

WertV und DCF-Verfahren: Licht im Dschungel unterschiedlicher Bewertungsverfahren



In der aktuellen Diskussion um eine marktgerechte Bewertung von Immobilien im Rahmen nationaler und internationaler Verfahren werden verschiedene Ansätze verfolgt. Dies wird bei unterschiedlichen betriebswirtschaftlichen Investitionsrechnungen und den Wertermittlungsverfahren nach WertV für Immobilien deutlich. Um ein verbessertes Grundverständnis für die verschiedenen Bewertungsansätze zu erlangen, werden zunächst die Begriffe „Wert“ und „Investition“ sowie ihre sachlichen Inhalte unterschieden. Im Anschluss an diese Abgrenzungen dieser Begriffe und Inhalte werden die jeweiligen Verfahren der einzelnen Bereiche dargestellt.

Unterschied zwischen Wert und Preis bzw. Investition

Unter dem „Wert“ einer Immobilie wird im Allgemeinen ein Durchschnittspreis verstanden, den eine überwiegende Anzahl von Marktteilnehmern aushandelt bzw. bereit ist, für eine Immobilie zu bezahlen. Aufgabe der Wertermittlung ist es also, den Wert als Ergebnis des Marktes des jeweiligen Immobilientyps und den Verkehrswert zu ermitteln, welcher im Zusammenhang mit der Wertentwicklung von Grundstücken in Sanierungsgebieten ins Baugesetzbuch in § 194 wie folgt aufgenommen wurde:

Der Verkehrswert (Marktwert) wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.

Die Wertermittlungsverordnung sieht hierfür folgende Verfahren vor:

- Vergleichswertverfahren (§§ 13 – 14 WertV)
- Ertragswertverfahren (§§ 15 – 20 WertV)
- Sachwertverfahren (§§ 21 – 25 WertV)

Für die Ermittlung des Verkehrswertes wird in den überwiegenden Fällen das Ertragswertverfahren nach §§ 15 – 20 WertV angewandt, da es sich bei den meisten zu bewertenden Immobilientypen um Renditeimmobilien handelt und somit die laufenden und zukünftigen Erträge und Aufwendungen im Vordergrund stehen.

Es wird beispielsweise bei Mehrfamilienhäusern, Bürogebäuden, Einzelhandelsimmobilien sowie Industrieimmobilien, ggf. bei Eigentumswohnungen (sofern eine Vermietung im Vordergrund steht) sowie bei vermieteten Einzel- oder Reihenhäusern verwendet. Dieses Verfahren ist darauf ausgerichtet, den auf den Wertermittlungsstichtag bezogenen Barwert aller künftigen Erträge, die um die Aufwendungen bereinigt sind, zu ermitteln. Der Ergebnishorizont liegt also in der Zukunft, da die Marktteilnehmer wissen wollen, über welchen Wert die Immobilie in Zukunft verfügt bzw. wie sich der relevante Teilmarkt entwickelt. Die weit verbreitete Ansicht, das Ertragswertverfahren würde ausschließlich auf Daten aus der Vergangenheit basieren, ist daher nicht richtig. Eine Besonderheit und damit ein weiterer entscheidender Vorteil des Ertragswertverfahrens nach WertV besteht darin, dass der Gebäude- und der Bodenwert getrennt ausgewiesen werden. Dies ist gerade bei bestimmten Rechtsformen des Eigentums – wie beispielsweise bei Erbbaurechten – in Deutschland notwendig und zweckmäßig.

Häufig wird kritisiert, das Ertragswertverfahren gem. WertV sei statisch sei. Dies ist jedoch nicht richtig, da nach § 19 WertV Mietenerwartungen berücksichtigt werden können und müssen. Der nachhaltige Ertrag nach Minderung um die Bewirtschaftungskosten, die auch dynamisch sein können, stellt die Berechnungsgrundlage für die Ermittlung des Ertragswertes dar. Dies gilt sowohl für gewerbliche als auch für Mietwohnungsobjekte.

Im Bereich des Wohnraummietrechts sind Ertragssteigerungen nur durch Mieterhöhungen bei Neuvermietungen bzw. Mieterhöhungen möglich, und zwar

- nach § 557a BGB (Staffelmiete),
- nach § 557b BGB (Indexmiete),
- nach § 558 BGB (Mieterhöhung bis zur ortsüblichen Vergleichsmiete) und
- nach § 559 BGB (Mieterhöhung bei Modernisierung)

In den genannten Fällen ist der Zeitpunkt der Mieterhöhung entweder vertraglich vereinbart oder gesetzlich geregelt. Beispielsweise erfolgt i. d. R. nach § 558 BGB alle drei Jahre eine Anpassung der Miete um 20 %, bezogen auf die m²-Miete vor drei Jahren, wenn der lokale Markt dies zulässt. Denn in Abhängigkeit von der Marktsituation kann die Erhöhung der Miete durchaus geringer ausfallen. Auch kann die Miete konstant bleiben (Mieterhöhungen werden also nicht realisiert) oder die Miete sinkt. Die Entwicklung der Miete muss in jedem Fall berücksichtigt und damit kalkuliert werden.

Bei Gewerbeimmobilien können und müssen Laufzeiten von Mietverträgen und die jeweilige lokale Marktentwicklung berücksichtigt werden. Diese können stärker schwanken als bei Wohnraummietverhältnissen. Da dies Auswirkungen auf die zu generierenden Mieteinnahmen hat, ist dieser Aspekt besonders wichtig. Folglich ist hier die Mietenerwartung mit einer höheren Unsicherheit als bei Wohnraummietverhältnissen verbunden.

Die beschriebene Vorgehensweise für eine Wertermittlung von Immobilien ist insbesondere in folgenden Fällen relevant:

- Einbringung einzelner oder mehrerer Immobilien in eine Gesellschaft
- steuerliche Bedarfsbewertungen (insbesondere im Falle der Erbschaftsteuer)
- Kauf bzw. Verkauf von Immobilien
- Erbbaurechte
- Wohnungsrechte nach § 1093 BGB

Der Preis einer Immobilie orientiert sich zunächst an ihrem Wert. Da sich die Preisbildung am Markt unabhängig von einer Wertermittlung vollzieht, entspricht der rechnerische Verkehrswert nicht notwendigerweise dem Preis einer Immobilie. Der „tatsächliche“ Preis einer Immobilie ist derjenige Wert, der sich im Rahmen des Preisbildungsprozesses ergibt und den die Marktpartner somit für angemessen halten. Zu diesem Preis wird die Immobilientransaktion dann abgeschlossen. Neben den üblichen Nebenkosten (i. d. R. 10 % des Preises) enthält dieser Instandhaltungs- bzw. Modernisierungskosten und ist die „Investition/Preis“, die der jeweilige Marktteilnehmer tätigt. Der Preis, den ein Käufer bereit zu zahlen ist, basiert im Prinzip auf einer betriebswirtschaftlichen Investmentrechnung, nämlich mit welcher Anfangsnettoerndite zu rechnen ist. Unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktverhältnisse ist es also die Investitionssumme, die die Marktteilnehmer für ihre spezielle Transaktion für markt- und renditegerecht halten.

Diese Überlegungen sind die Basis für ein entsprechendes Angebot an den jeweiligen Verkäufer als Marktteilnehmer. Für die Kalkulation dieser Investitionssumme gibt es verschiedene Berechnungsansätze.

Es muss zwischen „Wert“ bzw. „Investition/Preis“ inhaltlich unterschieden werden, denn ein Wert wird immer unabhängig vom Markt gebildet und beinhaltet keine weiteren Kosten wie sie i. d. R. bei einer Investition berücksichtigt werden. Weiterhin sind bei der Ermittlung eines Verkehrswertes per Definition nach § 194 BauGB persönliche und ungewöhnliche Verhältnisse ausgeschlossen, die bei einer Preisbildung zwischen zwei Marktteilnehmern durchaus eine Rolle spielen können.

Exkurs: Der Beleihungswert bildet sich unabhängig vom Verkehrswert nach § 194 BauGB

Vom Markt- bzw. Verkehrswert einer Immobilie ist der Beleihungswert zu unterscheiden, da dieser i. d. R. unter dem Verkehrswert liegt und auf einem anderen Grundgedanken basiert:

Der Beleihungswert ist der Wert einer Immobilie, der einem Grundstück von einem Kreditinstitut unter Berücksichtigung der Interessen dieses Kreditinstituts zuerkannt wird (subjektiver Wert). Die Sicherung eines Kredites steht also im Vordergrund, nicht der eigentliche Marktwert. Das Grundstück ist im worst-case die einzige Sicherheit, die eine Bank bei Ausfall des Kreditnehmers verwerten kann, falls keine persönliche Haftung schuldhaft vereinbart ist. Die zunehmende Notwendigkeit der Ermittlung des Beleihungswertes ergibt sich durch die Realisierung von Basel II. Hiermit ist eine regelmäßige Überprüfung einer evtl. Neubewertung verbunden.

Mit Einführung der neuen Beleihungswertermittlungsverordnung haben sich in der Fachwelt verschiedene Auffassungen darüber herausgebildet, inwieweit die Berechnung des Beleihungswertes marktgerecht ist, um den Wert einer Immobilie für den Zweck der Beleihung korrekt zu erfassen.

Die Beleihungswertermittlung basiert auf §2 BelWertV, somit sind Gegenstand der Ermittlung sind

- Grundstücke,
- grundstücksgleiche Rechte, insbesondere Erbbaurechte, sowie
- Rechte einer ausländischen Rechtsordnung, die den grundstücksgleichen Rechten deutschen Rechts gleichgestellt sind.

Die Ermittlung des Beleihungswertes fußt auf den drei bereits genannten normierten Verfahren nach der WertV. Der wesentliche Unterschied im Berechnungsmodell für den Beleihungswert liegt im sog. Zwei-Säulen-Prinzip. Hier wird ein Wert sowohl mit dem Ertrags- als auch mit dem Sachwertverfahren ermittelt. Es soll eine Überprüfung hinsichtlich der Wirtschaftlichkeit und der Investitionskosten erfolgen. Im Rahmen dieser Berechnung können durch unterschiedliche Ansätze, deren Höhe frei gewählt werden kann, verschiedene Parameter objektspezifisch angewandt werden. Zu diesen Parametern zählen:

- Bandbreiten und Untergrenzen für die Ermittlung der Bewirtschaftungskosten

- Ansatz für den Kapitalisierungszinssatz
- Zu- und Abschläge für den bautechnischen Zustand des Gebäudes
- Auswahl von ortsüblichen Marktanpassungsfaktoren

Weiterhin ist die Verkäuflichkeit der Immobilie von wesentlicher Bedeutung für die Ermittlung des Beleihungswertes. Für die Einschätzung der Verkäuflichkeit wird das bereits gängige Modell des Immobilien-Markt- und Objektratings angewandt. Nach dem PfandBG darf ein Beleihungswert nicht über dem Verkehrswert liegen.

Die neue Beleihungswertermittlung weist verschiedene Mängel auf: Bei einer Wertermittlung wird das Bewertungsobjekt mit den wesentlichen Bestandteilen des Grundstücks bewertet. Für eine Sicherung einer Grundschuld sind jedoch Zubehör und Inventar nicht relevant. Folglich sind diese Gegenstände nicht Bestandteil einer Beleihungswertermittlung, da es hier zunächst um das Ausfallrisiko eines Kredits geht und nicht um den Umfang der Ausstattung eines Grundstücks.

Dies ist ein erheblicher und wichtiger Unterschied zur Wertermittlung nach der WertV, denn hier gehen das Zubehör, das Inventar als auch Grundpfandrechte in die Berechnung ein.

Auch kommt es im Rahmen des „Zwei-Säulen-Modells“ zu einer Mischkalkulation aus dem Ertrags- und dem Sachwert. Beide Bewertungsverfahren sind jedoch jeweils getrennt und ausschließlich für unterschiedliche Immobilientypen anzuwenden, da bei diesen Bewertungsverfahren entweder die Eigennutzung oder aber die Fremdnutzung im Vordergrund steht. Eine Mischkalkulation aus diesen Verfahren gibt ein verzerrtes Bild des Wertes wider.

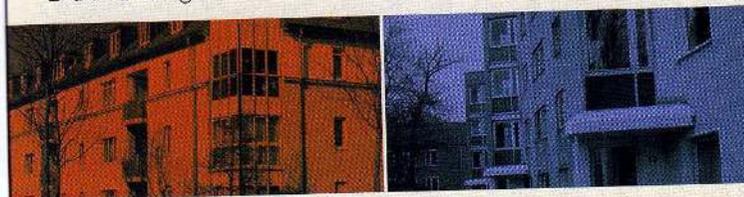
Die normierten Wertermittlungsverfahren nach der Wertermittlungsverordnung (WertV) legen das solide Fundament für jede Immobilienbewertung innerhalb des Bundesgebietes. Bei der Beleihungswertermittlung bilden diese die Grundlage für den Beleihungswert. Daher liegt hier eine „Verwandtheit“ der beiden Verfahren vor. Jedoch geht die BelWertV davon aus, dass eine Immobilie grundsätzlich mit hohen Risiken verbunden ist. Es kommt daher immer zu einem Abschlag vom eigentlichen Verkehrswert.



REAL ESTATE

STUTTGART

Due Diligence Privatisierung Consulting



Erfolge sind planbar.

REAL ESTATE STUTTGART, einer der Marktführer der banken- und konzernunabhängigen Dienstleister in der Wohnungsprivatisierung, steht Ihnen in allen Fragen des Immobilienengagements mit den bundesweiten Geschäftsfeldern Due Diligence, Wohnungsprivatisierung und Consulting mit Rat und Tat zur Seite. Egal, ob es sich dabei um ein kleines oder großes Wohnimmobilienportfolio handelt, die Erfolge sind planbar. SUCCESS IN REAL ESTATE BY TEAMGEIST.

REAL ESTATE STUTTGART
Chartered Surveyors GmbH
Königstraße 80, 70173 Stuttgart

Tel. 0711 222 946-35
www.real-estate-stuttgart.de
Büros in Berlin und München



RICS



Mit im Boot für sichere Energie.

Mit **Leistung und Engagement** und mit starken Partnern kommt man schneller voran. Deshalb beteiligt sich E.ON Ruhrgas an der Erschließung norwegischer Gasfelder. Denn eine auch in Zukunft sichere Energieversorgung braucht viele Quellen und gemeinsame Anstrengung.
www.eon-ruhrgas.com

Olympia Partner Deutschland



e.on | Ruhrgas

Im Bereich „Wert“ kann es also nur zu einem marktgerechten Ergebnis kommen, wenn die Ermittlung eines Wertes nach den Wertermittlungsrichtlinien erfolgt, da hier der Verkehrswert bzw. der Marktwert nach §194 BauGB ermittelt wird und nicht banken- oder buchhalterischen Vorgaben den eigentlichen Wert „verwässern“.

Unabhängig von diesem Bereich der Wertermittlung ist – wie eingangs erläutert – der Bereich der betriebswirtschaftlichen Investmentrechnung sowie der betriebswirtschaftlichen bzw. betriebsinternen Ermittlung von Vermögenswerten, die speziell auf die Eigenschaften von Immobilien abgestellt ist, zu unterscheiden. Es handelt sich bei den nachfolgenden Bewertungsansätzen also um Verfahren, die für Unternehmensentscheidungen und somit für die weitere Unternehmensentwicklung fundamental sind.

Das DCF-Verfahren ist keine „internationale Bewertungsmethode“, es ist ein Investitionsverfahren

Die immobilienwirtschaftliche Investmentrechnung wird meistens durch das Discounted-Cashflow-Verfahren (kurz DCF-Verfahren) umgesetzt, weil dieses Verfahren auf dem Ertragswertverfahren nach WertV basiert und der Großteil der am Markt angebotenen Immobilien renditeorientiert sind. In der Praxis wird jedoch der Anspruch erhoben, dass das DCF-Verfahren eine international dominierende Methode für die Ertragswertermittlung und somit eine „internationale Bewertungsmethode“ sei. Tatsächlich ist es jedoch das vereinfachte Ertragswertverfahren (Gross Income Multiplier = Ertragsfaktoren). Beispielsweise lässt das Appraisal Institute (Internationale Vereinigung von Immobiliengutachtern mit über 22.000 Mitgliedern weltweit) das DCF-Verfahren nur als nachrangige Methode zu. Als Investmentmethode ist das DCF-Verfahren anerkannt, wenn es bei gegebenem Kaufpreis oder vorgegebenen Erträgen um die Ermittlung der individuellen Verzinsung einer Investition

geht (investment analysis). Somit kann das DCF-Verfahren nicht als internationales Standardverfahren zur Verkehrswertermittlung eingestuft werden, sondern gilt als Berechnungsmodell für eine Investition. Für ein Unternehmen, welches am Markt tätig ist, ist das DCF-Verfahren – wie eingangs erwähnt – praktikabel, weil es seinem Anwender eine hohe Flexibilität hinsichtlich der Eingangsparameter erlaubt.

Im Gegensatz zum deutschen Ertragswertverfahren ist dieses Verfahren, welches im anglo-amerikanischen Raum weit verbreitet ist, kein normiertes Verfahren der Wertermittlungslehre. Das DCF-Verfahren zählt zu der Gruppe der dynamischen Investitionsrechnungen.

Dieses Verfahren, welches auch „Prognoseverfahren“ genannt wird, kommt i. d. R. als sog. „Restwertverfahren“ zur Anwendung:

Bei diesem Berechnungsansatz werden die Reinerträge (Erträge abzüglich Bewirtschaftungskosten) für einen bestimmten Betrachtungszeitraum dargestellt, wobei für jedes Jahr gesondert der jeweilige Barwert berechnet wird. Hierdurch können unterschiedliche Bedingungen in den jeweiligen Jahren berücksichtigt werden. Die Länge des jeweiligen Betrachtungszeitraumes hat wesentliche Auswirkungen auf die Erfassung des unterstellten Nettorückflusses aus einem möglichen Verkauf bzw. bei einer Investition auf die Unternehmensliquidität am Ende des Betrachtungszeitraumes. Je länger der Betrachtungszeitraum ist, desto schwieriger sind die Reinerträge sowie ein möglicher Verkaufserlös bzw. eine Liquiditätsplanung einzuschätzen. Mittlerweile hat sich in der Praxis ein Betrachtungszeitraum zwischen acht und zwölf Jahren durchgesetzt.

In einem zweiten Schritt werden die diskontierten Reinerträge zusätzlich um mögliche Instandsetzungs- und Modernisierungskosten nach Ablauf des jeweiligen Betrachtungszeitraumes gemindert, um Alterswertminderungen zu kompensieren.

Im Anschluss wird der Barwert des verbleibenden Gebäuderestwertes für die verbleibende Restnutzungsdauer festgestellt (Restwert). Für die Ermittlung dieses Restwertes gibt es nach KLEIBER drei Möglichkeiten:

1. Schätzung des Restwertes,
2. Ertragswertermittlung auf der Grundlage des dynamischen Ertragswertverfahrens nach §§ 15 ff. WertV,
3. Ertragswertermittlung auf der Grundlage der einfachen Maklerformel mit Hilfe eines empirischen Vervielfältigers (Mietenmultiplikators).

Der Restwert wird zu den geminderten diskontierten Reinerträgen addiert. In einem letzten Schritt kommen die Grundstückstransaktionskosten zum Abzug, da diese die Reinerträge eines Investments wesentlich beeinflussen. Der Vorteil dieser Methode liegt für den Investor in der Möglichkeit, die wesentlichen Parameter wie Zinsen, Risikolage etc. individuell zu berücksichtigen. Somit wird ein Verkäufer bzw. ein Investor in die Lage versetzt, seinen Verkauf bzw. sein Investment nach seinen spezifischen unternehmerischen Absichten zu kalkulieren. Allerdings hat DCF-Verfahren – als Berechnungsverfahren für Investitionen – auch Schwächen, insbesondere wenn nur ein Zehn-Jahres-Zeitraum (oder sogar ein wesentlich kürzerer Zeitraum) betrachtet wird.

Es besteht die Gefahr, dass Investitionen „schön gerechnet werden“, z. B. dass notwendige Investitionen nicht angesetzt oder Mietentwicklungen zu hoch oder dass „optimistisch geschätzte“ Verkaufserlöse nach beispielsweise 10 Jahren bereits berücksichtigt werden.

Die Erträge als auch die Kosten werden auf einen bestimmten Zeitraum, also unter Unsicherheit geschätzt. Nach diesem Zeitraum wird die Betrachtung meistens abgebrochen und berücksichtigt nicht die Restnutzungsdauer der Immobilie, wobei der Restwert der Immobilie den wesentlichen Anteil am Ertragswert nach dieser Methode ausmacht. Die Bestimmung des Restwertes ist unsicher, da erfasst werden muss, wie er sich nach Ablauf des jeweiligen Betrachtungszeitraumes darstellt. Leerstände werden ebenfalls nicht immer erfasst. Der risikolose Basiszinssatz, als Bestandteil des Diskontierungszinssatzes, kann eine Fehlerquelle darstellen: Hier können Schwankungen auftreten. Weiterhin bezieht sich dieser Zinssatz auf eine Geldanlage,

bei der sich das Anlagegut innerhalb des Anlagezeitraumes wertmäßig im Prinzip nicht mindert (von Inflationseffekten abgesehen). Das Anlagegut Immobilie dagegen verliert jedoch – auch bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung und sonst gleichen Umständen – altersbedingt an Substanzwert.

Es muss also zu einem gesonderten – frei wählbaren – Ansatz für die Abschreibung kommen. Beim Ertragswertverfahren ist die Abschreibung bereits durch den Vervielfältiger berücksichtigt, der sich aufgrund der Restnutzungsdauer und des Liegenschaftszinssatzes bildet.

Hinsichtlich des Ansatzes der Modernisierungskosten muss berücksichtigt werden, dass der Modernisierungsbedarf nach dem Aufwand zu schätzen ist, der unter Berücksichtigung der allgemeinen Preisentwicklung und der Technologieentwicklung im jeweiligen Betrachtungszeitraum anfällt. Dieser Kostenansatz ist auch unsicher. Ein weiterer Aspekt hinsichtlich von Modernisierungsmaßnahmen liegt in den vielfältigen gesetzlichen Bestimmungen. Im Bereich der Handelsflächen ist es durchaus denkbar, dass sich beispielsweise die Arbeitsstättenverordnung oder baurechtliche Vorschriften und somit die Grundlage für Modernisierungsinvestitionen ändern.

Somit handelt es sich bei den Kostenansätzen um kalkulatorische Ansätze, die auf unsicheren Grundlagen basieren können. Dies betrifft auch die Ansätze für die Bewirtschaftungskosten (inkl. der Instandhaltungs- bzw. Instandsetzungskosten).

Da die zukünftigen Reinerträge nicht vollkommen realistisch angesetzt werden können, kann es auch nicht zu einer mathematisch genauen Darstellung der tatsächlichen jährlichen Cash-Flows kommen.

Es erfolgt also eine Kalkulation aus der subjektiven Einschätzung eines Investors, der Markt muss dieser aber nicht folgen. Insbesondere dann nicht, wenn beispielsweise beim Erwerb von Mietwohnungsbeständen hohe Umwandlungsquoten und hohe Einzel-Verkaufspreise angenommen werden und somit die Investitionsrechnung positiv „beeinflusst“ wird. Hier können naturgemäß hohe Fehlerquellen liegen.

Weiterhin ergibt sich durch diese subjektive Einschätzung des Investors ein Widerspruch zum Begriff des Verkehrswertes. Dieser ist gem. § 194 BauGB unter der Bedingung der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr bestehenden Gepflogenheiten nach § 7 WertV abzuleiten. Subjektive Einflüsse dürfen hierbei keine Auswirkungen haben.

Net Asset Value (NAV)

Für die Ermittlung von Vermögenswerten bietet sich das Modell des Net Asset Value (NAV) an. Unter dem Net Asset Value (NAV) wird die Differenz zwischen dem Substanzwert der Immobilie und den aktuellen Verbindlichkeiten eines Unternehmens verstanden. Die betriebswirtschaftliche Situation wird somit gut dargestellt.

Die interne Kalkulation des Aktienkurses einer Immobilien AG basiert auf dem NAV, der Aktienkurs selbst bildet sich unabhängig an der Börse. Im Zeitablauf kann es zu einer Abweichung zwischen der Marktkapitalisierung von Immobilien AG's und dem NAV kommen.

Der Net Asset Value (NAV) bestimmt im Wesentlichen den Unternehmenswert. Voraussetzung für die Berechnung ist die sachrechte Bewertung der Immobilie, die mittels der normierten Verfahren nach WertV durch externe Sachverständige durchgeführt werden. Mithilfe von Zu- und Abschlägen wird der NAV von Analysten anhand zukünftig erwarteter Erträge korrigiert, um einen realistischen Wert für den Handel an der Börse erfassen zu können. Diese könnten beispielsweise sein:

- Qualität der Transparenz des Unternehmens
- Qualität und Entwicklung der Immobilie
- Qualität des Managements
- Beschränkung auf die Kernkompetenz
- Zugang zu neuem Kapital

So hatte die Deutsche EuroShop AG für das Geschäftsjahr 2006 ein Konzernergebnis nach Anteilen Dritter von rund 98 Mio. Euro pro-

gnostiziert, was sich bewahrheitet hat. Damit hat sich das Ergebnis des Shoppingcenter-Konzerns gegenüber 2005 (48,7 Mio. Euro) verdoppelt. Der Gewinn je Aktie lag bei 5,70 Euro. Der Net-Asset-Value je Aktie stieg um 10% auf 50,85 Euro. Für 2007 rechnet die EuroShop mit einem operativen Ergebnis auf Vorjahresniveau. 2008 sei dann erneut mit einem prozentual zweistelligen Wachstum von Umsatz und Ergebnis zu rechnen.

Die beschriebenen Verfahren für die jeweiligen Sachgebiete (Investitionskosten oder Wert) verschaffen eine notwendige Entscheidungsgrundlage für die weitere Vorgehensweise (z. B. Verkauf oder Investition in das betreffende Objekt oder einen anderen Standort oder eine andere Immobilie). Als Ergebnis können entsprechende Handlungsempfehlungen für die Unternehmensführung bzw. für die unternehmerische Investitionsentscheidung stehen.

Fazit

Somit können zusammenfassend folgende Sachverhalte festgehalten werden:

1. Die Begrifflichkeiten „Wert“ und „Investition“ sind inhaltlich zu unterscheiden und somit bewertungstheoretisch von einander zu trennen.
2. Der Verkehrs- bzw. Marktwert einer Immobilie kann nur zweckmäßigerweise mithilfe der normierten Wertermittlungsverfahren nach §§ 13 – 25 WertV erfasst werden.
3. Die Berechnung eines Beleihungswertes erfolgt i. d. R. auf der Grundlage einer Mischkalkulation aus Ertrags- und Sachwertverfahren, wobei wesentliche Parameter entscheidend beeinflusst werden können.
4. Das DCF-Verfahren ist ein Berechnungsmodell für eine Investitionssumme, deren Parameter der Investor nach seiner unternehmerischen

Einschätzung bestimmen kann und stellt kein dominierendes internationales Standardverfahren für die Ermittlung eines Verkehrswertes dar.

Die Modelle des Net-Asset-Value (NAV) und des DCF-Verfahrens sind für die Unternehmensplanung und -entwicklung wesentlich, jedoch irrelevant für die Ermittlung eines Verkehrs- bzw. Marktwertes.

Christoph Ziercke

Tätig als Objektbetreuer in der Hausbewirtschaftung

bei der HNW Immobilienverwaltung, Hamburg

Im Wiesengrund 60, 22147 Hamburg,

E-Mail: christoph.ziercke@hamburg.de