

# Einfluss von Investitions- und Instandhaltungsmaßnahmen bei gehobenen Hotelliegenschaften auf das DCF-Verfahren als Basis für Investitionsentscheidungen

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades

„Master of Science“

eingereicht bei  
Heimo Kranewitter

Mag.(FH) Christoph Menhofer  
0204259

Wien, 26.04.2013

## Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MAG. (FH) CHRISTOPH MENHOFER**, versichere hiermit

1. Dass ich die vorliegende Master Thesis, „EINFLUSS VON INVESTITIONS- UND INSTANDHALTUNGSMASSNAHMEN BEI GEHOBENEN HOTELLIEGENSCHAFTEN AUF DCF-VERFAHREN ALS BASIS FÜR INVESTITIONS-ENTSCHEIDUNGEN“, 84 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 Thesis bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 26.04.2013

---

Unterschrift

## Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Aufbau der Arbeit und deren Ziele	1
2	Sonderimmobilien	3
2.1	Allgemeines	3
2.2	Hotel	5
2.2.1	Betriebstypologie von Hotels	6
2.2.2	Nutzungsformen	7
2.2.3	Eigentumsverhältnisse/Betriebsführung	11
2.2.4	Unternehmensform/Rechtsform	11
2.2.5	Vorteile einer Hotelliegenschaft	13
2.2.6	Nachteile einer Hotelliegenschaft	14
2.2.7	Klassifizierung nach Sternen/Kategorien	18
2.2.8	Tourismus in Zahlen	21
2.2.9	Hotelkennzahlen	22
2.3	Weitere ausgewählte Kennziffern von Hotels in Österreich	26
3	Investitions- u. Instandhaltungskosten	28
3.1	Definition Modernisierungs- u. Sanierungskosten bei Hotels	28
3.2	Definition Instandhaltungskosten bei Hotels	30
4	Allgemeine Bewertungstheorie	32
4.1	Bewertungsgründe	32
4.2	Verkehrswert = Marktwert	32
5	Wertermittlungsverfahren	35
5.1	Österreich	35
5.1.1	Vergleichswertverfahren	36
5.1.2	Sachwertverfahren	36
5.1.3	Ertragswertverfahren, Pachtwertverfahren	37
5.1.4	Die grobe 1.000stel-Methode oder auch „Promille-Regel“	49
5.2	International	49
5.2.1	Residualwertverfahren	50
	Investmentmethode	52
5.2.2	Discounted Cashflow Methode (DCF)	54
6	Discounted Cashflow Methode (DCF)	55
6.1	Einordnung der DCF-Methode	55
6.1.1	National	56
6.1.2	International	56
6.2	Methodik	57
6.2.1	Begriffsdefinitionen	58
6.2.2	Einfluss von Investitions-/ Instandhaltungs-/ u. Attraktivierungsmaßnahmen	61
6.2.3	Aufbau und Ablauf eines DCF-Verfahrens	64
6.3	Kapitalisierungszinssatz vs. Diskontierungszinssatz	66
6.4	Vor- und Nachteile der DCF-Methode	69
6.5	Schlussfolgerung aus der DCF-Methode	70
7	Praxisbeispiel	71
7.1	Ermittlung des Verkehrswertes mit dem DCF – Verfahren	78
8	Schlussfolgerung	82
	Kurzfassung	85
	Literaturverzeichnis	86
	Abbildungsverzeichnis	91
	Tabellenverzeichnis	91

# 1 EINLEITUNG

Die Teilnehmer der Immobilienmärkte sind im Begriff immer internationaler zu agieren und verschmelzen untereinander zunehmend. Es ist daher zwingend notwendig, dass sich auch die österreichische Immobilienbewertung diesem Trend der internationalen Immobilientransaktionen zuwendet. Ein erster Schritt wurde durch die Normierung des Discounted Cash Flow-Verfahrens in der ÖNORM B1802-2 getätigt, welches international anerkannt ist und so ein über die österreichischen Grenzen hinaus vergleichbares Verfahren darstellt.

Durch diese Internationalisierung der Immobilienmärkte finden vor allem auch großvolumige Transaktionen statt, welche nahezu in jedem Fall zum Teil fremdfinanziert werden müssen. Mit diesen Millionensummen wird deutlich, dass das Risiko sowohl beim Käufer als auch bei der finanzierenden Bank hoch ist - speziell wenn es darum geht, dass eine Spezialimmobilie wie zum Beispiel ein Hotel finanziert werden soll. Die Genauigkeitsanforderungen haben sich aus diesem Grund in den letzten zehn bis 15 Jahren immens erhöht, wodurch auch an Hotel-pächter und -verpächter sehr hohe Ansprüche hinsichtlich der zur Verfügung gestellten Unterlagen, um einerseits den Banken (und eventuellen anderen Beteiligten), aber auch andererseits dem künftigen Betreiber/Pächter eine höchstmögliche Transparenz der Immobilie darlegen zu können. Ursache dieser Notwendigkeit liegt in dem Umstand begründet, dass der wirtschaftliche Erfolg von Spezialimmobilien oftmals von der Erfahrung und dem Können des Betreibers in direkter Abhängigkeit steht.

Bankinstitute haben somit im Gegensatz zu früheren Zeiten ihre Scheu vor solchen (eher risikobehafteten) Finanzierungen größtenteils abgelegt und frühere Bankenweisheiten wie „eine Hotelfinanzierung lohnt sich erst beim dritten Eigentümer“ geraten mehr und mehr in Vergessenheit.

## 1.1 Aufbau der Arbeit und deren Ziele

Zu Beginn dieser Master Thesis soll die Immobilienart „Hotel“ zunächst kategorisiert werden, um dem Leser<sup>1</sup> diese Untergruppe der Sonderimmobilien besser näher bringen zu können. In weiterer Folge werden die einzelnen Formen von Hotels kurz erläutert, deren Betreiber- und Unternehmensformen sowie deren Vor- und Nachteile. Hier wird auch auf die potentiell anfallenden Errichtungskosten pro Zimmer in den verschiedenen Sterne-Kategorien eingegan-

---

<sup>1</sup> Aufgrund der besseren Lesbarkeit wird auf die weibliche Form des männlichen Nomens verzichtet.

gen. Diese Master Thesis versucht gezielt Wellness- und Spahotels in diesen Aspekten mit-einzubeziehen.

Im Anschluss daran wird auf das Klassifizierungssystem in Deutschland und Österreich eingegangen und mit einigen Kennziffern unterlegt, wie viele Hotels in Österreich sich generell dieser Klassifizierung „unterwerfen“ im Vergleich zur Gesamtheit und wie viele Hotels von einer solche Sterne-Klassifizierung absehen und warum.

Insbesondere soll die vorliegende Master Thesis auch darauf eingehen, wie hoch die laufenden Kosten einer Hotelimmobilie im Allgemeinen und wie hoch die Instandhaltungs- und Neubaukosten für Hotelliegenschaften sein können. Hier wurde besonderes Augenmerk auf Experteninterviews mit langjährigen Branchenkennern gelegt, da solche Daten nicht aus Markttransaktionen oder Ähnlichem abzuleiten sind. Es sind vor allem diese Punkte - zum einen die laufenden Kostenblöcke und zum anderen die zu bildenden Instandhaltungs-/Instandsetzungsrücklagen - welche Investoren vor jeder Investmententscheidung genauestens prüfen sollten. Insbesondere können die einzelnen Kostenblöcke von Land zu Land sehr verschieden sein, da hier insbesondere in Österreich der Anteil des Personalaufwandes im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern ein sehr großer und nicht zu unterschätzender Part ist. Man sollte daher auf den ersten Blick identisch anmutende Hotelimmobilien in Österreich und dem Ausland jedenfalls differenziert betrachten.

Die zweite Hälfte dieser Master Thesis befasst sich mit der Immobilienbewertung von Hotels. Es wird hier insbesondere auf die Discounted Cashflow Methode näher eingegangen und hier wiederum auf die Berücksichtigung der Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten, was mit einem Praxisbeispiel einer gerade im Umbau befindlichen Hotelimmobilie in Wien dem Leser näher gebracht werden soll.

## 2 SONDERIMMOBILIEN

Das folgende Kapitel soll sich mit Grundlegendem zu Hotelliegenschaften beschäftigen und einen ersten Überblick gewähren.

### 2.1 Allgemeines

Die Immobilienart *Hotel* fällt unter den Begriff der *Sonderimmobilien*. Sonderimmobilien sind wiederum eine Untergruppe der *Gewerbeimmobilien*.

Was unter *Sonderimmobilien* zu verstehen ist, konnte in der Literatur bisher nicht eindeutig definiert werden. Der Begriff selbst wird gleichbedeutend mit *Spezialimmobilien* gebraucht. Sonderimmobilien werden unscharf als Immobilien definiert, die (nach Lage, Baugestaltung einschließlich Raumgestaltung und Architektur) auf eine spezielle Nutzung mit geringer Drittverwendungsmöglichkeit (siehe auch Pkt. 2.2.6 Nachteile einer Hotelliegenschaft) ausgerichtet sind.

Zu den Sonderimmobilien gehören insbesondere auch alle Arten von Betreiberimmobilien, die (Anm. d. Verf.: oft) synonym auch als Managementimmobilien bezeichnet werden. Sonderimmobilien weisen in der Regel ein hohes Ertragspotential verbunden mit einem oftmals hohen Risikopotential auf.<sup>2</sup>

Bei Betreiberimmobilien handelt es sich um Immobilien, die speziell für die Nutzung durch eine bestimmte Art von Betrieben konzipiert sind. Sie werden vom Eigentümer in der Regel an einen einzigen Betreiber vermietet oder verpachtet, der sie eigenständig bewirtschaftet. Beispiele für Betreiberimmobilien sind Sportanlagen, Bäder, Freizeitparks, Kinos, Theater, Hotels, gastronomische Einrichtungen, Parkhäuser, Tankstellen, Kliniken, Rehabilitationseinrichtungen, Seniorenheime, Bahnhöfe oder Flughäfen.

Der mit einer Betreiberimmobilie erzielbare wirtschaftliche Erfolg hängt neben den auch für alle anderen Immobilien relevanten Einflussfaktoren maßgeblich von den Qualitäten des Betreibers und seines Konzepts ab.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Vgl. Kleiber (2010), S. 2.144

<sup>3</sup> [lexikon.immobiliensachwissen.de/index.php?UID=270550606&ATOZ=B&KEYWORDID=6313](http://lexikon.immobiliensachwissen.de/index.php?UID=270550606&ATOZ=B&KEYWORDID=6313), Stand vom 28.02.2013

Die Gemeinsamkeiten von Spezialimmobilien (unabhängig von Management- oder Betreiberimmobilie) lassen sich wie folgt darstellen:<sup>4</sup>

- Single User (Eigentümer oder Betreiber)
- Abhängigkeit des wirtschaftlichen Erfolgs der Spezialimmobilie vom Single User
- nutzungsspezifisches Gebäude oder Innenausbau
- längere Nutzungsintervalle (langjährige Mietverträge bzw. Eigennutzungen)
- fehlende oder eingeschränkte Drittverwendbarkeit der Spezialimmobilie
- Rückstellungsbedarf (Notwendigkeit der Bildung von Rückstellungen für notwendige Umbaumaßnahmen in angemessener Höhe)

Generell lassen sich Management- und Betreiberimmobilien daher am besten wie folgt unterscheiden:<sup>5</sup>

Managementimmobilien = eigentümergegenutzte Spezialimmobilie

Betreiberimmobilien = betreibergegenutzte (vermietete/verpachtete) Spezialimmobilie

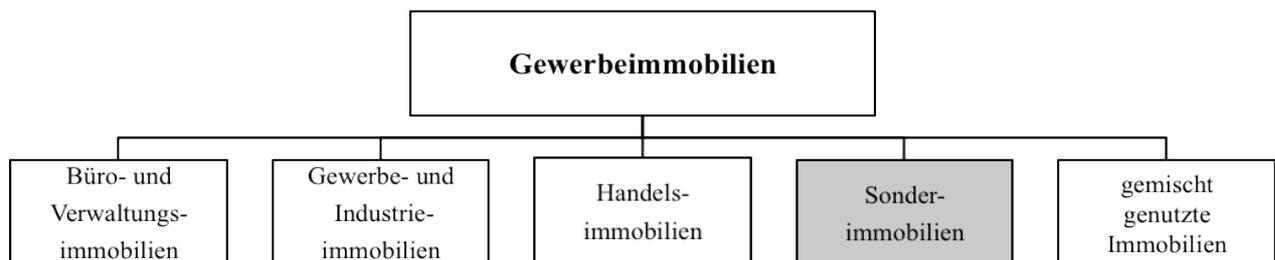
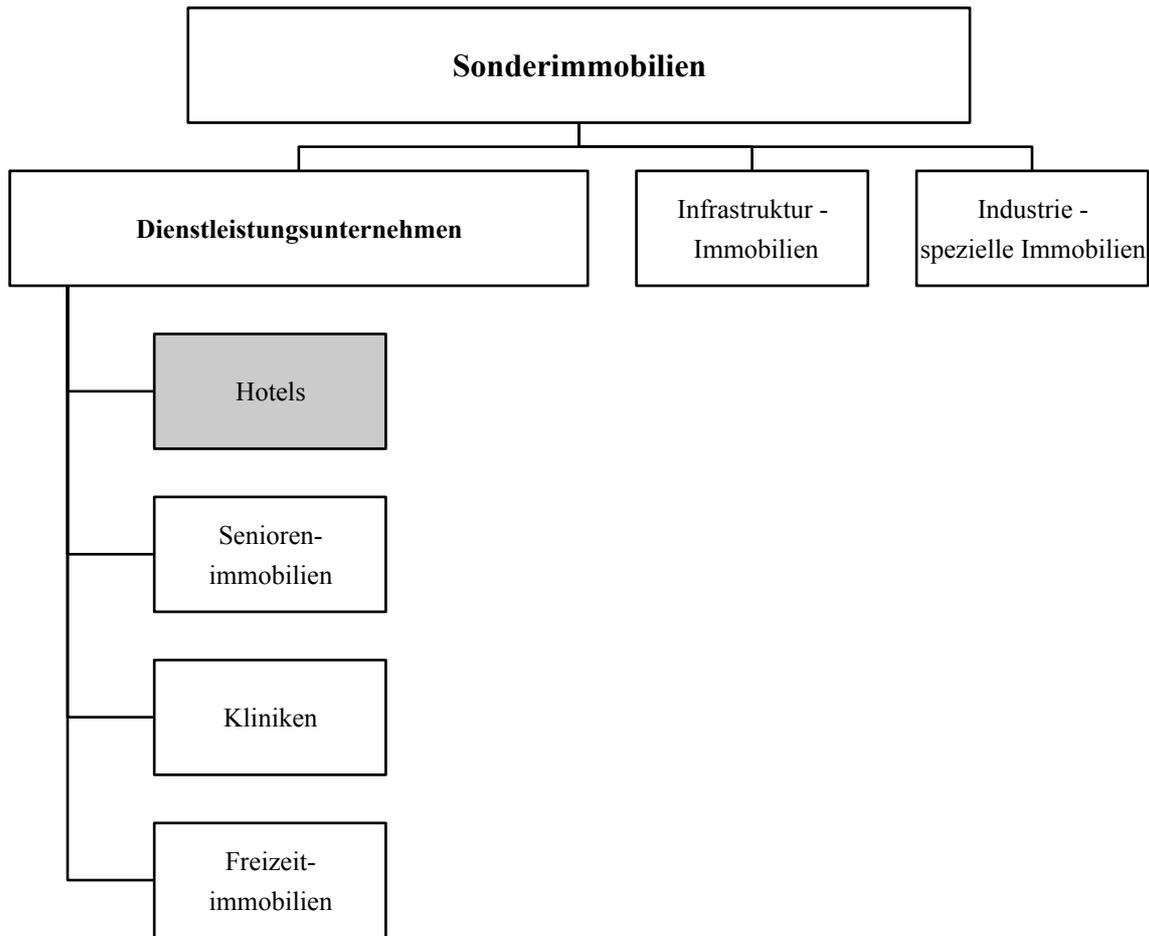


Abbildung 1: Arten von Gewerbeimmobilien<sup>6</sup>

<sup>4</sup> <http://www.betreiberimmobilien.ch>, Stand vom 14.02.2013

<sup>5</sup> ebenda

<sup>6</sup> Kleiber, Simon, Weyers (2002) S. 1251



**Abbildung 2: Arten von Sonderimmobilien<sup>7</sup>**

## 2.2 Hotel

Ein Hotel ist ein Beherbergungsbetrieb mit gehobenem Ausstattungs- und Bedienungskomfort, der - gewöhnlich in einem größeren, repräsentativen Gebäude - gewerblich Logis, Verpflegung und sonstige Dienstleistungen für den vorübergehenden Aufenthalt auf Reisen befindlicher Ortsfremder zur Verfügung stellt. Der Begriff Hotel ist in der Regel erst auf Betriebe mit mindestens 20 Gästezimmern mit voll ausgerüsteten Sanitärzellen anwendbar.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Kleiber, Simon, Weyers (2002), S. 1275

<sup>8</sup> Falk / Falk (2006), S. 231

### 2.2.1 Betriebstypologie von Hotels<sup>9</sup>

Da sich Hotels in ihrer Planung, Nutzung und Betriebsführung zum Teil massiv von einander unterscheiden, sollen sie im Folgenden zunächst nach ihren prägenden Grundeigenschaften gegliedert werden:

- nach dem Standort
  - Stadthotel (Innenstadt oder Randlage)
  - Landhotel
  - verkehrabhängiges Hotel (z.B.: Raststätte, Bahnhofs-, Flughafenhotel)
  - Kurhotel
- Betriebsgröße
  - Kleinbetrieb
  - Mittelbetrieb
  - Großbetrieb
- nach der Nutzung
  - Passanten Hotel
  - Tagungshotel
  - Ferienhotel
  - Kurhotel
  - Wellnesshotel
  - Sporthotel
  - Geschäftsreisen - Hotel
  - Ferienhotel, Fremdenheim
- Kooperationsmodelle
  - Einzelbetrieb
  - Hotelkonzern

---

<sup>9</sup> Vgl. Falk / Falk (2006), S. 235 und Kranewitter (2010), S. 246

- Franchiseverbände usw.
- nach der Leistungskategorie
  - Luxus                5 Sterne und mehr
  - Commercial        4 Sterne
  - Economy            3 Sterne
  - Gut bürgerlich    2 Sterne
  - Einfach             1 Stern
- nach Betriebstyp
  - Hotelpension
  - Hotel Garni
  - Vollhotel
  - Suite-Hotel, Homotel

### 2.2.2 Nutzungsformen

Eine Abgrenzung in unterschiedlichen Nutzungsformen ist das wichtigste Unterscheidungskriterium. Folgende können im Wesentlichen genannt werden:<sup>10</sup>

- **All-Suite-Hotel:** Ein All-Suite-Hotel ist ein Hotel, in dem die Unterbringung nur in Suiten erfolgt.
- **Aparthotel oder Apartmenthotel:** Ein Aparthotel oder Apartmenthotel ist ein Hotel, in dem die Unterbringung in Studios oder Apartments erfolgt.
- **Boardinghouse (Serviced Apartment):** Das Boardinghouse (Serviced Apartment) ist ein Beherbergungsbetrieb in städtischer Umgebung, in dem die Unterbringung für längere Zeit erfolgt. Vorteile von Hotels und Wohnung werden verbunden. Der Service reicht von einem sehr geringen Angebot bis hin zu einem hotelmäßigen Roomservice.
- **Boutique-/Designhotels:** Boutique- und Designhotels sind ebenso wie Wellnesshotels eine Antwort auf gesellschaftliche Trends, so z.B. die Suche nach Individualität und (Life-)Style. Das Segment, das sich ursprünglich in der Individualhotellerie entwickelt

---

<sup>10</sup> Vgl. DEHOGA Deutscher Hotel- und Gaststättenverband e.V., 2008, o.S., Internet: <http://www.dehoga-bundesverband.de/daten-fakten-trends/betriebsarten/> vom 21.01.2013.

hat, hält nun auch zunehmend in der Kettenhotellerie Einzug. Viele der internationalen Hotelbetreiber lancieren Design- und Boutiquemarken, so z.B. „Indigo“ von der Continental Hotels Group sowie „W Hotels“ von Starwood oder „Missoni“ von Rezidor. Standorte und Expansionsziele dieser Hoteltypen sind international bekannte Primärstandorte in denen Trends geboren werden und eine große Vielzahl von Lebensstilen existiert.<sup>11</sup>

Eine stark am Zeitgeist orientierte Ausrichtung der Hotels birgt jedoch auch Risiken, da Design und Architektur schnelllebigen Trends und somit kurzen Investitionszyklen folgen. Vor allem das Erscheinungsbild soll daher die Differenzierung vom Wettbewerb ermöglichen und eine USP<sup>12</sup> sichern, die sich aus Besonderheiten in Bezug auf Architektur bzw. Design, Exklusivität, Ambiente, und Serviceleistungen zusammensetzt.<sup>13</sup>

- **Ferienwohnung/Ferienhaus:** Eine Ferienwohnung ist eine abgeschlossene Unterkunft innerhalb eines Hauses mit eigenem Sanitärbereich und Selbstverpflegungseinrichtung, in der zum vorübergehenden Aufenthalt Gäste aufgenommen werden.
- **Pension/Gästehaus oder Fremdenheim:** Eine Hotelpension/Pension ist ein Betrieb, der sich von den Hotels durch eingeschränkte Dienstleistungen unterscheidet. Mahlzeiten werden nur an Hausgäste verabreicht. Die Bezeichnung "Hotelpension" ist häufiger in Städten zu finden. Ein Fremdenheim ist ein Pensionsbetrieb einfacher Art.
- **Gasthof:** Der Gasthof ist üblicherweise ein ländlicher Gastronomiebetrieb, der Speisen und Getränke anbietet sowie auch einige Unterkünfte bereithält.
- **Hotel:** Ein Hotel ist ein Beherbergungsbetrieb, in dem eine Rezeption, Dienstleistungen, tägliche Zimmerreinigung, zusätzliche Einrichtungen und mindestens ein Restaurant für Hausgäste und Passanten angeboten werden. Ein Hotel sollte über mehr als 20 Gästezimmer verfügen.
- **Hotel garni:** Ein Hotel garni ist ein Hotelbetrieb ohne Restaurant, Beherbergung oder Frühstück. Getränke und fallweise kleine Speisen werden angeboten.

---

<sup>11</sup> Fidschuster / Fidschuster (2010), S. 28

<sup>12</sup> USP =Unique Selling Proposition

<sup>13</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 421

- **Jugendherberge:** Eine Jugendherberge ist ein Beherbergungsbetrieb, in dem in erster Linie junge Leute zu meist kurzfristigem Aufenthalt aufgenommen und in dem Speisen und Getränke nur an Hausgäste abgegeben werden. Jugendherbergen bieten Programme und Aktivitäten für zwanglose pädagogische oder der Erholung dienende Zwecke an.
- **Kurheim:** Das Kurheim ist ein in einem Heilbad oder Kurort gelegener Beherbergungsbetrieb. Es ist ausgerichtet an den indikationstypischen Bedürfnissen des Kurgastes.
- **Kuranstalt:** Eine Kuranstalt ist ein Beherbergungsbetrieb mit Krankenhauscharakter, der gemäß Gewerbeverordnung als Krankenanstalt zugelassen ist. Die Kuranstalt steht unter ärztlicher Leitung und bietet eine ständige medizinische Betreuung. Vorrangig werden ortsgebundene Heilmittel im Rahmen der Therapie genutzt. Das Beherbergungsangebot entspricht den indikationstypischen Anforderungen (z.B. Barrierefreiheit, Ernährungsangebot) und den Patientenbedürfnissen.
- **Kurhotel:** Das Kurhotel ist ein in einem Heilbad oder Kurort gelegenes Hotel. Es ist ausgerichtet an den indikationstypischen Bedürfnissen eines Kurgastes und verfügt über ein eigenes Angebot an Gesundheitsbehandlungen.

Kurhotels sind keine Wellnessoasen, sondern sprechen gänzlich andere Gäste an - nämlich chronisch Kranke. Kurhotels haben des Weiteren völlig andere Ziele als Wellnesshotels.<sup>14</sup>

- **Motel:** Das Motel ist ein Hotel mit einem auf Kraftfahrer ausgerichteten Standort und nahe gelegener Parkmöglichkeit.
- **Wellnesshotels:** Wellnesshotels haben einen Wellnessbereich von zumindest circa 1.000 m<sup>2</sup>. Das Angebot umfasst Massage, Kosmetik, Fitness und gesunde Ernährung.<sup>15</sup>

In Abhängigkeit von der Größe und der Klassifizierung des Hotels ist die Einrichtung eines Fitness- und Wellnessbereichs sinnvoll. Während neuere Hotels der zwei bis drei Sterne Kategorie lediglich über kleine Flächen mit Sauna und Fitness verfügen (50 bis

---

<sup>14</sup> Relax Guide (2013), S. 13

<sup>15</sup> Telefoninterview mit Dr. Martin Domenig (Kohl & Partner Tourismusberatung GesmbH)

300 m<sup>2</sup>)<sup>16</sup>, bieten Häuser der vier und fünf Sterne Kategorie hingegen häufig umfangreiche Flächen an. Aus wettbewerbsorientierter Sicht und auch, um den Ansprüchen der Gäste gerecht zu werden, ist für ein vier Sterne Hotel die Einplanung eines Fitness- und Wellnessbereichs mit zumindest einer Sauna, Erholungsraum und einigen modernen Fitnessgeräten erstrebenswert. Hotels der fünf Sterne Kategorie verfügen meist auch über umfangreichere Flächen mit einem großzügigen Angebot an Fitness- und Wellnesseinrichtungen wie Pool, Saunen, Massagevorrichtungen etc.<sup>17</sup> Als Faustregel werden hier mindestens 12 m<sup>2</sup> pro Zimmer für Wellness inkl. Schwimmbad und Saunabereich mit diversen Behandlungsangeboten und exzellent geschulten Mitarbeitern angeführt.<sup>18</sup>

In Österreich gibt es nur zehn Wellnesshotels in denen für jeden Gast eine Ruheliege bereit steht. Im Schnitt müssen sich etwa zehn Gäste eine Ruheliege teilen, nicht selten sogar 20 oder mehr. Diese Liegenanzahl bezieht sich auf den Innenbereich, abhängig von der Jahreszeit, kann diese Angabe abweichen, da es vorkommt, dass im Sommer Liegen nach draußen gestellt werden.<sup>19</sup>

Zu den Leitbetrieben im Segment Wellnesshotellerie zählen u.a. die Betriebe der A-Rosa Resort GmbH am deutschen Scharmützelsee (4.200 m<sup>2</sup> Spa), im deutschen Travemünde (4.500 m<sup>2</sup> Spa) sowie in Kitzbühel (3.000 m<sup>2</sup> Spa).

Grundsätzlich ist der Wellnessbereich als profil- und qualitätsbildende Komponente zu verstehen. Nur wenige Spas erwirtschaften als eigenständige Abteilung ein positives Ergebnis. Der Mehrwert eines attraktiven Wellnessbereiches lässt sich an der erhöhten Auslastung der Zimmerkapazitäten, der Steigerung der Logis-, Gastronomie- und Tagungserlöse sowie der Erhöhung der durchsetzbaren Zimmerpreise messen. Auch die Auslastung des Hotelbetriebes während der Wintermonate ist durch das Vorhandensein von Wellnessbereichen deutlich besser. Ebenso werden dadurch Kurzurlaube (Dauer zwei bis vier Tage) attraktiver, die immer vermehrter für eine „schnelle Erholung“ genutzt werden.<sup>20</sup>

---

<sup>16</sup> ebenda

<sup>17</sup> Falk / Falk (2006), S. 271

<sup>18</sup> Fidlschuster / Fidlschuster (2010), S. 30

<sup>19</sup> Relax Guide (2013), S. 13

<sup>20</sup> Vgl. Frehse/Weiermair (2007), S. 111

### 2.2.3 Eigentumsverhältnisse/Betriebsführung<sup>21</sup>

Hier wird das Rechtsverhältnis berührt, in welchem der Unternehmer zum Hotelbetrieb steht. Danach können im Wesentlichen unterschieden werden:

- **Eigentümergebiet:** Der Eigentümer ist gleichzeitig der Inhaber. Die Führung des Betriebes erfolgt durch den Eigentümer oder die Eigentümerfamilie (Familienbetrieb) selbst.
- **Pachtbetrieb:** Der Eigentümer und der Inhaber sind unterschiedliche Personen. Der Eigentümer ist der Verpächter, der Inhaber oder der Pächter. Der Betrieb wird durch den Inhaber geführt, d.h. der Eigentümer ist an der Betriebsführung nicht beteiligt.
- **Im Management geführter Betrieb:** Ein Investor/Eigentümer stellt eine Hotelimmobilie zur Verfügung und beauftragt eine Hotelgesellschaft, den Betrieb zu führen. Dafür stellt die Hotelgesellschaft ihr Management-Know-How zur Verfügung.

### 2.2.4 Unternehmensform/Rechtsform<sup>22</sup>

Nach der Unternehmens- bzw. Rechtsform können Hotelbetriebe unterschieden werden. Die verschiedenen Formen werden im Folgenden erläutert.

Die **Einzelfirma** ist traditionell am weitesten verbreitet. Das liegt vor allem darin begründet, dass

- die Mehrzahl der Hotelbetriebe Klein- und Mittelbetriebe sind, die durch eine Einzelperson geführt werden können,
- die Gründung eines solchen Betriebes relativ einfach ist, z.B. ohne Nachweis von Mindestkapital oder fachlichen Voraussetzungen sowie dass
- die Selbstständigkeit und die Entscheidungsfreiheit des Unternehmers als wichtige Wertvorstellung in der Hotellerie weit verbreitet sind.

**Personengesellschaften** existieren in der Hotellerie vor allem als Kommanditgesellschaft (KG) oder Offene Handelsgesellschaft (OHG).

---

<sup>21</sup> Henschel (2005), S. 15 ff

<sup>22</sup> ebenda, S. 15 ff

Die **Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR)** ist eine weitere Gesellschaftsform, die in der Hotellerie häufig anzutreffen ist.

**Kapitalgesellschaften** treten auf in Form

- der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Sie ist in der Hotellerie weit verbreitet. Häufig handelt es sich dabei auch um [...] ansässige Tochtergesellschaften international tätiger Hotelketten (z.B. Best Western, Ibis, Novitel, Sofitel etc.).
- der Aktiengesellschaft (AG). Sie ist bei Großbetrieben oder Hotelketten zu finden, bei denen in der Regel ein hoher Kapitalbedarf vorliegt.

Rechtsformen wie die **Genossenschaft** sind nur vereinzelt anzutreffen (z.B. als Einkaufsgenossenschaften, Winzergenossenschaften).

Darüber hinaus treten die GmbH & Co. KG und die AG & Co. KG als Mischform auf. Die Form des eingetretenen Vereins (e.V.) ist bei Hotelkooperationen anzutreffen.

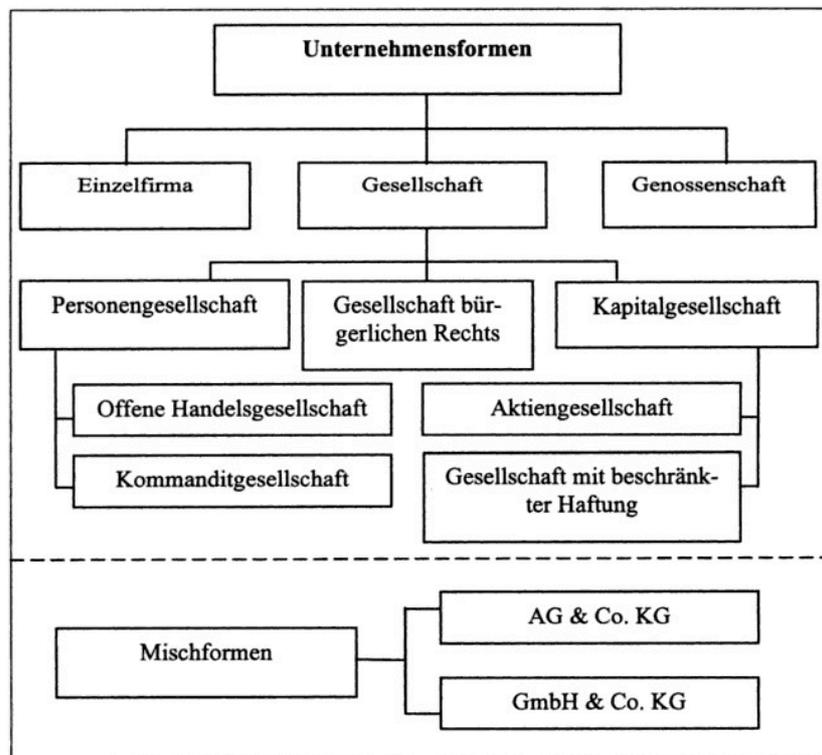


Abbildung 3: Übersicht der Unternehmensformen in der Hotellerie<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Henschel (2005), S. 16

### 2.2.5 Vorteile einer Hotelliegenschaft<sup>24</sup>

Hotelimmobilien haben gegenüber Büro- bzw. Gewerbeimmobilien folgende Vorteile:

- **unbeschränkter Produktlebenszyklus:** Während eine Büroimmobilie nach circa 12 Jahren in die Reifephase, anschließend in die Altersphase eintritt und lediglich noch über den Preis zu vermarkten ist, verhält sich dies bei Hotels anders. Es gibt ausreichende Beispiele von Hotels, welche mehrere 100 Jahre alt sind und während dieser Zeit nicht nur konkurrenzfähig geblieben sind, sondern sogar in der Lage waren, sich stetig zu verbessern. Es ist schwer vorstellbar, dass in München in der Maximilianstraße oder am Kaiserplatz in Frankfurt anstelle des „Vier Jahreszeiten“ bzw. des „Frankfurter Hofes“ ein Bürogebäude stünde, welches sich hundert Jahre erfolgreich am Markt hält.
- **Substanzerhaltung:** Die Substanzerhaltung ist bei Hotelimmobilien gesicherter als bei anderen Immobilienarten. Das Eigeninteresse des Hoteliers ist die treibende Kraft, welche regelmäßig Instandhaltungs- und Renovierungsmaßnahmen durchführen lässt, um sein Produkt (= Zimmer) weiterhin erfolgreich am Markt präsentieren zu können.
- **positive Synergieeffekte:** Eine von einem namhaften Betreiber gut geführte Hotelimmobilie mit allen erforderlichen Einrichtungen und hohem Serviceniveau wirkt sich auch positiv auf den umliegenden Immobilienmarkt aus.
- **Preisbildung:** Die Preisbildung einer Hotelimmobilie muss nicht zwingend analog zu dem angrenzenden Immobilienmarkt verlaufen. Gerade dieser wichtige Punkt wird häufig bei der Rendite für Investitionsentscheidungen übersehen.

Während Büromieten aus dem lokalen Büromarkt entstehen, ist der Hotelleriemarkt überregional und im High-End-Markt sogar ein globaler Markt. Gerade dieser Umstand bietet die Chance, zu guten Renditen zu kommen, im Vergleich zum örtlich eingeschränkten Büromarkt.

---

<sup>24</sup> Vgl. Haas (2005), S. 4

## 2.2.6 Nachteile einer Hotelliegenschaft

Aus Investoren- und Developersicht stehen den mittel- und langfristigen Zielen auch kurzfristige Nachteile der Hotelimmobilie gegenüber, die wie folgt lauten:

- Herstellkosten,
- Vertragslandschaft sowie
- Drittverwendungsmöglichkeit.

### Herstellkosten

Die Errichtungskosten eines Hotel liegen bei weitem höher als bei Büroimmobilien, da nicht jedes Bürozimmer mit einer Nasszelle bzw. das Bürohaus nicht mit diversen Bars und Restaurants ausgestattet ist, ganz zu schweigen von großzügigen und weitläufigen Wellnessbereichen (Spa).<sup>25</sup>

Ziel des Investors ist es, mit möglichst geringem Kapitaleinsatz eine möglichst hohe Rentabilität der Immobilie zu schaffen. Umgekehrt liegt die Priorität des Betreibers auf den bestmöglichen Mitteln für seinen Betrieb ohne Rücksicht auf die ursprünglichen Errichtungskosten. Was beide Parteien verbindet, ist es, mit dem gemeinsamen Unternehmen Gewinn zu erzielen.<sup>26</sup>

Die unten angeführte stehende Tabelle soll einen kurzen Überblick aufzeigen, um einerseits ein Gefühl für Herstellkosten/Zimmer zu bekommen, aber andererseits auch für die sogenannten *Fixtures, Furniture and Equipment (FF&E)* und das *Small Operating Equipment (SOE)*.

**FF&E:** Darunter versteht man die Betriebs- und Geschäftsausstattung des Hotels, wie z.B. Möbel, Betten, Fernseher/Radios, Vorhänge sowie den dekorativen Innenausbau.<sup>27</sup> Nicht Bestandteil des FF&E sind in jedem Fall Wand- und Deckenverkleidungen, Badezimmerausstattungen wie Duschtassen, Badewannen und Waschbecken und das sogenannte Operating Equipment (Porzellan, Glas, Besteck, Küchenutensilien, Wäsche und Uniformen).<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> Vgl. Haas (2005), S. 5

<sup>26</sup> Beilein (2012), S. 8

<sup>27</sup> Vgl. Werner/Partl (2011), S. 7

<sup>28</sup> Vgl. Kraus Winkler, Skriptum II, S. 18

**SOE:** Darunter versteht man sämtliches Kleininventar, wie Besteck, Geschirr, Kleiderbügel, etc.<sup>29</sup>

Kategorie		FF&E mit SOE / Zimmer		Investition / Zimmer	
		von	bis	von	bis
1*	Low Budget	€ 3.000	€ 4.000	€ 32.000	€ 38.000
2* - 2*+	Budget	€ 5.000	€ 8.000	€ 45.000	€ 70.000
3*	Economy	€ 9.000	€ 15.000	€ 60.000	€ 85.000
3* - 4*	Mid Market	€ 15.000	€ 18.000	€ 85.000	€ 120.000
4* - 4*+	First Class	€ 18.000	€ 32.000	€ 120.000	€ 280.000
4*	Kongress	€ 21.000	€ 32.000	€ 190.000	€ 260.000
5* - 5*+	Deluxe	€ 45.000	offen	€ 400.000	offen

**Tabelle 1: Investitionskosten nach Hotelkategorien<sup>30</sup>**

Weitere Richtwerte zur ersten groben Einschätzung über die Höhe von geplanten Hotelinvestitionen geben die jeweiligen Branchenrichtwerte der Wirtschaftskammer Österreichs. Zur Errichtung eines Hotelbetriebes inklusive der Grundstückserschließung, der Außenanlagen sowie die Bau- und Errichtungskosten müssen rund 500 bis 600 Euro pro m<sup>3</sup> des umbauten Raumes angesetzt werden.

Übertragen auf die Investitionskosten pro Zimmer in der jeweiligen Sterne-Kategorie ergeben sich folgende Richtpreisspannen:

- Investitionskosten pro Zimmer in der Dreistern-Kategorie:  
65.000 bis 115.000 Euro
- Investitionskosten pro Zimmer in der Vierstern-Kategorie:  
115.000 bis 180.000 Euro
- Investitionskosten pro Zimmer in der Fünfstern-Kategorie:  
180.000 bis 220.000 Euro

Die Kosten für das Grundstück kommen zu allen angeführten Richtpreisen noch hinzu.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> Vgl. Werner/Partl (2011), S. 7

<sup>30</sup> Fidlschuster / Fidlschuster (2010), S. 53

Auch im *Handbuch Gewerbe- und Spezialimmobilien* von Falk/Falk (2006), S. 240 ff. ist dokumentiert, dass sich der Investitionsaufwand (hier einschließlich Grundstück!) inkl. Nebenkosten, Einrichtung und Finanzierung bei circa 80.000 bis 100.000 Euro für ein Zweistern-Hotel liegt, bei der Dreistern-Kategorie bei circa 110.000 bis 140.000 Euro und bei Vierstern-Hotels bei bis zu 200.000 Euro. Im Luxusbereich (in Einzelfällen) können diese Kosten die 600.000 Euro Grenze durchaus überschreiten.

Generell sollte nach Falk/Falk (2006) der Grundstücksaufwand für ein Hotel nur in allerbesten Innenstadtlagen 20 % vom Investitionsvolumen überschreiten.

Für Wellness- und Spabereiche sollten jedenfalls circa € 2.000 netto pro m<sup>2</sup> angesetzt werden. Diese Kosten beziehen sich rein auf die Herstellung der notwendigen Räumlichkeiten. Pool sowie sämtliche weitere Geräte (Massagebetten, Whirlpools, Kabinen, Infrarotliegen, etc.) sind in diesem Wert nicht inkludiert.

### **Vertragslandschaft<sup>32</sup>**

Ursprünglich war der Hotelier auch gleichzeitig Immobilier. Er kümmerte sich um die operativen Belange seines Betriebes und gleichzeitig jedoch auch um die immobilienpezifischen Aspekte wie Finanzierung, Instandhaltung und Instandsetzung, mögliche Erweiterungen, Umbauten und ähnlichem. Die Gelder hierfür entnahm er entsprechend des Kapitalbedarfes (des Cashflows) des Betriebes.

Später erkannte man, dass sehr hohe Kapitalmittel in den Immobilien gebunden sind, welche für eine Expansion besser und rentierlicher eingesetzt werden können. Daher wurde in späterer Folge der Besitz und der Betrieb von Hotels getrennt. Mit dieser Trennung entstand die Notwendigkeit einer vertraglichen Regelung zwischen Eigentümer und Betreiber. Damit war der Managementvertrag geboren.

Die Differenzierung der Investorenlandschaft führte auch zu einer Differenzierung der Vertragslandschaft. Vor allem die offenen und geschlossenen Fonds benötigten Pachtverträge, mit denen das wirtschaftliche Risiko der Bewirtschaftung vom Eigentümer auf den Pächter

---

<sup>31</sup> Vgl. Hörburger (2012), S. 42

<sup>32</sup> Vgl. Frehse/Weiermair (2007), S. 58 ff

übergang. Grund hierfür waren steuerliche Implikationen, aber auch Regelungen des Kapitalgesellschaftenanlagegesetzes.

Grundsätzlich gilt: Je höher der Grad der Risikoübernahme durch den Eigentümer, desto größer sein Einfluss auf die Betriebsführung des Hotels.

Die folgende Grafik soll einen kurzen Überblick über die Vertragsarten in der Hotellerie geben.

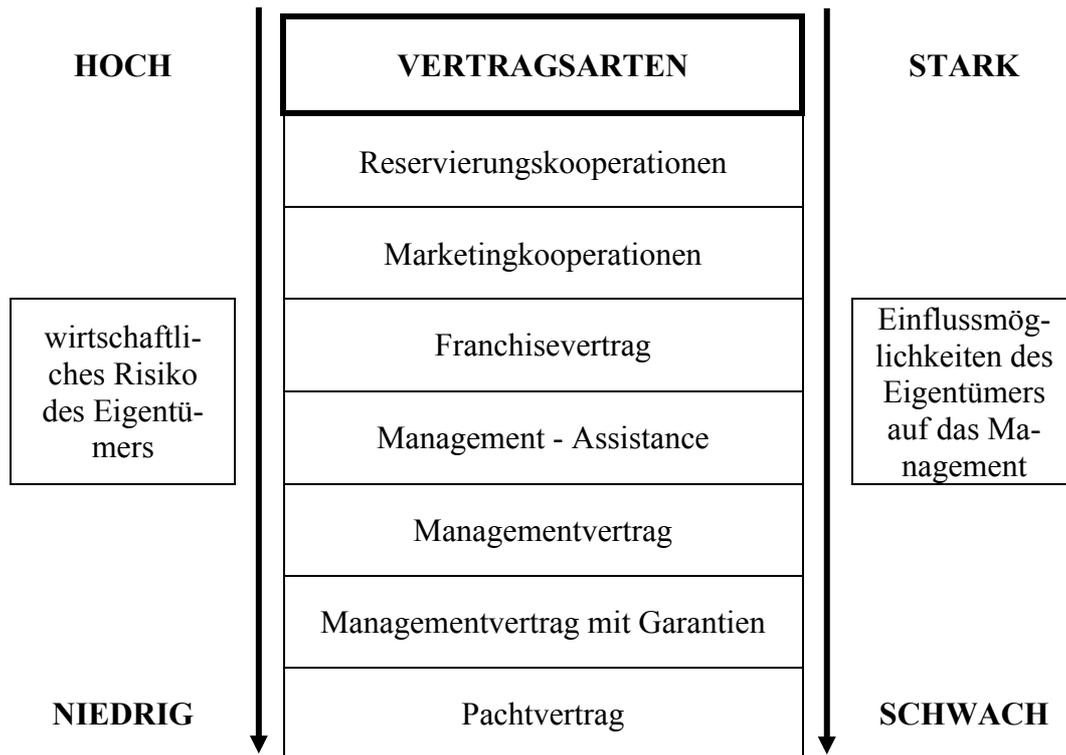


Abbildung 4: Vertragsarten in der Hotellerie<sup>33</sup>

### Drittverwendungsmöglichkeit

Des Weiteren haben Hotels natürlich auch den Nachteil einer eingeschränkten Drittverwendungsmöglichkeit. Die Drittverwendungsmöglichkeit beschreibt allgemein das Potential der Immobilie zur Alternativnutzung, wie z.B. der Umnutzung als Seniorenimmobilie, wobei hier jedoch größere Veränderungen bzw. Investitionen notwendig sind.<sup>34</sup> Nur in Top-Lagen ist daher eine Drittverwendungsmöglichkeit denkbar (z.B. Aparthotels bei Seen oder in Skior-

<sup>33</sup> Vgl. Mag. Kraus Winkler, Skriptum I, S. 19 (eigene Übersetzung)

<sup>34</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 410

ten). In schlechten Lagen hat man mit seinem geplanten Hotelkonzept oft nur eine einzige Verwirklichungschance.<sup>35</sup>

### 2.2.7 Klassifizierung nach Sternen/Kategorien

Vom Fachverband der Hotellerie der Wirtschaftskammern Österreichs wurden Beurteilungskriterien für die Klassifizierung von Hotel- und Beherbergungsbetrieben festgelegt. Die Betriebe werden in fünf Kategorien eingeteilt, die durch einen, zwei, drei, vier, oder fünf Sterne symbolisiert werden.

In jeder dieser fünf Kategorien steht auch das Zusatzprädikat Superior (S) zur Verfügung. Superior ist keine eigene Sternekategorie, sondern ein Qualitäts- und Marketinglabel. Superior steht je nach Kategorie für ein Mehr an Hardware, Dienstleistung und Serviceangebot.<sup>36</sup>

Kategorie	Definition
1*	einfache Ausstattung, sehr preisbewusste Gästesicht, die vor allem die Nächtigungsleistung sucht
1*S	ein Mehr an Hardware und/oder Dienstleistung bei Nichterfüllung der Mindestkriterien für die Zweisternekategorie
2*	zweckmäßige Ausstattung mit etwas Komfort, preisbewusste Gästesicht, die neben der reinen Nächtigung auch ein eingeschränktes Angebot (TV, Getränke, etc.) sucht <b>Abgrenzung zu 1*:</b> Die Zimmer sind komfortabler und sind mit Farbfernseher und Nasszellen ausgestattet. <b>Abgrenzung zu 3*:</b> Die Qualität der Ausstattung wird an ihrer Funktionalität und Sauberkeit gemessen, die verwendeten Materialien sind weniger bedeutend
3*	gehobene und einheitliche Ausstattung mit wohnlichem Charakter, Gästesicht mit Ansprüchen, welche über die reine Nächtigungsleistung und bescheidenen Komfort hinaus (Bad / Dusche, Speisen, Getränke, etc.) gehen, gehobenes Dienstleistungsangebot (Empfang/Rezeption, Getränke, Imbiss, etc.) <b>Abgrenzung zu 2*:</b> gediegene Materialien, größeres Raumangebot, Aufenthaltsmöglichkeit (z.B. Sitzecke, Schreibtisch) im Zimmer und im Allgemeinen Aufenthaltsraum

<sup>35</sup> Telefoninterview mit Dr. Martin Domenig (Kohl & Partner Tourismusberatung GesmbH)

<sup>36</sup> Kranewitter (2010), S. 246 ff

	<b>Abgrenzung zu 4*:</b> kleinere Flächen, bei gutem Erhaltungszustand ist auch eine ältere Ausstattung möglich
3*S	Superior steht auf Basis einer sehr guten, gehobenen und zeitgemäßen Hardware im gesamten Betriebsbereich für ein deutliches Mehr an Serviceangebot und Dienstleistung, qualitätsgeprüft durch einen Mystery-Guest-Check im Rahmen der Klassifizierung
4*	erstklassige Ausstattung, d.h. großzügige Raumflächen mit qualitativ hochwertiger, zeitgemäßer Ausstattung, vor allem in der Ferienhotellerie oft umfangreiches betriebliches Angebot (z.B. Wellness, Sport, Gastronomie, Seminareinrichtungen), hohes Dienstleistungsniveau <b>Abgrenzung zu 3*:</b> großzügigeres Raumangebot, sehr hohe Qualität der Einrichtung, durch hohen Erhaltungsaufwand sehr guter Zustand, die Gäste erwarten hohe Dienstleistungsqualität und -intensität
4*S	Superior steht auf Basis einer erstklassigen, qualitativ hochwertigen, makellosen und zeitgemäßen einheitlichen 4*-Hardware im gesamten Hotelbereich für ein deutliches Mehr an Serviceangebot und Dienstleistung, qualitätsgeprüft durch einen Mystery-Guest-Check im Rahmen der Klassifizierung
5*	exklusive, luxuriöse Ausstattung, d.h. edle, hochwertige und elegante Materialien mit durchgängiger Gestaltung. Architektur, Ausstattung, Ambiente, Dienstleistungsangebot wie auch Gästesicht der internationalen Luxushotellerie, qualitätsgeprüft durch einen Mystery-Guest-Check im Rahmen der Klassifizierung <b>Abgrenzung zu 4*:</b> luxuriöser, unverwechselbarer Betriebscharakter, makelloser Zustand der gesamten Hardware, perfekte Dienstleistungsqualität mit sehr hohem Mitarbeiterinsatz, im Zimmerbereich räumliche Großzügigkeit, etwa durch baulich getrennten Schlaf- und Wohnbereich (Suiten), die Gäste erwarten internationale Luxushotellerie ohne Kompromisse
5*S	Superior steht auf Basis einer luxuriösen, qualitativ hochwertigen, edlen, makellosen und zeitgemäßen Hardware im gesamten Hotelbereich für ein deutliches Mehr an Serviceangebot und Dienstleistung, qualitätsgeprüft durch einen Mystery-Guest-Check im Rahmen der Klassifizierung

Tabelle 2: Hotelkategorien<sup>37</sup>

<sup>37</sup> Quelle: Kranewitter (2010), S. 247

Generell verlieren Sterne jedoch an Bedeutung, insbesondere hochsternige Hotels. 3\*S und 4\*S halten an einer Klassifizierung fest, 5\*-Hotels gehen zum Teil schon von einer Klassifizierung wieder ab, da bei den Gästen oftmals eine Hemmschwelle bemerkbar ist (etwaige Kleidervorschriften im Hotel etc.), wodurch 4\*S-Hotels im Vorteil sind. Traditionshotels, wie z.B. das Sacher in Wien, werden jedoch niemals von einer 5\*-Klassifizierung abweichen. Der Trend geht daher zu einer Klassifizierung bis 4\*S und darüber hinaus lassen sich viele Hotels gar nicht klassifizieren (z.B. Designhotels) oder Hotels, die ihren Standard nicht in Sternen messen lassen müssen, da diese ohnehin über die Grenzen hinaus für deren sehr hohen Standard bekannt sind.<sup>38</sup> Generell macht es den Eindruck, dass Hotels ohne Kategorie den Sucher nach einer Unterkunft im Internet neugierig macht und zum längeren Verweilen auf der jeweiligen Homepage veranlasst, um auf eigene Faust das jeweilige Angebot des Hotels zu erkunden.

Um einen Einblick in den Flächenbedarf der jeweiligen Hotelkategorien zu bekommen, dient die nachfolgende Tabelle mit Übersicht über die BGF (Bruttogeschoßfläche):

Flächenbedarf nach Hotelkategorien in m <sup>2</sup>						
Kategorie	Stadthotels				Seminarhotel 5 *	Erholung Wellness
	2 *	3 *	4 *	5 *		
Logis	17,5	25,0	27,5	32,5	20,0	35,0
<i>Public areas</i>	2,5	6,0	8,2	10,6	14,2	14,5
Aufenthalt	1,0	1,4	1,6	2,0	2,0	2,4
F & B	1,5	2,4	2,4	2,6	2,4	2,8
Konferenz	0,0	1,6	3,0	4,0	8,0	2,0
<i>Leisure</i>	0,0	0,6	1,2	2,0	1,8	7,3
<i>Back-office</i>	5,8	6,5	6,8	8,2	5,6	7,4
Verwaltung	0,8	0,8	1,0	1,2	0,8	1,0
Wirtschaft	2,4	2,8	3,2	3,8	2,8	4,2
Technik	2,6	2,9	2,6	3,2	2,0	2,3
Netto-Summe	25,8	37,5	42,5	51,3	39,8	56,9
Faktor 1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
<b>BGF pro Zimmer</b>	<b>34,83</b>	<b>50,63</b>	<b>57,38</b>	<b>69,26</b>	<b>53,73</b>	<b>76,82</b>

Tabelle 3: Flächenbedarf nach Hotelkategorien<sup>39</sup>

<sup>38</sup> Telefoninterview mit Dr. Martin Domenig (Kohl & Partner Tourismusberatung GesmbH)

<sup>39</sup> Kleiber (2010), S. 2.150, Abb. 143

## 2.2.8 Tourismus in Zahlen

Das Gesamtinvestitionsvolumen der Tourismus- und Freizeitwirtschaft beträgt in Österreich rund fünf Milliarden Euro jährlich. Mit drei Milliarden Euro entfällt davon ein sehr großer Anteil auf die Hotellerie. Die staatliche Förderung der Branche erfolgt durch die Österreichische Hotel- und Tourismusbank (ÖHT) Diese hat im vergangenen Jahr (Anmerkung 2011) ein Investitionsvolumen in der Höhe von 880 Millionen Euro gefördert.<sup>40</sup>

Im Auftrag der österreichischen Hoteliereinigung (ÖHV) führte Christie + Co eine Analyse des Wiener Hotelmarktes durch. Laut deren Berechnungen steht ungefähr die Hälfte des gesamten Zimmerangebotes in Wien im 4-Sterne-Segment (2009). 5-Sterne-Hotels haben einen Anteil von 13 % am Gesamtmarkt. In den vergangenen zehn Jahren (Stand 2009) stieg das Gesamtangebot an Hotelzimmern in Wien jährlich um 2,50 %, von 21.300 auf 26.700. Bei Erstellung der Studie befanden sich 14 Projekte mit circa 2.000 Zimmern in der Planungsphase. Würden alle neuen Hotelprojekte bis 2013 auf den Markt kommen, würde sich das Wachstum auf 4 % pro Jahr beschleunigen. Im Luxussegment wären Zimmerzuwächse von + 28 % zu erwarten.<sup>41</sup>

Von österreichweit rund 18.700 Beherbergungsbetrieben bestehen noch weitere 4.500 Hotels. Von den Hotels sind jedoch 25 % bzw. 1.125 Hotels nicht klassifiziert. Bei der Sterneverteilung der Betriebe nehmen die 4-Sterne Hotels mit 38 % den größten Platz ein, gefolgt von den nicht-klassifizierten Hotels. 5-Sterne Hotels und 4-Sterne Superior Hotels haben in Summe nur einen Anteil von 3 % (1 und 2 %).<sup>42</sup> Demnach gibt es österreichweit 45 Hotels mit 5-Sterne Kategorie, 90 Hotels der Kategorie 4-Sterne-Superior und 1.710 Hotels der 4-Sterne Kategorie.

Speziell auf Wien entfällt hier ein Anteil von 35,55 % bzw. in Summe 16 Hotels mit 5-Sterne Kategorie und 9,30 % bzw. in Summe 159 Betriebe auf 4-Sterne Hotels.<sup>43</sup> Wie viele 4-Sterne-Superior Hotels in Wien existieren, konnte der Statistik nicht entnommen werden.

---

<sup>40</sup> Hörburger (2012), S. 42

<sup>41</sup> Vgl. Bobka Gabriele (2011), S. 24

<sup>42</sup> Koch/Pavicevic (2008), S. 3

<sup>43</sup> Vgl. B2B-Service für die Tourismusbranche (2013), Internet: <http://b2b.wien.info/de/statistik/daten/hotelangebot-auslastung-vorschau> vom 21.01.2013.

## 2.2.9 Hotelkennzahlen

Als Mehrfachbetrieb verfügen Hotels über verschiedene Einnahmearten innerhalb des Betriebes, welche den Hotelbetriebsumsatz ergeben. Hierzu zählen die Erlöse für Logis, Food & Beverage und sonstiges. Betriebsfremde Umsätze, wie z.B. die Vermietung von Ladenlokalen, werden im Betriebsumsatz nicht einberechnet. Die im Vordergrund stehenden Einkünfte ergeben sich aus Beherbergung und Gastronomie<sup>44</sup>. Um Einnahmen vergleichbar zu machen, ist es notwendig, aus dem vorhandenen Datenmaterial Kennzahlen zu formen. Die wichtigsten wirtschaftlichen Kennziffern stellen die Zimmeranzahl und die Anzahl der ausgelasteten Zimmer dar. In der deutschsprachigen Literatur finden sich sowohl englische als auch deutsche Bezeichnungen für die jeweiligen Kenngrößen. Die wichtigsten Hotelkennzahlen werden im Folgenden erläutert.

### Occupancy

Im Allgemeinen wird zwischen der Auslastung von Betten und Zimmern unterschieden. Eine wesentlich größere Bedeutung wird der Zimmerauslastung aufgrund ihrer eindeutigeren Aussagekraft zugeschrieben. Grund hierfür ist, dass ein Doppelzimmer gegebenenfalls auch nur von einer Person gebucht werden kann. Demnach hat beispielsweise ein von einer Person genutztes Doppelzimmer lediglich eine Bettenauslastung von 50 %. Wird jedoch die Zimmerauslastung betrachtet, besteht eine Auslastung von 100 %. Die Zimmerauslastung wird als Occupancy Rate (**OccR**) bezeichnet und als Prozentzahl ausgewiesen. Sie berechnet sich aus der Summe der belegten Zimmer geteilt durch die Summe der verfügbaren Zimmer mal 100.<sup>45</sup>

$$\text{OccR} = \frac{\text{Anzahl Zimmerbelegungen} \cdot 100}{\text{Anzahl verfügbarer Zimmer} \cdot 365}$$

Beispiel: Ein Hotel mit 200 verfügbaren Zimmern konnte im Jahr 2012 insgesamt 55.000 Zimmernächte (Summe der belegten Zimmer im Beobachtungszeitraum von einem Jahr)<sup>46</sup> verzeichnen.

$$\frac{55.000 \cdot 100}{200 \cdot 365} \sim 75\%$$

---

<sup>44</sup> Vgl. Kleiber (2010). S. 2.153, Rz 339

<sup>45</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 492 ff.

<sup>46</sup> Anm. d. Verf.: Beispiel: Ein Zimmer ist vier Nächte belegt, ergibt vier Zimmernächte.

Weiters ist hinzuzufügen, dass zwischen Zimmernächte und Nächtigungen zu unterscheiden ist. Die Anzahl der Nächtigungen wird in der Regel größer sein als die Anzahl der Zimmernächte sein. Ein ausgelastetes Doppelzimmer ergibt zwei Nächtigungen, jedoch nur eine Zimmernacht.

### Average Room Rate

Der durchschnittliche Zimmerpreis oder auch Zimmerrate wird als Average Room Rate (**ARR**) oder Average Daily Rate (**ADR**) bezeichnet, sie zeigt den durchschnittlichen Logiserlös<sup>47</sup> pro belegtes Zimmer.<sup>48</sup>

$$ARR = \frac{\text{Gesamtertrag Logis}}{\text{Anzahl Zimmerbelegungen}}^{49}$$

Tiefe Auslastung	entspricht	hoher Wettbewerb.
Hoher Wettbewerb	entspricht	Preiskampf.
Preiskampf	entspricht	(zu) tiefe ARR.
Tiefe ARR	entspricht	tieferer GOP/NOP <sup>50</sup> .
Tieferer GOP/NOP	entspricht	tiefere Rendite/ROI.

**Tabelle 4: Wirtschaftliche Grundbeziehungen ARR<sup>51</sup>**

<b>Erlöse im Logisbereich</b>		
(hier: deutsche Stadthotels, Angaben in Euro ohne Ust. und ohne Frühstück in Abhängigkeit der Kategorie)		
	Stadthotel - EZ	Stadthotel - DZ
Netto-Zimmerpreise, ARR (getrennt nach EZ und DZ)	35 - 75 - 125	50 - 100 - 150

**Tabelle 5: Erlöse im Logisbereich<sup>52</sup>**

<sup>47</sup> Anm. d. Verf.: Der Logiserlös ist das reine Übernachtungsentgelt ohne sonstige Einnahmen für Extradienstleistungen wie Zimmerservice, PayTV, Gastronomie, Spa, Conference usw.

<sup>48</sup> Vgl. Bletschacher (2006), S. 247 ff.

<sup>49</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 495

<sup>50</sup> GOP = Gross Operating Profit (Bruttogewinn, vor Steuern)

NOP = Net Operating Profit (Nettogewinn, nach Steuern)

ROI = Return On Investment (Modell zur Messung der Rendite der unternehmerischen Tätigkeit, gemessen am Gewinn im Verhältnis zum eingesetzten Kapital). ROI = Umsatzrendite/Kapitalumschlag. Umsatzrendite = Gewinn/Nettoumsatz. Kapitalumschlag = Nettoumsatz/Gesamtkapital. Daraus folgt: **ROI = Gewinn/Gesamtkapital**

<sup>51</sup> Gerhard (2010) S. 118

<sup>52</sup> Bienert (2005), S. 495

Beispiel: Jahresumsatz für Logis von Euro 6.000.000, Gesamtanzahl der Zimmernächte innerhalb des Jahres 55.000:

$$\frac{6.000.000}{55.000} \sim 109 \text{ Euro}$$

### **Average Bed Rate**

Der durchschnittliche Bettenpreis wird als Average Bed Rate (**ABR**) bezeichnet und zeigt den durchschnittlichen Logiserlös pro belegtes Bett (Nächtigung). Die ABR wird als Prozentzahl ausgewiesen.<sup>53</sup>

$$\text{ABR} = \frac{\text{Beherbergungsumsatz}}{\text{belegte Betten}}$$

Beispiel: Jahresumsatz für Logis von Euro 6.000.000, Gesamtanzahl der Nchtigungen innerhalb des Jahres 72.000:

$$\frac{6.000.000}{72.000} \sim 83 \text{ Euro}$$

### **Revenue per Available Room**

Der Logiserlös pro verfügbares Zimmer (Gesamtzimmeranzahl) pro Nacht wird als Revenue per Available Room (**RevPAR**) oder **Room Yield** bezeichnet (es handelt sich hierbei um eine Erfolgskennzahl).<sup>54</sup> Die Berechnung erfolgt mit Hilfe einer Multiplikation von ARR und OccR<sup>55</sup>

$$\text{RevPAR} = \text{ARR} \cdot \frac{\text{OccR}}{100}$$

Beispiel: Der durchschnittliche Zimmerpreis beträgt circa 109 Euro, die Zimmerauslastung circa 75 %.

$$109 \cdot 0,75 \sim 82 \text{ Euro}$$

<sup>53</sup> Vgl. Kleiber (2010) S. 2.156, Rz 346

<sup>54</sup> Vgl. SGH Schweizer Gesellschaft für Hotelkredit, 2007, S. 20, Internet: <http://www.sgh.ch/de/aktuelles-downloads/downloads/sgh-publikationen/>, Stand vom 31.01.2013

<sup>55</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 497

## **Doppelbelegungsfaktor**

Der Doppelbelegungsfaktor (Doppelbelegungsquote) misst die Anzahl der Doppelbelegungen eines Hotels, das heißt, wie oft im Schnitt in einem Zimmer zwei Personen nächtigen. Zur Berechnung des Faktors wird die Anzahl der belegten Betten durch die Anzahl der belegten Zimmer dividiert.<sup>56</sup>

$$\text{Doppelbelegungsfaktor} = \frac{\text{Zahl der belegten Betten}}{\text{Zahl der belegten Zimmer}}$$

Beispiel: 55.000 Zimmernächte, 75.000 Nächtigungen

$$\frac{75.000}{55.000} \sim 1,36$$

Die beiden Nachkommastellen geben die Doppelbelegung in % aus. Demzufolge bedeutet der Doppelbelegungsfaktor 1,36 eine 36 prozentige Doppelbelegung.

## **Aufenthaltsdauer**

Die durchschnittliche Aufenthaltsdauer errechnet sich aus der durchschnittlichen Verweildauer der Gäste geteilt durch die Anzahl der Übernachtungen.<sup>57</sup> Hierbei handelt es sich um eine rein statistische Kennzahl.<sup>58</sup>

$$\text{Aufenthaltsdauer} = \frac{\text{Durchschnittliche Verweildauer der Gäste}}{\text{Zahl der Übernachtungen}}$$

## **Vollbeschäftigte je Zimmer**

Bei dieser Kennzahl wird schlicht die Anzahl der Vollbeschäftigten durch die Anzahl der Zimmer geteilt. Sie zeigt die Serviceintensität eines Hotels. Die Kennzahl steigt mit der Ho-

---

<sup>56</sup> Vgl. Kleiber (2010), S. 2.151, Rz 334.

<sup>57</sup> ebenda, S. 2.152, Rz 337.

<sup>58</sup> Vgl. SGH Schweizer Gesellschaft für Hotelkredit (2007), S. 20, Internet: <http://www.sgh.ch/de/aktuelles-downloads/downloads/sgh-publikationen/>, Stand vom 31.01.2013.

telklassifizierung, da bei hochpreisigen Hotels die Betreuungsintensität mit angehoben werden muss.<sup>59</sup>

### **2.3 Weitere ausgewählte Kennziffern von Hotels in Österreich**

Laut „Branchenbild Hotellerie“ der KMU-Forschung Austria wurden die Jahresabschlussdaten von über 2.400 Hotelbetrieben ausgewertet. Beim Material- und Warenaufwand liegt der Branchendurchschnitt bei 17,60 % des Umsatzes. Die einzelnen Werte sind je nach Höhe des Restaurantanteils der Betriebe einer großen Streuung unterworfen. Positiv auf den Wareneinsatz kann sich für den einzelnen Betrieb die Zugehörigkeit zu einem Einkaufsverband erweisen, der interessante Rahmenverträge und Rückvergütungen verhandelt.<sup>60</sup>

#### **Personalkosten: 36,4 %**

Abhängig von der Betriebsart und der Sterne-Klassifizierung liegt der Gesamtdurchschnitt bei 36,4 %. Da die Personalkosten überwiegend Fixkostencharakter haben, liegt bei einem auffallend hohen Personalkostenanteil entweder ein Betriebsgrößenproblem oder eine schwache Positionierung des Betriebes vor.<sup>61</sup>

#### **Sozialbeiträge: 30 %**

Nur attraktive Löhne locken topqualifiziertes Personal im Gastgewerbe. Im Vergleich zu anderen europäischen Destinationen und zu klassischen Fernreisezielen ist Österreich durch die relativ hohen Lohnnebenkosten deutlich im Nachteil. Zusätzlich zum Bruttolohn hat der Arbeitgeber 30 % an Sozialbeiträgen zu entrichten. Des Weiteren sorgt er ebenfalls für eine Bereitstellung von Personalunterkünften, welche ebenfalls zu seinen Lasten geht.<sup>62</sup>

#### **Sonstige Aufwendungen: 29,9 %**

Neben Material- und Personalkosten sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen der dritte große Kostenblock. Dazu gehören Positionen wie z.B. Energiekosten, Marketing, betriebli-

---

<sup>59</sup> Vgl. Bletschacher (2006), S. 247 ff.

<sup>60</sup> Vgl. Hörburger (2012), S. 43

<sup>61</sup> ebenda, S. 43

<sup>62</sup> ebenda, S. 43

che Steuern, bezogene Dienstleistungen, Provisionen, Administrationsaufwand und die laufende Instandhaltung. Der Branchenschnitt liegt hier bei 29,9 % des Umsatzes und somit weit über den Werten der Topbetriebe. Da bei den sonstigen Kostenarten der Fixkostenanteil sehr hoch ist, können vergleichsweise hohe Werte leichter über Umsatzsteigerungen als durch Kostensenkungen relativiert werden.<sup>63</sup>

### **Abschreibungen: 12,4 %**

Der Branchenschnitt bei Abschreibungen liegt in Österreich bei 12,4 % des Jahresumsatzes. Der Stand des Hotels im Lebenszyklus und die regelmäßige Investitionstätigkeit prägen maßgeblich die Höhe der Abschreibungen. Bei zahlreichen Betrieben ist die Instandhaltung aus Gründen der Steuerersparnis eher als Direktaufwand in die Gewinn- und Verlustrechnung übernommen worden anstelle diese bilanziell zu aktivieren. Dadurch hat sich die Abschreibungsbasis für Betriebe deutlich verringert. Durch den entsprechend geringeren Ausweis der Liegenschaften in die Bilanz erfolgt eine niedrigere Darstellung des Eigenkapitals. Dies zieht eine schlechtere Bonität und höhere Finanzierungskosten nach sich.<sup>64</sup>

Insgesamt sind bis zu 85 % aller Kosten in Hotels Fixkosten, die nur mittel- bis langfristig in variable Bestandteile überführt werden können. Hintergrund dafür ist, dass die volle Dienstleistung jederzeit erbracht werden muss und keine „Produktion auf Lager“ möglich ist. Vor diesem Hintergrund stecken über 60 % der Fixkosten in den Personalkosten, der Administration, dem Marketing und den Energiekosten. Steuern und Versicherungen haben zu 100 % Fixkostencharakter.

Die variablen Kosten pro Übernachtung betragen (weitgehend unabhängig von der Kategorie) zwischen 15 und 20 Euro pro Zimmer. Dieser Betrag stellt somit die kurzfristige Preisuntergrenze des Angebotes dar. Vor diesem Hintergrund werden die Möglichkeiten zur gezielten Preisdiskriminierung oft nicht genügend ausgenutzt, da theoretisch jedes Zimmer über 20 Euro einen positiven Deckungsbeitrag generiert.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Vgl. Hörburger (2012), S. 43

<sup>64</sup> ebenda, S. 43

<sup>65</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 505

### 3 INVESTITIONS- U. INSTANDHALTUNGSKOSTEN

Generell hat man bei Wellnesshotel oder Hotels mit Spa-Bereichen kürzere Investitionszyklen, abhängig von der jeweiligen Ausstattung. Spa-Bereiche in Hotels haben Größen zwischen mindestens 50 und 300 m<sup>2</sup>, während Spa- und Wellnesshotels über solche Bereiche bei einer Untergrenze von zumindest 1.000 m<sup>2</sup> liegen.<sup>66</sup>

#### 3.1 Definition Modernisierungs- u. Sanierungskosten bei Hotels

Modernisierung ist eine Veränderung am Bauwerk, die gegenüber dem Ausgangszustand eine höhere Funktionalität (Gebrauchseigenschaften) nach sich zieht. Modernisierungen können sich verlängernd auf die wirtschaftliche Nutzungsdauer auswirken, wenn diese so umfassend sind, dass sie den Status eines entsprechend jüngeren Gebäudes erzeugen.<sup>67</sup>

Dementsprechend definiert die deutsche Immobilien Wert Verordnung als Modernisierung beispielhaft „Maßnahmen, die eine wesentliche Verbesserung der Wohn- oder sonstigen Nutzungsverhältnisse oder wesentliche Einsparungen von Energie und Wasser bewirken“.<sup>68</sup>

Der Begriff Sanierung bezeichnet bei Bauwerken eine durchgreifende Modernisierungsmaßnahme zur Schaffung zeitgemäßer Gebäudefunktionen. Eine Gebäudesanierung verbindet in der Praxis die Kompensierung eines Instandhaltungsstaus mit der Kompensierung eines Modernisierungsstaus, wodurch im Allgemeinen eine merkbare Verlängerung der Nutzungsdauer bewirkt wird.<sup>69</sup>

Prinzipiell gibt es zwei Positionen für periodische Rücklagen, welche wiederum für aperiodische Anlässe gebildet werden:<sup>70 71 72</sup>

1. Reparaturen und Instandhaltung (Wartungsverträge etc.) → rd. 4 % der Umsätze/Jahr.

---

<sup>66</sup> Telefoninterview mit Dr. Martin Domenig (Kohl & Partner Tourismusberatung GesmbH)

<sup>67</sup> Bobka (2007), S. 12

<sup>68</sup> Vgl. § 6 Abs. 6 Satz 2 ImmoWertV

<sup>69</sup> Bobka (2007), S. 12

<sup>70</sup> Telefoninterview mit Christian Walter (PKF hotelexperts GmbH)

<sup>71</sup> Telefoninterview mit Kurt Dohnal (Kessler Collection Europe GmbH)

<sup>72</sup> Vgl. Frehse/Weiermair (2007), S. 217

2. Zeitgeistadaptierungen/Modernisierung (IT, Fahrstuhl, Erneuerung der Hoteleinrichtung etc.). Hier können bei

Stadthotels rd. 4 bis 5 % p.a.

Ferienhotels rd. 6 bis 7 % p.a.

Wellnesshotels rd. 7 bis 8 % p.a.

für FF&E in Ansatz gebracht werden.

Bei Stadthotels entfallen weitere 1 bis 2 % des Gesamtumsatzes auf Dach & Fach.<sup>73</sup>

Man kann demgemäß davon ausgehen, dass per anno zwischen zehn und 15 % des Jahresumsatzes an Rücklagen für diese beiden Posten gebildet werden sollten. Was jedoch genau an Rücklagen getätigt werden muss, ist oft im (Betreiber-)Vertrag festgehalten.

Neben der Erstinvestition sind daher je nach Hotelkonzept und Lebenszyklus sogenannte Attraktivierungsinvestitionen zu tätigen, um einem raschen Nachfrageverfall entgegenwirken zu können.<sup>74</sup>

Die Lebenszyklen der Aspekte eines Hotels können daher in vier wesentliche Teilbereiche untergliedert werden:<sup>75</sup>

- Gebäude: 20 bis 50 Jahre
- Gebäudetechnik: 15 bis 20 Jahre
- Einrichtung/Ausstattung: sieben bis zehn Jahre
- Konzept: drei bis sieben Jahre

---

<sup>73</sup> *Dach & Fach* versteht sich als Sammelbegriff unter dem man Fundament und Außenhaut sowie tragende Konstruktionen und das Dach versteht. Es werden zumeist jedoch auch größere technische Anlagen wie Heizung Lüftung/Klima und Aufzüge (manchmal auch Sanitärleitungen) hinzugerechnet. Normalerweise ist der Eigentümer für Dach & Fach verantwortlich, Pächter/Betreiber für den Rest. Daher ist es unbedingt notwendig im Pachtvertrag explizit zu definieren was unter Dach & Fach zu verstehen ist und welche Vertragsseite sich für die einzelnen Gegenstände verantwortlich zeigen muss.

<sup>74</sup> Kraus-Winkler, Folie 8

<sup>75</sup> ebenda, Folie 9

Abgesehen von diesen Richtwerten belegen alteingesessene Hotels in Metropolen, die seit teilweise mehr als 100 Jahren bestehen, dass auch die wirtschaftliche Lebensdauer von Hotels bei umfangreichen Sanierungen und Modernisierungen theoretisch sehr lange Zeiträume umfassen kann.

Der betriebswirtschaftliche Lebenszyklus in Bezug auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung eines Hotels ist wesentlich kürzer als die gesamte wirtschaftliche Nutzbarkeit. Er umfasst circa 12 Jahre und teilt sich folgendermaßen auf:<sup>76</sup>

- Anlaufphase drei bis vier Jahre,
- Stabilisierungsphase sechs bis sieben Jahre
- Verlangsamungsphase drei Jahre

Diese betriebswirtschaftlichen Zyklen bedingen deshalb nach circa zehn bis 20 Jahren erste umfangreiche Instandhaltungsmaßnahmen, um die wirtschaftliche Nutzung zu bewahren bzw. wiederherzustellen.

### **3.2 Definition Instandhaltungskosten bei Hotels**

Die meiner Meinung nach beste Definition von Instandhaltungskosten findet sich in der Verordnung über wohnwirtschaftliche Berechnungen (Zweite Berechnungsverordnung – II. BV) in Deutschland, § 28 Abs. 1 bzw. in der Honorarordnung für Architekten und Ingenieure, § 3 Nr. 11: Instandhaltungskosten sind die Kosten, die während der Nutzungsdauer zur Erhaltung des bestimmungsgemäßen Gebrauchs der baulichen Anlagen aufgewendet werden müssen, um die durch Abnutzung, Alterung, Witterungs- und Umwelteinflüsse bzw. durch gesetzliche Auflagen entstehenden baulichen Schäden ordnungsgemäß zu beseitigen und um die Qualität und damit die Ertragsfähigkeit des Renditeobjektes zu erhalten.

Instandhaltungsmaßnahmen dienen somit der Aufrechterhaltung des bestimmungsgemäßen Gebrauchs der Gebäude während der Nutzungsdauer.<sup>77</sup>

---

<sup>76</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 479

<sup>77</sup> Vgl. Kranewitter (2010), S. 90

Instandhaltungsmaßnahmen umfassen daher die laufende und regelmäßige Instandsetzung der baulichen Anlage, jedoch nicht deren Modernisierung.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> Vgl. Bobka (2007), S. 12

## 4 ALLGEMEINE BEWERTUNGSTHEORIE

1992 wurde die damals seit 1897 angewandte Realschätzordnung durch das Liegenschaftsbewertungsgesetz (LBG) abgelöst und man entwickelte sich weg von einer „Schätzung“ hin zu einer wissenschaftlichen „Bewertung“. Die Ursache hierfür liegt in dem Umstand begründet, dass sich der Liegenschaftsmarkt in Österreich verändert hat und die Bewertung von Immobilien immer vordergründiger und vielfältiger wurden.

### 4.1 Bewertungsgründe

Der Wert eines Hotels kann zu unterschiedlichen Zwecken ermittelt werden. Je nach Zweck der gegenständlichen Wertermittlung gelten unterschiedliche rechtliche Vorschriften, die auch Einfluss auf die verwendete Bewertungsmethoden haben.

Zu den häufigsten Gründen einer Wertermittlung zählen jedoch die Bewertung als Finanzierungsvorlage für Kauf/Verkauf, Zwangsversteigerung und Insolvenz, Vererbung und Schenkung sowie Investitionsmaßnahmen. Des Weiteren tragen steuerliche und bilanzielle Wertermittlungen und Versicherungsgutachten zunehmend eine Bedeutung.

Dabei hat der Zweck der Wertermittlung einen unmittelbaren Einfluss auf das anzuwendende Verfahren und damit auch auf die Höhe des Wertes.<sup>79</sup>

### 4.2 Verkehrswert = Marktwert

„Der Verkehrswert ist der Preis, der bei einer Veräußerung der Sache üblicherweise im redlichen Geschäftsverkehr für sie erzielt werden kann. Die besondere Vorliebe und andere ideelle Wertzumessungen einzelner Personen haben bei der Ermittlung des Verkehrswertes außer Betracht zu bleiben.“<sup>80</sup>

„Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, zu dem eine Immobilie zum Bewertungsstichtag zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem kaufbereiten Erwerber nach angemessenen Vermarktungszeitraum in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr verkauft werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“<sup>81</sup>

---

<sup>79</sup> Fidlschuster / Fidlschuster (2010), S. 107

<sup>80</sup> LBG, §2 (2)

<sup>81</sup> Die Wertermittlungsstandards der RICS, S. 48-51

„Der Verkehrswert (Marktwert) wird durch den Preis bestimmt, der im Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstückes oder des sonstigen Gegenstandes der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“<sup>82</sup>

Der Marktwert gemäß den Europäischen Bewertungsstandards der TEGoVA und des IVSC ist wie folgt definiert: „Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, zu dem eine Immobilie in einem funktionierenden Immobilienmarkt zum Bewertungsstichtag zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem kaufbereiten Erwerber nach angemessenem Vermarktungszeitraum in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr verkauft werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“<sup>83</sup>

Am besten erkennt man daher aus der Definition des BauGB aus Deutschland, dass der Verkehrswert und der Marktwert tatsächlich dasselbe sind.

Beide Werte entsprechen dem geschätzten Betrag, für den ein Objekt am Bewertungsstichtag nach erfolgter ordnungsgemäßer Vermarktung übertragen wird, wobei jede Partei unabhängig und wissentlich ohne Zwang gehandelt hat.<sup>84</sup>

Der Marktwert ist schlicht aus der englischen Definition „Market Value“ direkt übersetzt und bedeutet daher „Marktwert“.

Der Verkehrswert ist nicht mit dem Preis des Erstehers in der Zwangsversteigerung zu verwechseln (Meistbot), da dies nicht dem redlichen Geschäftsverkehr entspricht.

Wie beschrieben handelt es sich beim Verkehrswert/Marktwert um Werte für Immobilien, welche im „redlichen Geschäftsverkehr“ erzielt werden können.

Für Hotelimmobilien stellt sich der Verkehrswert insofern problematisch dar, da es in der Regel keinen relevanten Markt für Hoteltransaktionen gibt. Jedes Hotel ist hinsichtlich Lage, Ausstattung und Positionierung im Markt und Wettbewerb unterschiedlich. Der in den unter

---

<sup>82</sup> BauGB, §194

<sup>83</sup> Bienert / Funk (2009), S. 46 ff.

<sup>84</sup> Schröder / Forstnig / Widmann, 2005, S. 21ff

Punkt 4.2 genannte *gewöhnliche Geschäftsverkehr* von Hotelimmobilientransaktionen findet in der Regel nicht statt.<sup>85</sup>

Aus Sicht der Immobilienwirtschaft kann man ein Hotel daher nicht ausschließlich auf das Gebäude reduzieren, da Hotels Betreiberimmobilien sind. So hängt der Erfolg auch von dem Können des Betreibers ab. Die Grenzen zwischen der reinen Immobilien- und einer Unternehmensbewertung sind daher fließend.<sup>86</sup>

Daher befindet man sich hier bereits eher in der Unternehmensbewertung als in der Immobilienbewertung, da der Aspekt des Betreibers maßgeblich ist. Ein Hotel ist nur so gut wie sein Betreiber selbst. Das immobilienwirtschaftliche Risiko bezieht sich daher nicht nur auf das Gebäuderisiko, sondern erweitert sich um das Geschäftsrisiko. Der Bestandhalter ist daher zwei verschiedenen Risiken ausgesetzt. Die gesamtwirtschaftliche Situation eines Landes ist für den erfolgreichen Betrieb eines Hotels von erheblicherer Bedeutung als für Büro- oder Wohnimmobilien. Eine klare Abgrenzung von anderen Gewerbeimmobilien wird, letztlich durch die vier Perspektiven aus denen ein Hotel betrachtet werden kann, deutlich. Ein Hotel kann als Wohnimmobilie (Vermietung an den Hotelgast), als Betreiberimmobilie (Unternehmer führt das Hotel), als Gewerbeimmobilie und Anlageobjekt (Bestandhalter verpachtet das Hotel) und als Dienstleistungsimmobilie (Serviceleistungen an Hotelgast) wahrgenommen werden.<sup>87</sup>

---

<sup>85</sup> Schröder / Forstnig / Widmann (2005), S. 21

<sup>86</sup> Fidlschuster / Fidlschuster (2010), S. 106

<sup>87</sup> Vgl. Bienert (2005), S. 409 ff

## 5 WERTERMITTLUNGSVERFAHREN

Im folgenden Kapitel soll ein genereller Überblick über die verschiedenen Bewertungsformen aufgezeigt werden.

### 5.1 Österreich

In Österreich gab es bis vor wenigen Jahren nur 3 normierte Verfahren, namentlich das

- Vergleichswertverfahren (Vergleich durchgeführter vergleichbarer Transaktionen)
- Ertragswertverfahren (Zukunftserfolge zum Barwert) und das
- Sachwertverfahren (Ermittlung der Bauwerte zum Zeitwert),

welche durch Berücksichtigung der aktuellen Marktlage und eventuellen Wertkorrekturen nach oben oder aber auch nach unten zu einem Verkehrswert führten. Nach welchem Ablaufschema diese Verfahren anzuwenden sind, ist in der ÖNORM B-1802 geregelt. Die allgemeine Rechtslage für die Erstellung von Immobilienwertgutachten ist im Liegenschaftsbewertungsgesetz 1992 (LBG) geregelt.

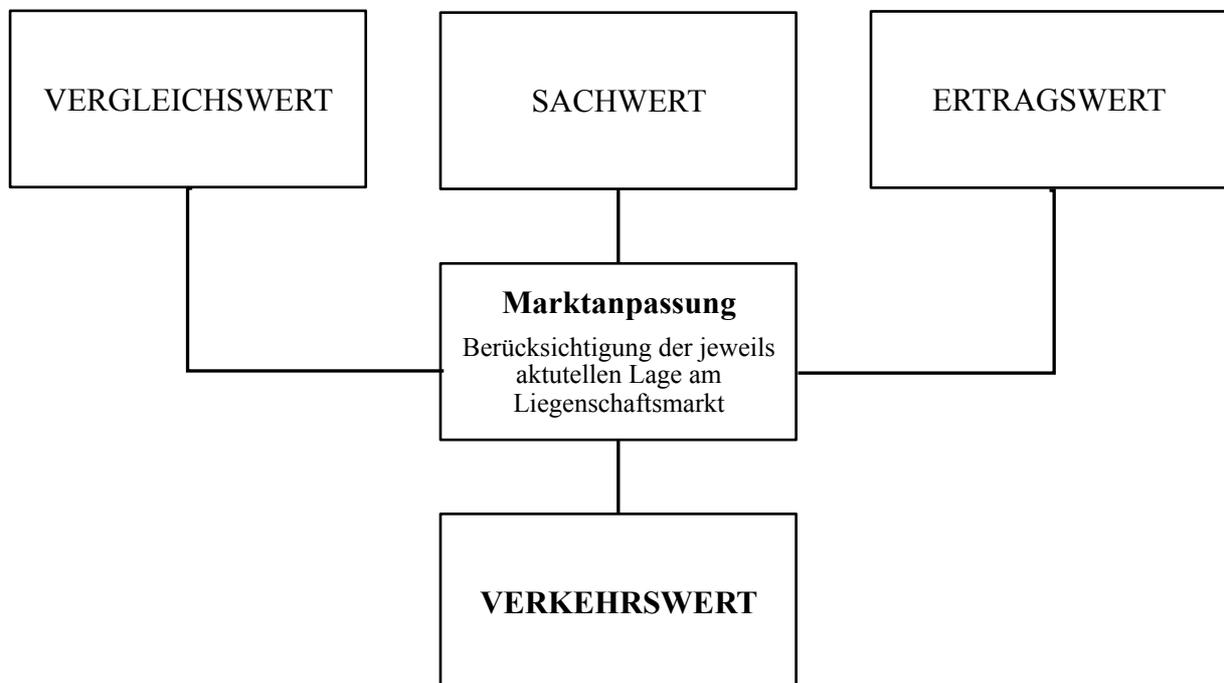


Abbildung 5: Ableitung Verkehrswert<sup>88</sup>

<sup>88</sup> ÖNORM B1802-2

Prinzipiell sollten sowohl beim Vergleichswert- als auch Ertragswertverfahren die allgemeinen Wertverhältnisse auf dem Grundstücksmarkt direkt Eingang in die Wertermittlung finden. Dies sollte einerseits durch den Ansatz marktüblich erzielbarer Erträge und andererseits durch deren Kapitalisierungszinssatz (siehe Kapitel 5.1.3), der wiederum aus Kaufpreisen abgeleitet wird, welche die Lage auf dem Grundstücksmarkt repräsentieren, geschehen.

Eine Marktanpassung kann bei Anwendung des Ertragswertverfahrens geboten sein, wenn sich die Lage auf dem Grundstücksmarkt gegenüber den Verhältnissen verändert hat, die den Vergleichspreisen zugrunde lagen, die zur Ableitung des Liegenschaftszinssatzes herangezogen wurden. In diesem Fall erscheint es jedoch zweckmäßiger den Liegenschaftszinssatz entsprechend zu modifizieren.<sup>89</sup>

Vor wenigen Jahren wurde mit der ÖNORM B-1802-2 ein weiteres (viertes) Verfahren normiert, nämlich das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF). Siehe hierzu Kapitel 5.2.3.

### **5.1.1 Vergleichswertverfahren**

Das Vergleichswertverfahren kann für Hotels prinzipiell nicht herangezogen werden. Hotels sind ihrer Ausgestaltung zu speziell und empfindlich, dass auch schon ein regionaler Vergleich nicht zielführend sein würde. Dieses Verfahren scheidet daher für eine Hotelbewertung definitiv aus. Zur Vollständigkeit wird dieses dennoch angeführt.

### **5.1.2 Sachwertverfahren**

Das Sachwertverfahren kommt zur Anwendung, wenn die Ersatzbeschaffungskosten des Wertermittlungsobjektes nach den Gepflogenheiten des gewöhnlichen Geschäftsverkehrs preisbestimmend sind. Dies sind in erster Linie eigengenutzte Ein- und Zweifamilienhäuser, bei deren Nutzung nicht der erzielbare Ertrag, sondern ein besonderer persönlicher Nutzen im Vordergrund steht.<sup>90</sup>

Dieses Verfahren kommt zur Anwendung bei Liegenschaften, bei welchen keine geeigneten Vergleichsmieten oder vergleichbare Pachtentgelte vorhanden sind und daher das Ertragswertverfahren nicht sinnvoll angewendet werden kann (z.B. Schulen, Kindergärten, Kranken-

---

<sup>89</sup> Vgl. Kleiber (2010), S. 989, Rz 173 und 174

<sup>90</sup> ebenda, S. 1.823, Rz 1.

häuser, Schlösser und Luxusimmobilien).<sup>91</sup> Es dient in erster Linie der Ermittlung des Wertes von bebauten Liegenschaften.<sup>92</sup>

Das Sachwertverfahren kann daher auch z.B. bei Pensionen ohne Gewinn oder bei kleinen Landhotels bis circa zehn Zimmern zur Anwendung kommen.

### **5.1.3 Ertragswertverfahren, Pachtwertverfahren**

Das Ertragswertverfahren zielt auf den Wert der zukünftig erzielbaren Erträge der Liegenschaft zum Bewertungsstichtag ab. Es werden die Situation zum Stichtag analysiert und gleichbleibende Zahlungsströme bis zum Ende der Restnutzungsdauer unterstellt.

Das Ertragswertverfahren ist in der Regel dann anzuwenden, wenn die zu bewertende Liegenschaft üblicherweise zu Ertragszwecken verwertet wird.<sup>93</sup> Zu diesen Immobilien gehören z.B. Mietwohngebäude, Wohn- und Geschäftsgebäude sowie gewerblich genutzte Gebäude. Die Eigentümer derartiger Immobilien beabsichtigen in der Regel, mit der Nutzung der Immobilie eine möglichst hohe Rendite zu erzielen, d.h. die Erträge (Mieten) sollen in Relation zum eingesetzten Kapital (Kaufpreis) möglichst hoch sein. Dieser Denkweise der Marktteilnehmer trägt das Ertragswertverfahren Rechnung, indem der Barwert der jährlichen Überschüsse (Ertrag minus Kosten), die bei der Nutzung einer Immobilie erzielt werden können, gebildet werden kann.<sup>94</sup>

In dieser Arbeit soll jedoch nicht auf das Verfahren im Detail eingegangen werden. Es werden lediglich die beiden wesentlichsten Punkte *Bewirtschaftungskosten* und *Kapitalisierungszinssatz* näher erläutert um ein besseres Verständnis für folgende Kapitel zu bekommen.

---

<sup>91</sup> Vgl. Kranewitter (2010), S. 63

<sup>92</sup> ÖNORM B1802, Pkt. 5.4.1

<sup>93</sup> ebenda, Pkt. 5.3

<sup>94</sup> <http://www.maju.de/ertragswertverfahren.pdf>, Stand vom 10.01.2013

## Aufbau des Ertragswertverfahrens

### Ertragswertverfahren

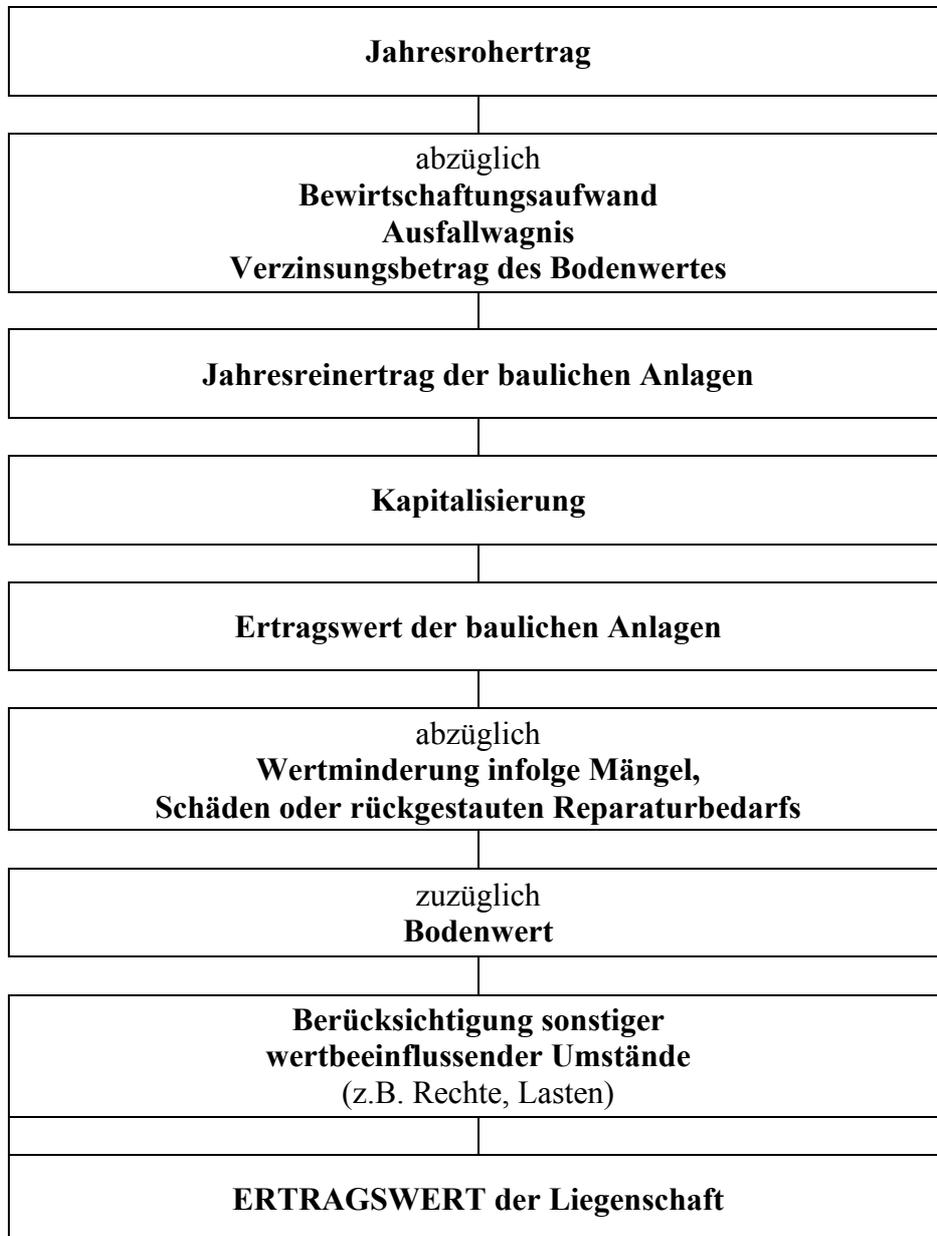


Abbildung 6: Ablaufschema Ertragswert<sup>95</sup>

<sup>95</sup> ÖNORM B 1802, S. 8

## **Anwendungsbereiche**

Das Ertragswertverfahren kommt zur Anwendung, wie bereits in Pkt. 5.1.3 beschrieben, wenn die zu bewertende Liegenschaft primär dazu bestimmt ist, nachhaltige Erträge zu erzielen. Nach diesem Grundsatz kommt das Ertragswertverfahren bei folgenden Nutzungsarten in Betracht:

- Mietwohnhäuser
- Wohn- und Geschäftshäuser
- Büro- und Geschäftshäuser
- Kaufhäuser, Einkaufszentren, Selbstbedienungsmärkte
- Garage und Parkhäuser
- Gewerbe- und Industrieliegenschaften
- Tankstellen
- Logistikimmobilien
- Touristisch genutzte Liegenschaften (Hotels)
- Sport- und Freizeitimmobilien
- Pflege- und Betreuungseinrichtungen
- Privatkrankenhäuser, Privatkliniken u.ä.<sup>96</sup>.

Weitere Anwendungsfälle aufgrund geänderter Wirtschaftsstrukturen können sein:

- Kommunalgebäude, Verwaltungsgebäude, Jugendheime, Kindergärten, Schulen, Tagesstätten, Veranstaltungszentren, Schwimmanlagen
- Eigentumswohnungen<sup>97</sup>

## **Bewirtschaftungskosten**

Bewirtschaftungskosten sind regelmäßig und nachhaltig anfallende Kosten, die bei gewöhnlicher, ordnungsgemäßer Bewirtschaftung entstehen und nicht auf den Mieter umgelegt werden

---

<sup>96</sup> Seiser / Kainz (2011), S. 578, Rz 4

<sup>97</sup> ebenda, S. 578, Rz 5 & 6

können. Diese Kosten sind daher vom Vermieter, respektive Eigentümer, zu tragen. Sie setzen sich zusammen aus:

- Mietausfallswagnis
- Verwaltungskosten
- Instandhaltungskosten
- (nicht umlegbare) Betriebskosten

Analog zur Argumentation bei den Erträgen geht die Ertragswertberechnung auch bei den Bewirtschaftungskosten von der Fiktion gleich bleibender Zahlungen während des gesamten Nutzungszeitraumes aus.<sup>98 99</sup>

### **Pachtausfallswagnis**

Das Ausfallswagnis berücksichtigt das Risiko der Ertragswertminderung durch Leerstehen, Uneinbringlichkeit von Pachtzinsen und sonstigen Vergütungen sowie allfälliger Folgekosten<sup>100</sup>, wie z.B. Kosten einer Rechtsverfolgung auf Zahlung, Kündigung eines Pachtverhältnisses oder Räumung. Bei gewerblich genutzten Räumen ist das Risiko größer, da diese oft schwieriger zu vermieten sind.<sup>101</sup>

Bandbreiten des Mietausfallswagnisses in Prozent des Jahresrohertrages können sein:

<b>Gebäudeart</b>	<b>Wagnissatz</b>
Mietwohnobjekte	3,0 – 5,0 %
Büros und Praxen	4,0 – 8,0 %
gewerblich genutzte Objekte	5,0 – 10,0 %

**Tabelle 6: Richtsätze in Prozent für Mietausfallswagnis<sup>102</sup>**

---

<sup>98</sup> Bienert / Funk (2009), S. 347

<sup>99</sup> Kranewitter (2010), S. 89 ff

<sup>100</sup> Seiser / Kainz (2011), S. 581, Rz 15

<sup>101</sup> Kranewitter (2010), S. 91

<sup>102</sup> ebenda, S. 91

Grundsätzlich ist der Ansatz eines Pachtausfallswagnisses von strukturellem Leerstand zu unterscheiden. Letzterer muss in der Ertragswertberechnung unabhängig vom etwaigen Mietausfallswagnis berücksichtigt werden. Bei lang anhaltendem Leerstand trotz Angebot des Objektes zu marktüblichen Pachtbedingungen ist die normalerweise gängige Annahme einer fiktiven Pachteinnahme für die leerstehenden Räumlichkeiten nicht zielführend. Ebenso wird ein erhöhtes Pachtausfallswagnis der Situation nicht in vollem Umfang gerecht. Der Gutachter wird bei einer derartigen Fallkonstellation vielmehr dazu übergehen, Liquidationsüberlegungen anzustellen oder den lang anhaltenden Leerstand als Mindereinnahme zu berücksichtigen (dies entspricht einer sogenannten *Underrented-Situation*). Sinnvoll wäre dann beispielsweise die Annahme, dass der Leerstand nur durch Marketinganstrengungen und entsprechende Kosten sukzessive abgebaut werden kann.<sup>103</sup>

### **Verwaltungskosten**

Unter den Verwaltungskosten versteht man jene Kosten, welche zur ordentlichen Verwaltung und Bewirtschaftung der Liegenschaft notwendig sind. Darunter werden weitläufig verstanden:

- Buchhaltung
- Pachtingang, Pachtanpassungen
- Rechnungsprüfung
- Jahresabschlussrechnung
- Bearbeitung von Versicherungsfällen
- Organisation und Personalangelegenheiten

Verwaltungskosten werden in der Regel auf die Mieter im Zuge der Betriebskosten überwält. Zu beachten ist, dass nur jene Bewirtschaftungskosten in der Ertragswertberechnung berücksichtigt werden, welche nicht auf die Mieter überwält werden können.

Im Vollanwendungsbereich des MRG können Verwaltungskosten gem. § 22 Mietrechtsgesetz (MRG) respektive nach § 15a (1) Zi. 3 Verwaltungskosten in der Höhe von aktuell € 3,25 pro m<sup>2</sup> Nutzfläche pro Jahr auf den Mieter überwält werden. Sind die tatsächlichen Verwal-

---

<sup>103</sup> Vgl. Bienert / Funk (2009), S. 358

tungskosten höher, so ist die Differenz den nicht umlagefähigen Betriebskosten zuzurechnen und vom Jahresrohertrag in Abzug zu bringen.

Die Bandbreite von Verwaltungskosten beträgt zwischen 3 bis 8 % des Jahresrohertrages. Bei nur einem oder wenigen gewerblichen Großmietern kann dieser Satz auf 1 bis 2 % des Rohertrages sinken.<sup>104</sup>

### **Erhaltungskosten**

Zu diesen zählen laut ÖNORM B 1802 Pkt. 5.3.2 die Instandhaltungskosten, Instandsetzungskosten und Restaurierungskosten, wobei Restaurierungskosten wohl mit den Instandsetzungskosten gleichzusetzen sind. Es geht vordergründig um die Erhaltung des bestimmungsgemäßen Gebrauchs der Immobilie während der Nutzungsdauer.

Mit „Erhalten“ sind jedoch natürlich nicht nur die Mängelbeseitigungen im Sinne des Eingreifens bei Vorliegen eines Defektes (= Instandsetzung) gemeint, sondern natürlich auch schadensvorbeugende Maßnahmen Tätigkeiten (= Instandhaltung).<sup>105</sup> In diesem Sinn muss auch die „Instandhaltung“ gemäß § 5 Abs. 2 des LBG verstanden werden.

Bei gewerblich genutzten Objekten sind die Besonderheiten der einzelnen Mietverträge zu studieren, da hier oft gesonderte Regelungen zur Erhaltungspflicht des Mieters festgehalten werden können. So ist es z.B. durchaus üblich, dass die teilweise oder gar gesamte Erhaltungspflicht den Mieter trifft. Daher kann es durchaus sein, dass ein Ansatz dieser *Erhaltungskosten* auch gänzlich entfallen kann.

Seiser/Kainz geben hier Praxiswerte für gewerbliche Nutzung wie folgt an:

Einfach	1,00 – 1,40 %
Mittel	0,80 – 1,20 %
Hochwertig	0,60 – 1,00 %

**Tabelle 7: Praxiswerte gewerblicher Liegenschaften<sup>106</sup>**

---

<sup>104</sup> Kranewitter (2010), S. 89

<sup>105</sup> Vgl. Seiser / Kainz (2011), S. 616, Rz 148

<sup>106</sup> Seiser / Kainz (2011), S. 620

## **Betriebskosten<sup>107</sup>**

Betriebskosten sind all jene Kosten, die durch den laufenden Gebrauch der Immobilie entstehen und in der Regel vom Mieter oder Pächter getragen werden. Dazu können beispielhaft Kosten für Wasserversorgung, Kanal, Rauchfang, Müllabfuhr, Gang- und Hofbeleuchtung Versicherungen, Hausreinigung, Schädlingsbekämpfung etc. zählen.

Im Ertragswertverfahren dürfen allerdings nur jene Betriebskosten angesetzt werden, welche nicht auf den/die Mieter oder Pächter umgelegt werden können, die sogenannten *nicht umlagefähigen Betriebskosten*. Zu diesen zählen unter anderem

- Leerstand,
- gesetzliche Regelungen sowie
- vertragliche Vereinbarungen in den Bestandsverträgen.

## **Kapitalisierungszinssatz/Liegenschaftszinssatz**

Das LBG definiert diesen Zinssatz im § 5 in 2 Absätzen:

*(1) „Im Ertragswertverfahren ist der Wert der Sache durch Kapitalisierung des für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden oder erzielten Reinertrages zum angemessenen Zinssatz und entsprechend der zu erwartenden Nutzungsdauer der Sache zu ermitteln (Ertragswert).*

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

In der ÖNORM B 1802 (Punkte 5.3 & 5.4.3.1) findet sich folgende Definition:

*„Im Ertragswertverfahren ist der Wert durch Kapitalisierung des für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden oder zuletzt erzielten Reinertrages zum angemessenen Zinssatz und entsprechend der zu erwartenden Nutzungsdauer zu ermitteln. Der Zinssatz zur Ermittlung des Ertragswertes richtet sich nach der bei Investitionen in vergleichbare Objekte üblicherweise erzielbaren Kapitalverzinsung.“*

---

<sup>107</sup> Vgl. Kranewitter (2010), S. 90

Der Kapitalisierungszinssatz ist daher der Zinssatz mit dem sich der Verkehrswert von Liegenschaften üblicherweise verzinst. Neben den korrekten Netto-Marktmieten stellt der Liegenschaftszinssatz (LSZ) den wichtigsten und kompliziertesten Eingangsparameter bei der Ertragswerberechnung dar und hat erheblichen Wert auf den Ertragswert.

Der zur Abzinsung gewählte Zinssatz entspricht in diesem Zusammenhang der von dieser Investition durchschnittlich zu erwartenden Rentabilität. Kapital wird gebunden, es wird eine Rendite erwartet.

Es gibt vielerlei Quellen für verschiedene Immobilientypen und deren Bandbreite an Liegenschaftszinssätzen. Generell gilt jedoch:

Schlechte Lage (höheres Risiko) → höherer LSZ

Gute Lage (geringeres Risiko) → niedrigerer LSZ

Angebot > Nachfrage → höherer LSZ

Angebot < Nachfrage → niedrigerer LSZ

Welcher Zinssatz bei einer konkreten Bewertung zugrunde zu legen ist, muss unter Beachtung der folgenden Risikobereiche bestimmt werden und individuell mit Zu- und Abschlägen in Prozentpunkten zu einem Basiszinssatz erfolgen.<sup>108</sup>

#### Objektbezogene Faktoren

- Nutzungsart
- Baujahr und Gebäudezustand (Unterhaltungszustand sowie Sanierungen)
- Revitalisierungsanfälligkeit (Aufrechterhaltung der Marktfähigkeit)
- Wertstabilität (hinsichtlich nachhaltiger Marktmieten)
- Drittverwendungsfähigkeit
- begrenzt auch Mietvertragsgestaltung
- Lage des Objekts, Verkehrsanbindung, zukünftige Raumordnung

---

<sup>108</sup> Vgl. Bienert / Funk (2009), S. 367

## Marktbezogene Faktoren

- Verhältnisse am örtlichen Grundstücksmarkt (Entwicklungstätigkeit, Leerstände, Mietniveau, Vermietungsleistung usw.)
- allgemeine wirtschaftliche Lage und Inflation
- demografische Entwicklungen
- Entwicklungen von alternativen Verzinsungen am Kapitalmarkt
- geringe Mobilität der Investition<sup>109</sup>

Als Basiszinssatz wird die Sekundärmarktrendite (Emittenten gesamt) herangezogen, welche von der Österreichischen Nationalbank veröffentlicht wird und unter [www.oenb.at](http://www.oenb.at) online abrufbar ist. Darunter versteht man die Durchschnittsrendite aus den einzelnen Renditen der im Umlauf befindlichen Wertpapiere/Anleihen am Sekundärmarkt. Unter Sekundärmarkt wird jener Markt verstanden bei dem bereits Wertpapiere im Umlauf sind. Die Sekundärmarktrendite stellt somit ein Maß für die Höhe der Verzinsung bei mittelfristigen Geldveranlagungen dar. Um längerfristige Trends beurteilen und mit einbeziehen zu können, wird ein Durchschnitt vergangener Jahre ermittelt, am geeignetsten erscheinen hier die letzten zehn Jahre, da dies einen ausreichend langen Zeitraum darstellt um einen guten Referenzschnitt zu erhalten.

### Beispiel:

minimaler Zinssatz (beispielhafte Sekundärmarktrendite), z.B.	2,50 %
+ Drittverwendungsrisiko / Objektart	0,50 %
+ Lage des Objekts / Standortrisiko	0,25 %
+ Verhältnisse am örtlichen Grundstücksmarkt / Pachtentwicklungsrisiko	0,50 %
+ geringe Mobilität der Investition	0,50 %
+ Baujahr und Gebäudezustand	0,75 %
+ allg. Wirtschaftslage, Inflation, Entwicklung am Kapitalmarkt	0,50 %
<hr/>	
= Zinssatz	5,50 %

<sup>109</sup> Durch den Umstand, dass Liegenschaften schwerer bzw. „langsamer“ zu verkaufen sind als Wertpapiere etc., muss hier ein Zuschlag zum Basiszinssatz erfolgen. Wie hoch dieser Zuschlag ist, hängt von den wesentlichen Immobilienfaktoren ab (Art, Lage, Größe, etc.) und obliegt dem Bewerter.

Der Zinssatz kann je nach Auftrag variieren. Soll nur die Immobilie bewertet werden, so ist der Zinssatz etwas höher. Wird die Immobilie mitsamt Mobiliar in der Berechnung berücksichtigt, dann wird der Zinssatz niedriger ausfallen, um das Mobiliar wertmäßig berücksichtigen zu können.

Die ÖNORM B 1802 führt unter Punkt 5.3.4.3 an, dass die Wahl des angesetzten Liegenschaftszinssatzes durch den Gutachter begründet werden muss, wobei auch auf anerkannte Veröffentlichungen von Richtwerten Bezug genommen werden kann. Als solche gelten nach der Norm vor allem jene des Hauptverbandes der allgemein beeideten gerichtlichen Sachverständigen Österreichs. Darum werden diese Bandbreiten im Folgenden abgebildet.

Liegenschaftsart	Lage			
	hochwertig	sehr gut	gut	mäßig
Wohnliegenschaften	2,0 - 4,0 %	2,5 - 4,5 %	3,0 - 5,0 %	3,5 - 5,5 %
Büroliegenschaften	3,5 - 5,5 %	4,0 - 6,0 %	4,5 - 6,5 %	5,0 - 7,0 %
Geschäftliegenschaften	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 Liegenschaften	5,5 - 8,5 %	6,0 - 9,0 %	6,5 - 9,5 %	7,0 - 10,0 %
Industriliegenschaften	5,5 - 9,5 %	6,0 - 10,0 %	5,5 - 10,5 %	7,0 - 11,0 %
Land- und forstwirtschaftliche Liegenschaften	2,0 - 4,0 %			

Tabelle 8: Empfehlung für Liegenschaftszinssätze<sup>110</sup>

Bei Seiser/Kainz (2007) auf Seite 646 unter Randziffer 225 findet sich ein weiterer Hinweis auf Kapitalisierungszinssätze und hier im Speziellen auch auf Sonderimmobilien bzw. genauer für Hotels. Die Bandbreite wird hier zum Zeitpunkt 2008 mit 6,00 bis 7,00 % beziffert.

<sup>110</sup> Zeitschrift "Der Sachverständige", Heft 1/2010, S. 53

Erläuterung der einzelnen Lagekriterien für gewerblich genutzte Liegenschaften und Industrieliegenschaften:<sup>111</sup>

Hochwertig	Lage in der Nähe von Großstädten oder in Ballungszentren mit großer wirtschaftlicher Bedeutung und in ausgezeichnete Verkehrslage (Nähe von wichtigen Bahnlinien, allenfalls mit entsprechenden Einrichtungen wie Terminals, Nähe von Autobahnanschlussstellen, Lage an einer Wasserstraße in der Nähe von Häfen). Sehr gute Erreichbarkeit mit den öffentlichen Verkehrsmitteln.
Sehr gut	Gute Lagen in der weiteren Umgebung von Großstädten oder in wirtschaftlich bedeutsamen Regionen in sehr guter bis guter Verkehrslage (geringe Entfernung zu den wichtigen Bahnlinien und Autobahnanschlussstellen, Lage an oder in der Nähe einer Bundesstraße oder Landesstraße B). Gute bis mittlere Erreichbarkeit mit den öffentlichen Verkehrsmitteln.
Gut	Mittlere Lagen in wirtschaftlich weniger bedeutsamen Gebieten in mittlerer Verkehrslage.
Mäßig	Schlechte bis sehr schlechte Lagen (Lage in wirtschaftlichen Krisenregionen, Einzellagen in schlechter Verkehrslage).

Das **Pachtwertverfahren**<sup>112</sup> ist eine Unterform des Ertragswertverfahrens und setzt keine marktüblichen *Mieten*, sondern marktübliche *Pachten* an und kommt insbesondere bei solchen gewerblichen Immobilien zur Anwendung, welche üblicherweise in Pacht weitergegeben werden.

Analog wie beim Ertragswertverfahren wird hier auf einen marktüblich erzielbaren Jahrespachterlös zurückgegriffen (= Jahresrohertrag) und dieser um die bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung marktüblich anfallenden Bewirtschaftungskosten vermindert.

Wie hoch diese nachhaltig erzielbaren Pächterlöse sind, lässt sich aus branchenspezifischen Durchschnittspachten ableiten. Diese werden von Handelsforschungsinstituten veröffentlicht, wobei die marktspezifischen Gegebenheiten berücksichtigt werden müssen. Üblicherweise

---

<sup>111</sup> Kranewitter (2010), S. 100

<sup>112</sup> Vgl. Kleiber (2010), S. 1.619, Rz 297 ff.

werden diese in einem Vomhundertsatz des erzielbaren branchenspezifischen Umsatzes angegeben.

Nachfolgender Auszug aus Kleiber (2010) soll einen Überblick der Pachtsätze in v.H. des Umsatzes bei Hotelliegenschaften aufzeigen und stammt aus 1999.

<b>Branche</b>	<b>durchschnittliche Pachtsätze in v.H. des Umsatzes</b>
<b>Hotel/Restaurant</b>	
- Beherbergung	15 bis 20
- Gastronomie	6 bis 10
- Getränke	8 bis 10
- Sonstiges	10 bis 15
- Gesamtumsatz	15 bis 18
- in Sonderfällen bis max. zu	25
<b>Hotel garni</b>	
- Beherbergung	18 bis 22
- Speisen / Getränke	8 bis 12
- Gesamtumsatz	20 bis 22
- in Sonderfällen bis max. zu	25
<b>ansonsten</b>	8 bis 10
- Normalausstattung	11
- gehobene Ausstattung	12
- First Class	15
- Kur- und Ferienhotel	14

Der sich nach Abzug der Bewirtschaftungskosten des Verpächters ergebende Grundstücksreinertrag wird analog wie beim Ertragswertverfahren mit einem marktüblichen Liegenschaftszinssatz über die Restnutzungsdauer kapitalisiert.

#### **5.1.4 Die grobe 1.000stel-Methode oder auch „Promille-Regel“<sup>113 114</sup>**

Diese Methode dient lediglich einer groben Einschätzung bzw. dient als vage Kontrollrechnung.

Der Ansatz für diese Einschätzung geht vom Ertragspotential des Hotels aus. Die Formel basiert auf der Annahme, dass ein Hotel pro Zimmer so viel wert ist wie das Tausendfache des zu erwartenden durchschnittlichen Nettozimmerpreises.

Beispiel: Die zu erwartenden Erträge für ein Vier-Sterne-Hotel sollen grob ermittelt werden, es wird ein durchschnittlich erzielbarer Netto-Zimmerpreis von € 125,- erwartet. Der Schätzwert pro Zimmer beträgt demnach € 125.000,-. Verfügt das Hotel über 150 Zimmer, so führt dies zu einem Gesamtwert von € 18.750.000,-.

Der Vorteil dieses Verfahrens liegt in der Einfachheit. Nicht berücksichtigt werden hier natürlich eine durchschnittliche Zimmerbelegung, die sehr unterschiedlichen Beträge aus Speisen und Getränken und sonstige Erträge. Ebenso wenig die Höhe der Betriebskosten und die unterschiedliche Höhe der Cash-Flows, z.B. in den ersten Betriebsjahren eines Hotels, finden bei diesem Verfahren keinerlei Berücksichtigung.

Überschlägig kann man daher davon ausgehen, dass ein Hotelprojekt umgekehrt etwa das Tausendfache des erwarteten Zimmerpreises (netto ohne Frühstück) als Investitionsaufwandkosten wird und dass bei einem Vollhotel der Nettoumsatz wenigstens 35 % dieses Investitionsaufwandes erreichen sollte, damit der Betrieb erfolgreich geführt werden kann.

Optimale Ergebnisse erzielt ein Stadthotel meist erst bei Belegungsraten von mehr als 60 % der Zimmer. Höhere Auslastungsquoten als 80 % mindern dagegen meist die Qualität der betrieblichen Leistungen und steigern das Ergebnis oft nicht mehr.

## **5.2 International**

International hat sich, neben anderen Verfahren, vor allem das Discounted Cash Flow Verfahren durchgesetzt.

---

<sup>113</sup> Vgl. Schröder / Forstnig / Widmann (2005), S. 51 ff

<sup>114</sup> Falk / Falk (2006), S. 247

### 5.2.1 Residualwertverfahren<sup>115 116</sup>

In der Bewertungspraxis treten immer wieder Fälle auf, in denen Grundstücke mit größerem Entwicklungspotential Gegenstand der Bewertung sind:

- Handelt es sich um ein unbebautes Grundstück, so besteht die Entwicklung lediglich darin, eine wirtschaftliche Bebauung herbeizuführen.
- Handelt es sich um ein bebautes Grundstück, so kann die Entwicklung darin bestehen, die vorhandene Bebauung zu liquidieren, um es erneut zu bebauen. Es kann jedoch auch der Fall betrachtet werden, dass eine unwirtschaftliche Bebauung nur in eine wirtschaftliche überführt wird, indem bestimmte bauliche Maßnahmen ergriffen werden.

In beiden Fällen kommt der sachgerechten und marktkonformen Ermittlung des Bodenwertes eine entscheidende Bedeutung zu.

Zwar sind die Anwendung des Vergleichswertverfahrens und damit der Rückgriff auf zur Verfügung stehende Bodenrichtwerte grundsätzlich zu bejahen. Deren Aussagekraft und Anwendbarkeit kann jedoch aus verschiedenen Gründen eingeschränkt sein:

1. Richtwerte werden (Anm. d. Verf.: nur in Deutschland; in Österreich gar nicht) nur in größeren Abständen (Ein- bis Zweijahresrhythmus) veröffentlicht und sind zudem aus in der Vergangenheit liegenden Kaufvorgängen abgeleitet. Sie sind dementsprechend nicht immer geeignet, aktuelle Entwicklungen auf dem jeweiligen Grundstücksteilmarkt sowie stadtplanerische Tendenzen wieder zu spiegeln.
2. Die Art der Bodenrichtwertausweisung ist nicht vorgeschrieben. Üblicherweise werden Richtwerte in zonalen oder in lagetypischen Richtwertkarten unter Nennung der Art der baulichen Nutzung ausgewiesen (Anm. d. Verf.: nicht in Österreich). Diese Ausweisung ermöglicht es häufig nicht, die Lageunterschiede innerhalb einer Richtwertzone und die spezifische Ertragskraft unterschiedlicher Flächenqualitäten innerhalb einer Nutzungsart (z.B. Mischgebiet - MI) sachgerecht zu erfassen.
3. Für besondere Nutzungen (Hotel, großflächiger Einzelhandel etc.) stehen regelmäßig keine speziellen Richtwerte zur Verfügung.

---

<sup>115</sup> Vgl. Ross, Brachmann (2005), S. 489 ff

<sup>116</sup> Vgl. Sommer / Kröll (2008), S. 117 ff

Das Verfahren unterstellt eine fiktive, wirtschaftlich sinnvolle Bebauung des betreffenden Grundstücks, ermittelt dessen möglichen Veräußerungserlös nach Fertigstellung und bringt hiervon alle im Zusammenhang mit der Bebauung, Vermarktung und Finanzierung anfallenden Kosten inkl. eines angemessenen Unternehmergewinns in Abzug. Zudem werden die Erwerbsneben- und Vorhaltekosten des Grundstücks berücksichtigt. Als Ergebnis von Erlös und Kosten ergibt sich der aus Sicht eines Investors für das unbebaute Grundstück ein maximal zahlbare Kaufpreis, das sogenannte Residuum.

Gerade diese vielen fiktiven Eingangsgrößen (Erwerbsnebenkosten, Planungskosten, Freilegungskosten, Ablösesummen, Baukosten der Außenanlagen, Baunebenkosten inkl. Architektenhonorar, Finanzierungskosten, Kosten für Unvorhergesehenes, Kosten des Leerstandes, Kosten der Verwertung, Entwicklergewinn und -wagnis) sowie die Verkaufspreiserwartungen machen dieses nicht normierte Verfahren sehr fehleranfällig. Schon geringe Abweichungen bei den Eingangsgrößen können zu großen Abweichungen im Endergebnis führen!

## Investmentmethode

Anders als beim Ertragswertverfahren wird bei der Investmentmethode kein Bodenwert berücksichtigt und es erfolgt somit keine Trennung der Erträge aus Boden und Gebäude.

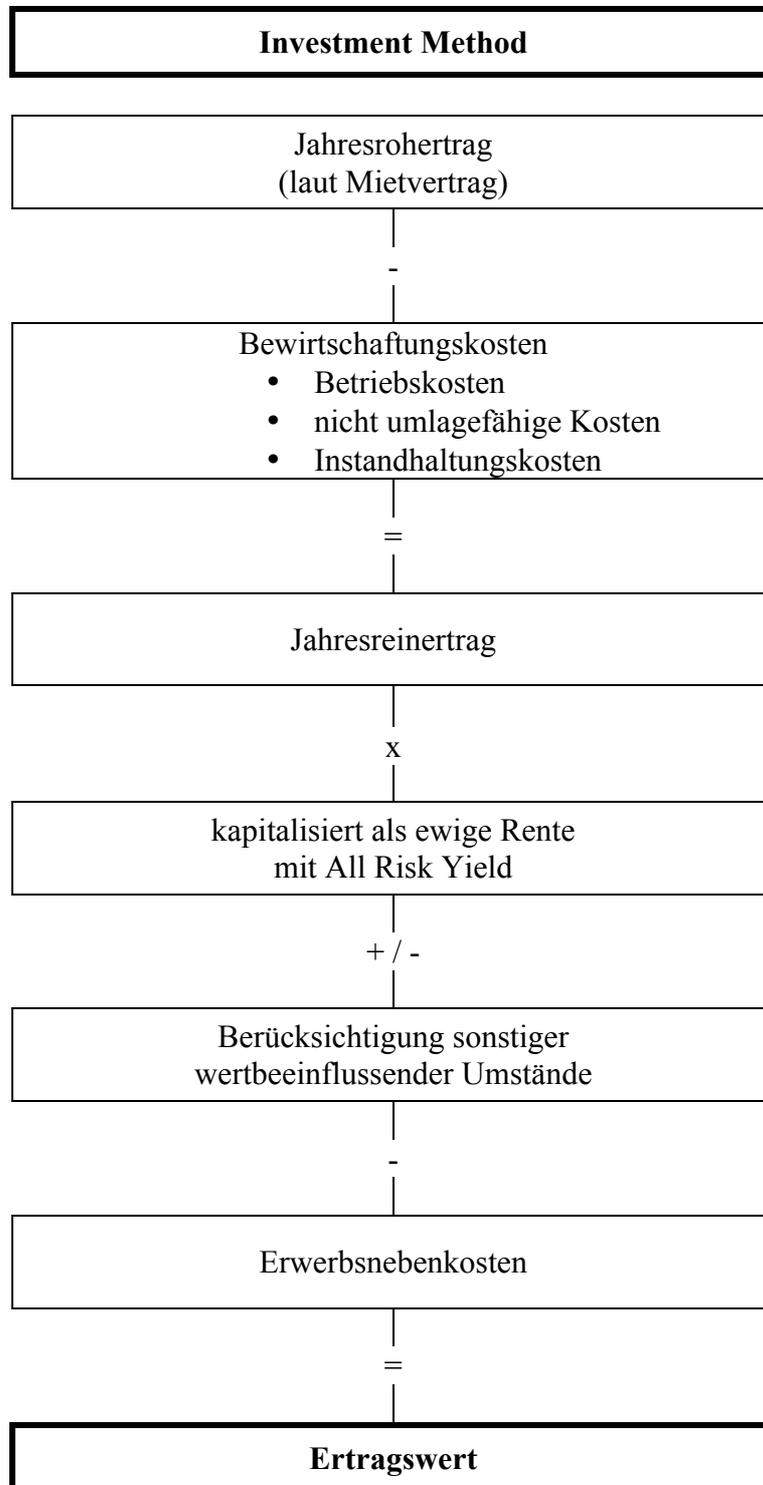


Abbildung 7: Ablaufschema Investmentmethode<sup>117</sup>

<sup>117</sup> Seiser / Kainz (2011), S. 351

In Deutschland werden für den Rohertrag die nachhaltig erzielbaren Mieten angesetzt, in Großbritannien jedoch bilden die tatsächlich vereinbarten Vertragsmieten die Grundlage. Sollten die Vertragsmieten von den Marktmieten stark abweichen, so erfolgt eine getrennte Kapitalisierung des *Terms* und der *Reversion*. Der Term drückt die Laufzeit der Vertragsmieten aus. Nach Ende des Mietverhältnisses werden in der Reversion (Anschlussvermietung) die marktüblichen Mieten angesetzt.

Der Jahresreinertrag ergibt sich aus dem Jahresrohertrag abzüglich der Bewirtschaftungskosten. Dieser Jahresreinertrag wird mit dem sogenannten All Risk Yield (ARY) multipliziert. In dieser Rendite werden quasi alle Risiken der Immobilie ausgedrückt und nicht nur rein der Kapitalisierungszinssatz.

Vom Gutachter werden Risikozu- und Abschläge berücksichtigt wie z.B. Lage, Infrastruktur, Objektgröße, Nutzungsart und Eigentumsverhältnisse.

In der Theorie setzt sich der ARY aus einer risikofreien Verzinsung, einem Risikoaufschlag (Besonderheit der Immobilienveranlagung gegenüber Wertpapieren) und einem Abschlag für das Wertsteigerungspotential (Wertsicherung/Index) der Immobilien zusammen.

$$\begin{aligned} & \text{„risikofreie“ Kapitalmarktrendite} \\ & + \text{ markt- und objektspezifischer Risikoaufschlag} \\ & - \text{ Abschlag für Wertsteigerungspotential} \\ & \hline & = \text{ All Risk Yield}^{118} \end{aligned}$$

Ist der Jahresreinertrag mit dem ARY kapitalisiert worden, wird der so ermittelte Kapitalwert um die Erwerbsnebenkosten gekürzt und als Ergebnis wird der Ertragswert nach der Investment Methode angeführt.

---

<sup>118</sup> Vgl. Seiser / Kainz (2011), S. 352, Rz 70 ff

### **5.2.2 Discounted Cashflow Methode (DCF)**

Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren wird bei dieser Methode nicht nur die Situation zum Bewertungsstichtag als Eingangsgröße bei den Zahlungsströmen angesetzt. Vielmehr wird hier ein Zeitraum von mehreren Jahren betrachtet (zumeist zehn Jahre), wobei hier unterschiedliche Zahlungsströme und Entwicklung sowie zu erwartende Einnahmen/Kosten in den einzelnen Jahren explizit angesetzt werden können. Es ist somit erheblich dynamischer als das statische Ertragswertverfahren. Dennoch birgt es durch die vielen verschiedenen Eingangsparmeter auch Stolpersteine.

## 6 DISCOUNTED CASHFLOW METHODE (DCF)

Seit Mitte der 90er Jahre steigt die Anzahl der gegründeten Immobiliengesellschaften in Österreich stetig an. Ausländische Investoren investieren in Österreich und österreichische Investoren legen ihr Kapital in anderen europäischen Ländern an. Diese grenzüberschreitenden Investitionstätigkeiten führten zu einer Internationalisierung des Immobiliengeschäfts.

Bis zu diesem Zeitpunkt war die nationale Veranlagungsstrategie eine langfristige Bewirtschaftung von Immobilien ausgelegt. Im Gegensatz dazu verfolgte die internationale Veranlagungsstrategie einen kurzen Bewirtschaftungszeitraum von fünf bis maximal 15 oder 20 Jahren, um die Immobilie danach mit einem maximalen Gewinn zu veräußern. Die bislang statische Betrachtungsweise von Immobilien wurde von einer dynamischen Denkart abgelöst.

Das DCF-Verfahren wird in der verschiedenen Literatur mehrfach erläutert und umfangreich kommentiert. Die Hotelimmobilie weist jedoch verschiedene Besonderheiten auf, die sie grundlegend von anderen Gewerbeimmobilien unterscheidet. Zu diesen Besonderheiten zählen vor allem:<sup>119</sup>

- Maßgeblichkeit des Wertschöpfungspotentials,
- wertbestimmende Hotelverträge.
- eingeschränkte Dritt- oder Nachverwendungsmöglichkeit sowie
- eine geringe Transparenz der Hotelmärkte.

### 6.1 Einordnung der DCF-Methode

In Österreich gab es bis 2008 nur drei gesetzlich normierte Bewertungsverfahren: das Vergleichswertverfahren, das Ertragswertverfahren und das Sachwertverfahren. 2008 wurde im Zuge der ÖNORM B 1802-2 auch das Discounted Cash Flow Verfahren (DCF) eingeführt. Weitere nicht normierte Verfahren sind z.B. das bereits in vorigen Kapiteln beschriebene Residualwertverfahren, die Investment-Methode und das Pachtwertverfahren.

---

<sup>119</sup> Vgl. Frehse / Weiermair (2007), S. 213

### **6.1.1 National**

Das Discounted-Cash-Flow-Verfahren ist anders als die in Österreich gängigen Bewertungsmethoden (Vergleichswert-, Sachwert-, Ertragswertverfahren) nicht im Liegenschaftsbewertungsgesetz geregelt. Im Jahr 2008 wurde als Ergänzung zur ÖNORM B1802 und dem LBG die ÖNORM B1802-2, welche sich dem DCF-Verfahren widmet, erlassen.

In der Norm werden in Anlehnung an die internationalen Standards (vgl. 6.1.2 International) folgende Punkte definiert:

- Anwendungsbereich
- normative Verweisungen
- Begriffe
- Aufbau des DCF-Verfahrens

### **6.1.2 International**

Betrachtet man das DCF-Verfahren auf internationaler Ebene, so muss aufgrund mangelnder rechtlicher Grundlagen auf Normen bzw. Bewertungsstandards zurückgegriffen werden. Grundsätzlich unterscheidet man zwischen zwei Arten von Standards:

- jenen, die sich mit der Normierung des methodischen Rechenganges
- sowie jenen Regeln, die sich mit Qualitätsstandards (Ethik, Verhalten, Qualifikation) beschäftigen.

Innerhalb Europas treten vorwiegend zwei wesentliche Verbände zur internationalen Normierung der Bewertungsstandards - und somit auch des DCF-Verfahrens - auf.

Seit dem Jahr 1980 werden von dem Royal Institution of Chartered Surveyors, der weltweit größten Vereinigung von Fachleuten aus der Immobilienwirtschaft mit Sitz in England, deren Wertermittlungsstandards im sogenannten Red Book publiziert.

Das Red Book enthält verbindliche Regeln und Leitlinien für bewährte Verfahren für alle Mitglieder der RICS, die weltweit Wertermittlungen für Immobilien und andere Vermögenswerte durchführen. Die im Red Book enthaltenen Standards richten sich nach den International Valuation Standards, die vom International Valuation Standards Committee (IVSC) veröffentlicht werden.<sup>120</sup>

---

<sup>120</sup> Vgl. RICS (2009), S. 4

Seitens der TEGoVA (The European Group of Valuer's Associations) werden regelmäßig die Europäischen Bewertungsstandards (Blue Book) veröffentlicht. Neben der Veröffentlichung von europäischen Standards hat es sich die TEGoVA zum Ziel gesetzt, die Vertretung aller Gutachter gegenüber der EU wahrzunehmen, eine gemeinsame Vorgehensweise bei Wertermittlungsverfahren innerhalb Europas umzusetzen sowie verbesserte Ausbildungsstandards für Gutachter zu schaffen. Analog zum Red Book der RICS dienen die International Valuation Standards vom IVSC als Grundlage für die veröffentlichten Richtlinien.

Neben den bereits diskutierten Verbänden gibt es weltweit eine Vielzahl an Verbänden, welche die Vorgaben des IVSC regional oder national vertreten.

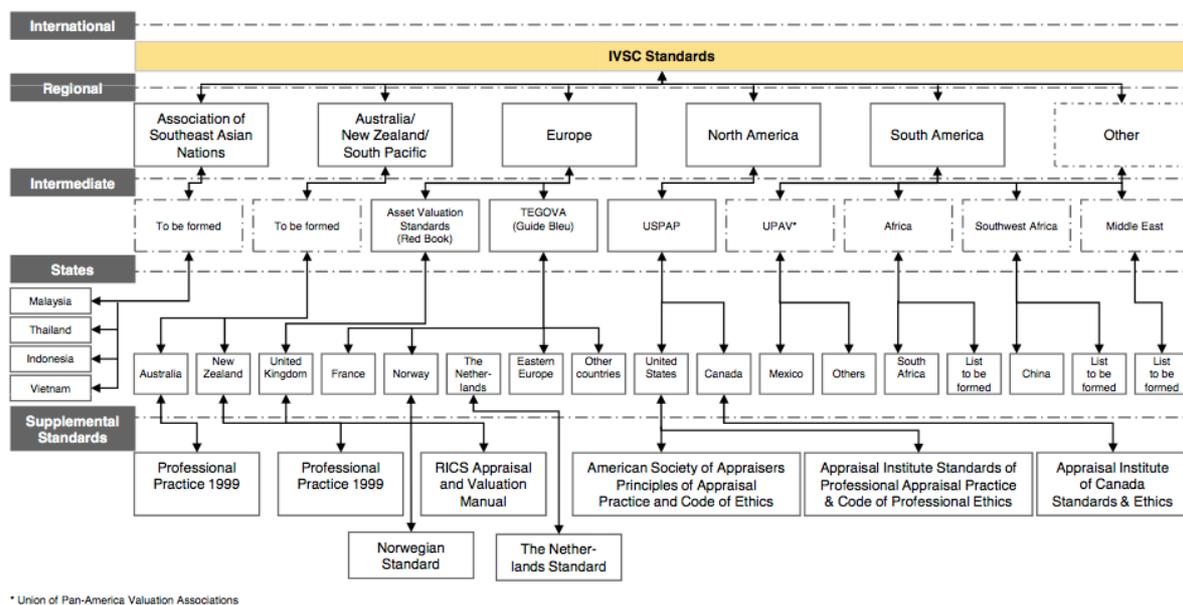


Abbildung 8: Überblick der weltweiten Bewertungsstandards<sup>121</sup>

Abschließend kann somit zu dem Schluss gekommen werden, dass international die Grundlagen der Bewertungsstandards und somit auch das DCF-Verfahren durch das International Valuation Standards Council (IVSC) publiziert werden.

## 6.2 Methodik

Das DCF-Verfahren laut ÖNORM B1802-2 stellt ein 2-Phasen-Modell dar. In der Phase 1 (Detailprognose-Zeitraum) werden die Zahlungsströme (Cash-Flows) detailliert dargestellt. In

<sup>121</sup> Meister (2009), Folie 16

Phase 2 wird der Marktwert (der fiktive Veräußerungswert) am Ende des Detailprognosezeitraums dargestellt.<sup>122</sup>

Vorteile	Nachteile
Darstellung der Anlaufphase mit Pacht- oder Cash Flow Reduktion möglich	detaillierte Ermittlung der Erlös- und Kostenstruktur für einen Zehnjahreszeitraum notwendig, erfordert (hotel-)fachliches Know-How
Umsatzschwankungen, Pachtanpassungen etc. sind gut darstellbar	Daten zur Ermittlung marktüblicher Diskontierungs- oder Kapitalisierungszinssätzen kaum verfügbar
Investitionen können nach Fälligkeit eingestellt werden	Restwertschätzung kann bis zu 50 % des Wertes ausmachen
international akzeptiertes Verfahren	

Tabelle 9: Darstellung Vor- und Nachteile DCF-Verfahren<sup>123</sup>

### 6.2.1 Begriffsdefinitionen

Im Folgenden werden die wichtigsten Begriffe des DCF-Verfahrens in Anlehnung an die ÖNORM B 1802-2 (S.4 ff.) und Seiser/Kainz (2011, S.830) kurz erläutert.

#### Bewirtschaftungskosten

Diese Kosten sind laufende Aufwendungen der Immobilie, welche die ordnungsgemäße Bewirtschaftung sicherstellen. Zum Teil handelt es sich dabei um Durchlaufposten, welche direkt an die Mieter weiterverrechnet werden können (insbesondere die Betriebskosten). Nicht umlagefähige Bewirtschaftungskosten können regelmäßige Instandhaltungskosten, Mietausfallswagniskosten und Verwaltungskosten sein. Näheres siehe hierzu auch im Kapitel 5.1.3 Ertragswertverfahren, Pachtwertverfahren.

<sup>122</sup> Vgl. Kranewitter (2010), S. 111

<sup>123</sup> Fidschuster / Fidschuster (2010), S. 117

### **Detailprognosezeitraum**

Dieser Begriff wird auch als Phase 1 bezeichnet. Er bezeichnet den Zeitraum, in welchem eine periodenbezogene Betrachtung der Zahlungsströme erfolgt. Weitere Aspekte sind auch im Kapitel 6.2.3 Aufbau und Ablauf eines DCF-Verfahrens erläutert.

### **Diskontierungszinssatz**

Dies ist jener Zinssatz, der verwendet wird, um eine im Detailprognosezeitraum vereinnahmte Summe abzuzinsen und daraus einen Marktwert ermitteln zu können. Ein zukünftig erwartetes Mietwachstum findet Abbildung in ansteigenden Einzahlungen während des Detailprognosezeitraumes und nicht im Diskontierungszinssatz.

### **Kapitalisierungszinssatz**

Dabei handelt es sich um jenen Zinssatz, der am Ende der Detailprognose zu einem „fiktiven Veräußerungserlös“ führt. Dieser sollte im Gegensatz zum Diskontierungszinssatz das gegebenenfalls erwartete zukünftige Wachstum sowie etwaige Veränderungen enthalten bzw. berücksichtigen.

### **Netto-Cash-Flow**

Der Netto-Cash-Flow ist jener Einzahlungsüberschuss, welcher nach Abzug aller Auszahlungspositionen von den Roherträgen in einer Betrachtungsperiode verbleibt und die Basis für die Abzinsung darstellt.

Bei Hotels werden diese nach international verwendeten Ergebnisausweisvorschriften, dem Uniform System of Accounts for the Lodging Industry (kurz USALI), ermittelt. Dabei handelt es sich um Deckungsbeitragsrechnungen der einzelnen Hotelabteilungen. Von den jeweiligen Abteilungserträgen werden die diesen Erträgen entsprechend USALI direkt zuordenbaren Personal- und Sachaufwendungen einberechnet. Von der Summe dieser Ergebnisse der einzelnen Hotelabteilungen werden dann die Gemeinkosten bzw. Aufwendungen der Serviceabteilungen abgezogen.

Von dem Betriebsergebnis nach Gemeinkosten werden dann noch weitere, nicht operative Aufwendungen berücksichtigt. Dabei handelt es sich speziell um:

- Zuführung zu Rücklagen für die Erhaltung und Erneuerung der Hoteleinrichtung (FF&E) und Dach & Fach,
- Vergütung für die Hotelmanagementgesellschaft,
- Objektsteuern und Versicherungen sowie
- Aufwendungen für das Asset Management.

Der große Vorteil liegt daher in der Abbildung von betrieblichen Verantwortungsbereichen sowie branchentypischen Kennzahlen und damit in der Erleichterung externer Betriebsvergleiche.<sup>124</sup>

### **Marktmiete vs. Vertragsmiete**

Unter Marktmiete versteht man jenen Nettomietzins, welcher zum jeweiligen Betrachtungszeitraum am Markt im redlichen Geschäftsverkehr erzielt werden kann.

Die Vertragsmiete kann, muss aber nicht immer, mit der Marktmiete übereinstimmen. Die Vertragsmiete kann

= der Marktmiete sein,

< der Marktmiete sein (under rented) oder

> der Marktmiete sein (over rented).

### **Ewige Rente**

Damit meint man einen Zahlungsstrom, der ohne zeitliche Begrenzung in periodisch wiederkehrender Form und gleicher Höhe zur Verfügung steht.

### **Fiktiver Veräußerungswert**

Im letzten Detailprognosejahr wird zusätzlich zum laufenden Cash-Flow noch ein fiktiver Veräußerungserlös der Immobilie angesetzt. Dieser ergibt sich durch Kapitalisierung des

---

<sup>124</sup> Vgl. Frehse / Weiermair (2007), S. 217 und Bobka (2007), S. 295

Reinertrages des auf das letzte Jahr der Detailbetrachtung folgenden Jahres. Bei den Reinerträgen ist unbedingt darauf zu achten, dass es sich um nachhaltige Zahlungen handelt, da die Kapitalisierung aufgrund dieses einen Jahres erfolgt.

### **6.2.2 Einfluss von Investitions-/ Instandhaltungs-/ u. Attraktivierungsmaßnahmen**

Das Erscheinungsbild vieler älterer Hotels leidet oft unter vernachlässigter Instandhaltungs- und Erneuerungsmaßnahmen. Während dieses Alterungsprozesses sind meist noch keine Auswirkungen auf den Umsatz bemerkbar, da die Umsatzrückgänge meist abrupt auftreten. Gäste bleiben aus, die Average Room Rate sinkt. Die wichtigste Prämisse für die Bewertung eines Hotels ist, dass von einem gut erhaltenen Hotel mit ordentlichem Erscheinungsbild und gepflegtem Zustand ausgegangen wird. Unterlassene Instandhaltungs- und Instandsetzungsmaßnahmen und Attraktivierungskosten sind daher vom Cash-Flow basierten Ertragswert abzuziehen.

Behinderungen im Betriebsablauf während dieser Umbau- und/oder Attraktivierungsarbeiten müssen bei der Umsatzermittlung berücksichtigt werden und können erheblichen Einfluss auf den jeweiligen Cash-Flow der Betrachtungsperiode haben. Mögliche Konsequenzen - je nach Art und Umfang der Maßnahmen - können von Preisreduktionen über Stockwerkssperren bis hin zur vorübergehenden Schließung mit anschließendem Relaunch und Neueröffnung führen, wobei hier zusätzlich noch erhöhte Marketingkosten einkalkuliert werden müssen.<sup>125</sup>

Besonders schwierig gestaltet sich die Situation bei Spa- und Wellness- sowie auch Designhotels, da die Investitionskosten hoch und die wirtschaftliche Nutzungsdauern verhältnismäßig kurz sein können.

Da Spa- und Wellnessbereiche extremen Ausstattungsbandbreiten unterliegen, können die Errichtungskosten für derartige Bereiche nicht seriös ohne genaue Erfassung der Ausstattung und des Designs eingeschätzt werden. Zu beachten ist hierbei vor allem, dass sowohl über Sauna als auch Dampfbad mittlerweile nahezu jedes Vier-Sterne-Hotel und „höhersternige“

---

<sup>125</sup> Vgl. Bobka (2007), S. 298

Hotels verfügt. Ein Spa- und Wellnessbereich definiert sich nicht über diese beiden Angebote.<sup>126</sup>

Generell hängt eine Kostenschätzung jedoch zumindest von den folgenden vier Kriterien ab:

1. **Poolgröße:** Die Größe des Pools wirkt sich erheblich auf die Gesamtkosten der Wellnessanlage aus. Je größer der Pool, desto „günstiger“ sind die Gesamtkosten des Spa- und Wellnessbereichs bei gleichbleibender Qualität. Es empfiehlt sich daher den Pool von den Gesamterrichtungskosten abzukoppeln und diese zwei Kostenpunkte zu splitten, da die kumulierten Kosten sehr hoch erscheinen können, der Pool selbst jedoch einen sehr großen Anteil daran haben kann.
2. **Qualitätsausführung:** Die qualitative Ausführung der einzelnen Bereiche ist entscheidend. Wie auch bei einem „einfachen“ Einfamilienhaus hängen die Kosten von den einzelnen Ausstattungskomponenten ab. Ebenso ist die angestrebte Qualitätsstufe entscheidend. Fliesen können z.B. von 50 bis 500 Euro pro m<sup>2</sup> variieren.
3. **Anzahl an Kabinen:** Je mehr Kabinen für Sauna, Dampfbad und dergleichen geplant sind, desto mehr schlägt sich dies in die Kosten nieder. Diese sind selbst jedoch keine Umsatzbringer. Auf der anderen Seite werden daraus folgend wiederum weniger Behandlungsräume benötigt bzw. nur Mobiliar und Behandlungsliegen. Behandlungsräume sind jedoch wichtig für den Return On Investment (ROI).
4. **Liegeflächen:** In der gehobenen Spa- und Wellnessbereichplanung gibt es folgende Liegeflächen-Faustregel:

Vier-Sterne-Hotel = 1 Liege pro Zimmer und 80 % der Betten

Fünf-Sterne-Hotel = 1 Liege pro Bett

Daraus folgend würden sich nachstehende Formeln aufstellen lassen:

$$\begin{aligned} & \text{Gesamtfläche} \\ & - \text{Poolgröße} \\ & - \underline{\text{Gehwege}} \\ & = \text{Spabereichfläche} \end{aligned}$$

---

<sup>126</sup> Die folgenden Absätze über Spa- und Wellnessbereiche sind größtenteils einem Interview mit Herrn Mag. Nikolaus Nagl, Sales Office Manager der Inviion GmbH nachvollzogen.

Diese benötigten Spaflächen setzen sich wiederum wie folgt zusammen:

- Behandlungszonen
- + Fitnessflächen
- + Rezeption
- + WC/Umkleiden
- + Personalbereiche
- + Wellnessattraktionen
- = Spabereichflächen

Die Nutzungsdauer eines Spa- und Wellnessbereiches lässt sich nicht direkt ableiten, da die vier oben genannten Hauptbestandteile wiederum verschieden lange Nutzungsdauern haben.

Ein Edelstahlpool hat beispielsweise eine bei weitem eine längere Nutzungsdauer im Vergleich zu einem gefliesten Pool. In der Anschaffung ist dieser jedoch circa doppelt so kostenintensiv. Dabei darf nicht außer Acht gelassen werden, dass bei Errichtung eines Edelstahlpools aufgrund seiner sehr langen Nutzungsdauer von einer einmaligen Investition ausgegangen werden kann. Weitere laufende Kosten können bei jeder Art von Pool dennoch hinzukommen (Spots, Gegenstromanlage, Whirl-Pool-Funktionen, usw.).

Kabinen haben je nach Wartung und Pflege ebenfalls sehr unterschiedliche Nutzungsdauern und können daher schneller oder langsamer Gebrauchsspuren aufweisen. Dies trifft auch auf Qualität und Pflege der Behandlungs- und Ruheliegen zu.

Generell ist es jedoch meist nicht die technische Lebensdauer, welche zu Renovierungen und Änderungen im Spa- und Wellnessbereich führen. Es ist vielmehr die wirtschaftliche Nutzungsdauer, welche für Veränderungsmaßnahmen an diesen Anlagen verantwortlich und federführend ist. Entscheidend für eine möglichst lange wirtschaftliche Nutzungsdauer ist vor allem ein „zeitloses“ Design. Entschließt man sich für ein spezielles Design, wie z.B. die vor Jahren beliebten römischen Wellnessanlagen, so sind diese heutzutage im Design veraltet und Hoteliers sind „gezwungen“, die Anlagen schon lange vor Ablauf deren technischer Nutzungsdauer zu erneuern. Es ist gerade deswegen die Architektur und nicht nur die Funktionalität zu beachten.

Zusammengefasst ergibt sich ein ausgewogenes und zeitloses Gesamtkonzept einer Wellnessanlage, um diese längerfristig (> zehn Jahre) profitabel führen zu können. Ebenso muss das Personal entsprechend der technischen Einrichtung der Spa- und Wellnessanlagen geschult werden. Des Weiteren müssen Wartungsverträge abgeschlossen werden, um eine möglichst lange Nutzungsdauer gewährleisten zu können.

### **6.2.3 Aufbau und Ablauf eines DCF-Verfahrens**

Die Ermittlung des Marktwertes im DCF-Verfahren wird grundsätzlich in zwei Phasen unterteilt.

In der **Phase 1** handelt es sich um den Detailprognosezeitraum und es werden zukünftige Zahlungsströme durch Diskontierung mit einem angemessenen Zinssatz in Barwerte überführt. Hinsichtlich der zukünftigen Zahlungsströme werden explizite Annahmen hinsichtlich der Höhe und des zeitlichen Anfalls der Ein- und Auszahlungen getroffen. Üblicherweise betrachtet die Phase 1 einen Zeitraum von acht bis 15 Jahren. Im Regelfall werden für einen Zeitraum von zehn Jahren Detailprognosen erstellt.

Speziell bei der Hotelbewertung sollte hier eine Rückschau auf die letzten drei Jahre sowie auf die Saldenlisten der letzten Monate durch den Bewerter getätigt werden. Wichtig ist in diesem Zusammenhang vor allem ein Gespräch mit dem Hotelmanager, um die Entwicklung des zu bewertenden Hotels entsprechend einschätzen zu können. Nur so kann festgestellt werden, in welche Richtung sich das Hotel entwickeln soll und ob eventuell Umbau- und/oder Erweiterungsmaßnahmen anstehen. Hier spielt das DCF-Verfahren seine Stärken aus, da man in dieser Detailprognosephase gezielt sagen kann, dass im Jahr X vermutlich die Summe Y investiert werden muss. Dieser Aspekt wirkt sich dementsprechend auch direkt in dem Betrachtungsjahr auf den Cash-Flow aus. Weiters können hier gezielt etwaige Fremdfinanzierungskosten einkalkuliert werden.

Auf der anderen Seite können Prognosen zu Umsatzsteigerungen bedingt durch Umbau- und/oder Erweiterungsmaßnahmen am Hotel berücksichtigt werden, wodurch wiederum ein erhöhtes Personalaufkommen von Nöten sein könnte. Damit sind ein etwaige höhere Personalaufwendungen und erhöhte Marketingkosten um den Umbau und/oder die Erweiterung verbunden.

Handelt es sich um ein Hotel mit einem größeren Spa- und Wellnessbereich, so können Überlegungen hinsichtlich einer Vermietung dieses Bereiches getroffen werden, falls dieser erneu-

ert oder ausgebaut worden ist. Dadurch würden den unter Umständen hohen Revitalisierungskosten dieser Anlagen auch erhöhte Mieteinnahmen entgegenstehen, welche sich wiederum positiv auswirken.

Man kann daher davon ausgehen, dass für dieses sicherlich sehr transparente und detaillierte Bewertungsverfahren ein sehr hohes Fachwissen vorausgesetzt werden muss. Diese Transparenz der Eingangsparameter kann in der Praxis einen Vor-, aber zeitgleich auch einen großen Nachteil darstellen. Dieses Berechnungsmodell kann auf Abweichungen sehr empfindlich reagieren und eine Vielzahl an Überlegungen muss in dieses Verfahren einfließen. Diesen zu treffenden Gedankengängen muss sich der Bewerter bewusst sein und bestmöglich mit dem Auftraggeber absprechen.

**Phase 2** betrachtet den fiktiven Veräußerungswert, welcher dem Wert der Immobilie am Ende des Detailprognosezeitraums unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Restnutzungsdauer entspricht. Für die Ermittlung des Veräußerungswertes (Terminal Value, Exit Value) wird im Regelfall ein typisches Durchschnittsjahr unter Berücksichtigung der prognostizierten jährlich marktüblich erzielbaren Überschüsse herangezogen. Dieser Überschuss wird mit Hilfe des vereinfachten Ertragswertverfahrens unter Berücksichtigung des Kapitalisierungszinssatzes und der üblichen Restnutzungsdauer kapitalisiert. Hierbei ist darauf hinzuweisen, dass sich im Regelfall der Kapitalisierungszinssatz vom Diskontierungszinssatz der Phase 1 unterscheidet. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Kapitalisierungszinssatz neben dem Risikoaufschlag auch die Inflation sowie eine Prognoseunsicherheit berücksichtigt.<sup>127</sup>

---

<sup>127</sup> Vgl. Kranewitter (2010), S. 112

Schematisch stellt sich das Modell wie folgt dar:

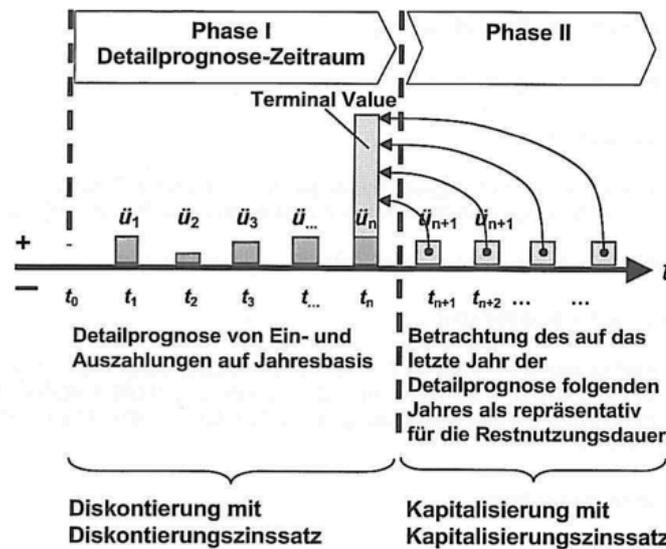


Abbildung 9: 2-Phasen-Modell der DCF-Bewertung mit Unterteilung der Zahlungsströme<sup>128</sup>

Für den oben illustrierten Fall gilt:

- Ü Ein-/Auszahlungüberschuss
- t Periode auf Jahresbasis
- t<sub>0</sub> Bewertungsstichtag
- n Anzahl Perioden des Detailprognose-Zeitraums

Der Marktwert ergibt sich als Summe der zwei vorgenannten Barwerte aus Phase 1 und 2.

### 6.3 Kapitalisierungszinssatz vs. Diskontierungszinssatz

Der **Kapitalisierungszinssatz** wurde im Kapitel 5.1.3 bereits im Zuge des Ertragswertverfahrens näher beschrieben und kommt generell in Phase 2 des DCF-Verfahrens zur Anwendung.

Bei Hotelliegenschaften lässt sich der Kapitalisierungszinssatz als *risikoloser Zins* + *Risikoprämie* darstellen. Diese Risikoprämie wird jeweils objektspezifisch ermittelt und lässt sich wie folgt veranschaulichen:

<sup>128</sup> ÖNORM B 1802-2, S. 7

<b>mindernd</b>	<b>Kriterium</b>	<b>erhöhend</b>
<b>Standort</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- kleinere Städte</li> <li>- Stadtrand</li> <li>- starker Wettbewerb</li> <li>- sinkende Nachfrage</li> <li>- hohe Schwankungen</li> <li>- keine ÖPNV Anbindung</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Makrostandort</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Mikrostandort</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Angebot</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Nachfrage</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Saisonalität</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Erreichbarkeit</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Primärstandort</li> <li>+ Nähe Nachfragefaktoren</li> <li>+ geringer Wettbewerb</li> <li>+ hohe Auslastung</li> <li>+ ausgeglichene Saisonalität</li> <li>+ verkehrsgünstig</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- bevölkerungsarmes Einzugsgebiet</li> <li>- geringe tour. Infrastruktur</li> <li>- Landschaft uninteressant</li> <li>- verwässertes Profil</li> </ul>	<b>Feriedestination</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ bevölkerungsreiches Einzugsgebiet</li> <li>+ gute tour. Infrastruktur</li> <li>+ im Gebirge, am Meer</li> <li>+ starkes Profil und Image</li> </ul>
<b>Immobilie</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- zu groß/zu klein</li> <li>- Anschaffung Betreiber</li> <li>- Saisonbetrieb</li> <li>- Gering</li> <li>- Altbau, alte Haustechnik</li> <li>- kurze Restnutzungsdauer</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Betriebsgröße</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Ausstattung</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Öffnung</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Funktionalität</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Energie</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Alter der Immobilie</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Marktadäquat</li> <li>+ Anschaffung Eigentümer</li> <li>+ ganzjährig</li> <li>+ hoch</li> <li>+ Neubau, hohe Effizienz</li> <li>+ Neubau</li> </ul>
<b>Betrieb</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- personalintensiv</li> <li>- F&amp;B Umsatz dominiert</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Konzept</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Betriebstyp</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ Limited Service</li> <li>+ Logisumsatz dominiert</li> </ul>
<b>Pachtvertrag</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- keine</li> <li>- &gt; 80 %</li> <li>- neuwertig</li> <li>- Instandh. Betreiber</li> <li>- Instandh. Betreiber</li> <li>- Betreiber</li> <li>- Betreiber</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Miet-/Pachtincentives</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Indexanpassung</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Rückgabe</b></p> <p style="text-align: center;"><b>FF&amp;E</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Dach und Fach</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Grundsteuer</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Gebäudeversicherung</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ pachtfreie Zeit</li> <li>+ &lt; 80 %</li> <li>+ betriebsbereit</li> <li>+ Instandh. Eigentümer</li> <li>+ Instandh. Eigentümer</li> <li>+ Eigentümer</li> <li>+ Eigentümer</li> </ul>

**Tabelle 10: Einflussfaktoren auf Pacht- und Kapitaldienstfähigkeit<sup>129</sup>**

<sup>129</sup> Fidlschuster / Fidlschuster (2011), S. 85

Die voranstehende Tabelle sollte bei einer Hotelbewertung unbedingt bei der Findung des geeigneten und nachvollziehbaren Kapitalisierungszinssatzes durchgearbeitet und berücksichtigt werden. Es gibt keine Musterzuschläge oder -abschläge in diesem Zusammenhang. Der Bewerter muss eigene Schlüsse aus den jeweiligen Kriterien ziehen und diese für sich gewichten.

Der **Diskontierungszinssatz** zur Abzinsung der geschätzten Cashflows und des Zuflusses des Restwertes wird in der Regel als Kapital einer ewigen Rente oder wie bei der ÖNORM B1802-2 mit einer fiktiven wirtschaftlichen Restnutzungsdauer ermittelt und soll aus aktuellen Immobilientransaktionen abgeleitet werden. Hilfsweise können die Zinssätze nach anderen Methoden geschätzt werden, z.B. die Ermittlung des Weighted Average Cost of Capital (WACC). Hierbei wird ein üblicher Fremdkapitalanteil von rund 80 % unterstellt sowie ein Eigenkapitalanteil von 20 %. Die marktüblichen Zinserwartungen der Fremd- und Eigenkapitalgeber werden dann mit den jeweiligen Anteilen an der Gesamtfinanzierung gewichtet und daraus ein durchschnittlicher Zinssatz errechnet.<sup>130</sup>

Beispiel:

Anteil Fremdfinanzierung	80 %
Anteil Eigenkapital	20 %
Zinssatz Fremdkapital	5 %
Zinssatz Erwartung Eigenkapital	10 %
<b>Daraus folgt:</b>	<b>WACC = 6 % (80 % x 5 %) + (20 % x 10 %)</b>

First-Class-Hotels erzielten schon im Jahre 2007 immer mehr Renditen von 5 % und darunter bzw. sogar Renditen welche sich mit risikolosen Kapitalanlagen gleichsetzen lassen. Daraus folgt, dass die erwartete Eigenkapitalrendite nicht mehr wesentlich über dem Zinssatz für risikofreies Kapital liegt. Die Transaktionsmotive haben sich daher offenbar bei First-Class-Hotels geändert. Käufer gehen weiter von steigenden Preisen aus.<sup>131</sup>

---

<sup>130</sup> Vgl. Bobka (2007), S. 297

<sup>131</sup> Vgl. Frehse / Weiermair (2007), S. 297 und Bobka (2007), S. 218

## 6.4 Vor- und Nachteile der DCF-Methode

Sowohl das Ertragswertverfahren als auch das DCF-Verfahren werden zu der Wertermittlung von Grundstücken, die vorwiegend der Ertragszielung dienen, herangezogen. Im Speziellen sind hierbei Mietwohn-, Geschäfts- sowie gemischt genutzte Liegenschaften, aber auch Sonderimmobilien wie Hotels oder Kliniken betroffen.

Der wichtigste Unterschied der zwei diskutierten Bewertungsverfahren liegt in der Trennung von Grund und Boden von dem Bauwerk. Wird im Ertragswertverfahren die separate Ermittlung eines Boden sowie Bauwerkswert vorgeschrieben, so lässt sich dies in der Anwendung des DCF-Verfahrens nicht feststellen. Die britische Bewertungspraxis betrachtet Boden und Gebäude explizit als Einheit.<sup>132</sup> Der Bodenwert muss daher nicht berechnet werden.

Ein weiterer Unterschied ist die Behandlung des Mietwachstums. Während es im normierten Ertragswertverfahren nicht zu einer Berücksichtigung des Mietwachstums kommt (es werden nur die momentanen nachhaltigen Mieten betrachtet), wird auf diesen in den internationalen Verfahren Bedacht genommen.

Die Restnutzungsdauer wird im britischen Model nicht betrachtet. Die Praxis geht davon aus, dass bei angemessener Instandhaltung ein Gebäude länger als die in Österreich übliche Nutzungsdauer beträgt. Dies spiegelt sich ebenfalls in der Kapitalisierung als unendliche Rendite wieder. Im Unterschied dazu, definiert sich der Verkehrswert im Ertragswertverfahren u.a. als Barwertberechnung eines endlichen Zahlungsstroms (den Nettomieteinnahmen) und einen separat berechneten Bodenwert.<sup>133</sup>

Neben den bereits angeführten Unterschieden kann als Vorteil der DCF-Methode zweifelsohne die detaillierte Berücksichtigung von Zahlungsströmen sowohl im positiven (Mieteinnahmen) als auch im negativen (Mietreduktionen, Wiedervermietungskosten, Renovierungskosten, etc.) Bereich zum exakten und zahlungswirksamen Zeitpunkt festgehalten werden. In diesem Umstand liegt jedoch auch der wesentlichste Nachteil begründet. Sind keine ausführlichen Prognosen für die gegenständliche Liegenschaft vorhanden, ist die Bezifferung der Höhe sowie des Zeitpunktes der Zahlungsströme gar nicht oder nur schwer machbar.

---

<sup>132</sup> Vgl. Simon (2000)

<sup>133</sup> Vgl. Schulte et al. (2008)

## 6.5 Schlussfolgerung aus der DCF-Methode

Zusammengefasst ist die DCF-Methode in seinen Grundzügen dem Ertragswertverfahren ähnlich. Das DCF-Verfahren bietet jedoch den Vorteil einer genaueren Betrachtung durch den Detailprognosezeitraum von zumeist zehn Jahren. In diesem Zeitraum können zeitnahe Investitionen aber auch kurzfristig realisierbare, periodische Gewinne miteinbezogen werden. Der große Nachteil besteht jedoch darin, dass die Eingangsparameter sehr sorgfältig recherchiert werden müssen. Ist dem nicht der Fall, so führt das DCF-Verfahren mehr zu einer Scheingenaugigkeit als zu einem fundierten Ergebnis.

Obwohl das DCF-Verfahren nun auch in Österreich in der ÖNORM B1802-2 schon seit einigen Jahren verankert ist, kommt dieses Verfahren nach wie vor vermehrt lediglich bei Objekten zum Einsatz, welche sich größtenteils für internationale Immobilientransaktionen eignen (Hotels, Bürokomplexe, Zinshäuser, Einkaufszentren, etc.). In der nationalen Bewertung bzw. „in der täglichen Praxis“ ist das Ertragswertverfahren jedoch nach wie vor stärker vertreten als das DCF-Verfahren, auch wenn dieses, durch die internationale Vergleichbarkeit immer mehr an Bedeutung gewinnt.

## 7 PRAXISBEISPIEL

Im Folgenden sollen die im zuvor theoretisch erarbeiteten Teil gewonnenen Erkenntnisse anhand eines Praxisbeispiel deutlich gemacht werden.

Die Daten stammen aus einem tatsächlich vor kurzem realisierten Hotelprojekt in guter Lage in Wien. Aus diesem Grund wurden die Eingangsdaten leicht abgeändert werden mussten, da es sich zum Teil um vertrauliche Daten handelt.

- Dieses Hotel ist und wird nicht sterneklassifiziert, was wiederum die Thesis bestätigt, dass ein Trend zur Nicht-Klassifizierung erkennbar ist. Dennoch ist der Standard in etwa mit einem Vier-Sterne-Hotel vergleichbar.
- Das Gastronomieangebot wird gut angenommen.
- Weiters sind Seminarräume und ein Wellnessbereich vorhanden. Der Wellnessbereich ist ein kostenloses Zusatzangebot und somit kein eigenes Profit Center.
- Es handelt sich um eine altersunabhängige Zielgruppenausrichtung an Städtereisenden.
- Es verfügt über eine qualitative Ausstattung mit gutem Preis-/ Leistungsverhältnis.
- Der Verpächter ist ausschließlich für die Instandhaltung und Ersatzbeschaffung von Dach und Fach der Immobilie verantwortlich. Ein genauer Katalog, welcher diese Maßnahmen detailliert erläutert, liegt dem Pachtvertrag zu Grunde. Dieser wird in der vorliegenden Arbeit aus Geheimhaltungsgründen jedoch nicht näher erläutert.
- Laut PKF-hotelexperts kann das gegenständliche Hotel, welches komplett saniert und erneuert wurde, von einer positiven Entwicklung ausgehen. Dies liegt zum einen in der Positionierung des Hotels im mittleren Preissegment als Nischenprodukt und zum anderen in seinem ansprechenden Hotel- und Zimmerdesign begründet. In den kommenden Jahren werden in Wien zahlreiche Hotels im Luxus- und Budgetsegment eröffnen. Daher sind Hotelrealisierungen im mittleren Preissegment überschaubar. Dieser Umstand und die weiterhin positiv erwartete Entwicklung an Ankünften und Nächtigungen in Wien bergen für dieses Hotel gute Zukunftschancen. Weiters wird die Positionierung im mittleren Preissegment positiv eingeschätzt, da in Zeiten einer schlechten Wirtschaftslage in der Regel die Nachfrage nach dem Luxussegment zurückgeht, die Lage im mittleren Budgetsegment jedoch annähernd gleich bleibt.

- Aufgrund des sehr guten Standortes und der gänzlichen Renovierung des Objektes ist davon auszugehen, dass selbst bei unerwartetem Ausfall des Pächters rasch eine alternative Betreibergesellschaft gewonnen werden kann.
- Bei den Preisen handelt es sich um „Zimmerpreise“. Das bedeutet, dass sowohl eine einfache als auch eine doppelte Belegung dasselbe kosten.
- Der Doppelbelegungsfaktor 1,40 stammt aus der Vorgabe des Verpächters und ist ein Erfahrungswert dessen.

Die wesentlichsten Eckdaten (abgeändert) für die Bewertung im DCF-Verfahren in Rücksprache mit dem Hotelbetreiber und nach Sichtung des Pachtvertrages lauten wie folgt:

Anzahl Zimmer	220	Stk.
maximale Auslastung	80	%
Anzahl Betten	440	Stk.
Öffnungstage/Jahr	365	Stk.
Sitzplätze Restaurant 1	160	Stk.
Anteil Frühstück	95	%
Öffnungstage/Jahr Restaurant 1	365	Stk.
Sitzplatz Turnover Restaurant 1	2	
Umsatz/Gast Restaurant 1 (Basisjahr)	21	EUR
Sitzplätze Restaurant 2	120	Stk.
Öffnungstage/Jahr Restaurant 2	365	Stk.
Umsatz/Gast Restaurant 2 (Basisjahr)	15	EUR
Sitzplatz Turnover Restaurant 2	2,5	
Sitzplätze Schanigarten	130	Stk.
Öffnungstage/Jahr Schanigarten	90	Stk.
Sitzplatz Turnover Schanigarten	3,2	
Umsatz/Gast Schanigarten	16	EUR
Auslastungssteigerung/Jahr <sup>134</sup>	2	%

---

<sup>134</sup> Es wird von einer durchschnittlichen Umsatzsteigerung von 2,00 % im Detailbetrachtungszeitraum ausgegangen, da es sich um bei dem Hotelprojekt um einen Neubau handelt und die Erträge steigen werden.

Preissteigerung / Jahr <sup>135</sup>	3	%
Zimmerpreis Basisjahr	110	EUR
Frühstückspreis Basisjahr <sup>136</sup>	17	EUR
Gästesteigerung per anno für Seminar	5	%

**In der DCF-Berechnung werden zwei Profit Center unterschieden:**

1. Zimmer
2. F & B (gesamte Gastronomie)
  - a. Restaurant 1 (inkl. á la Carte)
  - b. Restaurant 2
  - c. Schanigarten
  - d. Seminar

Die **Aufwandspositionen** in der DCF-Berechnung wurden im Wesentlichen mit dem Verpächter abgesprochen bzw. entstammen zum einen aus Erfahrungswerten von zu diesem Zweck konsultierten Sachverständigen mit Hotelbewertungserfahrung und zum anderen aus dem theoretischen Teil dieser Master Thesis.

**Wareneinsatz** **14 %**

Dieser inkludiert Warenverbrauch Speisen (inkl. Tee, Kakao, Kaffee), Warenkosten Getränke sowie Warenkosten Sonstige. Der Warenaufwand beziffert den tatsächlichen Verbrauch an Lebensmitteln und Handelswaren zu Einstandspreisen, d.h. ohne Mehrwertsteuer, jedoch einschließlich Fracht, Rollgeld, Verpackung, Zoll, Verbrauchssteuern, wie Sektsteuer etc., berechnet aus dem Wareneinkauf zuzüglich des Inventurbestandes am Beginn der Rechnungsperiode und abzüglich des Inventurbestandes am Ende der Rechnungsperiode.

---

<sup>135</sup> Die Preissteigerung entspricht Inflationsanpassung mit Zuschlag für Steigerung bei Personal-, Wartungs- und Energiekosten.

<sup>136</sup> Im Zimmerpreis sind keinerlei Mahlzeiten enthalten. Das Frühstück wird daher separat verrechnet und in der Bewertung angesetzt.

**Personalaufwand** **36 %**

---

Sämtliche Aufwände für das Personal einschließlich der gesetzlichen und freiwilligen sozialen Leistungen sowie Sachleistungen aller Art wie Kost und Wohnung, Fahrgeld etc. und sonstige personalbezogene Aufwendungen für Dienstkleidung, Inserate für Personalwerbung etc. finden im Personalaufwand Einklang.

**Energieaufwand** **4 %**

---

Hierunter fallen alle Aufwendungen für Strom, Gas, Wasser, Heizung und Klimatisierung.

**Instandhaltung** **3 %**

---

Hiermit ist die Instandhaltung für Dach und Fach durch den Verpächter gemein.

**Werbung/Repräsentationsaufwand** **1 %**

---

Sämtliche Aufwendungen im Zusammenhang mit Werbung, Marketing und Repräsentationskosten sind hier inkludiert.

**Verwaltung, Versicherung** **4 %**

---

In diesem Bereich sind Buchhaltungsaufwand, Rechtsberatung, Steuerberatung etc. sowie auch Sachversicherungen einberechnet.

**Steuern/Abgaben** **4 %**

---

Dieser Bereich umfasst alle Steuern, die nicht ertragsabhängig sind (z.B. Grundsteuer). Abgaben sind bestimmte Leistungen des Staates (z.B. Rundfunkgebühr).

Beiträge sind Zahlungen zu gesetzlich vorgeschriebenen Vereinigungen (Gewerkschaft, AK etc.). Diese werden unter Betriebs- und Verwaltungsaufwand gebucht.

**Sonstiger Aufwand** **3 %**

---

Hierunter fallen alle sonstigen betrieblichen Aufwendungen (KfZ, Spesen des Geldverkehrs, Fremdwährungskursverluste, etc.). Bei den Leasingkosten sind nur jene Kosten inkludiert, welche betriebsnotwendig sind. Nicht betriebsnotwendig sind z.B. mehrere BMW oder Mer-

cedes der Luxusklasse. Sehr wohl betriebsnotwendig sind Betriebsgegenstände wie z.B. Hotelgeschirr, Wäsche oder ein Kleinbus zum Abholen der Gäste.

### **Betrachtungszeitraum**

**10 Jahre**

Wie bereits im theoretischen Teil dieser Arbeit ausführlich beschrieben beträgt der Detailprognosezeitraum zumeist zehn Jahre.

### **Restnutzungsdauer**

**30 Jahre**

Die Bewertung erfolgt auf Grundlage der ÖNORM B1802-2 welche eine abzubildende Restnutzungsdauer vorsieht. Da das DCF-Verfahren vor allem Investoren anspricht, ist hierunter die wirtschaftliche und nicht die technische Restnutzungsdauer zu verstehen.

Die *technische* Gesamtnutzungsdauer für Hotels beträgt circa 40 bis 80 Jahre<sup>137</sup>. Nachdem das Objekt gerade erst grundsaniert wurde, kann eine technische Nutzungsdauer von circa 60 Jahren angenommen werden, da sich das Objekt sozusagen als Neubau darstellt und Millionen in die Grundsubstanz investiert wurden.

Aus Investorensicht wird jedoch die *wirtschaftliche* Nutzungsdauer von Interesse sein und weniger die technische. Vor allem bei Design-, Boutique-, Wellness- und Spahotels ist die wirtschaftliche Nutzungsdauer entscheidend, da hier in kürzeren Abständen neue Konzepte und Ausrichtungen angedacht und durchgeführt werden müssen.

Im vorliegenden Bewertungsfall kommt daher eine übliche Nutzungsdauer von circa 30 Jahren zum Ansatz.

### **Diskontierungszinssatzes**

**4,75 %**

Als Basiszinssatz wird die Sekundärmarktrendite (Bund) herangezogen, welche von der Österreichischen Nationalbank veröffentlicht wird und unter [www.oenb.at](http://www.oenb.at) online abrufbar ist. Darunter versteht man die Durchschnittsrendite aus den einzelnen Renditen der im Umlauf befindlichen Wertpapiere/Anleihen am Sekundärmarkt. Unter Sekundärmarkt wird jener Markt verstanden, bei dem bereits Wertpapiere im Umlauf sind. Die Sekundärmarktrendite stellt somit ein Maß für die Höhe der Verzinsung bei mittelfristigen Geldveranlagungen dar.

---

<sup>137</sup> Nutzungsdauerkatalog (2006), S. 125

Um längerfristige Trends beurteilen und mit einbeziehen zu können, wird ein Durchschnitt vergangener Jahre ermittelt.

Aus nachfolgender Abbildung ergibt sich folgende durchschnittliche Sekundärmarktrendite der letzten zehn Jahre: **3,19 %**

#### Renditen auf dem österreichischen Rentenmarkt 1)

Periodendurchschnitt	Emissionsrenditen 2)			Sekundärmarktrenditen				
	Bund	Inländische Emittenten gesamt		Bund	Inländische Nichtbanken	Inländische Banken	Inländische Emittenten	Emittenten gesamt
	in % p. a.							
2003	4,07	4,07		3,41	3,42	3,60	3,43	3,43
2004	4,04	4,05		3,41	3,43	3,46	3,43	3,43
2005	3,58	x		2,97	2,99	3,11	2,99	2,99
2006	3,74	x		3,64	3,65	3,94	3,66	3,66
2007	4,21	x		4,24	4,25	4,69	4,26	4,26
2008	4,16	x		4,11	4,15	5,19	4,17	4,17
2009	3,70	x		3,28	3,31	3,95	3,32	3,33
2010	2,95	x		2,47	2,48	2,79	2,48	2,48
2011	3,10	x		2,63	2,63	3,15	2,63	2,64
2012	2,45	x		1,49	1,49	3,42	1,49	1,49

Quelle: ProfitWeb – OeKB FinanzDatenService.

Eine Nutzung durch Datenwiederverkäufer ist nicht zulässig.

1) Für festverzinsten Rentenwerte.

2) Die Daten der Emissionsrendite für "Inländische Emittenten gesamt" werden seit August 2005 von der Oesterreichischen Kontrollbank nicht mehr berechnet.

Abbildung 10: Sekundärmarktrendite der letzten zehn Jahre (ÖNB)<sup>138</sup>

Daraus ergibt sich ein durchschnittlicher Zinssatz von **3,19 %**

Minimaler Zinssatz (Sekundärmarktrendite)	3,19 %
+ Drittverwendungsrisiko / Objektart	0,75 %
+ Lage des Objekts / Standortrisiko	0,25 %
+ Verhältnisse am örtlichen Grundstücksmarkt / Pachtentwicklungsrisiko	0,25 %
+ geringe Mobilität der Investition	0,50 %
- Baujahr und Gebäudezustand (Generalsanierung)	0,75 %
+ allg. Wirtschaftslage, Inflation, Entwicklung am Kapitalmarkt	0,50 %
= Zinssatz	4,69 %
<b>gerundet auf 0,25er Schritte ergibt</b>	<b>4,75 %</b>

<sup>138</sup> <http://www.oenb.at/isaweb/report.do?report=2.11>, Stand 03/2013

**Kapitalisierungszinssatz** **4,75 %**

---

Da die Berechnung des Verfahrens auf Grundlage der ÖNORM B1802-2 erfolgt, wird beim Exitwert nach dem Detailprognosezeitraum von zehn Jahren keine unendliche Restnutzungsdauer unterstellt, sondern eine wirtschaftliche Restnutzungsdauer von 30 Jahren. Durch diesen Umstand wird nach dem Detailbetrachtungszeitraum die Geldwertanpassung positiv berücksichtigt, negativ wirkt sich jedoch der Risikozuschlag aus Sicht eines Investors aus (Neuausrichtung, Adaptierungen nach zehn Jahren). Darum werden sich diese beiden Werte annähernd gegenseitig aufheben und der Kapitalisierungszinssatz entspricht mit 4,75 % dem Diskontierungszinssatz.

**Vervielfältigungsfaktor** **15,8204**

---

Der Vervielfältigungsfaktor (VVF) ergibt sich aus der Kombination von Kapitalisierungszinssatz (4,75%) und wirtschaftlicher Restnutzungsdauer (30 Jahre). Je kürzer dabei die Restnutzungsdauer ist, desto mehr Auswirkung hat dies auf den Vervielfältiger bei gleich bleibendem Kapitalisierungszinssatz. Je länger die Restnutzungsdauer ist, desto weniger Auswirkung hat dies auf das Endergebnis.

**Marktwert / Verkehrswert<sup>139</sup>** **€ 57,9 Mio.**

---

Der Marktwert setzt sich aus dem Bruttokapitalwert des Detailprognosezeitraums (zehn Jahre) und dem Bruttokapitalwert durch einen fiktiven Verkauf danach zusammen.

Bruttokapitalwert	€ 16.700.000
<u>Bruttokapitalwert durch Verkauf</u>	<u>€ 41.200.000</u>
<b>Marktwert / Verkehrswert</b>	<b>€ 57.900.000</b>

---

<sup>139</sup> Die detaillierte DCF - Berechnung ist dem Anhang zu entnehmen.

## 7.1 Ermittlung des Verkehrswertes mit dem DCF – Verfahren

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
<b>1. Zimmer</b>												
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Zeitraum (Jahr)		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Auslastung in % (OccR)		65,00	67,00	69,00	71,00	73,00	75,00	77,00	79,00	80,00	80,00	
Zimmer-Nächtigungen pro Jahr	STK	52.195	53.801	55.407	57.013	58.619	60.225	61.831	63.437	64.240	64.240	
Zimmerpreis (DBF berücksichtigt)	EUR	110	113	117	120	124	128	131	135	139	144	
Umsatz pro Jahr	TEUR	5.741	6.096	6.466	6.853	7.257	7.680	8.121	8.582	8.952	9.220	
<b>2.a Restaurant 1</b>												
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Zeitraum (Jahr)		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Anzahl Gäste (Nächtigungen * DBF)	STK	73.073	75.321	77.570	79.818	82.067	84.315	86.563	88.812	89.936	89.936	
Anzahl Frühstücke	STK	69.419	71.555	73.691	75.827	77.963	80.099	82.235	84.371	85.439	85.439	
Preis Frühstück (Basis + Preissteigerung)	EUR	17	18	18	19	19	20	20	21	22	22	
Umsatz Frühstück	TEUR	1.180	1.253	1.329	1.409	1.492	1.579	1.669	1.764	1.840	1.895	
À la carte												
Umsatz je Gast (Basis + Preissteigerung)	EUR	21	22	22	23	24	24	25	26	27	27	
Umsatz á la carte	TEUR	2.453	2.526	2.602	2.680	2.761	2.843	2.929	3.017	3.107	3.200	
<b>2.b Restaurant 2</b>												
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Zeitraum (Jahr)		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Umsatz je Gast (w.o.)	EUR	15	15	16	16	17	17	18	18	19	20	
Umsatz á la carte	TEUR	1.643	1.692	1.743	1.795	1.849	1.904	1.961	2.020	2.081	2.143	
<b>2.c Schanigarten</b>												
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Zeitraum (Jahr)		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Umsatz je Gast	EUR	16	16	17	17	18	19	19	20	20	21	
Umsatz Schanigarten	TEUR	599	617	636	655	674	694	715	737	759	782	

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
28	<b>2.d Seminar</b>											
29		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
30	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
31	Anzahl der Gäste	STK	3.000	3150	3308	3473	3647	3829	4020	4221	4432	4654
32	Umsatz je Gast	EUR	25	26	27	27	28	29	30	31	32	33
33	Umsatz gesamt	TEUR	75	81	88	95	103	111	120	130	140	152
34	<b>Erlöse F &amp; B</b>											
35		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
36	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
37	Erlöse Restaurant 1	TEUR	3.633	3.779	3.931	4.089	4.252	4.422	4.598	4.781	4.947	5.095
38	Erlöse Restaurant 2	TEUR	1.643	1.692	1.743	1.795	1.849	1.904	1.961	2.020	2.081	2.143
39	Erlöse Schanigarten	TEUR	599	617	636	655	674	694	715	737	759	782
40	Erlöse Seminar	TEUR	75	81	88	95	103	111	120	130	140	152
41		TEUR	5.949	6.169	6.397	6.633	6.878	7.132	7.395	7.667	7.927	8.172
42	<b>Erlöse der Profit Center</b>											
43		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
44	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
45	1. Erlöse Zimmer	TEUR	5.741	6.096	6.466	6.853	7.257	7.680	8.121	8.582	8.952	9.220
46	2. Erlöse F & B	TEUR	5.949	6.169	6.397	6.633	6.878	7.132	7.395	7.667	7.927	8.172
47	Erlöse gesamt	TEUR	11.691	12.265	12.863	13.486	14.135	14.811	15.516	16.249	16.878	17.392
48	<b>Aufwandspositionen</b>											
49		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
50	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
51	Wareneinsatz	14%	1.637	1.717	1.801	1.888	1.979	2.074	2.172	2.275	2.363	2.435
52	Personalaufwand	36%	4.209	4.415	4.631	4.855	5.089	5.332	5.586	5.850	6.076	6.261
53	Energieaufwand	4%	468	491	515	539	565	592	621	650	675	696
54	Instandhaltung	3%	351	368	386	405	424	444	465	487	506	522
55	Werbung/Repräsentat.	1%	117	123	129	135	141	148	155	162	169	174
56	Verwaltung, Versicherung	4%	468	491	515	539	565	592	621	650	675	696
57	Steuern/Abgaben	4%	468	491	515	539	565	592	621	650	675	696
58	Sonstiger Aufwand	3%	351	368	386	405	424	444	465	487	506	522
59	Summe Aufwand (in TEUR)	69%	8.067	8.463	8.875	9.305	9.753	10.220	10.706	11.212	11.646	12.001

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
60	<b>Operativer Cash Flow</b>											
61		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
62	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
63	Erlöse	TEUR	11.691	12.265	12.863	13.486	14.135	14.811	15.516	16.249	16.878	17.392
64	Aufwände (exkl. Pacht)	TEUR	8.067	8.463	8.875	9.305	9.753	10.220	10.706	11.212	11.646	12.001
65	Operativer Cash Flow (GOP)	TEUR	3.624	3.802	3.988	4.181	4.382	4.592	4.810	5.037	5.232	5.392

66	<b>Relevanter Cash Flow PÄCHTER / BETREIBER</b>											
67		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
68	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
69	Pacht	17%	1.987	2.085	2.187	2.293	2.403	2.518	2.638	2.762	2.869	2.957
70	FF&E	2%	234	245	257	270	283	296	310	325	338	348
71	Nicht umlagefähige Betriebskosten (Versicherung, etc)	1%	117	123	129	135	141	148	155	162	169	174
72	Net Operating Profit	TEUR	1.286	1.349	1.415	1.483	1.555	1.629	1.707	1.787	1.857	1.913
73	in % vom Umsatz		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

74	<b>Kennzahlen</b>											
75		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
76	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
77	Occupancy Rate (OccR)	%	65,00	67,00	69,00	71,00	73,00	75,00	77,00	79,00	80,00	80,00
78	Average Room Rate (ARR)	EUR	110	113	117	120	124	128	131	135	139	144
79	Total Revenue per Room	EUR	224	228	232	237	241	246	251	256	263	271
80	Revenue per Available Room (RevPAR)	EUR	72	76	81	85	90	96	101	107	111	115

81	<b>Relevanter Cash Flow VERPÄCHTER</b>											
82		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
83	Zeitraum (Jahr)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
84	Pacht gesamt	TEUR	1.987	2.085	2.187	2.293	2.403	2.518	2.638	2.762	2.869	2.957
85	Dach & Fach in % vom Gesamtumsatz	1,00%	117	123	129	135	141	148	155	162	169	174
86	Nicht umlagefähige BK in % der Pacht	2,00%	40	42	44	46	48	50	53	55	57	59
87	Pachtausfallswagnis	4,00%	79	83	87	92	96	101	106	110	115	118
88	Nettoreinertrag		1.751	1.837	1.927	2.020	2.117	2.219	2.324	2.434	2.528	2.605
89	Diskontierungszinssatz 4,75% => VVF	4,75%	0,9547	0,9114	0,8700	0,8306	0,7929	0,7570	0,7226	0,6899	0,6586	0,6287
90	Barwert	TEUR	1.672	1.674	1.676	1.678	1.679	1.680	1.680	1.679	1.665	1.638

Der Nettoreinertrag im Jahr 2022 (TEUR 2.605) wird nun mit dem Vervielfältigungsfaktor 15,8204 (gerundet) multipliziert und mit der Summe der Bruttobarwerte des Detailbetrachtungszeitraumes addiert. Daraus ergibt sich ein gerundeter Marktwert von € 57,9 Mio.

Bruttokapitalwert - 10 Jahre	EUR	16.721.282
Bruttokapitalwert durch Verkauf	EUR	41.217.389
<b>Marktwert (gerundet)</b>	<b>EUR</b>	<b>57.938.672</b>

<b>GERUNDET</b>		
Bruttokapitalwert - 10 Jahre	EUR	16.700.000
Bruttokapitalwert durch Verkauf	EUR	41.200.000
<b>Marktwert</b>	<b>EUR</b>	<b>57.900.000</b>

Vervielfältiger: 15,8204  
 KapZi: 4,75%  
 RND (Jahre): 30

<b>SMR:</b>	
2003	3,43
2004	3,43
2005	2,99
2006	3,66
2007	4,26
2008	4,17
2009	3,33
2010	2,48
2011	2,64
2012	1,49

**Durchschn. 3,19**

+ Lage des Objekts/Standortrisiko	0,25 %
+ Drittverwendungsrisiko/Objektart	0,75 %
+ Pachtentwicklungsrisiko	0,25 %
+ allg. Wirtschaftslage, Inflation etc.	0,50 %
- Baujahr und Gebäudezustand (Zust.)	0,75 %
+ geringe Mobilität der Investition	0,50 %
Diskontierungszinssatz	4,69 %
gerundet auf 0,25	<b>4,75 %</b>

## 8 SCHLUSSFOLGERUNG

In diesem Abschnitt der Arbeit soll nach den detaillierten Ausführungen der vergangenen Kapitel versucht werden eine Conclusio darzustellen.

Ist das DCF-Verfahren bereits soweit in Österreich verankert, dass es für Banken und auch Bewerter transparent und nachvollziehbar ist? Wie hoch sind die Kosten für die Errichtung eines Hotels der gehobenen Sternekategorie und ist die Kategorisierung nach Sternen noch nachhaltig ein Indiz für Qualität? Wie wichtig sind Kapitalisierungs- und Diskontierungszinssatz im DCF -Verfahren?

Die Normierung des DCF-Verfahrens im Jahre 2008 in der ÖNORM B1802-2 war ein erster (international betrachtet, ein verspäteter) Schritt dem Immobiliengeschehen in Österreich und der zunehmenden Internationalisierung Genüge zu tun. Ausländische Investoren, welche ihr Kapital in österreichischen Immobilien finanzieren wollen und inländische Banken, welche International komplexe Liegenschaften finanzieren möchten, erhielten im Zuge der Einführung des DCF-Verfahrens die Möglichkeit, ein international anerkanntes Bewertungsverfahren nun auch in Österreich normiert anwenden und auch verstehen zu können. Dieser Schritt war lange überfällig, um den internationalen Immobilienmarkt für alle Beteiligten transparenter machen zu können.

Das DCF-Verfahren lässt durch den Detailprognosezeitraum eine wesentlich dynamischere Rechnung zu als das klassische Ertragswertverfahren, da hier verschiedene Lebenszyklusumstände der Immobilie berücksichtigt und einkalkuliert werden können. Es ist einerseits somit zunehmend komplexer als das Ertragswertverfahren, birgt jedoch andererseits umso mehr fehleranfällige Eingangsdaten, wenn man sich mit der Materie nicht einwandfrei auskennt. Es besteht daher die Gefahr einer Scheingenauigkeit, wenn nicht jeder einzelne Eingangsparameter begründet bzw. abgeleitet sowie hergeleitet wird.

Diese Bewertungsmethode hat jedoch eines definitiv bewirkt: Der Bewerter muss sich nicht nur mit der Immobilie an sich, sondern auch mit Pächter und Verpächter bei Hotels intensiv auseinandersetzen. Ohne ein direktes Gespräch mit dem Management, kann der Bewerter einem Investor (als Auftraggeber für die Bewertung/das Gutachten) keine nachvollziehbaren Auskünfte über den Detailprognosezeitraum geben. Durch dieses Managementgespräch können individuelle Investitionsmaßnahmen in den entsprechenden Betrachtungsperioden einge-

arbeitet und berücksichtigt werden. In weiterer Folge kann der Investor selbst daraus ersehen, welche Kosten vermutlich auf diesen zukommen.

Durch das DCF-Verfahren erhöht sich somit die Treffgenauigkeit für diese aperiodischen Kosten, welche direkte Berücksichtigung finden können. Investoren bekommen dadurch einen besseren Einblick in die Bewertungsparameter und erhalten die Sicherheit, dass sich der Bewerter eingehend mit der Gesamtsituation beschäftigt hat, zumal es sich bei so komplexen Spezialimmobilien wie Hotels zumeist schon um Unternehmensbewertungen handelt. Der Bewerter hat daher zusätzlich die Aufgabe sich in (ausländische) Investoren hineinzusetzen und muss deren Denkweise in das Ergebnis der Bewertung miteinfließen lassen.

Ein weiterer großer Vorteil der DCF-Methode besteht darin, dass der Bodenwert nicht mehr gesondert ermittelt werden muss, wie im klassischen Ertragswertverfahren. Gerade in dicht bebauten Gebieten wie den inneren Bezirken Wiens, sind unbebaute Grundstücke seit langem nicht mehr vorhanden, wodurch die notwendigen Vergleichspreise fehlen.

Neben den sorgfältig zu überprüfenden Eingangsparametern beim DCF-Verfahren haben Kapitalisierungs- und Diskontierungszinssatz zweifelsohne den größten Einfluss auf das Endergebnis, den Verkehrswert. Der Diskontierungszinssatz wird im Detailprognosezeitraum (zumeist zehn Jahre) angewandt und wird aus der Sekundärmarktrendite abgeleitet. Der Durchschnitt mehrerer Jahre zeichnet am ehesten ein stabiles Bild ab. Zu dieser SMR sind noch Zu- und Abschläge zu tätigen, um verschiedene weitere Faktoren einfließen lassen zu können.

Die marktgerechte Ableitung dieser beiden Zinssätze zählt wohl zu den schwierigsten Aufgaben im Discounted Cash Flow-Verfahren.

Die Errichtungskosten für ein Hotel im gehobenen Sternbereich ( $\geq$  Vier-Sterne) bewegen sich, grob kategorisiert, bei rund € 200.000 pro Zimmer. Zusätzlich fallen noch weitere 10 bis 15 % für FF & E an. Wenn das Hotel noch über einen Wellness- und Spabereich verfügt, kommt es hier auf die Größe an. Generell beginnen Wellness- und Spabereiche bei gleichnamigen Hotels bei circa 1.000 m<sup>2</sup>. Die Kosten dafür belaufen sich auf etwa weitere € 2.000 pro m<sup>2</sup> exklusive notwendiger Einbauten. Aus den geführten Experteninterviews kann abgeleitet werden, dass Nischenausrichtungen von Hotels (Design/Boutique/Wellness/Spa) kürzeren Intervallen für große Adaptierungen unterliegen als „gewöhnliche“ Hotels und die Erneuerungskosten zumeist sehr hoch ausfallen.

Generell ist ein Trend der Vermeidung von der Sternekategorisierung bei Hotels erkennbar. Diese Klassifizierung bzw. deren Qualitätsstandards sind oft nur noch als Richtlinie für die Ausstattung des Hotels in der Planungsphase wichtig. Gerade in der gehobenen Hotelklasse ist keine Klassifizierung schon oft wiederum eine Art Klassifizierung. Dieser Umstand kann auf den Gast beispielweise den (positiven) Eindruck machen, dass das Hotel so gut ausgestattet ist, dass es eine Kategorisierung erst gar nicht notwendig hat. Designhotels können über sehr gute, aber vielleicht unkonventionell ausgestattete Zimmer mit vielen technischen Zukunftstrends und/oder Mobiliar sowie Neuheiten verfügen und würden in der Sternekategorie vielleicht „untergehen“. Dadurch ist z.B. der Zusatz *Designhotel* oft ein weiteres Indiz dafür, dass man (auch nicht kategorisiert) die Möglichkeiten des Internets nutzt und sich in Foren und auf der Hotelhomepage informiert, um sich so schon vorab selbst einen Eindruck des Qualitätsstandards zu verschaffen. Ein ausgefallenes Hoteldesign muss im Umkehrschluss nicht zwingend bedeuten, dass die Zimmer teuer sind. Im Gegenteil, nicht kategorisierte Designhotels wurden in Umfragen unter Passanten anhand von Hotelzimmerfotos zum Teil mit Preisen von jenseits 200 Euro pro Zimmer eingeschätzt. Tatsächlich kosteten diese Zimmer zwischen 60 und 70 Euro pro Zimmer pro Nacht.

Anders verhält es sich dabei mit Hotels, welche zum Teil schon Jahrzehnte und länger am Markt für deren Namen und Standards bekannt sind. Diese Hotels werden als Traditionsbetriebe auch weiterhin an der Führung der (zumeist) Fünf-Sterne festhalten. Extrem luxuriös ausgestattete Hotels mit sechs und sieben Sternen lassen sich weltweit an einer Hand abzählen. Auch werden diese Hotels an der Führung der Sterne festhalten. Ursache hierfür liegt in Marketinggründen, um sich so am Markt als Ausnahmehotel positionieren zu können.

## KURZFASSUNG

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Betrachtung des Discounted Cash Flow-Verfahrens bei Hotels und den zu berücksichtigenden Instandhaltungskosten. Zu Beginn der Arbeit wird auf den Begriff der Sonderimmobilie, im Detail auf Hotels und deren variantenreichen Ausprägungen eingegangen. Bei der Betrachtung von Hotels muss generell deren Eigentumsverhältnisse bzw. die Art der Betriebsführung unterschieden werden. Die häufigste Betriebsform im hochklassigen Bereich stellt der Pachtbetrieb dar, es sei denn, es handelt sich um Hotelketten (z.B. Hilton). Aus diesem Kapitel ergeben sich Vor- und Nachteile derartiger Sonderimmobilien. Zu den Vorteilen zählen ein uneingeschränkter Produktlebenszyklus, Substanzerhaltung durch regelmäßige Instandhaltungs- und Renovierungsmaßnahmen, positive Synergieeffekte auf den umliegenden Immobilienmarkt sowie eine marktunabhängige Preisbildung. Die größten Nachteile bestehen in den außerordentlich hohen Errichtungskosten, der komplexen Vertragslandschaft und der zumeist sehr eingeschränkten Drittverwendungsmöglichkeit. Vor allem die Errichtungskosten von Wellness- und Spabereichen sollten nicht unterschätzt werden, ebenso wenig deren relativ kurze wirtschaftliche Lebensdauer. Im Folgekapitel wird auf die Sterneklassifizierung und deren Ausprägungsmerkmale Bezug genommen. In diesem Zusammenhang konnte, dank Telefoninterviews mit Branchenkennern, festgestellt werden, dass die Sterneklassifizierung immer mehr an Bedeutung verliert. Die Unterkapitel *Tourismus in Zahlen* sowie *Hotelkennzahlen* befassen sich mit Statistik und hotelbranchenrelevanten Kennzahlen, welche von Bedeutung sind. Das Kapitel *Investitions- und Instandhaltungskosten* gibt Aufschluss darüber, was speziell bei Hotelimmobilien für prozentuelle Bandbreiten an Rücklagen gebildet werden sollten. Im Anschlusskapitel daran erfolgt die theoretische Aufarbeitung der am nationalen und internationalen Markt angewandten Bewertungsverfahren mit Fokus auf das DCF-Verfahren, welches sich auch in Österreich, bedingt durch die ÖNÖRM B1802-2, welche das Ablaufschema dieses Verfahrens am heimischen Bewertungsmarkt integriert, immer mehr zu einem Standardverfahren in der Hotelbewertung entwickelt. Besonders wichtig bei diesem Verfahren sind die angewandten Zinssätze, im Speziellen der Diskontierungssatz in der Detailbetrachtungsperiode und der Kapitalisierungszinssatz für den Exitwert nach dem Betrachtungszeitraum. Die aus dem theoretischen Teil gewonnenen Ergebnisse fließen zur Veranschaulichung in ein Praxisbeispiel im letzten Kapitel ein.

## LITERATURVERZEICHNIS

### Buchpublikationen:

- **Beilein, Gregor:** Vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten von Eigentümer- und Betreiberstrukturen für Hotelprojekte und deren Implikationen auf Investoren und Kapitalmarkt. Master Thesis, TU Wien, Wien, 2012
- **Bienert, Sven:** Bewertung von Hotelgrundstücken unter besonderer Berücksichtigung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. In: Bienert, S. (Hrsg.): Bewertung von Spezialimmobilien. Gabler Verlag/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, S. 407-557, 2005
- **Bienert/Funk (Hrsg.):** Immobilienbewertung Österreich. 2. Auflage, ÖVI Immobilienakademie, Wien, 2009
- **Bletschacher, Peter A.:** Hotels, Feriententren und Boardinghouses – Planung, Projektentwicklung und Bewirtschaftung. In Falk/Falk: Handbuch Gewerbe- und Spezialimmobilien. Immobilien Informationsverlag, Köln, 2006
- **Bobka, Gabriele (Hrsg.):** Spezialimmobilien von A-Z. Bewertung, Modelle, Benchmarks und Beispiele. Bundesanzeiger Verlag, Kronach, 1. Auflage, 2007
- **Die Wertermittlungsstandards der RICS.** Deutsche Ausgabe, 2007
- **Falk/Falk:** Handbuch Gewerbe- und Spezialimmobilien. Immobilien Informationsverlag, Köln 2006
- **Fidlschuster, Martina & Fidlschuster, Klaus:** Grundlagen des Hotelinvestors – HOTOURL. ESV-Verlag, Berlin, 2010
- **Frehse/Weiermair (Hrsg.):** Hotel Real Estate Management. Grundlagen, Spezialbereiche, Fallbeispiele. Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin, 2007
- **Gerhard, Stephan:** In: Hospitality Development – Hotelprojekte erfolgreich planen und umsetzen. Burkhard von Freyberg (Hrsg.), Erich Schmidt Verlag GmbH & Co., Berlin, 2010
- **Haas, Eva:** Bewertung von Hotelimmobilien. Master Thesis, TU Wien, Wien, 2005

- **Henschel, Karla:** Hotelmanagement. 2. Auflage. Oldenburg Wirtschaftsverlag, München, 2005
- **Hersberger, David:** Wertverfahren mit dem DCF-Verfahren bei Wohn- und Büroimmobilien in der Schweiz und Deutschland. Immobilien Zeitung Verlagsgesellschaft, Wiesbaden, 2008
- **Kleiber, Wolfgang:** Verkehrswertermittlung von Grundstücken. Kommentar und Handbuch zur Ermittlung von Marktwerten (Verkehrswerten), Versicherungswerten unter Berücksichtigung der ImmoWertV. 6. Auflage, Bundesanzeiger Verlag, Köln, 2010
- **Kranewitter, Heimo:** Liegenschaftsbewertung. 6. Auflage, MANZ Verlag, Wien, 2010
- **Nutzungsdauerkatalog baulicher Anlagen und Anlagenteile.** 3. Auflage, SV-Landesverband Steiermark und Kärnten, 2006
- **Ross/Brachmann:** Ermittlung des Verkehrswertes (Marktwertes) von Grundstücken und des Wertes baulicher Anlagen. 29. Auflage, Theodor Oppermann Verlag, Isernhagen, 2005
- **Schröder/Forstnig/Widmann:** Bewertung von Hotels und Immobilien. Ein Leitfaden für Käufer und Verkäufer von Hotels, Verpächter und Pächter von Hotels, Banken und Versicherungen, Fonds- und Leasinggesellschaften, Investoren als Eigen- und Fremdkapitalgeber, Projektentwickler, Gutachter, Makler und Berater. PKF hotelexperts GmbH, München, 2005
- **Schulte, Karl Werner (Hrsg.):** Immobilienökonomie Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 4. Auflage, München 2008.
- **Seiser/Kainz:** Der Wert von Immobilien. Standards und Praxis der Bewertung. Seiser + Seiser Immobilien Consulting GmbH, Graz, 2011
- **Sommer/Kröll:** Lehrbuch zur Grundstückswertermittlung. 2. Auflage, Luchterhand, Köln, 2008
- **White/Turner/Jenyon/Lincoln:** Internationale Bewertungsverfahren für das Investment von Immobilien. Praktische Anwendung internationaler Bewertungsstandards. 3. Auflage, Immobilien Zeitung Verlagsgesellschaft, Wiesbaden, 2003

Fachzeitschriften/Artikel:

- **Bobka, Gabriele (2011):** Die neue Attraktivität der B-Standorte. In: Der Immobilienbewerter; Zeitschrift für die Bewertungspraxis. 1/2011, S. 15-27
- **GuG - Archiv und aktuelle Wertermittlungsrichtlinien (1990 – 2011)** (Grundstücksmarkt und Grundstückswert). Zeitschrift für Immobilienwirtschaft, Bodenpolitik und Wertermittlung. Luchterhand Fachverlag. Gesammelt auf CD-Rom.
- **Hörburger Norbert (2012):** Sprechen auch die Zahlen für Österreich? – Der große Hotellerie-Vergleich: Schweiz / Österreich (Teil 3). In: Hotelier 10/2012, S. 40-43
- **Koch, Matthias / Pavicevic, Nina (2008):** Statistikvergleich Hotelklassifizierung WKO und Statistik Austria. „Positionspapier“ WKO, Fachverband Hotellerie.
- **Simon, Jürgen (2000):** Europäische Standards für die Immobilienbewertung. In: Grundstücksmarkt und Grundstückswert (GuG), Heft 3.
- **Werner, Marc P. & Partl, Frank (2011):** Betreiberverträge für Hotels. In: Der Immobilienbewerter; Zeitschrift für die Bewertungspraxis. 1/2011, S. 5-10

Internet:

- **Schweizerische Gesellschaft für Hotelkredit**  
<http://www.sgh.ch>
- **TourismusBank *blog***  
<http://blog.oeht.at>
- **Kohl & Partner**  
<http://www.kohl.at>
- **B2B-Service für die Tourismusbranche**  
<http://b2b.wien.info/de/statistik/daten/hotel-angebot-auslastung-vorschau>
- **Hotelsterne**  
<http://www.hotelsterne.at/index.php?id=1&L=0>

- **Schletterer Wellness & Spa Design GmbH**

<http://www.schletterer.com>

- **Inviion – Innovative Spa Solutions**

<http://www.inviion.at>

- **Betreiberimmobilien**

<http://www.betreiberimmobilien.ch>

- **Lexikon Immobilien Fachwissen**

<http://lexikon.immobilien-fachwissen.de>

- **Bundesministerium der Justiz (Deutschland)**

<http://www.gesetze-im-internet.de>

- **Bundeskanzleramt – Rechtsinformationssystem**

<http://www.ris.bka.gv.at>

- **Österreichische Nationalbank (ÖNB)**

<http://www.oenb.at/isaweb/report.do?report=2.11>

#### Gesetzestexte:

- Baugesetzbuch (BauGB) in der Fassung der Bekanntmachung vom 23. September 2004 (BGBl. I S. 2414), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 22. Juli 2011 (BGBl. I S. 1509) geändert worden ist.
- Bundesgesetzblatt für die gerichtliche Bewertung von Liegenschaften (Liegenschaftsbewertungsgesetz - LBG), StF: BGBl. Nr. 150/1992 (NR: GP XVIII RV 333 AB 389 S. 59. BR: 4219 S. 550)

Skripten, Branchenführer, Präsentationen:

- **Kraus Winkler, Mag. Susanne:** Bewertung von Hotel- und Freizeitimmobilien I & II, Skriptum und Foliensatz, Donauuniversität Krems
- **Meister, Dietmar:** Internationale Immobilienbewertung, Foliensatz, Ernst & Young, 2009
- **Muhr, Heinz:** Bewertung von Sonderimmobilien. Skriptum an der TU Wien, 2012.
- **PPT „Bewertung von Hotel- und Freizeitimmobilien, Teil I,** Referentin KommR Mag. Susanne Kraus-Winkler, Department für Bauen und Umwelt an der Donau-Universität Krems. Ohne Datum.
- **RELAX Guide 2013 für Österreich.** Werner Medien GmbH, Wien, 2012.

Normen:

- **Österreichisches Normungsinstitut (Hrsg.) (2005):** ÖNORM B1802: Liegenschaftsbewertung – Teil 1; Grundlagen, Wien
- **Österreichisches Normungsinstitut (Hrsg.) (2008):** ÖNORM B1802-2: Liegenschaftsbewertung – Teil 2; Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren), Wien

Telefoninterview / Interviews:

- **Dohnal, Kurt:** Executive Vice President & COO Kessler Collection Europe GmbH, am 19.02.2013 von 14:00 bis 14:20 Uhr.
- **Domenig, Dr. Martin:** Senior Berater, Kohl & Partner Tourismusberatung GesmbH, am 22.01.2013 von 16:30 bis 16:50 Uhr.
- **Nagl, Mag. Nikolaus:** Sales Office Manager, Inviion GmbH, am 18.03.2013
- **Walter, Christian:** Managing Director, PKF hotelexperts GmbH, am 19.11.2012 von 11:30 bis 11:55 Uhr.

## **ABBILDUNGSVERZEICHNIS**

Abbildung 1: Arten von Gewerbeimmobilien.....	4
Abbildung 2: Arten von Sonderimmobilien.....	5
Abbildung 3: Übersicht der Unternehmensformen in der Hotellerie.....	12
Abbildung 4: Vertragsarten in der Hotellerie.....	17
Abbildung 5: Ableitung Verkehrswert.....	35
Abbildung 6: Ablaufschema Ertragswert.....	38
Abbildung 7: Ablaufschema Investmentmethode.....	52
Abbildung 8: Überblick der weltweiten Bewertungsstandards.....	57
Abbildung 9: 2-Phasen-Modell der DCF-Bewertung mit Unterteilung der Zahlungsströme..	66
Abbildung 10: Sekundärmarktrendite der letzten 10 Jahre (ÖNB).....	76

## **TABELLENVERZEICHNIS**

Tabelle 1: Investitionskosten nach Hotelkategorien.....	15
Tabelle 2: Hotelkategorien.....	19
Tabelle 3: Flächenbedarf nach Hotelkategorien.....	20
Tabelle 4: Wirtschaftliche Grundbeziehungen ARR.....	23
Tabelle 5: Erlöse im Logisbereich.....	23
Tabelle 6: Richtsätze in Prozent für Mietausfallswagnis.....	40
Tabelle 7: Praxiswerte gewerblicher Liegenschaften.....	42
Tabelle 8: Empfehlung für Liegenschaftszinssätze.....	46
Tabelle 9: Darstellung Vor- und Nachteile DCF-Verfahren.....	58
Tabelle 10: Einflussfaktoren auf Pacht- und Kapitaldienstfähigkeit.....	67