

DI (FH) Dr. Michael P. Reinberg PhD., CRE FRICS REV
 Reinberg & Partner Immobilienberatung GmbH
 Allgemein beeideter und gerichtlich zertifizierter Sachverständiger, FH-Dozent, Universitätslektor

Das DCF-Verfahren als Ertragswertmethode

Vor- und Nachteile. Der Beitrag berichtet über den Status des Discounted-Cash-Flow-Verfahrens (DCF-Verfahrens) als anerkannte Ertragswertmethode in der Immobilienbewertung.

Methodenwahl

In der Immobilienbewertung obliegt die Methodenwahl den Sachverständigen (vgl § 7 Abs 1 LGB). Dabei ist der aktuelle Stand der Bewertungslehre zu berücksichtigen (vgl § 3 Abs 1 LBG). Auf Initiative von Prof. Dr. *Sven Bienert* wurde im Jahr 2008 ein Prozess für die Aufnahme des international in der Immobilienbewertung schon länger gebräuchlichen DCF-Verfahrens in die ÖNORM (ÖNORM B 1802 Teil 2, gültig ab 1. 12. 2008) veranlasst und realisiert. Spätestens ab diesem Zeitpunkt ist das DCF-Verfahren in der Immobilienbewertung jedenfalls als entsprechender Stand der Wissenschaft verankert und bildet zum klassischen Ertragswertverfahren (dem statischen Verfahren nach LBG § 5 bzw ÖNORM B 1802) ein Pendant. Zudem werden die relevanten ÖNORMEN ab diesem Zeitpunkt verstärkt aktiv mit der aktuellen Bewertungswissenschaft abgestimmt und somit für alle transparent dargestellt.

Kombination von dynamischen und statischen Bewertungszugängen

Das DCF-Verfahren ist ein dynamisches Verfahren, bei dem zum Unterschied vom klassischen, statischen Ertragswertverfahren nicht der Jahresreinertrag in Form eines repräsentativen Jahres vervielfältigt (= Kapitalisierung des Jahresreinertrags) wird und in das Ergebnis einfließt, sondern die Reinerträge jedes einzelne Jahr eines frei wählbaren Zeitraums (als „Phase 1“ bezeichnet, häufig werden dafür zehn Jahre gewählt) einer Barwertberechnung in Form von Diskontierung unterzogen wird. Bei der Reinertragsermittlung werden nicht Erträge und Kosten die „üblicherweise, durchschnittlich“ über die Restnutzungsdauer zu erwarten sind, herangezogen, sondern jene Zahlungsströme zu Grunde gelegt, die „voraussichtlich“, möglichst ohne „fiktive Annahmen“, tatsächlich anfallen werden.

Das Ergebnis des DCF-Verfahrens setzt sich aus der Summe des von zwei wesentlichen Barwerten gewählten Detailbetrachtungszeitraums zusammen:

- Dynamischer Teil: Summe der diskontierten jährlichen Reinerträge.
- Statischer Teil: Diskontierter (fiktiver) Verkaufserlös am Ende des Zeitraums – der Verkauf („Terminal Value“ oder „Exit Value“) wird auf Basis der Reinerträge mit Hilfe der „Investment-Method“ (statisches Ertragswertmodell) ermittelt. Auch dieses Ertragswertmodell hat als Bestandteil der DCF-Verfahren somit Einzug im nationalen Normenbereich gehalten

Somit stellt das DCF-Modell nicht über den ganzen Lebenszyklus der Immobilie eine „dynamische“ Abbildung dar, sondern ist eine Kombination von dynamischen und statischen Bewertungszugängen, bei der sogar häufig der „statische Anteil“ am Ergebnis überwiegt.

Kein Vorteil ohne Nachteil

Das DCF-Verfahren ist somit die einzige gebräuchliche und anerkannte Ertragswertmethode, die neben der Rentabilität auch eine Aussage über die voraussichtlich zu erwartenden, realitätsnahen Zahlungsströme (eingeschränkt auf den Zeitraum der Detailbetrachtung, die Cash Flows erlauben eine Beurteilung der Liquidität und bilden die Grundlage für einen vollständigen Finanzplan) der Immobilie geben kann. Gerade bei Ertragsimmobilien, die häufig fremdfinanziert werden, ist dies schon aus Gründen zur Beurteilung des Schuldendienstdeckungsgrades (auch Kapitaldienstdeckungsgrad; engl Debt Service Coverage Ratio, DSCR) erforderlich. Die Möglichkeit, diskontinuierliche Zahlungsströme in der Immobilienbewertung darzustellen, war ohne Verwendung eines DCF-Verfahrens recht aufwendig, mühsam und häufig schwer nachvollziehbar. Gerade in diesen

Fällen bildet das DCF-Verfahren ein ausgezeichnetes Tool mit hoher Aussagekraft.

Kein Vorteil ohne Nachteil. So auch beim DCF-Verfahren. Lässt sich die Kerngröße des Ertragswertverfahrens, der Kapitalisierungszinssatz, durch Iteration aus Vergleichsobjekten relativ ableiten, ist dies beim DCF-Verfahren nicht mehr so einfach möglich, da für die Barwertberechnung der jährlichen Cash Flows (innerhalb des Detailbetrachtungszeitraums) ein Diskontierungszinssatz und für die Ermittlung des Veräußerungserlöses ein Kapitalisierungszinssatz (bei der Investment-Method als All-Risks-Yield [ARY] bezeichnet) herangezogen werden muss.

Kritik an der Prognose

- Die häufig vorgehaltene Kritik am DCF-Verfahren, Sachverständige können nicht über mehrere Jahre in die Zukunft blicken, ist grundsätzlich jeder Prognoserechnung vorzuziehen und somit ist auch jedes statische Verfahren damit konfrontiert (ungeachtet dessen, dass es nicht um den tatsächlichen Eintritt der Prognosen als vielmehr um den Glauben der Marktteilnehmer an die Prognose zum Bewertungsstichtag geht und somit zu deren Preisfindung dient). Fragen über die Höhe des zu wählenden Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatzes sind mit einem klassischen Statement aus der Bewertung zu beantworten: Es kommt darauf an. Alles ist möglich: So kann der Diskontierungszinssatz gleich, kleiner oder größer als der Kapitalisierungszinssatz sein.

Das DCF-Verfahren stellt ein aussagekräftiges Instrument in der Immobilienbewertung dar und ist vielmehr eine Ergänzung als ein Ersatz der herkömmlichen Ertragswertmethode.

Conclusio

Das DCF-Modell ist quasi das „scharfe Messer“ der Ertragswertermittlung: Bei richtiger Anwendung ist es ein sehr hilfreiches und aussagekräftiges Instrument; eine missbräuchliche Anwendung kann fatale Folgen haben!

ZLB 2018/3