nur Anhand der Diversifikation von unterschiedlichen Objekten gemindert werden.

So kommt insbesondere der (Mikro-) Lage und dem direkten Umfeld eine entscheidende Rolle zu. Beispielsweise können Geschäftsgrundstücke im innerstädtischen Bereich eine langfristige Vermietbarkeit mit stabilen Erträgen und einer hohen positiven Wertänderungsrendite zugeschrieben werden. Demzufolge erscheint ein verhältnismäßig niedriger Zinssatz als angemessen. Im Gegensatz dazu sind Gewerbeliegenschaften in Randlagen (z.B. Grüne Wiese) oftmals einem höheren Risiko ausgesetzt, da die Wahrscheinlichkeit einer unmittelbaren Auswirkung durch einen allgemeinen wirtschaftlichen Abschwung größer ist als bei 1A-Lagen.⁵⁸

Zusammenfassend müssen also folgende objektbezogene Faktoren bei der Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes Beachtung geschenkt werden:

- Nutzungsart, Baujahr,
- Zustand des Objekts,
- Lage, Anbindung und raumordnungsbedingte Faktoren,
- Wertstabilität,
- Revitalisierungsanfälligkeit,
- Mietvertragsgestaltung.

Marktbezogene Faktoren

Diese stellen den Sachverhalt am örtlichen Grundstücksmarkt anhand beispielsweise einem Entwicklungspotenzial, vorherrschenden Leerständen, dem aktuellen Mietenniveau oder marktüblichen Vermietungsleistungen dar. Des Weiteren zählen die allgemeine Wirtschaftslage und Inflation sowie die demographische Entwicklung und die Entwicklungen von alternativen Verzinsungen am Kapitalmarkt zu den marktbezogenen Faktoren. Zusammenfassend lassen sich also folgende marktbezogene Faktoren identifizieren:

⁵⁷ Bienert/Funk (2009): S. 788

⁵⁸ Vgl. Ebd.

- Wirtschaftslage und Inflation,
- Entwicklung der Demographie,
- Entwicklung des Kapitalmarkts und den Verzinzungsmöglichkeiten,
- Entwicklung des örtlichen Grundstückmarkts.

Im Gegensatz zu den objektbezogenen Faktoren stellen diese ein „systematisches Risiko“⁵⁹ einer ertragsorientierten Liegenschaft dar, welches sich grundsätzlich in drei Teilmärkten wiederfindet. Zwischen den Teilmärkten der Realwirtschaft, den Immobilien- und Finanzmärkten besteht eine gewisse Interdependenz. Dieser Umstand wird jedoch im Rahmen dieser Arbeit nicht im Detail weiterverfolgt.

4.2. Sensitivität

Der Kapitalisierungszinssatz stellt im Ertragswertverfahren gem. § 5 LBG eine zentrale, sensible und durch seine hebelwirkende Eigenschaft wertbestimmende Größe dar. Bereits bei minimaler Veränderung wird das Ergebnis massiv beeinflusst.⁶⁰

Daher sollte der gewählte Zinssatz die allgemeinen Risiken, welche unter anderem durch Konjunkturschwankungen, branchenabhängige Marktsituationen, das potentielle Risiko von Lage und Nutzungsart sowie die möglichen Wieder- bzw. Drittverwendungsmöglichkeiten, abbilden. Die Rentabilität bzw. Rendite gibt daher Auskunft über die Vorteile einer Investition und spiegelt somit den Ergiebigkeitsgrad des investierten Kapitals wider.

Folgende Abbildung soll den Einfluss der Veränderung des Kapitalisierungszinssatzes und seine Auswirkung auf den zu ermittelten Ertragswert von baulichen Anlagen noch besser verdeutlichen. Demzufolge ist eine sorgfältige Herleitung zwingend notwendig und gem. § 10 (2) LBG die getroffene Wahl ausführlich zu begründen.

⁵⁹ Bienert/Funk (2009): S. 788

⁶⁰ Vgl Ebd. S. 358 ff.

Kapitalisierung (in %)	Absolute Veränderung (%-Werte)	Steigerung (in %)	RND (in Jahre)	Vervielfältiger	Reinertrag (Mio.)	Ertragswert d. baulichen Anlagen (Mio.)	Wertsenkung (in %)
4,0%	0,00%	0,00%	80	23,92	3,5	83,70	0,00%
4,5%	0,50%	12,50%	80	21,57	3,5	75,48	-9,83%
5,0%	1,00%	25,00%	80	19,60	3,5	68,59	-18,06%
5,5%	1,50%	37,50%	80	17,93	3,5	62,76	-25,02%
6,0%	2,00%	50,00%	80	16,51	3,5	57,78	-30,97%
$V(\text{Vervielfältiger}) = 1 / q^n * (q^n - 1) / (q - 1)$ $q = \text{Zinsfaktor} = 1 + p : 100$ $p = \text{Zinssatz}$ $n = \text{Restnutzungsdauer/Restlaufzeit}$							

Abb. 7 - Einfluss des Zinssatzes auf den Ertragswert⁶¹

Ein unreflektierter Ansatz bei der Bildung des Kapitalisierungszinssatzes führt, wie in der Grafik verdeutlicht wird, mit großer Wahrscheinlichkeit zu einem falschen Ergebnis. Im Detail bedeutet dies:

- Ein niedriger Zinssatz und eine hohe Restnutzungsdauer ergeben einen hohen Vervielfältiger.
- Ein hoher Zinssatz und eine hohe Restnutzungsdauer bewirken einen konstanten Vervielfältiger, weswegen selbst bei einer möglichen Fehleinschätzung der Restnutzungsdauer keine wesentlichen Veränderungen im Endergebnis festzustellen sind.
- Bei einer Fehleinschätzung durch die Wahl einer zu geringen Restnutzungsdauer setzt jedoch eine Hebelwirkung ein. Dadurch wird eine beachtenswerte Veränderung des Vervielfältigers hervorgerufen, wodurch das Endergebnis immens verfälscht wird. Hingegen kommt es bei einer Fehleinschätzung des Liegenschaftszinssatzes nur zu einer minimalen Veränderung.

Im gegenständlichen Kapitel werden aus diesem Grund die Bandbreiten der Methoden zur Herleitung von Kapitalisierungszinssätzen im Einzelnen beschrieben. Weiters werden die oft damit verbundenen Problematiken näher beleuchtet.

⁶¹ Vgl. Bienert/Funk (2009): S. 358

4.3. Methoden der Herleitung

Der Kapitalisierungszinssatz (= in Deutschland der sog. „Liegenschaftszinssatz“) beschreibt die finanzmathematische Funktion der Verzinsung des in Immobilien eingesetzten Kapitals. Die Ermittlung dieses Zinssatzes soll sich gemäß ÖNORM B 1802 nach der üblicherweise erzielbaren Kapitalverzinsung bei Investitionen vergleichbarer Objekte richten.

Wie in den Beispielen des voranstehenden Kapitels dargestellt, beeinflussen die folgenden Parameter den Liegenschaftszinssatz in hohem Maße:

- (erzielbarer) Jahresrohertrag,
- Nutzungsart⁶², Bau- bzw. Sanierungsjahr, Lagequalität,
- Kaufzeitpunkt.

Die Höhe des Liegenschaftszinssatzes bestimmt sich maßgeblich nach dem Verhältnis des Reinertrages zum Kaufpreis der Immobilie. Die Ermittlung eines internen Zinssatzes oder eines Branchenzinssatzes wird in der ÖNORM B 1802 beispielhaft angeführt. Gemäß LBG resultiert die Ermittlung durch Informationen über „Investitionen in vergleichbare Objekte“. Dennoch scheitert das Vorhaben vielfach an der Beschaffung der dafür benötigten Daten vergleichbarer Objekte. Die folgenden Abschnitte sollen daher sämtliche, alternative Ermittlungsmethoden näher behandeln.

4.3.1. Ermittlung des internen Zinssatzes⁶³

Die Methode des internen Zinssatzes ist wie die Kapitalwertmethode ein eigenständiges Investitionsrechenverfahren.

Nach der ÖNORM B 1802 ist dieser Zinssatz definiert als derjenige, für den der Kapitalwert der Investition, also die Differenz der Barwerte aller Ausgaben und Einnahmen, gleich Null ergibt.

⁶² Anm.: So unterliegen zum Beispiel land- und forstwirtschaftliche Flächen oder Einfamilienwohnhäuser einem geringerem Risiko als gewerbliche genutzte Liegenschaften. Auch ist der Ansatz von der relativen Höhe der Mieten abhängig. So ist im Falle eines MRG geschützten Mietzinshauses von einer sehr geringen Mietausfallwagnis auszugehen, welche sich in einem niedrig angesetzten Zinssatz widerspiegeln muss.

⁶³ Vgl. Callsen-Bracker (Stand 08.03.2013)

Es wird bei dieser Herangehensweise zunächst die Annahme getroffen, dass der Kaufpreis dem Ertragswert entspricht. Aus den resultierenden Reinerträgen und Kaufpreisen von vergleichbaren Objekten wird dann das arithmetische Mittel der internen Zinssätze ermittelt.⁶⁴ Der Vorteil des internen Zinssatzes liegt in der zeitlichen und wertmäßigen Differenzierbarkeit von Zeitreihen. Weiters ist die Anschaulichkeit der Methode durch die verschiedenen Ermittlungsvarianten gegeben.

Problematisch ist es allerdings, Investitionen mit unterschiedlichen Anschaffungskosten oder Nutzungsdauern miteinander zu vergleichen. Zudem ist die Zurechenbarkeit und Ungewissheit der Zahlungsreihen als weiteres Problem anzusehen. In der Regel können fließende Zahlungen nicht in jedem Fall vollständig berechnet bzw. abgebildet werden. Deshalb sieht man in der Investitionstheorie von der Wahl dieser Zinssatz – Methode ab.⁶⁵

4.3.2. Ermittlung anhand des Branchenzinssatzes

Die Ermittlung des Zinssatzes durch vergleichbare Kauftransaktionen am Immobilienmarkt⁶⁶ reflektiert die Situation am besten und stellt daher die marktgerechteste Herangehensweise dar. Allerdings ist es in den meisten Fällen nicht einfach das entsprechende Datenmaterial über Transaktionen innerhalb eines Betrachtungszeitraums von zirka ein bis zwei Jahren am österreichischen Markt zu erhalten. Denn in Österreich gibt es im Vergleich zu Deutschland zurzeit keine gesetzliche Regelung für die Publizität und Transparenz solcher Daten.

Sollten dennoch ausreichend aktuelle Daten über Verkaufstransaktionen vorliegen, muss in einem weiteren Schritt die Art der Kaufpreise analysiert werden, um die Kapitalverzinsungen in späterer Folge miteinander vergleichen zu können.

Eine Analyse der Vergleichsobjekte rein auf Basis öffentlich zugänglicher Daten im Zuge der Einsichtnahme in die Kaufverträge, welche der Urkundensammlungen des Grundbuchs zu entnehmen sind, ist kaum möglich.

⁶⁴ Vgl. Kaufmann (2008): S. 44

⁶⁵ Vgl. Kleiber/Simon/Weyers (2002): S. 1460

⁶⁶ Vgl. LBG § 4

So können insbesondere im Zuge der Erhebung von Bruttoanfangsrenditen erhebliche Probleme auftreten. Denn unter Umständen ist der Urkunde nur der reine Kaufpreis samt allgemeinen Informationen zum Kaufgegenstand zu entnehmen. Sollte aber dem Vertrag eine aussagekräftige Vorschreibungsliste über die aktuellen Erträge zum Bewertungsstichtag beigelegt worden sein, kann die entsprechende Bruttoanfangsrendite ermittelt werden. Darüber hinaus sind sämtliche Nebenkosten bei einer Verkaufstransaktion, wie Maklerprovisionen, Vertragserrichtungs- und Beglaubigungskosten und Kreditgebühren nicht öffentlich zugänglich. Diese sind demnach nicht den Kaufverträgen, welche im Grundbuch hinterlegt sind, zu entnehmen. Auch die fehlende Information über die Bewirtschaftungskosten zum Zeitpunkt der Verwertung erschwert die Ermittlung der Nettoanfangsrendite.

Prinzipiell müssen für die Auswahl der geeigneten Kaufpreise, welche zur Ableitung von Liegenschaftszinssätzen herangezogen werden können, folgende Grundsätze gelten:

- Zuordnung gleichartig bebauter und genutzte Liegenschaften.
- Keine Beeinflussung des Kaufpreises bzw. der Ertragsverhältnisse bedingt durch ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse.
- Da der Liegenschaftszinssatz eine zeitabhängige Größe darstellt, muss der Kaufpreis aktuell und stichtagsbezogen sein.
- Notwendigkeit von Kenntnis über Grundstücke, Reinerträge und Restnutzungsdauer des Objekts.
- Nutzungstypische Grundstücksgrößen, da ein besonders hoher oder niedriger Bodenwert das Ergebnis verfälscht.
- Gleichartige Nutzung der Vergleichsobjekte, da bei Abweichung der Ertrag das Ergebnis verfälscht.⁶⁷

Die Ermittlung des kauffallbezogenen Liegenschaftszinssatzes erfolgt durch die Ableitung der Formel für das Ertragswertverfahren und kann für sämtliche Immobilien und Teilmärkte angewandt werden. Grundsätzlich sollten für diese Analyse die Transaktionen nicht älter als drei Jahre sein.

⁶⁷ Vgl. Kleiber/Simon/Weyers (2002): S. 1196 ff.

$$EW = \left(RE - BW * \frac{p}{100} \right) * V + BW$$

Umformuliert ergibt dies:

$$EW = RE * V + \frac{BW}{q^n} \quad \text{bzw.} \quad p = \left(\frac{RE}{KP} - \frac{q-1}{q^{n-1}} * \frac{KP-BW}{KP} \right) * 100$$

wobei $p_0 = \frac{RE}{KP} * 100$ darstellt.

EW	Ertragswert
RE	Reinertrag
KP	Kaufpreis +/- besondere objektspezifische Grundstücksmerkmale
BW	Bodenwert
n	Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen
V	Vervielfältiger
p	Liegenschaftszinssatz
q	$1 + \frac{p}{100}$

Die angeführte Formel zeigt, dass bei der Ermittlung von q bereits die Wahl eines entsprechenden Zinssatzes notwendig ist. Aus diesem Grund muss bei der Herleitung des Branchenzinssatzes ein iteratives Verfahren⁶⁸ erfolgen. Dieses sieht vor, dass für die erste Iteration (i = 1) ein Zinssatz mit einem genäherten Schätzwert p_0 zu ermitteln ist. Im zweiten Schritt (i = 2) muss das Ergebnis aus der ersten Iteration p_1 eingesetzt werden und so weiter bis mit der letzten Iteration berechneter Liegenschaftszinssatz für das betreffende Objekt angenommen werden kann:

Wenn $p_i - p_{i-1} < 0,0$ ergibt,

ist die erzielbare Genauigkeit erfüllt und für die Genauigkeit des kauffallbezogenen Kapitalisierungszinssatzes ausreichend. Der abgeleitete Kapitalisierungszinssatz ist im nächsten Schritt nach Gebäudealter und -art sowie Lage zu sortieren. Dadurch kann das arithmetische Mittel gebildet werden, wobei entsprechende Ausreißer zu überprüfen und ggf. zu eliminieren sind. Da das Ergebnis durch das arithmetische Mittel zumeist nicht aussagekräftig genug ist, kommt die lineare Regression zur Anwendung.

⁶⁸ Anm.: Wird angewandt, wenn das Ergebnis nicht in geschlossener Form berechnet werden kann.

Die lineare Regression beschäftigt sich mit der Quantifizierung von Abhängigkeiten zwischen metrisch skalierten Variablen mit dem Ziel eine lineare Funktion zu finden, welche die Abhängigkeiten einer Variablen (Bsp. Kapitalisierungszinssatz) von einer oder mehreren unabhängigen Variablen bestimmt. Im Zuge der Regressionsanalyse werden Annahmen über die Gültigkeit von Kausalbeziehungen getroffen. Es geht bei diesem Ermittlungsverfahren im Wesentlichen neben der Bestimmung des Einflusses einer Variablen (= Regressionskoeffizienten) auch um die Ermittlung der Stärke des Zusammenhangs zwischen einer abhängigen und einer bzw. mehreren unabhängigen Variablen (= Bestimmtheitsmaß). So gilt für die Grundgesamtheit die Annahme, dass ein linearer Zusammenhang zwischen der abhängigen und unabhängigen Variablen besteht, wobei der Zusammenhang additiv von einer Zufallsvariablen überlagert wird.⁶⁹

Eine These im Zusammenhang mit der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes könnten nun folgendermaßen lauten:

„Der Kapitalisierungszinssatz ist abhängig vom Mietenniveau und der Höhe der Staatsanleihenrenditen ist.“

Das dazugehörige Regressionsmodell für die Grundgesamtheit würde folgendermaßen lauten:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{1,i} + \beta_2 x_{2,i} + \varepsilon_i$$

y_i	Kapitalisierungszinssatz
$x_{1,i}$	Mietenniveau
$x_{2,i}$	Staatsanleihenrendite
ε_i	Zufallsvariable

Diese empirische Zusammenhangsanalyse ist ein weit verbreitetes Verfahren, das es ermöglicht, die einzelnen Einflüsse im Zuge der Ermittlung eines Kapitalisierungszinssatzes messbar zu machen. Bei kleinen Teilmärkten besteht jedoch, wie es bei Gewerbe- und Industrieobjekten der Fall ist, oft die Problematik bei der Generierung eines aussagekräftigen Datensatzes. Trotz aufwendiger Rechercheergebnisse ist es durch die geringe Anzahl an Kauftransaktionen von Fachmarktzentren am österreichischen Immobilienmarkt innerhalb der vergangenen drei Jahre nicht möglich gewesen einen aussagekräftigen Datensatz zu sammeln. Deswegen kann das

⁶⁹ Vgl. Schantl (2012): S. 32

vorliegende Material an dieser Stelle keinen komplexen statistisch-mathematischen Modellen unterzogen werden. Demzufolge muss bei einer unzureichenden Anzahl an (generierten) Transaktionen, wie es an Teilmärkten oftmals der Fall ist, von dieser Ermittlungsmethode Abstand genommen werden.

4.3.3. Ermittlung aus dem Kapitalmarkt

Diese Methode wird i.d.R. dann herangezogen, wenn keine andere Möglichkeit für die Ableitung eines Liegenschaftszinssatzes aus dem Immobilienmarkt möglich ist.

Die Ableitung eines Liegenschaftszinssatzes unter Berücksichtigung der Besonderheiten der Realinvestitionen erfolgt durch die Feststellung des Basiszinssatzes, welcher durch die längerfristige Entwicklung der inflationsbereinigten Rendite festverzinslicher Wertpapier eruiert wird.⁷⁰

Grund dafür ist die weitaus geringere Verzinsung bei Immobilien im Verhältnis zu anderen Kapitalanlagen. Denn gegenüber dem Geldvermögen sind Immobilien durch ihren wertbeständigeren Sachwert (Grund und Boden) sichere Anlagen, weswegen Eigentümer auch wesentlich geringere Verzinsungen in Kauf nehmen. Auch unterliegt der Liegenschaftszinssatz geringeren Schwankungen als im Falle des Kapitalmarkts. Dieser ist von inneren und äußeren Einflüssen, wie die Inflationsrate, Konjunkturlagen, Währungskurse etc., abhängig. Zusammenfassend bedeutet dies also, dass sich in diesem Zinssatz ausschließlich das Risiko des Kapitalmarkts widerspiegelt.

Prinzipiell besteht aber zwischen dem Liegenschaftszinssatz und dem Kapitalmarktzins eine gewisse Abhängigkeit. Daher lässt sich der Liegenschaftszinssatz auch als immobilienpezifischer Kapitalmarktzinssatz definieren. Dieser Kapitalmarktzins definiert sich durch immobilienpezifische Besonderheiten, wie durch das mit der Immobilie verbundene Risiko, die zu erwartende Geldentwertung, aber auch durch die zu erwartenden Entwicklungen der Einnahmen. Daher müssen im gewählten

⁷⁰ Vgl. ÖNORM B 1802

Liegenschaftszinssatz sämtliche wertrelevanten Strukturmerkmale der Immobilie, das Branchenrisiko sowie auch das allgemeine Marktgeschehen miteinfließen.

Der Gesetzgeber schreibt als Basiszinssatz für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes die festverzinsten Wertpapiere vor. Hierzu wird in Österreich in der Regel die von der Österreichischen Nationalbank veröffentlichte Sekundärmarktrendite, welche laufend publiziert wird, herangezogen.⁷¹

Der Realzins gibt die reale Wertveränderung eines Vermögensgegenstandes an. Dabei wird neben der in Währung ausgedrückten Nominalverzinsung auch die Wertänderung der Währung durch Inflation oder Deflation berücksichtigt. Gemäß der Irving Fisher'schen Formel lässt sich der Realzins folgendermaßen errechnen:

$$r = \left(\frac{1 + \frac{n}{100}}{1 + \frac{i}{100}} - 1 \right) \times 100$$

r = Realzins (in %)

n = Nominalzins (in %)

i = Inflation (in %)

Das Berechnungsschema des Kapitalisierungszinssatzes lässt sich folgendermaßen abbilden:

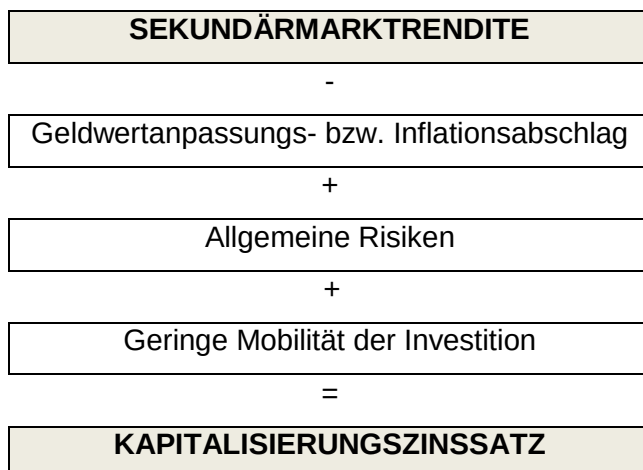


Abb. 8 - Ableitungsschema aus Sekundärmarktrendite⁷²

⁷¹ Vgl. Bienert/Funk (2009): S. 364

⁷² Kaufmann (2008): S. 4

Da der Liegenschaftszinssatz das Normalverhältnis abbilden soll, ist darüber hinaus bei der Ableitung möglichst darauf zu achten, dass nur Kaufpreise von Grundstücken miteinbezogen werden, welche keine besonderen objektspezifischen Grundstücksmerkmale aufweisen. Sollte es dennoch nicht anders zu vermeiden sein, so ist es notwendig durch angemessene Zu- und Abschläge den Wert zu korrigieren.⁷³ Folgende wertkorrigierende Aspekte sind demnach hier in Betracht zu ziehen:

Zuschläge vom Referenzzinssatz (empfohlen 0,5 bis 1,5% in Summe max.):

- Sehr gute Lage,
- Besonders geringes wirtschaftliches Risiko,
- Steigende Nachfrage und folgebedingt konstante Wertsteigerung,
- Wachsender Markt,
- Zunehmendes Wirtschaftswachstum,
- Optimale Objektstruktur,
- Gute Drittverwertungsmöglichkeit,
- Geringes Ausfallswagnis,
- Gute Vermietbarkeit.

Abschläge zum Referenzzinssatz (empfohlen 0,5 bis 1,5% in Summe max.):

- Sehr schlechte Lage,
- Besonders hohes wirtschaftliches Risiko,
- Abnehmende Nachfrage und folgebedingt konstante Wertminderung,
- Abnehmendes Wirtschaftswachstum,
- Modernisierungsbedarf,
- Geringe Drittverwendungsmöglichkeit,
- Hohes Ausfallswagnis,
- Schlechte Vermietbarkeit.

Eine genaue Auswertung hinsichtlich der Sekundärmarkttrendite für den Zeitraum 1980 bis 2012 ergibt kumuliert folgendes Bild:

⁷³ Vgl. Jäger (2011): S. 1 ff.

Jahr	Sekundär- marktrendite	VPI (1976=100)	Inflation
1980	9,07	120,5	6,4
1983	8,15	140,2	3,3
2000	5,36	213,9	2,3
2003	3,43	226,6	1,4
2010	2,48	259,0	1,8
2012	1,49	274,1	2,5

Mittelwert							Realzinssatz
30 Jahre	1983-2012	✓	5,42	✓	205,5	2,4	
20 Jahre	1993-2012	✓	4,25	✓	227,8	2,0	
10 Jahre	2003-2012	✓	3,19	✓	248,8	2,1	
5 Jahre	2008-2012	✓	2,82	✓	261,6	2,3	

Quelle: OeNb, Eigene Darstellung

Abb. 9 – Sekundärmarktrendite⁷⁴

Auf Basis der Sekundärmarktrendite und den eingangs definierten Zu- und Abschlägen die im Ermittlungsverfahren herangezogen werden können, wurde folgendes Schema für die Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes für Einkaufs- und Fachmarktzentren entwickelt:

Geschäftsliegenschaft Einkaufszentren	hochwertig		sehr gut		gut		mäßig	
	von	bis	von	bis	von	bis	von	bis
risikoloser Realzins (20 J.)	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
2,0 bis 4,25% Allg. Risiko	2,00%	2,50%	2,50%	2,75%	3,00%	3,30%	3,50%	4,25%
1,0 bis 3,5% Mobilität	1,00%	1,25%	1,30%	1,60%	1,70%	2,00%	2,25%	3,50%
ggf. weitere Risiken *)	0,00%	0,50%	0,00%	0,50%	0,00%	0,50%	0,00%	0,50%
Kapitalisierungszinssatz	5,20%	5,95%	6,00%	6,55%	6,90%	7,50%	7,95%	9,95%
*) bei Fachmarktzentren bis zu plus 0,5-1,0%								
Quelle: Mag. Schulcz, eigene Darstellung								

Abb. 10 – Ermittlungsschema aus Sekundärmarktrendite

Als Lagekriterien wurden Parameter gemäß Kapitel Liegenschaftsklassifizierung angeführt. Die dargestellten Zu- und Abschlägen vom Referenzzinssatz basieren auf der zuvor angeführten Übersicht. Im Detail wurde eine 4-stufige Lageskalierung erstellt und folgendermaßen definiert:

⁷⁴ Österreichische Nationalbank

Hochwertig

- hochwertige, repräsentative Lagen in den Zentren von Großstädten/ Landeshauptstädten und mit überregionaler wirtschaftlicher Bedeutung,
- Lagen am Rande der Städte mit sehr guter Verkehrsanbindung.

Sehr Gut

- Sehr Gute Lagen in den Zentren oder zentrumsnahen Randlagen von Großstädten/ Landeshauptstädten und mit überregionaler wirtschaftlicher Bedeutung,
- Lagen im Nahbereich derartiger Städte in guter Verkehrslage,
- Sehr gute Lagen im Zentrum von Kleinstädten.

Gut

- Gute Lagen in Großstädten/ Landeshauptstädten bzw. gute bis mittlere Lage in Bezirkshauptstädten,
- Gute Lagen in Kleinstädten und Märkten mit wirtschaftlicher Bedeutung.

Mäßig

- Mäßig bis schlechte Lagen in allen Städten,
- Mittlere Lagen in Kleinstädten und Märkten.

4.3.4. Anerkannte Veröffentlichungen von Richtwerten

Nachdem nicht immer ausreichend Marktdaten zur Verfügung stehen, wird oft auch auf die Empfehlungen der Fachverbände für Liegenschaftsschätzungen als Hilfestellung zurückgegriffen⁷⁵. In Österreich werden diese durch den „Hauptverband der allgemein beeideten und gerichtlich zertifizierten Sachverständigen Österreichs“ in der Fachzeitschrift „Sachverständige“ veröffentlicht. Diese Empfehlungen werden i.d.R. nach Liegenschaftstypus

⁷⁵ Anm.: Regelmäßig veröffentlichte Marktdaten über Immobilientransaktionen durch Makler- oder Bewertungsunternehmen sind für die Ableitung des Liegenschaftszinssatzes nur beschränkt möglich, da diese beinahe ausschließlich Renditen bzw. Yields wiedergeben. Deren Ermittlungsansatz ist zumeist nicht bekannt.

und einer viertstufigen Lageskalierung dargestellt. Die letztveröffentlichte Empfehlung stammt aus dem Heft 3/ 2013 und stellt sich wie folgt dar:

LIEGENSCHAFTSART	LAGE			
	hochwertig	sehr gut	gut	mäßig
Wohnliegenschaft	1,5 - 3,5 %	2,0 - 4,0 %	3,0 - 5,0 %	3,5 - 5,5 %
Büroliegenschaft	3,0 - 5,5 %	4,0 - 6,0 %	4,5 - 6,5 %	5,0 - 7,0 %
Geschäftsliegenschaft	4,0 - 6,0 %	4,5 - 6,5 %	5,0 - 7,0 %	5,5 - 7,5 %
Einkaufszentrale, Supermarkt	4,5 - 7,5 %	5,0 - 8,0 %	5,5 - 8,5 %	6,0 - 9,0 %
Gewerblich genutzte Objekte	5,5 - 8,5 %	6,0 - 9,0 %	6,5 - 9,5 %	7,0 - 10,0 %
Industriliegenschaft	5,5 - 9,5 %	6,0 - 10,0 %	6,5 - 10,5 %	7,0 - 11,0 %
Land- und Forstwirtschaft	-	2,0 - 4,0 %	-	-

Abb. 11 - Empfohlene Kapitalisierungszinssätze⁷⁶

Vereinfacht lassen sich Liegenschaftszinssätze gegliedert nach Nutzungsarten auch folgendermaßen abbilden:

Liegenschaftsart	Zinssatz
Land- u. Forstwirtschaftliche Flächen	± 2,0 %
Mietwohnhäuser nach MRG Vollanwendung	≥ 2,0 %
Einfamilienwohnhäuser	2,5 – 3,5 %
Büro- u. Geschäftshäuser	4,5 – 5,5 %
Kaufhäuser, Einkaufszentren, SB-Märkte	6,0 – 7,5 %
Industrielliegenschaften	6,0 – 8,5 %

Abb. 12 - Zinssätze nach Liegenschaftsarten⁷⁷

Diese Empfehlungen dürfen gem. ÖNORM B 1802 Abs. 5.3.4.3. nicht unreflektiert übernommen werden, sondern stellen lediglich eine Richtgröße dar. Es liegt in der Verantwortung des Sachverständigen, diese an die bewertungsrelevante Liegenschaft und an die vorherrschende Marktsituation anzupassen. Folgende Punkte sind demnach besonders zu berücksichtigen:

- Konjunkturbedinge Schwankungen der relevanten Liegenschaftspreise,
- Berücksichtigung der Inflationsrate und der langfristigen Entwicklung der Sekundärmarkttrendite,

⁷⁶ Sachverständige (2013): S. 138

⁷⁷ Kranewitter (2010): S. 94 ff.

- Branchenbedingte Unterschiede zwischen Privat-, Gewerbe-, und Industrieliegenschaften,
- Vorherrschende Marktlage und Trend.

Bei einer Mischnutzung einer Immobilie wird der Liegenschaftszinssatz unter Berücksichtigung der vorliegenden Reinerträge durch Gewichtung der Mittelwerte der veröffentlichten Richtwerte ermittelt.

Allerdings stellen die Reihen an empfohlenen Zinssätzen Schwankungen von bis zu 100% innerhalb einer Immobiliengattung und einer Lagequalität dar, welche sich auf den zu ermittelnden Ertragswert signifikant auswirken können. So führt ein 50% höherer Liegenschaftszins unter der Annahme einer ewigen Rente zu einer Verdoppelung des Ertragswertes.⁷⁸

Darüber hinaus stellt sich die Frage, welcher Prozentsatz innerhalb der angegebenen Bandbreiten passend ist, was den Sachverständigen vor ein weiteres großes Probleme stellt. Ein Lösungsansatz ist in diesem Falle von dem niedrigsten Zinssatz auszugehen und mit entsprechenden prozentuellen Risikozuschlägen zu arbeiten. Eine plausible Begründung für die gewählten Zuschläge ist allerdings oft schwer. Die vorgeschlagene Bandbreite an Liegenschaftszinssätze einer Immobilienart kann auch unterschritten werden, wenn es sich um eine ertragsarme Liegenschaft handelt. Ein ertragsarmes Mietzinshaus mit ausschließlich Kategorie A Wohnungen (Vollanwendungsbereich im MRG) ist hier beispielsweise anzuführen. In diesem Falle ist die Wahl der vorgegebenen Zinsspanne ungeeignet. Der Investor hat hier in jedem Fall das entsprechende Potenzial einer Wertsteigerung einzupreisen.⁷⁹

Dementsprechend ist eine nachvollziehbare und plausible Herleitung des Liegenschaftszinses unumgänglich. Denn das unreflektierte Heranziehen eines Mittelwerts der empfohlenen Bandbreite an Zinssätzen kann sehr wahrscheinlich zu einem verfälschten Ergebnis führen.

4.4. Fazit

⁷⁸ Vgl. Edlauer/Muhr/Reinberg (2012): S. 170 ff.

⁷⁹ Vgl. Ebd.

In den vergangenen Jahren hat sich insbesondere die Ableitung aus dem Kapitalmarktzinssatzes alternativ sicherer Veranlagungsformen methodologisch etabliert. Im Gegensatz dazu fand unter anderem die Ermittlung des internen Zinssatzes bzw. des Branchenzinssatzes bei der Bewertung von Ertragsimmobilien keinen Anklang in der Branche.⁸⁰

Der kritische Betrachter stellt sich dennoch die Frage, warum die verlautbarten Prozentwerte sich über die Jahre gesehen kaum veränderten, obwohl die Anfangsrendite am Immobilienmarkt im direkten Zusammenhang mit den Hypothekarzinsen am Finanzmarkt steht.

Wie bereits im vorangegangenen Kapitel behandelt, kann der Zinssatz zur Plausibilisierung bzw. zur Ermittlung retrograd aus erhobenen Bruttoanfangsrenditen vergleichbarer Objekte dargestellt werden. Diese Vergleichswerte können aus öffentlich zugänglichen Quellen zeitlich naher Transaktionen ermittelt werden, wobei auch hier eine Begründung des gewählten Zinssatzes formuliert werden muss.

„Der Liegenschaftszinssatz ist nur mehr als Rechengröße im Ertragswertverfahren zu verstehen und tritt somit hinter die dominierende Bruttoanfangsrendite.“⁸¹

Jedoch besteht bei kleinen Teilmärkten, wie die bei Gewerbe- und Industrieobjekten, oft die Problematik der Generierung eines aussagekräftigen Datensatzes für ein derartiges Ermittlungsverfahren. Zudem muss an dieser Stelle erneut hervorgehoben werden, dass häufig auf Grund fehlender Transparenz auf die übrigen Herangehensweisen zurückgegriffen werden muss.

⁸⁰ Vgl. Edlauer/Muhr/Reinberg (2012): S. 174

⁸¹ Ebd.

5. Rendite

Im folgenden Abschnitt sollen die Risiken vor dem Hintergrund einer Nachhaltigkeit von Zahlungsströmen und der Marktgängigkeit sowie den damit verbunden Renditen näher beleuchtete werden.

Grundsätzliche drückt die Rendite den jährlichen Gesamterfolg einer Kapital- bzw. Geldanlage in Prozent aus. Daher besteht, wie bereits näher erläutert, ein direkter Zusammenhang zwischen dem Risiko und dem Ertrag (sog. „Return“ aus Mieten/Pachten). Dies umfasst neben den liegenschaftsbezogenen Risikoparametern (Lage, Nutzungsart, Alter, Zustand, udgl.) darüber hinaus im internationalen Bereich eine weitere Bandbreite an Punkten, die hier mit berücksichtigt werden müssen. So müssen unter anderem auch das jeweilige Länderrating, das Wirtschaftswachstum, die politische Sicherheit des Landes, die Rechtssicherheit, die Arbeitslosigkeit und die Bevölkerungsstruktur sowie die Inflation, die Kaufkraft und vieles mehr miteinbezogen werden.⁸²

Um eine möglichst genaue Einschätzung über den zukünftigen Wert einer Immobilie abzugeben, müssen daher prinzipiell folgende Umstände umrissen werden:

- Analyse der Wirtschaftsentwicklung und Prüfung sozioökonomischer Muster, der demographischen Entwicklung, der Arbeitslosenquote und der künftigen Wettbewerbssituation.
- Analyse der Marktentwicklungen hinsichtlich der Erträge und sämtlicher Kosten, der Leerstandsrate, der Konjunkturzyklen sowie makro- und mikroökonomischer Indikatoren.

⁸² Vgl. Bienert/Funk (2009): S. 485 ff.

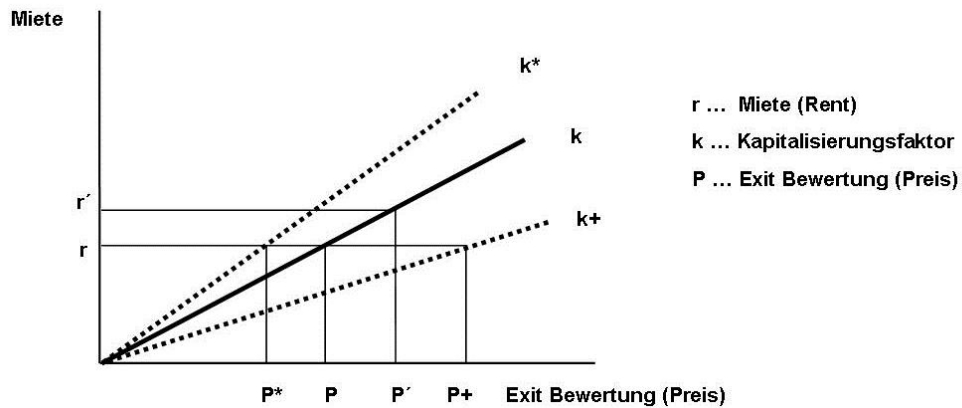


Abb. 13 - Anlageobjekt⁸³

Die punktierten Linien simulieren die zukünftige Bewertung bei steigendem (k^*) beziehungsweise fallenden (k_+) Zinsen, da diese einen wesentlichen Einfluss auf den zukünftigen Cash Flow haben.

Der Wert einer Immobilie zum Bewertungsstichtag kann anhand unten angeführter Formel abgeleitet werden.

$$P_t = \frac{l_t}{k_t}$$

P_t	Exit Bewertung
t	Zeitpunkt
l_t	Jahresrohertrag
k_t	Kapitalisierungsfaktor

Zusammenfassend drückt die Rendite den Grad an Rentabilität des investierten Kapitals aus, wobei der Maßstab der Gewinn bzw. die Verzinsung des durchschnittlich gebunden Kapitals ist. Somit soll das Verhältnis des Gewinns zum eingesetzten Kapital beschrieben werden. Je höher also die Rendite, desto größer ist das Risiko. Durch die explizite bzw. implizite Berücksichtigung des Risikogehalts und dem damit verbundenen Wachstum der Investition ergeben sich unterschiedliche Ansätze eine Rendite zu ermitteln. Am Immobilienmarkt spricht man i.d.R. immer über Anfangsrenditen.

⁸³ Ball (1999): S. 26

5.1. Anfangsrenditen

Wie bereits dargestellt werden bei den Anfangsrenditen die ersten bzw. aktuellen Zahlungsflüsse berücksichtigt. Allfällig Veränderungen zu einem späteren Zeitpunkt werden in diesem Fall außer Acht gelassen. Die zwei Darstellungsmöglichkeiten sollen daher nachstehend näher beleuchtet werden.

Bruttoanfangsrendite

Die Bruttoanfangsrendite bezeichnet die Gesamtkapitalverzinsung, die das Verhältnis der aktuellen Mieteinnahmen, unter Berücksichtigung fiktiver Mieten für leerstehende Bestandsobjekte, zum Kaufpreis einer Immobilie darstellt. Sie reflektieren eine Kenngröße eines Investors bei entwickelten Immobilien.

$$\text{Brutto – Anfangsrendite} = \frac{\text{Jahresrohertrag}}{\text{Kaufpreis}}$$

Zusammenfassend wird der Bezug zum Jahresrohertrag einer Liegenschaft hergestellt.

Nettoanfangsrendite

Der Begriff kann unterschiedlich ausgelegt werden. Prinzipiell entspricht die Nettoanfangsrendite der Gesamtkapitalverzinsung auf der Basis des Jahresreinertrags. Überwiegend werden bei der Ermittlung der Nettoanfangsrendite im Immobilienbereich sämtliche nicht umlagefähigen Bewirtschaftungskosten einer Immobilie sowie Kaufnebenkosten miteinbezogen. Der Jahresreinertrag, also Mieteinnahmen abzüglich nicht umlagefähiger Bewirtschaftungskosten des ersten Jahres, werden dem Gesamtkaufpreis, welcher sich aus dem Nettokaufpreis zuzüglich üblicher Nebenkosten zusammensetzt, gegenübergestellt. Als übliche Nebenkosten gelten Grunderwerbssteuer, Grundbucheintragung, Notar- und Gutachterkosten sowie Maklergebühren in der Höhe von insgesamt rund 10%.

$$\text{Netto – Anfangsrendite} = \frac{\text{Jahresreinertrag}}{\text{Kaufpreis} + \text{Transaktionskosten}}$$

Da aber für die Berechnung von Nettorenditen detaillierte Informationen zu den jeweiligen Objekten von Nöten sind, werden überwiegend Bruttorenditen als Kenngröße zur Beurteilung von Investitionen herangezogen. Dennoch eignet sich die Nettoanfangsrendite als entscheidungsrelevante Größe bei Verkaufstransaktionen, da sie „nicht in Bezug auf den aktuellen Verkehrswert und den zu erwartenden Verkaufspreis in Bezug gesetzt wird, sondern auf die Summe“⁸⁴ des einzusetzenden Gesamtkapitals abzielt.

"Die Nettoanfangsrendite darf nicht mit der von Investoren erwartete Verzinsungen ihres investierten Kapitals verwechselt werden, sie drückt lediglich eine Relation zwischen aktuellem Mietniveau und aktuellem Immobilienwert aus".⁸⁵

In der Praxis und der facheinschlägigen Literatur gibt es viele unterschiedliche Ansätze und Definitionen zum Renditebegriff, weshalb oftmals ein Vergleich aus vermarktungsorientierten Publikationen schwierig wird. Das nachstehende Beispiel soll dies bei gleich gewählten Ausgangswerten besser veranschaulichen.

⁸⁴ Edlauer/Muhr/Reinberg (2012): S. 173

⁸⁵ Vgl. Wüstefeld (2000): S. 99

5.1.1. Anwendungsbeispiel

FMZ in guter Lage

Monatsrohertrag	21.000
tatsächliche Mieten	17.000
fiktive Mieten ¹	4.000
Sanierungskosten	20.000
Kaufnebenkosten	10%
¹ nach Sanierung	

Ertragswertverfahren

Mieteinnahmen	tatsächlich		€ 204.000
	fiktiv		€ 48.000
Jahresrohertrag			€ 252.000
- Bewirtschaftungskosten	20,6%		€ 52.000
Jahresreinertrag			€ 200.000
x Kapitalisierung	7,50%	30 Jahre	11,8104
Ertragswert			€ 2.362.077
- Sanierung			€ 20.000
+ abgezinster Bodenwert		30 Jahre	€ 84.000
Verkehrswert der Liegenschaft			€ 2.426.077
+ Kaufnebenkosten	10%		€ 242.608
Kaufpreis der Liegenschaft			€ 2.668.685

Leitet man nun unreflektiert die gesuchte Bruttoanfangsrendite aus einem Kaufvertrag, der in der Urkundensammlung des Grundbuchs hinterlegt ist, ab, zeigt sich folgendes Bild.

Mieteinnahmen tatsächlich (p.a.)	€ 204.000
/ Kaufpreis (inkl. NK)	€ 2.668.685
Bruttoanfangsrendite	7,64%

Im oben angeführten Beispiel sieht man, dass weder die fiktiven Mieteinnahmen noch die Kaufnebenkosten in der Kalkulation berücksichtigt wurden. Dadurch kommt es zu einem verfälschten Ergebnis.

Ohne Berücksichtigung der Kaufnebenkosten und anfallenden Sanierungskosten zeichnet sich folgendes Bild ab.

Jahresrohertrag	€ 252.000
/ Verkehrswert (inkl. Sanierung)	€ 2.446.077
Bruttoanfangsrendite	10,30%

Vernachlässigt man die angesetzten Sanierungskosten, rechnet aber dennoch mit entsprechenden fiktiven Mieten, ändert sich das Ergebnis der Bruttoanfangsrendite folgendermaßen:

Jahresrohertrag	€ 252.000
/ Kaufpreis (inkl. NK, abzgl. Sanierung)	€ 2.668.685
Bruttoanfangsrendite	9,44%

Sollten alle relevanten Informationen zur Ermittlung der Nettoanfangsrendite vorliegen, errechnet sich unter der Bezugnahme der vorliegenden Kaufnebenkosten und Kosten der anstehenden Sanierungsmaßnahmen wie unten nachstehend dargestellt.

Jahresreinertrag	€ 200.000
/ Kaufpreis (inkl. NK+Sanierung)	€ 2.668.685
Bruttoanfangsrendite	7,49%

Zusammenfassend kann man sagen, dass zur Plausibilisierung einer Rendite durchaus auf Quellen zeitlich naher Transaktionen zurückgegriffen werden kann, sofern die Objekte mit dem gegenständlichen Objekt in Lage und Nutzung vergleichbar sind und ausreichend Detailinformationen vorliegen. Diese Werte dienen unter der Anwendung des Verfahrens gem. § 5 LBG zur Ermittlung der Bruttoanfangsrendite der bewertungsrelevanten Liegenschaft. Denn der Liegenschaftszinssatz sollte retrograd so angepasst werden, dass die vergleichend ermittelte Bruttoanfangsrendite des Bewertungsgegenstandes erreicht bzw. angenähert wird.⁸⁶ Selbstverständlich muss auch in diesem Fall die Wahl des gewählten Liegenschaftszinssatzes auf Basis ermittelter Vergleichsobjekte plausibel begründet werden können.

⁸⁶ Vgl. Edlauer/Muhr/Reinberg (2012): S. 174

5.2. All Risk Yield

Im Zuge der Ermittlung des Marktwertes einer ertragsorientierten Immobilie, wird neben dem klassischen Ertragswertverfahren speziell bei internationalen Investoren auch der Bewertungsansatz der Investment Methode (= internationalen Ertragswertverfahrens) herangezogen. Bei diesem internationalen Ansatz kommt als Vervielfältiger die sog. All Risk Yield (ARY) zum Tragen.

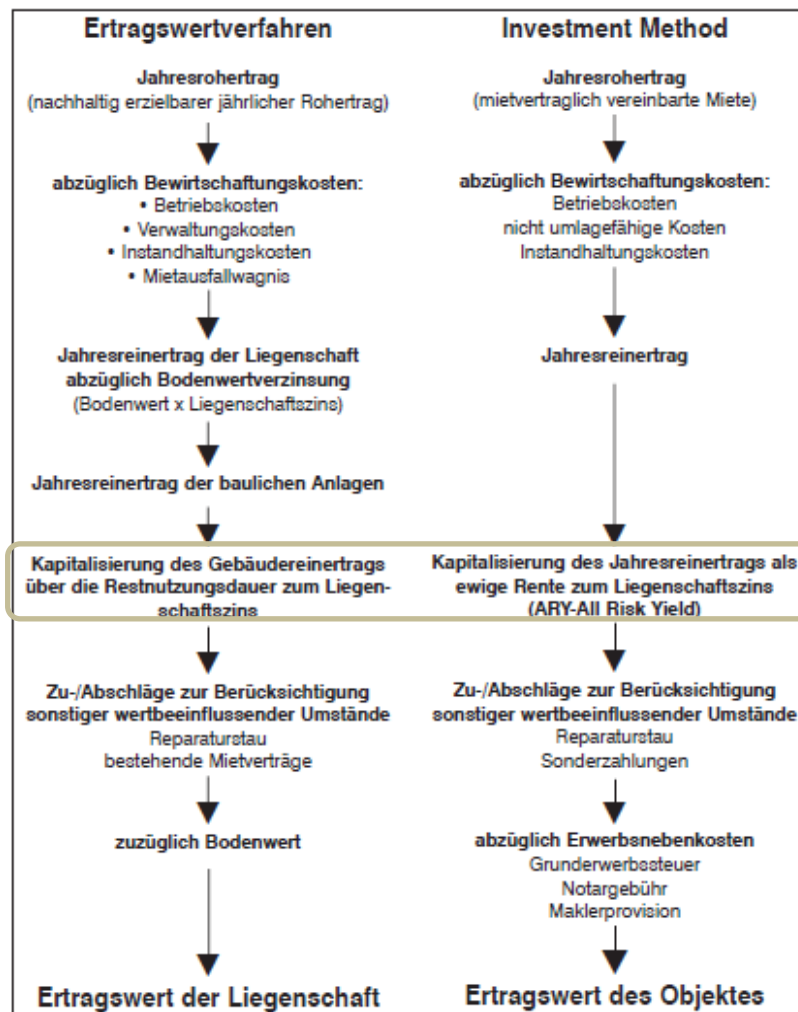


Abb. 14 - Nationales und internationales Ertragswertverfahren⁸⁷

In Großbritannien existiert für die Gesamtkapitalverzinsung der Begriff der All Risk Yield (ARY). In den Vereinigten Staaten von Amerika sind hingegen die

⁸⁷ Sachverständige (2003): S. 82

Bezeichnungen „Over-all Capitalization Rate“ (OAR) gebräuchlich. Alle Begriffe bezeichnen allerdings denselben Wert.⁸⁸

Die ARY setzt sich aus einer Basisrendite zuzüglich etwaiger Risikozuschläge und -abschläge zusammen. Dadurch wird nicht nur das Marktgeschehen am Immobilienmarkt berücksichtigt, sondern auch eine Opportunitätsbetrachtung des Kapitalmarkts mit Hypothekenkonditionen und Renditen für Staatsanleihen miteinkalkuliert. Der Risikofaktor wird hier durch den Vergleich mit anderen Transaktionen am Immobilienmarkt ermittelt. Eine weitere Möglichkeit bei der Ermittlung der ARY ist es, sämtliche Immobilienmarktdaten als Bestimmungsfaktor heranzuziehen.⁸⁹ Man sieht schon, dass auch die ARY mit einer ähnlichen Problematik wie der Kapitalisierungsfaktor zu kämpfen hat.

Die Marktmiete ist eine der entscheidenden Größen mit der institutionelle Investoren den Wert eines Gebäudes bewerten. So kann wahlweise der Jahresrohertrag mit einem Kapitalisierungsfaktor um sein x-faches multipliziert oder mittels der internationalen Methode durch die Rendite (Kehrwert des Kapitalisierungsfaktors) dividiert werden. Nachstehendes Beispiel soll dies näher veranschaulichen:

	Jährliche Mieteinnahmen	Kapitalisierung	Bewertung
V.1.	€ 252.000	11 (Faktor)	€ 2.668.685
V.2.	€ 252.000	9,44%	€ 2.668.685

Abb. 15 - All Risk Yield

Kennwerte wie ein Mietsteigerungspotenzial, eine Mietausfallswagnis, ein Investitionsrisiko und die Standortgunst werden im Zuge der Ermittlung eines geeigneten Faktors auch bei der Investment Methode berücksichtigt.

⁸⁸ Vgl. Schulte (1998): S. 423

⁸⁹ Vgl. Moll-Amrein (2009): S. 113

5.3. Kapitalisierungszinssatz gleich All Risk Yield?

Wie bereits im vorangehenden Kapitel behandelt, ist auch im Rahmen der Investment Methode die Kapitalisierung mittels der All Risk Yield (ARY) marktorientiert ausgerichtet und berücksichtigt bereits objektspezifische Faktoren, wie ein allfälliges Mietsteigerungspotenzial, Mietausfallwagnis, Investitionsrisiko oder die Standortgunst des zu bewertenden Objekts. Folglich besteht zwischen der Investment Methode (=internationales Ertragswertverfahren) und dem klassischen Ertragswertverfahren rein finanzmathematisch kein bedeutender Unterschied, sofern der Zinssatz aus realisierten Kaufpreisen gewonnen wird. Allerdings werden in der Praxis oft die einzelnen, oben angeführten Faktoren im Renditezinssatz risikoloser Anlagen als Investitionsrisiko zunächst außer Acht gelassen und in einem späteren Schritt wieder der Rechengröße hinzugefügt.⁹⁰

Einzig die methodischen Vorgehensweise, welches in der nachstehenden Grafik verdeutlicht wird, ist als Unterscheidungskriterium feststellbar. Die nachstehende Abbildung verdeutlicht nochmals sämtliche Gemeinsamkeiten sowie Unterscheidungskriterien der zwei Ermittlungsverfahren.

	Ertragswertverfahren	Investment Methode
Wertermittlung	durch Kapitalisierung der Erträge der Immobilie	
Abzinsung der Erträge	Kapitalisierungszinssatz	All Risk Yield
Art der Kapitalisierung	Restnutzungsdauer	Ewige Rente

Abb. 16 - Ertragswertverfahren vs. Investment Methode⁹¹

Es mag für den Anwender verwunderlich sein, dass im angloamerikanischen Raum im Zuge der Immobilienbewertung die ewige Rente berücksichtigt wird, obwohl die meisten Investments eine sehr viel kürzere Lebensdauer aufweisen. Die Annahme einer ewigen Rente kommt in der Investment Methode nur insofern sachgerecht zur Anwendung, sofern keine wesentlichen Veränderungen des Immobilien- und Kapitalmarkts bei Überschüssen und sonstige Risikofaktoren auftreten. Ansonsten muss man von einer eingeschränkten Objektivierung ausgehen.

⁹⁰ Habath (2009)

⁹¹ Brauer (2010): S. 495

Die Investment Methode und das klassische Ertragswertverfahren nähern sich bei der Betrachtung von sehr langen Restnutzungsdauern einander an, wobei man hier von über 50 Jahren ausgeht. Bei einer ausreichend langen Restnutzungsdauer, also 100 Jahre und mehr, bestimmt sich der Liegenschaftszinssatz aus dem Verhältnis von Reinertrag und Ertragswert und entspricht somit der britischen ARY. Als Voraussetzung gilt hier die Anwendung von marktkonformen Mieten. Es lässt sich daher festhalten, dass der Unterschied der zwei Bewertungsmethoden bei langen Restnutzungsdauern aufgehoben ist.⁹²

Vor dem Hintergrund, dass die All Risk Yield mehr oder weniger dem Liegenschaftszinssatz entspricht, werden nun alle ermittelten Zinssätze und die Empfehlungen aus der Literatur mit den Renditen aus tatsächlichen Verkaufstransaktionen gegenübergestellt. Obwohl die Gesamtnutzungsdauer von Fachmarktzentren in der Regel zwischen 30 bis maximal 40 Jahren beträgt, wird eine annähernd ähnliche Bandbreite an Zinssätzen vermutet. Doch zunächst wird die österreichische Fachmarktlandschaft anhand der aktuellen Studie von Standort und Markt (S+M) aus 2012/13 näher beschrieben.

⁹² Vgl. Schulte (2008): S. 515 ff.

6. Gegenüberstellung mit Marktdaten

In den österreichischen Fachmarkttagglomerationen (FMA) gibt es gemäß der aktuellen Studie von Standort und Markt (S+M) aus 2012/13 knapp 3.600 Fachmärkte, die auf insgesamt aktuell 240 Fachmarkttagglomerationen verteilt sind. Davon sind mehr als die Hälfte ab dem Jahr 2000 entstanden.

Hinsichtlich der Verkaufsfläche weisen rund 70 % der Fachmärkte eine Größe von weniger als 5.000 Quadratmetern auf. Sie erfüllen die Funktion des täglichen und mittelfristigen Bedarfs und verfügen neben einem Supermarkt i.d.R. über ein Drogerie-, ein Bekleidungs- und/oder Schuhgeschäft.

Bei einem einzelhandelsrelevanten Kaufkraftpotential von rund EUR 50 Mrd. liegt der Marktanteil der Fachmarkttagglomerationen in Österreich 2012/13 der Studie zu Folge bei 23,1 %. Davon ist den Fachmarktgebieten, mit einem Umsatzpotential von rd. EUR 9,4 Mrd., ein Marktanteil von rd. 18,7 % zuzuschreiben. Die übrigen 4,4 % des Marktanteils verzeichnen die Fachmarktzentren bei einem Umsatzpotential vom EUR 2,2 Mrd.

Anzahl FMA	Verkaufsfläche (in m ²)	Verkaufsflächen (Gesamt in m ²)	Umsatzpotential 2012	Umsatz/m ² Verkaufsflächen (in €)	Anzahl Fachmärkte
7	> 80.000	735.400	1607	2.185	265
25	40.000 - 80.000	1.407.500	2.841	2.020	755
38	20.000 - 40.000	1.096.200	2.289	2090	702
60	10.000 - 20.000	868.300	2429	2795	941
71	5.000 - 10.000	487.000	1847	3790	695
36	< 5.000	161.600	615	3810	275
237	Gesamt	4.756.000	11.628	2.445	3.633

Abb. 17 - FMA in Österreich gegliedert nach Verkaufsfläche⁹³

Die dezentrale Siedlungsstruktur in Österreich findet ihren Niederschlag in der hohen Einzelhandelsdichte und der weitgehenden Abdeckung durch regionale Fachmarktzentren. So sind die meisten Fachmarkttagglomerationen in Niederösterreich angesiedelt, die geringste Anzahl mit 11 Agglomerationen ist in Vorarlberg zu finden.⁹⁴ Auch die Studie von Regio Data aus 2013 belegt durch ähnliche Zahlen die Verteilung an Fachmarkttagglomerationen. So ist in Relation zur Einwohnerzahl die höchste Agglomerationsdichte im Burgenland

⁹³ Vgl. Standort und Markt (2012/13)

⁹⁴ Vgl. Ebd.

zu finden, wo auf je 100 Einwohner rd. 29,5 Quadratmeter ermittelt wurden. Auch in Vorarlberg ist die Dichte trotz der geringen Anzahl an Objekten mit zirka 22,7 Quadratmetern je 100 Einwohner vergleichsweise hoch.

Anzahl FMA	Bundesland	Verkaufs- flächen potential (in m ²)	Umsatz- potential 2012 (in € Mio.)	Umsatz/m ² Verkaufsflächen (in €)	Anzahl Fachmärkte
56	NÖ	1.177.800	2.946	2.500	898
41	Stmk.	792.300	1.931	2.435	643
40	OÖ	790.800	1.787	2.260	552
20	Ktn. + Osttirol	489.600	1.060	2.165	387
21	Wien	173.200	1.186	2.505	219
24	T	397.500	1.104	2.780	363
16	Sbg.	285.600	751	2.630	252
11	Bgld.	209.700	547	2.610	217
8	Vbg.	139.500	316	2.265	102
237	Gesamt	4.456.000	11.628	2.445	3.633

Abb. 18 – FMA in Österreich gegliedert nach Bundesländer⁹⁵

Hinsichtlich des verstärkten Investments im Bereich des Einzelhandels ist der weltweit erkennbare Trend auch in Österreich spürbar. Laut dem Frühjahresbericht von EHL wurden 2012 erstmals mehr als 40% des gesamten Transaktionsvolumens im Einzelhandelssegment abgewickelt. Die stabilen Spitzenmieten (FMZ Wien: netto 11,50 EUR/m² bis 12,00 EUR/m²; FMZ Bundesländer: netto 9,50 EUR/m² bis 10,50 EUR/m²) führten zu leicht fallenden Spitzenrenditen. Die nachstehenden Grafiken sollen diesen Trend nochmals im Einzelnen verdeutlichen.

Spitzenrenditen					
	2009	2010	2011	2012	2013
Einkaufszentren	6,40	6,25	6,00	6,00	5,75
Fachmarktzentren	7,00	6,75	6,50	6,50	6,40
Quelle: EHL; eigene Darstellung					

Abb. 19 - Spitzenrenditen 2009 bis 2013⁹⁶

Im Zuge der vorliegenden Arbeit konnten detaillierte Angaben von Transaktionen österreichischer Fachmarktzentren innerhalb des Betrachtungszeitraums der vergangen zwei bis drei Jahren recherchiert werden. Sämtliche Angaben wurden anonymisiert und nachstehend kumuliert,

⁹⁵ Vgl. Standort und Markt (2012/13)

⁹⁶ EHL (2013)

gegliedert nach Größe, Bundesland, Größe der Verkaufsfläche, Umsatzpotential und Einzugsgebiet dargestellt. Anhand dieser Kennwerte wurde weiters die Qualität der Lage anhand der festgelegten Definitionen in Kapitel 4.3.3. bestimmt und dem jeweiligen Objekt zugeordnet. Als Anhaltspunkt für die Festlegung der Standort- und Objektqualität dient darüber hinaus auch die ermittelte All Risk Yield (ARY), welche im Rahmen der jeweiligen Verkaufstransaktion erzielt werden konnte.

Kauftransaktionen von Fachmarktzentren in Österreich (Zeitraum 2011 - 2012)					
Bundesland	VK-Flächen, ger. (in m²)	Umsatz-potential 2012 (FMA in € Mio.)	Lage*)	Einwohner im Einzugs-gebiet	ARY
W	18.000	25	hochwertig	43.000	6,4%
W	5.000	33	gut	34.000	7,7%
T	9.000	30	sehr gut	55.000	7,0%
Stmk.	8.000	40	sehr gut	64.000	7,1%
Stmk.	15.000	82	gut	65.000	7,4%
OÖ	11.000	k.A.	sehr gut	k.A.	6,3%
OÖ	13.000	k.A.	gut	221.000	7,8%
NÖ	7.000	96	hochwertig	290.000	5,6%
NÖ	9.000	61	sehr gut	44.000	6,7%
Bgld.	8.000	73	sehr gut	53.000	7,0%
Quelle: S+M Dokumentation Fachmarkttagglomerationen Österreich 2012/2013 und eigene Erhebungen					
*) gem. Charakteristika wie in Kapitel 4.3.3. erläutert.					

Abb. 20 – Kategorisierung nach Lagekriterien

Wie bereits im voranstehenden Kapitel ausführlich erläutert, entspricht methodisch gesehen die All Risk Yield dem Liegenschaftszinssatz, sofern diese aus realisierten Kaufpreisen gewonnen wird. Das bedeutet also, dass Faktoren wie Mietsteigerungspotenzial, Mietausfallwagnis, Investitionsrisiko und die Standortgunst des zu bewertenden Objekts bereits berücksichtigt wurden.

Einkaufszentrale, Supermarkt Fachmarktzentren	LAGE			
	hochwertig	sehr gut	gut	mäßig
Sachverständigenverband	4,5 - 7,5 %	5,0 - 8,0 %	5,5 - 8,5 %	6,0 - 9,0 %
Literatur, Kranewitter		6,0 – 7,5 %		
Ableitung aus Sekundärmarkt *)	5,2 - 6,5 %	6,0 - 7,1 %	6,9 - 8,0 %	8,0 - 10,5 %
*) Bei einem Aufschlag von 0,5% für Fachmarktzentren				
Quelle: Sachverständigen Verband 2013/Heft 3 & Kranewitter; eigene Darstellung				

Abb. 21 - Gegenüberstellung der Herleitungsergebnisse

Die Investment Methode und das klassische Ertragswertverfahren nähern sich bei der Betrachtung von sehr langen Restnutzungsdauern (> 50 Jahren) einander an. Obwohl die Gesamtnutzungsdauer von Fachmarktzentren in der Regel zwischen 30 bis maximal 40 Jahren liegt, sind die ARY in der Bandbreite der empfohlenen bzw. ermittelten Kapitalisierungszinssätze wiederzufinden. Der gegenständliche Datensatz zeigt deutlich eine Annäherung der ARY an die übrigen Zinssätze. Auf Grund der Marktkennntnis und dem ständigen Informationsaustausch innerhalb der Branche in Bezug auf das zu erwartenden Mietsteigerungspotenzial, Mietausfallwagnis, Investitionsrisiko und die Standortqualität der Immobilien führt auch dieser Vergleich zu einem guten Ergebnis.⁹⁷

Die erzielten Renditen werden in einem weiteren Schritt den empfohlenen Kapitalisierungszinssätzen aus facheinschlägiger Literatur und den aus dem Sekundärmarkt abgeleiteten Zinssätzen für Fachmarktzentren gegenübergestellt und analysiert.

Kauftransaktionen von Fachmarktzentren in Österreich (Zeitraum 2011 - 2012)						
BL	Lage*)	ARY	SV	L	Sek.M.	Übereinstimmung
W	hochwertig	6,4%	4,7 - 7,5%	6,0-7,5%	5,2 - 6,5 %	x
W	gut	7,7%	5,5 - 8,5 %	6,0-7,5%	6,9 - 8,0 %	-
T	sehr gut	7,0%	5,0 - 8,0 %	6,0-7,5%	6,0 - 7,1 %	x
Stmk.	sehr gut	7,1%	5,0 - 8,0 %	6,0-7,5%	6,0 - 7,1 %	x
Stmk.	gut	7,4%	5,5 - 8,5 %	6,0-7,5%	6,9 - 8,0 %	x
OÖ	sehr gut	6,3%	5,0 - 8,0 %	6,0-7,5%	6,0 - 7,1 %	x
OÖ	gut	7,8%	5,5 - 8,5 %	6,0-7,5%	6,9 - 8,0 %	-
NÖ	hochwertig	5,6%	4,7 - 7,5%	6,0-7,5%	5,2 - 6,5 %	-
NÖ	sehr gut	6,7%	5,0 - 8,0 %	6,0-7,5%	6,0 - 7,1 %	x
Bgld.	sehr gut	7,0%	5,0 - 8,0 %	6,0-7,5%	6,0 - 7,1 %	x
*) gem. Charakteristika wie in Kapitel 4.3.3. erläutert. BL Bundesland ARY All Risk Yield SV Sachverständigen Verband L Literatur, Kranewitter						

Abb. 22 - Gegenüberstellung ARY und mit Kennwerten

Die Darstellung zeigt, dass in 7 von 10 Fällen eine Übereinstimmung der Kennwerte aller Herleitungsmethoden ermittelt werden konnte. Nur drei Kennwerte weichen mit einer Schwankungsbreite von minus 0,4% bis plus

⁹⁷ Vgl. Grade (2008)

0,3% marginal von den übrigen Vergleichswerten facheinschlägiger Publikationen ab.

Nachdem die Empfehlung des Hauptverbandes der allgemein beeideten und gerichtlich zertifizierten Sachverständigen Österreichs in der Regel nur einmal jährlich angepasst und die Angaben in weiteren facheinschlägigen Publikationen nur je Auflage korrigiert werden, ist im gegenständlichen eine Abweichung von rd. +/- 0,4% durchaus akzeptabel.

Die Übereinstimmung der einzelnen All Risk Yields mit den ermittelten Sekundärmarktrenditen hängt stark mit dem Einfluss des Finanzmarkts auf den Immobilienmarkt zusammen. Denn die Hypothekarzinsen stehen in einem direkten Zusammenhang mit den Renditen am Immobilienmarkt.⁹⁸ Warum aber wurden trotz Schwankungen am Finanzmarkt die in der Literatur verlautbarten Prozentwerte über Jahrzehnte kaum beeinflusst? Grund dafür ist die weitaus geringere Verzinsung bei Immobilien im Verhältnis zu anderen Kapitalanlagen. Denn gegenüber dem Geldvermögen sind Immobilien durch ihren wertbeständigeren Sachwert (Grund und Boden) sichere Anlagen, weswegen Eigentümer auch wesentlich geringere Verzinsungen in Kauf nehmen. Auch unterliegt der Liegenschaftszinssatz geringeren Schwankungen als im Falle des Kapitalmarkts. Dieser ist von inneren und äußeren Einflüssen, wie die Inflationsrate, Konjunkturlagen, Währungskurse etc., abhängig. Zusammenfassend bedeutet dies also, dass sich in diesem Zinssatz ausschließlich das Risiko des Kapitalmarkts widerspiegelt.

⁹⁸ Vgl. Edlauer/Muhr/Reinberg (2012): S. 172

7. Zusammenfassung

Im Rahmen der Immobilienbewertung bestehen erhebliche Unterschiede in der Verfügbarkeit und der Qualität der erforderlichen Informationen. Eine gründliche Erhebung und Analyse der erforderlichen Daten ist unabdingbare Voraussetzung für eine aussagefähige Verkehrswertermittlung. Dies setzt nicht nur genaue Kenntnisse der Verfahren voraus, sondern auch einen entsprechenden Erfahrungshorizont, um Interdependenzen und Abhängigkeiten der Bewertungsverfahren fachmännisch in das Ergebnis einfließen lassen zu können.⁹⁹

Der Kapitalisierungszinssatz stellt im Zuge dessen eine zentrale Determinante dar, weswegen insbesondere an dieser Stelle eine sachgerechte Ermittlung erforderlich ist. Wie bereits dargestellt gibt es sehr unterschiedliche Auffassungen, Annahmen und Methoden für dessen Herleitung. Neben den Empfehlungen von Fachverbänden und facheinschlägiger Literatur, besteht die Möglichkeit der Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes. Die gängigen Herangehensweisen sind die Herleitung eines Branchenzinssatz, eines internen Zinssatzes oder die Ableitung des Zinssatzes aus dem Sekundärmarkt. Darüber hinaus besteht bei genauer Datenanalyse die Möglichkeit All Risk Yields (ARY) als Hilfestellung für die Einordnung des zu ermittelnden Kapitalisierungszinssatzes heranzuziehen. Als Voraussetzung für eine möglichst reale Darstellung des Kapitalisierungsfaktors bzw. der Rendite ist es allerdings notwendig, ausnahmslos alle mit der Investition verbundenen Risiken im Faktor einzupreisen.¹⁰⁰

Es lässt sich festhalten, dass die Ermittlung von All Risk Yields vergleichbarer Objekte unter Anwendung des Verfahrens gemäß § 4 LBG zur Ermittlung einer Bruttoanfangsrendite für die zu bewertende Liegenschaft eine idealtypische Herangehensweise darstellt. Durch diese retrograde Methode kann der Liegenschaftszinssatz gewählt und entsprechend angepasst werden. Auch die Begründung für die Wahl des gewählten Zinssatzes stellt demzufolge kein Problem mehr dar. Doch für die Anwendung dieser Methode ist eine Vielzahl von Einzeldaten nötig. Die Ermittlung und Überprüfung dieser

⁹⁹ Vgl. Schmitz (2013)

¹⁰⁰ Anm.: Das bedeutet also, dass Faktoren wie Mietsteigerungspotenzial, Mietausfallwagnis, Investitionsrisiko und die Standortgunst des zu bewertenden Objekts bereits berücksichtigt wurden.

Daten ist umfangreich und oftmals zu zeitaufwändig, weswegen oft Erfahrungswerte, Empfehlungen aus facheinschlägiger Literatur sowie Berechnungsschemen, wie das der Herleitungsmethode aus Sekundärmarktrenditen, eine große Hilfestellung sind. Die Gegenüberstellung aller ermittelten Kennzahlen zu den ermittelten Renditen aus Verkaufstransaktionen zeigt klar, dass alle Herangehensweisen im Rahmen der Ermittlung eines geeigneten Kapitalisierungszinssatzes ihre Berechtigung haben und zu einem Ergebnis führen. Eine sorgfältige Herleitung und eine ausführliche Begründung sind für eine Wertermittlung dennoch unumgänglich.

Kurzfassung

Im Zuge der Immobilienbewertung stellt der Kapitalisierungszinssatz eine zentrale Determinante dar, weswegen eine sachgerechte Ermittlung unumgänglich ist. Die gegenständliche Arbeit behandelt die verschiedenen Herangehensweisen, die im Rahmen der Wertermittlung angewandt werden können. Diese umfassen neben dem Heranziehen der Empfehlungen von Fachverbänden und facheinschlägiger Literatur, die Herleitung eines Branchenzinssatz, eines internen Zinssatzes oder die Ableitung des Zinssatzes aus dem Sekundärmarkt. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit einer genauen Datenanalyse durch tatsächlich am Markt erzielte Renditen. Die Analyse der Gegenüberstellung aller Ergebnisse zeigt eine Abweichung von nur +/- 0,4% bei den Angaben aus facheinschlägiger Literatur. Grund dafür sind die nicht tagesaktuellen Datengrundlagen. So werden die Empfehlungen des Hauptverbandes der allgemein beeideten und gerichtlich zertifizierten Sachverständigen Österreichs in der Regel nur einmal jährlich angepasst; die Angaben aus facheinschlägigen Publikationen nur je Auflage berichtet. Daher sind die aufgezeigten Abweichungen als marginal anzusehen und in diesem Zusammenhang zu vernachlässigen. Die Übereinstimmung der ermittelten Sekundärmarktrenditen mit den ermittelten All Risk Yields lässt sich durch den direkten Zusammenhang zwischen Immobilientransaktionen und Hypothekarzinsen begründen. Zusammenfassend lässt sich daher festhalten, dass unter Anwendung des Verfahrens gemäß § 4 LBG die Ermittlung von All Risk Yields vergleichbarer Objekte für die zu bewertende Liegenschaft eine idealtypische Herangehensweise darstellt. Durch diese retrograde Methode kann der Liegenschaftszinssatz gewählt und entsprechend angepasst werden. Jedoch ist für diese Anwendung eine Vielzahl von Einzeldaten nötig. Die Ermittlung und Überprüfung dieser Daten ist umfangreich und oftmals sehr zeitaufwändig, weswegen i.d.R. zusätzlich auf Erfahrungswerte, Empfehlungen aus facheinschlägiger Literatur sowie Berechnungsschemen wie das der Herleitungsmethode aus der Sekundärmarktrendite zurückgegriffen wird.

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1 - Verkaufsflächenanteil je Bedarfsgruppe	20
Abb. 2 - Flächenentwicklung	21
Abb. 3 - Ertragsorientierte Bewertungsverfahren im Vergleich	23
Abb. 4 - Ablaufschema Ertragswertverfahren.....	29
Abb. 5 - Vervielfältiger	31
Abb. 6 - Zusammenspiel von Restnutzungsdauer und Vervielfältiger.....	32
Abb. 7 - Einfluss des Zinssatzes auf den Ertragswert	38
Abb. 8 - Ableitungsschema aus Sekundärmarktrendite.....	45
Abb. 9 – Sekundärmarktrendite	47
Abb. 10 – Ermittlungsschema aus Sekundärmarktrendite.....	47
Abb. 11 - Empfohlene Kapitalisierungszinssätze.....	49
Abb. 12 - Zinssätze nach Liegenschaftsarten	49
Abb. 13 - Anlageobjekt	53
Abb. 14 - Nationales und internationales Ertragswertverfahren.....	58
Abb. 15 - All Risk Yield	59
Abb. 16 - Ertragswertverfahren vs. Investment Methode.....	60
Abb. 17 - FMA in Österreich gegliedert nach Verkaufsfläche	62
Abb. 18 – FMA in Österreich gegliedert nach Bundesländer	63
Abb. 19 - Spitzenrenditen 2009 bis 2013	63
Abb. 20 – Kategorisierung nach Lagekriterien	64
Abb. 21 - Gegenüberstellung der Herleitungsergebnisse	64
Abb. 22 - Gegenüberstellung ARY und mit Kennwerten.....	65

Abkürzungsverzeichnis

Anm.	Anmerkung
ARY	All Risk Yield
BGF	Bruttogrundfläche
BNK	Baunebenkosten
bzw.	beziehungsweise
Ebd.	Ebenda
EH	Einzelhandel
EW	Einwohner
FMA	Fachmarkttagglomerationen
ggf.	gegebenenfalls
i.d.R.	in der Regel
Kat.	Kategorie
LBG	Liegenschaftsbewertungsgesetz
MRG	Mietrechtsgesetz
NF	Nutzfläche
SB	Selbstbedienung
S+M	Standort + Markt
sog.	sogenannt
s.w.U.	sonstige wertbeeinflussende Umstände
u.a.	unter anderem
udgl.	und dergleichen
usw.	und so weiter
VKF	Verkaufsfläche
vs.	versus

Formelverzeichnis

BW	Bodenwert
BWK	Bewirtschaftungskosten
EW	Ertragswert
KP	Kaufpreis
kt	Kapitalisierungsfaktor
It	Jahresrohertrag
n	Anzahl der Jahre
p	Kapitalisierungszinssatz
Pt	Exit Bewertung
ReE	Reinertrag
RND	Restnutzungsdauer
RoE	Rohertrag
t	Zeitpunkt
V	Vervielfältiger

Literaturverzeichnis

Arbeitskreis der Gutachterausschüsse und Oberen Gutachterausschüsse in der Bundesrepublik Deutschland (2011): Ableitung sonstiger für die Immobilienwertermittlung erforderlicher Daten. Link: <http://www.gag.niedersachsen.de/download/> - [abgefragt: 11.03.2014]

Asamer, Herbert (2012): Jeder Gemeinde ihr Fachmarktzentrum; In: Die Presse 19.06.2012.
Link: <http://diepresse.com/home/wirtschaft/handelimwandel/767077/Jeder-Gemeinde-ihr-Fachmarktzentrum> - [abgefragt: 11.03.2014]

Ball, Michael/ Lizieri, Colin/ MacGregor/ Bryan D, (1998): The Economics of Commercial Property Markets, Routledge Verlag, London/New York

Berekoven, Ludwig (1995): Erfolgreiches Einzelhandelsmarketing. Grundlagen und Entscheidungshilfen. 2. Auflage, Beck, München

Bienert, Sven/ Funk, Margret (2009): Immobilienbewertung Österreich. 2. Auflage, ÖVI Akademie, Wien

Brauer, Kerry-U. (2010): Grundlagen Der Immobilienwirtschaft: Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement - Projektentwicklung, 7. Auflage, Gabler Verlag

Buhr, Hans-Hermann (2012): Merkblatt der Industrie- und Handelskammer Hannover – „Standort- und Wettbewerbsanalyse Einzelhandel“, Oktober 2012, Hannover. Link: <http://www.hannover.ihk.de> – [abgefragt: 10.03.2014]

Callsen-Bracker, Hans-Markus: Aufsatz zum Internen Zinssatz – abgefragt am: 11.03.2013

Edlauer, Georg/ Muhr, Heinz /Reinberg, Michael (2012): Die Chimäre des Liegenschaftszinssatzes im Ertragswertverfahren gem § 5 LBG; In: Immolex, Neues Miet- und Wohnrecht 6.Heft/2012, S. 170-176.

EHL Frühjahrsbericht 2013

Grade, Horst (2008): Bewertung von Grundstücken bei schwachen bzw. schrumpfenden Märkten; In: Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis, Ausgabe 8. Link: http://www.der-immobilienbrief.de/uploads/tx_thpdfarchive/081002_ZfiFP_Nr._8.pdf - [abgefragt: 11.03.2014]

Habath, Andreas (2009): Fachbeitrag über Aktuelle Kapitalisierungszinssätze für die internationale Ertragswertvariante; In Berlin; In „immobilien & bewerten“, Heft 04. Link: http://www.trendimmobilien.de/dateien/i&b_Kap.-Zinss%C3%A4tze_Berlin.pdf - [abgefragt: 11.03.2014]

Jäger, Anton (2011): Protokoll zum Vortrag Kapitalisierungszinssatz, 40.Tagung v. natürlichen Ressourcen am 24./ 25.11.2011 in Kufstein. Link: http://www.bsik.at/natres/aktuelles_html/Tagung_NAT_2_11/J__ger - [abgefragt: 11.03.2014]

Kaufmann, Philipp (2008): Skriptum Ertragswertverfahren, Continuing Education Center, Wien

Kippes, Stephan/ Sailer, Erwin (2010): Immobilienmanagement - Handbuch für professionelle Immobilienbetreuung und Vermögensverwaltung, In: Kleiber, Wolfgang (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 6.Auflage, Bundesanzeiger Verl. 2010, Köln

Kleiber, Wolfgang (2010): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 6.Auflage, Bundesanzeiger Verl., 2010, Köln

Kleiber, Wolfgang/ Simon, Jürgen/ Weyers, Gustav (2002): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, In: Kleiber, Wolfgang (Hrsg.): Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 6. Auflage, Bundesanzeiger Verl., 2010, Köln

KMU Forschung Austria, Austrian Institute for SME Research (2006): Baustein 1 – Aufgaben und Vielfalt des Handels; In: Handel in Österreich - Sachinformation, Wien, Ing. H. Gradwohl GmbH

Kotler, Phillip/ Bliemel, Friedhelm (2001): Marketing Management. Analyse, Planung, Verwirklichung. 10. Auflage, Stuttgart, Schäffer-Poeschel

Kranewitter, Heimo (2010): Liegenschaftsbewertung. 6.Auflage, Wien, Manz

Lenoble, Christian (2009): Zinssatz-Findung: Dem Markt auf der Spur; In: Österreichische Zeitschrift für Liegenschaftsbewertung, Heft 5/2009, Manz

Lerchenmüller, Michael (2003): Handelsbetriebslehre. 4. Auflage, Ludwigshafen, Kiehl.

Liegenschaftsbewertungsgesetz (1992) In: Bundeskanzleramt Rechtsinformationssystem. Link: <http://www.ris.bka.gv.at/> - [abgefragt: 11.03.2014]

Meffert, Heribert (1998): Marketing. Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung. Konzepte – Instrumente – Praxisbeispiele. 8. Auflage, Wiesbaden, Gabler

Moll-Amrein, Marianne (2009): Der Liegenschaftszinssatz in der Immobilienwertermittlung und seine institutionelle Implementierung: Ein deutscher Sonderweg, IZ Immobilien Zeitung, Wiesbaden

Müller-Hagedorn, Lothar (2005): Handelsmarketing. 4. Auflage, Stuttgart, Kohlhammer

Müller-Hagedorn, Lothar (1998): Der Handel. Stuttgart. Kohlhammer

Österreichische Nationalbank: Renditen auf dem österreichischen Rentenmarkt; Link: <http://www.oenb.at/isaweb/report.do?lang=DE&report=2.11> - [abgefragt: 11.03.2014]

Österreichisches Normungsinstitut (1997): ÖNORM B 1802 - Liegenschaftsbewertung – Grundlagen

Regio Data (2012): In 16 Jahren 1 Million m² – Flächenwachstum in österreichischen Fachmarktzentren. Link: <http://www.regiodata.eu/de/16-jahren-1-million-m-fl-chenwachstum-sterreichischen-fachmarktzentren> - [abgefragt: 11.03.2014]

Roth, Martin (2003): Internationale Aspekte der Immobilienbewertung-Stärken und Schwächen; In: Der Sachverständige, Heft 2/2003, Linde Verlag

Schantl, Christoph (2012): Master Thesis - Marktrelevante Faktoren des Kapitalisierungszinssatzes im Ertragswertverfahren für die Bewertung von Wohngebäuden in den einzelnen Wiener Gemeindebezirken; Continuiung Education Center, Wien

Standort + Markt (2012/13): Dokumentation zur Fachmarkttagglomeration 2012/2013, Österreich Basic Edition 2012/2013

Schmitz, Rolf-Dieter (2013): Bewertungsanlässe und Bewertungsverfahren bei Immobilien, Grundsätze und Praxishinweise; In: Bilanzen im Mittelstand 2/2013. Link: http://www.dhpg.de/cms/upload/pdf/Bilanzen_im_Mittelstand/BiM-02-13-Schmitz.pdf - [abgefragt: 11.03.2014]

Schulte, Karl-Werner (1998): Immobilienökonomie I, 1. Auflage, Oldenbourg Verlag, München, Wien

Schulte, Karl-Werner (2008): Immobilienökonomie I, 4. Auflage, Oldenbourg Verlag, München, Wien

Simon, Jürgen/ Cors, Klaus/Troll, Max/ Grotluschen, Wolfgang (2003): Handbuch der Grundstückswertermittlung

Walzel, Barbara/ Trabzadah, Monika (2005): Bauten für Handel, In: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band III, Stadtplanerische Grundlagen, 1. Auflage, 2005, Oldenburg

Wüstefeld, Hermann-Josef (2000): Risiko und Rendite von Immobilieninvestments, Knapp Verlag, Frankfurt am Main