



Kritische Würdigung zinsbasierter Kennzahlen Erläuterung am Beispiel des Net Asset Value (NAV)

AGW Arbeitskreis Betriebswirtschaft am 30./31. Oktober 2014

Kritische Würdigung zinsbasierter Kennzahlen Erläuterung am Beispiel des Net Asset Value (NAV)

Agenda

1. Die Kennzahl Net Asset Value (NAV)

- Definition und Anwendung
- Berechnung
- NAV der GAG AG

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values

- Beizulegender Zeitwert
- Modellierung der Cashflows
- Zinssatzmodelle
- Zinssatz WACC nach CAPM
- Fair Value bei der GAG

Kritische Würdigung zinsbasierter Kennzahlen Erläuterung am Beispiel des Net Asset Value (NAV)

Agenda

3. Exkurs

- Immobilienmarktorientierter Zinssatz nach TEGoVA

4. Ausblick: Entwicklung des Fair Values bei der GAG

- Prognose Entwicklung Diskontierungszins
- Sensitivitätsanalyse Fair Value

5. Fazit

1. Die Kennzahl NAV

Definition und Anwendung

Der Net Asset Value (NAV) bzw. der Nettoinventarwert ist der Gesamtwert der Vermögenspositionen eines Unternehmens abzüglich des Gesamtwerts seiner Verbindlichkeiten.

Voraussetzung

Objektive Bewertung des Immobilienbestandes durch ext. Sachverständige und/oder nach internationalen Rechnungslegungsstandards - vgl. IAS 40: Fair Value nach DCF-Modell.

Der Substanzwert der Immobilien abzüglich der Verbindlichkeiten stellt den NAV dar.

Anwendung

Die Kennzahl findet vorrangig Anwendung bei Immobilienaktiengesellschaften und bezeichnet den tatsächlichen Unternehmenswert, d.h. Verkehrswert des Immobilienportfolios abzüglich Schulden der Gesellschaft.

1. Die Kennzahl NAV

Berechnung

Berechnungsschema

Verkehrswerte der Immobilien

- + Wert sonst. Vermögensgegenstände
- Fremdkapital
- kapitalisierte Overheadkosten
- = NAV

-> Die Bestimmung der Verkehrswerte der Immobilien ist die entscheidende Größe.

1. Die Kennzahl NAV NAV der GAG AG

Ermittlung des NAV Net Asset Value

| 2012 | | 2013 |
|------------------|---------------------------------------|------------------|
| 2.243.258 | Aktiva | 2.274.414 |
| 2.114.233 | - Renditeliegenschaften | 2.140.501 |
| 3.718.840 | IAS 40 Wert | 4.164.531 |
| 1.206 | - Immaterielle Vermögenswerte | 133 |
| 22.310 | - Latente Steuern | 29.684 |
| 82.836 | - Minderheitenanteile am Eigenkapital | 84.150 |
| 1.774.448 | - Fremdkapital | 1.790.192 |
| 1.967.065 | NAV | 2.394.285 |
| 117,58 | NAV je Aktie in € | 143,12 |

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Beizulegender Zeitwert (1)

Der **beizulegende Zeitwert (Fair Value)** eines Vermögenswertes oder einer Verbindlichkeit wird definiert als der Preis, den man in einer gewöhnlichen Transaktion zwischen Marktteilnehmern am Bewertungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswertes erhalten würde oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen hätte (IFRS 13.9).

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Beizulegender Zeitwert (2)

**Der beizulegende Zeitwert hat die aktuelle Marktlage und die Umstände zum Bilanzstichtag widerzuspiegeln
[IAS 40.38].**

Den bestmöglichen substanziellen Hinweis für den beizulegenden Zeitwert erhält man normalerweise durch auf einem aktiven Markt notierte aktuelle Preise ähnlicher Immobilien, die sich am gleichen Ort und im gleichen Zustand befinden und Gegenstand vergleichbarer Mietverhältnisse und anderer mit den Immobilien zusammenhängender Verträge sind [IAS 40.45].

Liegen solche Informationen nicht vor, berücksichtigt das Unternehmen aktuelle Preise von Immobilien, die abweichender Art sind oder die anderweitigen Verträgen unterliegen, vor kurzem auf einem weniger aktiven Markt erzielte Preise, die angepasst wurden, um die Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen widerzuspiegeln **und diskontierte Cashflow-Prognosen, die auf einer verlässlichen Schätzung von zukünftigen Cashflows beruhen**
[IAS 40.46].

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values

Modellierung der Cashflows (1)

| | | |
|---|---|--|
| Erwartete Einzahlungen t1- t15 | Nettosollmieten | <p>Modellierung unter Berücksichtigung Mietpreisbindung aus öffentlicher Förderung und gesetzlichem Mietsteigerungspotenzial an prognostizierte Marktmieten, welche sich an Kölner Mietspiegel und erzielbaren Neuvertragsmieten orientieren</p> |
| Erwartete Auszahlungen t1-t15 | <ul style="list-style-type: none"> - Erlösschmälerungen - Kosten aus Instandhaltung - Verwaltungskosten - Nicht umlagefähige Betriebskosten - Sonstiger Aufwand - ggf. Erbbauzinsen | <p>Objektspezifische Berechnung je nach Bewirtschaftungskosten über Gebäudeeigenschaften Objektstandard, Standort, Vermietungserfolg</p> <p>Entwicklung der Kosten mit jährlicher Inflationsrate von 1,5% p.a. fortgeschrieben</p> |
| Überschuss t1-t15 | | |

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Modellierung der Cashflows (2)

Sonderfall, barwertiger Finanzierungsvorteil aus öffentlicher Förderung:

| Darlehen 1 (gefördert) | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------------------|-------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| Nominalkapital | TEUR | 94.477 | | | | | | | | | | | | | |
| Zinssatz | % | 0,50% | | | | | | | | | | | | | |
| VKB (vom Nominal) | % | 0,50% | | | | | | | | | | | | | |
| anfängl. Tilgung | % | 1,00% | | | | | | | | | | | | | |
| Laufzeit | Jahre | 12 | | | | | | | | | | | | | |
| Zinsen | TEUR | | 457 | 452 | 447 | 442 | 438 | 433 | 428 | 423 | 418 | 413 | 408 | 403 | 0 |
| VKB (vom Nominal) | TEUR | | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 472 | 0 |
| Tilgung | TEUR | | 960 | 965 | 970 | 975 | 980 | 984 | 989 | 994 | 999 | 1.004 | 1.009 | 80.551 | 0 |
| Annuität | TEUR | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 1.417 | 0 |
| Restvaluta | TEUR | 91.382 | 90.421 | 89.456 | 88.487 | 87.512 | 86.532 | 85.548 | 84.558 | 83.564 | 82.565 | 81.560 | 80.551 | 0 | 0 |

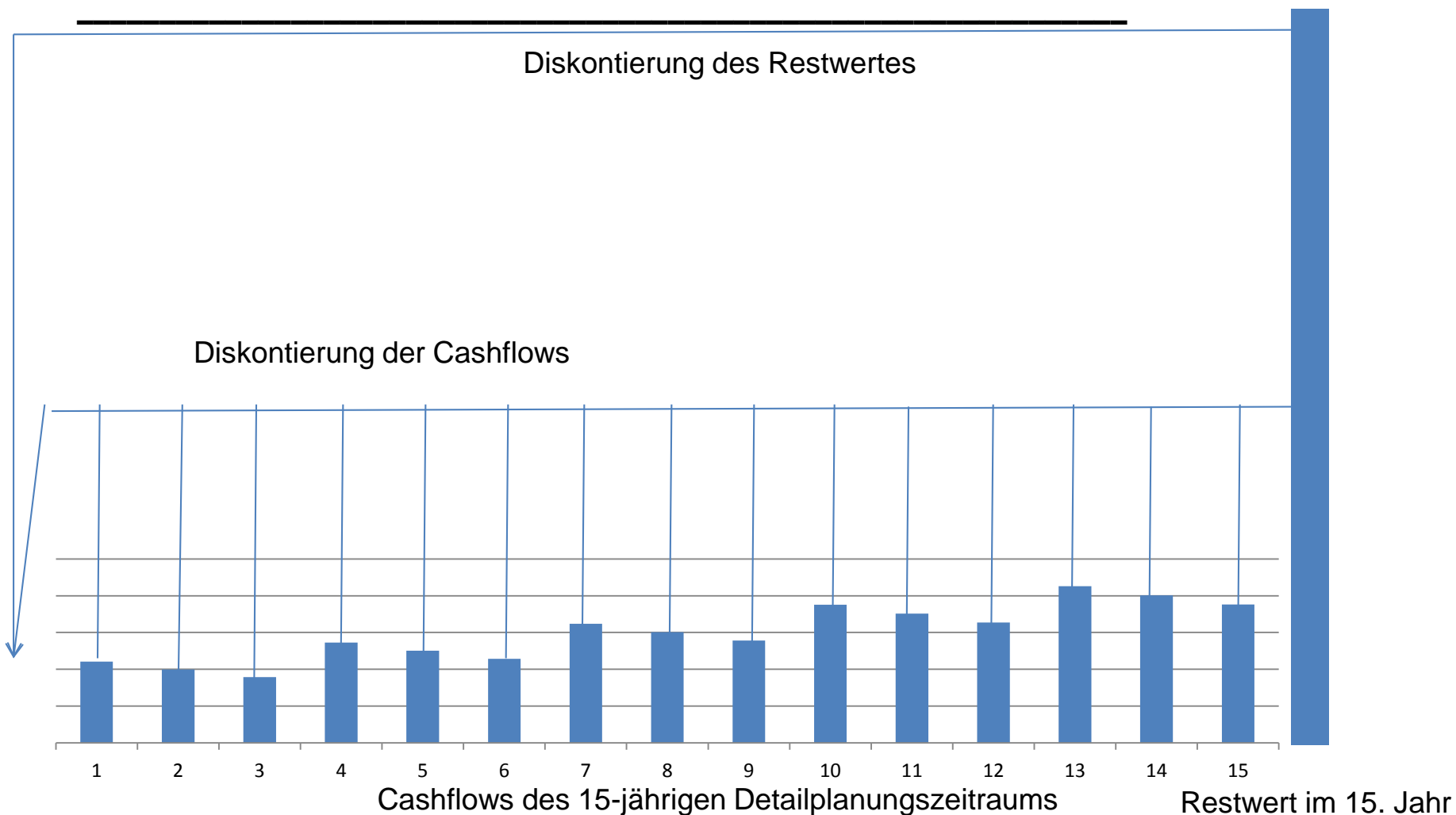
Darlehen öffentlich gefördert

| Darlehen 2 (Vergleich) | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|------------------------|-------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| Nominalkapital | TEUR | 94.477 | | | | | | | | | | | | | |
| Zinssatz | % | 3,10% | | | | | | | | | | | | | |
| anfängl. Tilgung | % | 1,00% | | | | | | | | | | | | | |
| Laufzeit | Jahre | 12 | | | | | | | | | | | | | |
| Zinsen | TEUR | | 2.833 | 2.801 | 2.767 | 2.733 | 2.698 | 2.661 | 2.624 | 2.585 | 2.545 | 2.504 | 2.461 | 2.417 | 0 |
| Tilgung | TEUR | | 1.041 | 1.073 | 1.106 | 1.141 | 1.176 | 1.212 | 1.250 | 1.289 | 1.329 | 1.370 | 1.412 | 77.984 | 0 |
| Annuität | TEUR | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 3.874 | 0 |
| Restvaluta | TEUR | 91.382 | 90.341 | 89.268 | 88.162 | 87.021 | 85.845 | 84.633 | 83.383 | 82.094 | 80.766 | 79.396 | 77.984 | 0 | 0 |

Vergleichsdarlehen Kapitalmarkt mit Fremdkapitalkosten gem. WACC nach CAPM

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------|------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|--|
| Zinsvorteil | TEUR | 1.904 | 1.876 | 1.848 | 1.818 | 1.788 | 1.756 | 1.724 | 1.690 | 1.655 | 1.619 | 1.581 | 1.542 | 0 | |
| Zinsvorteil diskontiert | TEUR | 1.827 | 1.728 | 1.633 | 1.542 | 1.455 | 1.371 | 1.292 | 1.215 | 1.142 | 1.072 | 1.005 | 941 | 0 | |
| Barwertiger Zinsvorteil | TEUR | 16.221 | | | | | | | | | | | | | |

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Modellierung der Cashflows (3)



2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Zinssatzmodelle (1)

In der DCF-Bewertung oder der periodischen Ertragswertbewertung hat die Höhe des Diskontierungszinssatzes einen erheblichen Einfluss auf den Immobilienwert.

Trotz der erheblichen Relevanz dieses Parameters gibt es keine Normierung oder in Fachkreisen allgemeingültige Standardisierung, wie der Zinssatz herzuleiten ist.

Die Literatur und die derzeit gängige Praxis stellen ein breites Spektrum an Möglichkeiten zur Verfügung.

Einigkeit besteht darin, dass der Zinssatz das spezifische Risiko des Objektes abbilden sollte, soweit es noch nicht in den Objektcashflows enthalten ist, und dass die Herleitung hinreichend objektivierbar sein sollte.

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Zinssatzmodelle (2)

Kapitalmarktorientiert

WACC nach Capital Asset Pricing Modell (CAPM) in Anlehnung an die Unternehmensbewertung werden Basiszinssätze und Risikozuschläge über den Kapitalmarkt festgelegt.

In Deutschland werden hierfür in der Regel langfristige Bundesanleihen für den Basiszinssatz und Renditen aus Immobilienaktien für den β -Faktor herangezogen.

Immobilienmarkt

Modelle, die den Zinssatz über Immobilienmarkt bestimmen, greifen hingegen auf vergleichbare Transaktionen zurück und berechnen in Entsprechung zum Liegenschaftszinssatz den internen Zinsfuß, Anfangsrenditen o.ä.

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values

Zinssatz WACC nach CAPM (1)

Zur Kapitalisierung der einzelnen Cashflows kommt der WACC (Weighted Average Cost of Capital) auf der Grundlage des CAPM (Capital Asset Pricing Model) zum Ansatz.

Der Zinssatz berechnet sich wie folgt:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \cdot k^E + \left(\frac{D}{V}\right) \cdot k^D(1 - s_C)$$

WACC sind gewichtete Kapitalkosten. Sie ermitteln sich als gewichtetes Mittel der Eigen- und Fremdkapitalkosten, wobei die Fremdkapitalkosten um den Steuervorteil zu reduzieren sind.

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values

Zinssatz WACC nach CAPM (2)

GAG - Konzern / Diskontierungszinssätze für die Wertermittlung nach IAS 40

| Unternehmensvorgaben | | Format | WACC 31.12.2012 | WACC 31.12.2013 |
|---|--|--------|-----------------|-----------------|
| Basiszins (30 - jährige - Bundesanleihen) | | % | 3,20% | 2,850% |
| Beta-Faktor | | Zahl | 0,43 | 0,43 |
| Marktrisikoprämie % | | % | 6,00% | 6,00% |
| Steuersatz % | | % | 20,00% | 20,00% |
| Eigenkapitalkosten vor Steuer | | % | 7,23% | 6,79% |
| Fremdkapitalkosten % | | % | 3,45% | 3,10% |
| Fremdkapitalanteil % | | % | 70,00% | 70,00% |
| WACC | | % | 4,58% | 4,21% |
| Spread Basiszins / Fremdkapitalzins | | % | 0,25% | 0,25% |

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Zinssatz WACC nach CAPM (3)

1. Schritt: Abb. systematisches Risiko, Renditeerwartung der Investoren

Basiszins

Risikoloser Zinssatz aus Renditen für Anleihen bester Bonität, Bsp. 5-Jahresdurchschnitt 30-jährige Bundesanleihe ableiten.

Marktrisikoprämie

Investoren fordern in risikobehafteten Märkten oder Branchen einen Aufschlag auf den Basiszins.

Basiszins + Marktrisikoprämie
= Mindestverzinsungsanspruch der EK-Geber

2. Schritt: Abb. unsystematisches und unternehmensindividuelles Risiko

Beta-Faktor

Individuelles Risiko des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt. Ableitung von Vergleichsunternehmen (Peer-group) Entwicklung des Aktienkurses im Vergleich zur Entwicklung des Marktindex.

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Zinssatz WACC nach CAPM (4)



- **Durchschnittlich verwendeter WACC**
 - Der durchschnittlich verwendete WACC (nach Unternehmenssteuern) aller befragten Unternehmen sank von 7,9 Prozent im Vorjahr auf 7,7 Prozent und erreichte damit den niedrigsten Stand seit Beginn unserer Studie im Jahr 2006.
 - Deutliche Unterschiede ergaben sich jedoch in einzelnen Branchen. So sanken die durchschnittlich verwendeten WACCs der Branchen **Automotive** beziehungsweise **Chemicals & Pharmaceuticals** deutlich, während der durchschnittlich verwendete WACC der Branche **Energy & Utilities** signifikant anstieg.
- **Basiszinssatz**

Auch im sechsten Jahr in Folge zeigte sich eine sinkende Tendenz beim Basiszinssatz. Die befragten Unternehmen verwendeten durchschnittlich einen Basiszinssatz in Höhe von 2,3 Prozent, gegenüber 3,1 Prozent im Vorjahr. In der Schweiz betrug der verwendete Basiszins durchschnittlich lediglich 1,3 Prozent.

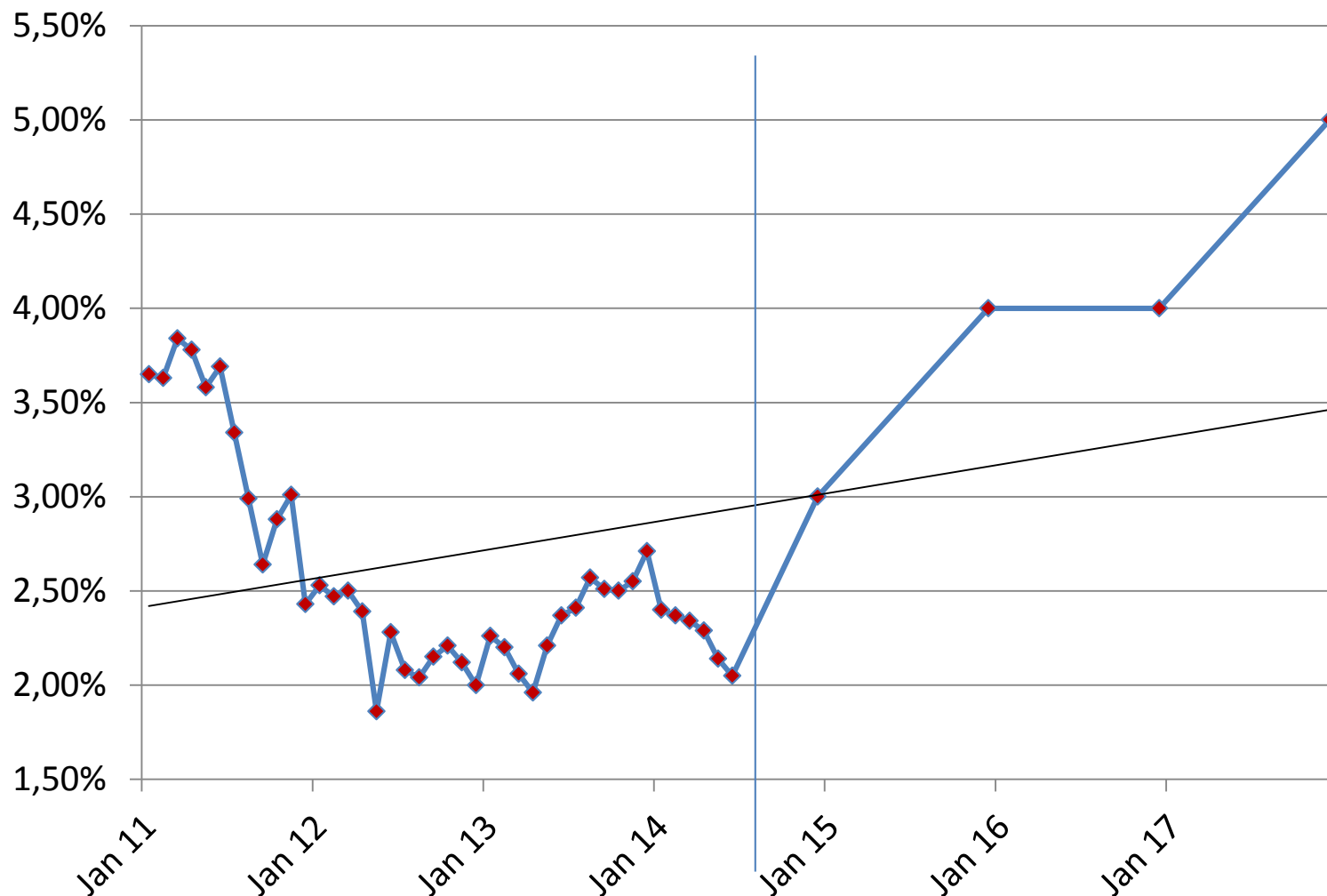
2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Zinssatz WACC nach CAPM (5)



- **Marktrisikoprämie**
Nachdem sich die durchschnittlich verwendete Markt-
risikoprämie über den Zeitraum 2007 bis 2012 bei rund
5,1 Prozent äußerst stabil zeigte, stieg sie im letzten
Geschäftsjahr deutlich auf 5,8 Prozent an.
- **Betafaktor**
Insgesamt wurde im letzten Geschäftsjahr mit 0,89 ein
etwas höherer unverschuldeter Betafaktor als im Vorjahr
angesetzt. Der verschuldete Betafaktor blieb jedoch
mit durchschnittlich 1,05 unverändert gegenüber dem
Vorjahr.

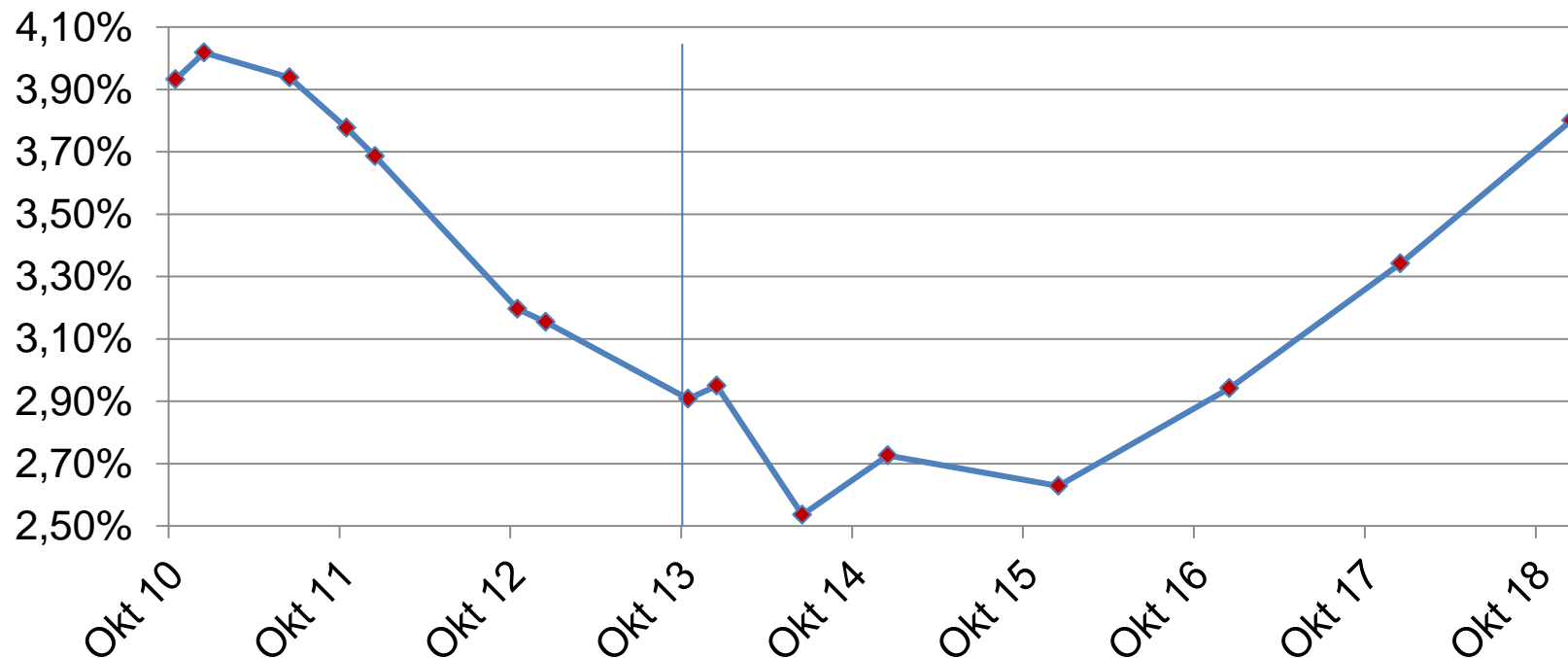
2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Zinssatz WACC nach CAPM (6)

Zinsverlauf 30-jährige Bundesanleihen - Prognose ab 2014



2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Fair Value bei der GAG AG (1)

Zinsverlauf 30-jährige Bundesanleihen 5-Jahres
Durchschnitt – Prognose ab 2014

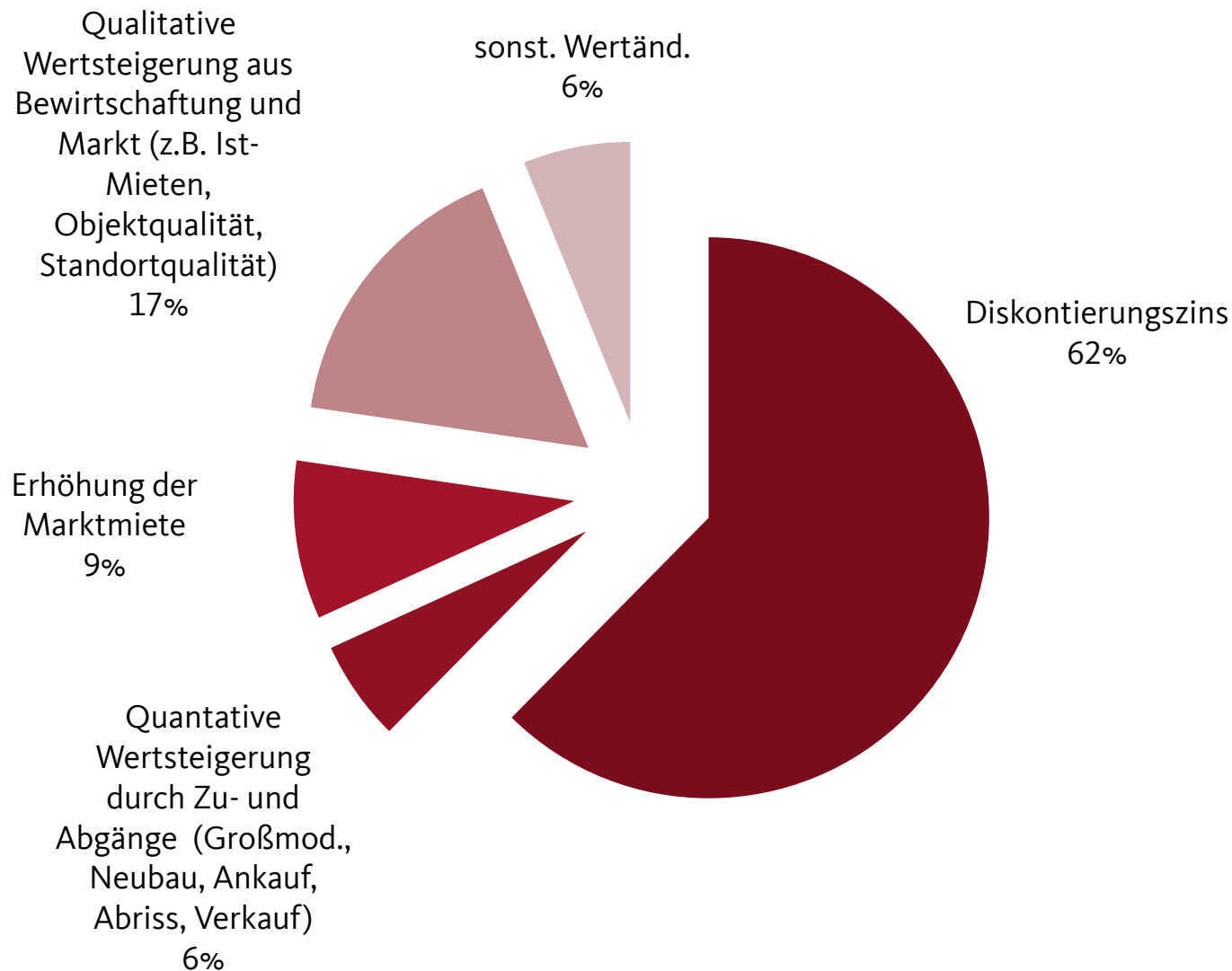


2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Fair Value bei der GAG AG (2)

| Entwicklung IAS 40 Wertermittlung, Fair Value in Mio. € | | 2012 | Veränderung 2012 zu 2013 | 2013 |
|--|---|-------|-----------------------------|-------|
| Diskontierungszins | | 4,58% | | 4,21% |
| Fair Value 31.12.2012 | | 3.719 | | 4.165 |
| Portfolio Entwicklung | Zugänge (Großmodernisierung, Neubau, Ankauf) | 41 | 1,1% | |
| | AiB, Grundstücke ohne Baute, Bauvorbereitungskosten | 25 | 1% | |
| | Sonstige Werterhöhung (u.a. Marktmiete, Großmod. Anpassung Kostenmiete) | 175 | 5% | |
| | Abgänge (MwE, Verkauf, Abriss) | -18 | 0% | |
| | Sonstige Wertminderung (auch Mod. u. A/N) | -58 | -2% | |
| Anpassungen Fair Value ausserhalb WET | fehlende Sollstellungen (Großmod., Ankäufe, Neubauten) | 2 | 0% | |
| Fair Value mit Diskontierungssatz Vorjahr (Zwischensumme) | | 3.886 | | |
| Auswirkung der Anpassung des Diskontierungszinssatzes | Steuer | - | - | |
| | Basiszinssatz | 231 | 6% | |
| | Marktrisikoprämie und Betafaktor | 47 | 1% | |
| | Fremdkapitalzins | - | - | |
| | Fremdkapitalanteil | 0 | 0% | |
| Fair Value 31.12.2013 | | | | 4.165 |
| Wertzuwachs bzw. -abnahme im Vergleich zum Vorjahr | | | 446 12% | |

| | |
|--|-----|
| Großmodernisierung / Neubau / Verkauf / Abriss | 48 |
| Sonstige Wertentwicklung | 119 |
| Diskontierungszins | 278 |

2. Faktoren der Entwicklung des Fair Values Fair Value bei der GAG AG (3)



3. Exkurs: Immobilienmarktorientierter Zinssatz nach TEGoVA (1)

Risikozuschlagsmodell ist eine kombinierte Methode der kapital- und immobilienmarktorientierten Herleitung des Zinssatzes

| Immobiliensegment | Basiszins (öff. Anleihe) | Basis- stufe | Stufen für Risikozuschlag nach TEGoVA-Rating: | | | | | | | | | | |
|-------------------|-----------------------------|-----------------|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| Spezialimmobilien | 4,50% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 0,70% | 1,40% | 2,10% |
| Büroimmobilien | 4,50% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 0,55% | 1,10% | 1,65% |
| Handelsimmobilien | 4,50% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 0,60% | 1,20% | 1,80% |
| Wohnimmobilien | 4,50% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,45% | 0,90% | 1,35% |

Abbildung 3: Beispiel segmentspezifischer Risikozuschläge nach TEGoVA-Rating

The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) = europäischer Dachverband nationaler Immobilienbewertungsorganisationen mit Sitz in Brüssel.

3. Exkurs: Immobilienmarktorientierter Zinssatz nach TEGoVA (2)

| Wertung | 1 excellent | 2 sehr gut | 3 gut | 4 leicht über Durch- schnittl | 5 Durch- schnitt | 6 leicht unter Durch- schnitt | 7 mäßig | 8 schlecht | 9 sehr schlecht | 10 katas- trophal |
|---|----------------|---------------|----------|---|------------------------|---|------------|---------------|-----------------------|-------------------------|
| Kriteriengruppe 1 - Markt | | | | | | | | | | |
| Kriteriengruppe 2 - Standort | | | | | | | | | | |
| Kriteriengruppe 3 - Objekt | | | | | | | | | | |
| Kriteriengruppe 4 - Qualität des Objekt-Cashflow | | | | | | | | | | |
| Gesamtrating | | | | | | | | | | |

Abbildung 2: Kriteriengruppen und Ratingkategorien nach TEGoVA, 2003

3. Exkurs: Immobilienmarktorientierter Zinssatz nach TEGoVA (3)

Ansatz Risikozuschlagsmodell nach TEGoVA GAG 2010:

| Immobiliensegment | Basiszins | Basisstufe | geglättetes 10-Jahres-Mittel von 10-jährigen Bundesanleihen | | | | | | | | | |
|-------------------|-----------|------------|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | Risikozuschlag auf Basiszinssatz je Ratingnote (Innosyscore) | | | | | | | | | |
| | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| | | | (100-139) | (140-179) | (180-219) | (220-251) | (260-299) | (300-339) | (340-379) | (380-419) | (420-459) | (460-500) |
| Wohnimmobilien | 4,00% | 0,15% | 2,60% | 2,15% | 1,85% | 1,70% | 1,55% | 1,40% | 1,25% | 1,10% | 0,95% | 0,80% |

| Immobiliensegment | Basiszins | Basisstufe | 5 = Durchschnitt | | | | | | | | | |
|-------------------|-----------|------------|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | Diskontierungszinssatz je Ratingnote (Innosyscore) | | | | | | | | | |
| | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| | | | (100-139) | (140-179) | (180-219) | (220-251) | (260-299) | (300-339) | (340-379) | (380-419) | (420-459) | (460-500) |
| Wohnimmobilien | 4,00% | 0,15% | 6,60% | 6,15% | 5,85% | 5,70% | 5,55% | 5,40% | 5,25% | 5,10% | 4,95% | 4,80% |

Vgl. WACC nach CAPM: 5,42 % (bei Basiszins von 3,93%)

Eine Untersuchung des GAG Bestands 2010 zeigte, dass es bei den unterschiedlichen Modellen lediglich 1 % Wertabweichung auf den Gesamtbestand gab. Lediglich bei ca. 50 von 1.600 Wirtschaftseinheiten lag die Wertabweichung über 5%.

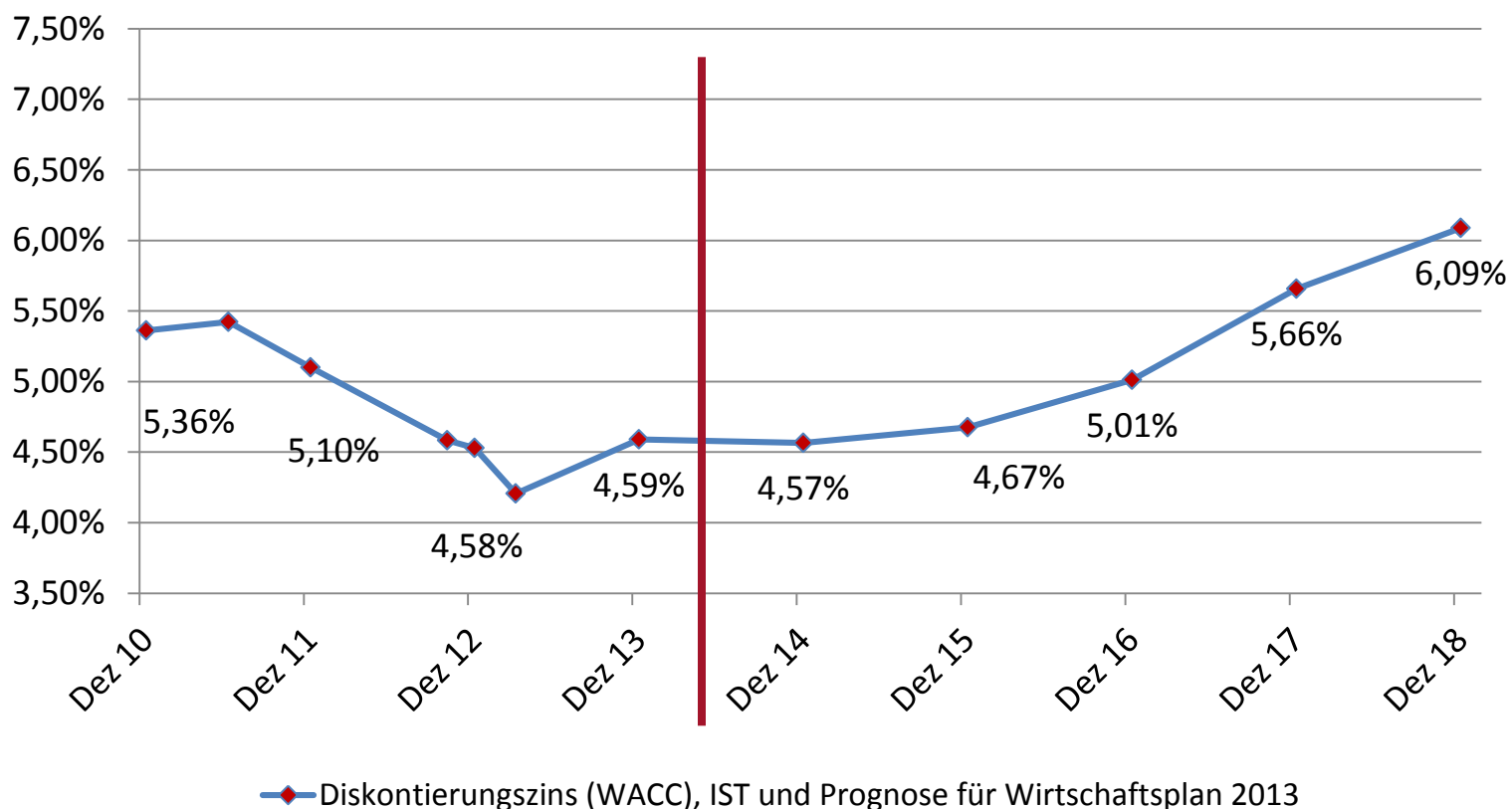
3. Exkurs: Immobilienmarktorientierter Zinssatz nach TEGoVA (4)

Es ist darauf hinzuweisen, dass es sich am Ende bei allen Modellen, also auch bei der Risikozuschlagsmethode, um eine gutachterliche Einschätzung handelt. Eine vollständige Objektivierung ist mit keiner der Herleitungsmethoden möglich.

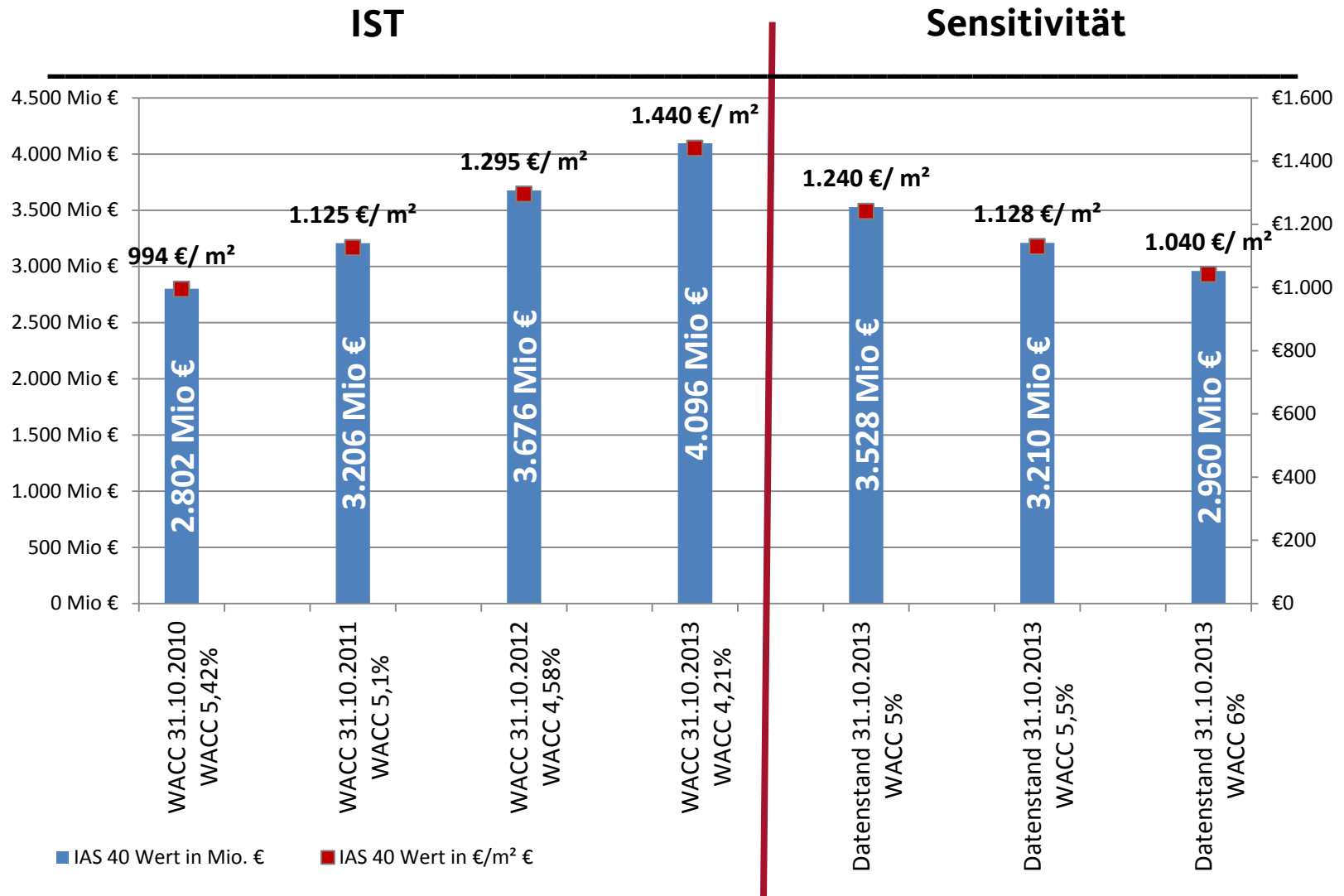
Beide Modelle bauen auf dem Basiszins auf.

4. Ausblick: Prognose Entwicklung Diskontierungszins

Diskontierungszins 2009 bis 2012 und Prognose bis 2018



4. Ausblick: Sensitivität des Fair Values



5. Fazit (1)

Der NAV reflektiert die **gutachterliche Meinung** zum Wert des Immobilienbestandes **und/oder** ist nach **DCF-Modell zinsgetrieben**.

Trotz der erheblichen Relevanz des Parameters Diskontierungszins gibt es **keine Normierung** oder in Fachkreisen allgemeingültige Standardisierung, wie der Zinssatz herzuleiten ist.

Beide hier betrachteten Zinsmodelle basieren auf dem Basiszins auf Grundlage 30-jähriger Bundesanleihen, diese sind stichtagsbezogen und volatil. Selbst das Verwenden eines 5-Jahresdurchschnitts, um Bewertungsausschläge aufgrund von stichtagsbezogenen Werten zu vermeiden, kann Schwankungen, die nicht immer dem Immobilienmarkt folgen, nicht ausblenden.

5. Fazit (2)

Vergleichbare, objektivierte Zinssätze die Markt-, Standort- und Objekt-Risiken einheitlich abbilden, sind in Deutschland nicht verfügbar.

Aus diesem Grund ist der NAV keine Größe, die ohne nähere Betrachtung der Herleitung des Verkehrswertes, insbesondere des Diskontierungszins, zum Vergleich von Immobilienunternehmen genutzt werden kann.



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit