

# Praxishandbuch Immobilien- Investitionen

Schäfer / Conzen

5. Auflage 2026  
ISBN 978-3-406-84150-7  
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Veränderungen des Fair Values direkt erfolgswirksam zu erfassen sind (IAS 40.35). In einem Marktaufschwung werden die Immobilien zu ihren Marktwerten bilanziert. Da die unrealisierten Wertänderungen in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden, führt dies zu teils erheblichen Steigerungen des Gewinns und Eigenkapitals. Aus diesem Grund haben sich während dem letzten Marktaufschwung viele Immobilien-AGs für eine Bilanzierung nach Fair Value entschieden. In einem Marktabschwung kann dies jedoch, insbesondere in Verbindung mit einer hohen Fremdfinanzierung, zu erheblichen Verlusten führen. Da die Wertänderungskomponente den größten Anteil am Gesamtergebnis trägt, erhöht die Bewertung nach Fair Value die Volatilität des Unternehmensergebnisses sowie des Aktienkurses. Diese Zusammenhänge sind anhand der Abbildung 7 beispielhaft für zwei (ehemalige) deutsche börsennotierte Immobiliengesellschaften dargestellt.

Aufgrund dieser Probleme wird zunehmend eine Novellierung der Fair-Value-Bewertung gefordert.<sup>54</sup> Die Aufgabe der erfolgswirksamen Verbuchung von Wertänderungen durch Umstieg auf das Revaluation-Model hätte zum Vorteil, dass Wertänderungen erfolgsneutral in der Neubewertungsrücklage eingestellt werden. Die regelmäßige Neubewertung der Immobilien würde zudem das Informationsbedürfnis der Investoren und Analysten sicherstellen und zugleich die Volatilität des Unternehmensergebnisses und des Aktienkurses reduzieren.

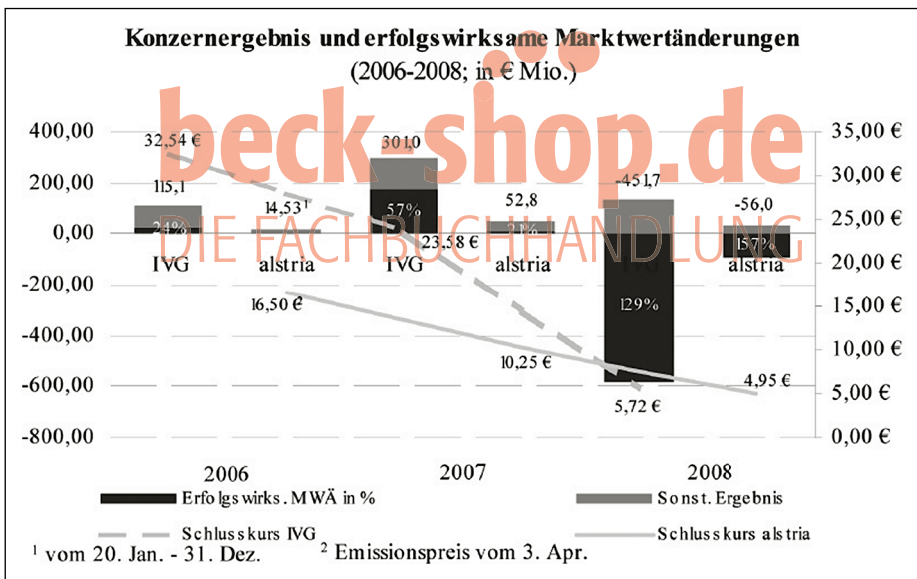


Abb. 7: Vergleich der Auswirkung der Bilanzierung nach Fair Value und Cost Model

Quelle: Rehkugler (2009), S. 16

<sup>54</sup> Vgl. Rehkugler (2009), 17.

## 4.5 Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche (IFRS 5)

IFRS 5 regelt die Bilanzierung von zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerten. Hierbei handelt es sich entweder um eine ursprünglich mit Dauerverwendungsabsicht erworbene Immobilie (selbstgenutzte Immobilie nach IAS 16) oder eine mit Veräußerungsabsicht erworbene Immobilie, die typischerweise dem langfristigen Vermögen zuzurechnen ist. Die Immobilie gilt als zur Veräußerung gehalten, wenn ihr Buchwert überwiegend durch den Verkauf und nicht durch die fortgesetzte Nutzung realisiert wird (IFRS 5.6). IFRS 5.5 schließt die Anwendbarkeit der Norm auf als Finanzinvestition gehaltene Immobilien nach IAS 40 aus. IFRS 5.8 fordern eine hohe Wahrscheinlichkeit der Veräußerung, die unter anderem bestimmt wird durch

- den Veräußerungsbeschluss der zuständigen Hierarchieebene,
- die Verfügbarkeit zur Veräußerung im gegenwärtigen Zustand,
- aktive Verkaufsbemühungen,
- eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Veräußerung innerhalb von 12 Monaten nach dem Zeitpunkt der Umqualifizierung erfolgt (Ausnahmen in IFRS 5.9) sowie
- das Angebot zu einem Preis, der in einem angemessenen Verhältnis zum gegenwärtigen beizulegenden Zeitwert steht.

Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebene Geschäftsbereiche müssen in der Bilanz getrennt von anderen Gegenständen des Anlagevermögens dargestellt werden. Identisches gilt für mit Ihnen verbundene Schulden (IFRS 5.38–40). Die Bewertung erfolgt zum niedrigeren aus Buchwert (iSd IAS 16) und beizulegendem Zeitwert (iSd IFRS 13) abzüglich eventueller Veräußerungskosten (IFRS 5.15). Wertminderungen und –aufholungen sind unter den Einschränkungen der IFRS 5.20–22 erfolgswirksam zu erfassen. Eine planmäßige Abschreibung darf nach IFRS 5.25 nicht vorgenommen werden.

## 5. Bewertung von Immobilien-AGs

### 5.1 Einleitung

In der Unternehmensbewertung werden drei grundlegende Konzepte unterschieden und in der Praxis in Abhängigkeit von dem verfolgten Bewertungszweck angewandt: die Bewertung mittels Multiplikatorverfahren, mittels DCF-Methoden und mittels Substanzbewertungsverfahren, die bei Immobilienunternehmen in der Sonderform des Net Asset Value Verfahrens auftreten.<sup>55</sup>

Grundsätzlich basiert die Bewertung von (Immobilien-)Unternehmen auf einem Analogieschluss, bei dem der Bewerter bekannte Marktpreise aus Transaktionen oder Börsennotierungen auf den zu ermittelnden Wert des zu bewertenden Unternehmens überträgt.<sup>56</sup> Dieses Vorgehen basiert auf der Annahme, dass alle Unternehmen einer Branche relativ gleich zu bewerten seien.<sup>57</sup> Die Bewertungsverfahren unterscheiden sich in Hinblick auf das Medium, welches für diesen Analogieschluss herangezogen wird. Bei Multiplikatorverfahren erfolgt die Bewertung mittels Multiplikatoren, wohingegen bei DCF-Methoden Betafaktoren in die Eigenkapitalkosten herangezogen wer-

<sup>55</sup> Für eine ausführliche Diskussion der Unternehmensbewertung mittels Multiplikator- und DCF-Verfahren vgl. Matzen/Schäfers/Trübstein (2008).

<sup>56</sup> Vgl. Bausch (2000), 451.

<sup>57</sup> Vgl. Schäfers/Siepmann/Stock (2002), 380.

den. Bei den Net Asset Value-Methoden erfolgt ebenfalls ein bewertungstechnischer Analogieschluss: Im Gegensatz zu den Multiplikator- und DCF-Bewertungen erfolgt hier jedoch nicht der Vergleich zu anderen Referenzunternehmen in der Branche, sondern es werden die Werte der einzelnen Vermögensgegenstände aus dem Preisvergleich mit Referenzvermögensgegenständen ermittelt.

Insbesondere bei der Bewertung von Unternehmen, für die sich im Hinblick auf die Branche nur wenige Referenzunternehmen ermitteln lassen, treten die grundsätzlichen Probleme der Unternehmensbewertung zu Tage. Aufgrund mangelnder Referenzunternehmen ist die Bewertung der Unternehmen in höherem Maße mit Unsicherheiten verbunden als in Situationen mit einer Vielzahl von Referenzunternehmen.

Im Folgenden werden zunächst die auf Arbitrageüberlegungen beruhenden DCF-Methoden als theoretisches Fundament aller Bewertungskalküle diskutiert, um daran anschließend auf die Multiplikatorverfahren einzugehen. Letztere werden nicht selten auch als verkürzte DCF-Kalküle bezeichnet. Beide Methoden, die DCF-Methoden und die Multiplikatorverfahren, zählen zu den so genannten Gesamtbewertungsverfahren, welche das Zusammenwirken der einzelnen Vermögensgegenstände berücksichtigen. Abschließend wird das in der Immobilienwirtschaft verbreitete Net Asset Value-Verfahren diskutiert. Im Gegensatz zu den vorgenannten Methoden zählt die Net Asset Value-Methode zu den Einzelbewertungsverfahren und ignoriert damit systematisch die Effizienzvorteile aus dem Zusammenführen von Vermögensgegenständen.

## 5.2 Discounted Cash Flow-Verfahren zur Bewertung von Immobilien-AGs

### 5.2.1 Überblick

Die Discounted Cash-Flow (kurz: DCF)-Verfahren basieren auf dem Barwertkalkül. Zur Ermittlung des Unternehmenswerts werden die zukünftig erwarteten Cash-Flows des Unternehmens diskontiert. Den DCF-Methoden liegen die Arbitrageüberlegung von Modigliani/Miller aus dem Jahr 1958 zu Grunde.<sup>58</sup> Es wird angenommen, dass unverschuldete Unternehmen mit gleichen operativen Risiko dh gleicher Renditeforderung der Eigenkapitalgeber und gleichem erwarteten Cash Flow Profil gleich bewertet werden, da andernfalls Arbitrage zwischen den Werten einsetzt. Hieraus leitet sich bei der Beurteilung von Bewertungsmethoden die Forderung nach der Arbitragefreiheit ihrer Ergebnisse ab. Damit kann eine kritische Würdigung der DCF-Methoden sich lediglich auf die Anwendung dieser Methoden und nicht auf die Methode selbst beziehen, da diese bei richtiger Anwendung arbitragefreie Ergebnisse hervorbringen muss.

Die DCF-Methoden unterscheiden sich – wie in der folgenden Abbildung 8 dargestellt – auf den ersten Blick vor allem in der Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals. Die Discounted Cash-Flow Methoden lassen sich anhand der unterschiedlichen Berücksichtigung von Zahlungsströmen an Fremdkapitalgeber in Brutto- bzw. Entity- und Netto- bzw. Equity-Ansätze unterscheiden. Während bei Brutto- bzw. Entity-Ansätzen zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt wird, in einem zweiten Schritt die Ansprüche der Fremdkapitalgeber berücksichtigt werden und als Residualgröße der Wert des Eigenkapitals berechnet wird, erfolgt die Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals im Equity-Ansatz in einem Schritt.

<sup>58</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1958), 261–267.

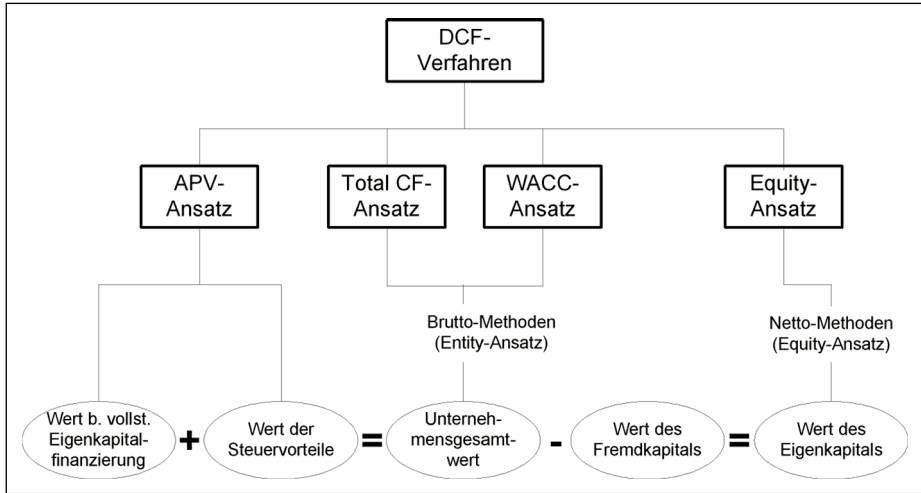


Abb. 8: Übersicht über die DCF-Methoden

Quelle: Matzen/Schäfers/Trübestein (2008), S. 379

Weitere Differenzierungen der Entity-Ansätze basieren auf der unterschiedlichen Berücksichtigung der aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalzinsen resultierenden Steuerersparnis („Tax Shield“). Bei dem WACC-Ansatz wird das Tax Shield explizit im Diskontierungszins berücksichtigt, in der Total-Cash-Flow und dem APV-Ansatz hingegen direkt in zu diskontierenden Cash-Flow. Im Gegensatz zum Total Cash-Flow Ansatz wird das Tax Shield im APV-Ansatz jedoch separat bewertet.<sup>59</sup>

Liegen wie bei Immobilien-AGs bewertungsrelevante Tax Shields vor, so ist die Frage der angenommenen Finanzierungspolitik zu beantworten. Grundsätzlich werden folgenden Finanzierungspolitiken in der Bewertungslehre unterschieden:

- **Wertorientierte Finanzierungspolitik:** Der Verschuldungsgrad wird konstant gehalten und damit die Kapitalstruktur an der Entwicklung des Unternehmenswertes ausgerichtet. Damit bleibt das Ausfallrisiko der Gläubiger bei unverändertem Investitionsrisiko ebenfalls konstant.<sup>60</sup>
- **Autonome Finanzierungspolitik:** Die Aufnahme und Tilgung von Krediten wird ohne Bezugnahme auf den Unternehmenswert geplant, so dass der Verschuldungsgrad im Zeitablauf variieren kann, was folglich auch zu einer Veränderung des Ausfallrisikos führen kann.<sup>61</sup>

Wird die autonome Finanzierungspolitik unterstellt, so ist die APV-Methode die vorzuziehende Methode, da diese Finanzierungspolitik hierin inhärent berücksichtigt ist.

## 5.2.2 Ausgewählte Aspekte zur Anwendung der Discounted Cash Flow-Verfahren

### 5.2.2.1 Ermittlung des Free Cash Flows

Der Anwendung der DCF-Verfahren zur Unternehmensbewertung setzt eine integrierte, auf Flächen und Miet-/Verkaufspreisen beruhende Unternehmensplanung voraus. Dabei ist der Planung der erwarteten Unternehmensentwicklung einer Im-

<sup>59</sup> Vgl. Drukarczyk/Ernst (2011), 231.

<sup>60</sup> Vgl. Krolle (2001), 24.

<sup>61</sup> Vgl. Löffler (2002), 296.

mobilen-AG zunächst die Vergangenheitsanalyse vorausgeschaltet. Dieser integrative Bestandteil einer Unternehmensplanung dient dem grundlegenden Verständnis der Erfolgsmechanik und Werttreiber des zu bewertenden Unternehmens. Auf der Grundlage dieses Verständnisses wird in einem nächsten Schritt die Unternehmensplanung entwickelt bzw. kritisch analysiert. Hierbei sind zunächst die angestrebten Unternehmensziele sowie geeignete Strategien, Maßnahmen und Zeitpläne zur Realisierung dieser Ziele zu definieren. Im Weiteren werden Tendenzen in der Vergangenheit, die nicht von einer ggf. veränderten Unternehmenspolitik betroffen sind, sowie die Auswirkungen einer veränderten Unternehmenspolitik modelliert.

Die Anwendung von Discounted Cash-Flow Methoden setzt eine erhebliche Auseinandersetzung mit der zu erwartenden zukünftigen Entwicklung der zu bewertenden Immobilien-AG voraus und führt damit häufig auch zu komplexen Bewertungsmodellen. Diese Notwendigkeit ist jedoch gleichzeitig der Vorzug der DCF-Methoden. Wird die DCF-Analyse als iterativer Prozess verstanden, so kann eine anfänglich weitestgehend auf Annahmen des Bewerter beruhende Bewertung sukzessive durch neue Informationen angereichert werden, so dass das Bewertungsmodell mit zunehmendem Erkenntnisstand verfeinert werden kann.<sup>62</sup> Dabei führen die fehlenden Informationen notwendigerweise zu den für die Investitions- und Anlageentscheidungen relevanten Fragen, so dass methodenbedingt eine intensivere Auseinandersetzung mit dem zu bewertenden Unternehmen erfolgt, als dieses bei einer Anwendung von Multiplikatorbewertungs- oder Net Asset Value-Methoden notwendig ist. Diese zeitaufwendige Analyse des Unternehmens kann damit helfen, Fehlentscheidungen zu vermeiden.

Aus der Gewinn- und Verlustrechnung der Geschäftsberichte lässt sich der zur DCF-Bewertung benötigte Free-Cash-Flow ermitteln (vgl. Tabelle 4).

Tab. 4: Schema zur Berechnung des Free Cash Flows bei Immobilien-AGs

Free Cash Flow Herleitung	
EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)	
-	Steuerzahlung
EBI (Earnings before Interest) / NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)	
-/+	Unrealisierte Erhöhung / Verringerung des Fair Value von Investment Properties
+	Abschreibungen
-	Instandhaltungskosten
-/+	Erhöhung/Verminderung des Nettoumlaufvermögens
Free Cash-Flow to the Firm (FCFF)	

Quelle: In Anlehnung an Matzen (2018), S. 134

### 5.2.2.2 Ermittlung der Kapitalkosten

Die nach Tabelle 4 ermittelten Free Cash-Flows sind mit einem risikoadjustierten Diskontierungszinssatz abzuzinsen. Der Diskontierungszinssatz entspricht dabei dem Renditeanspruch – der sog. „hurdle rate“ – der Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalgeber und korrespondiert mit dem Risiko, das die Eigen- und Fremdkapitalgeber dem Portfolio beimessen. Die Ableitung der Eigen- und Fremdkapitalkosten erfolgt im Folgenden jeweils in getrennten Schritten. Für eine Bewertung nach dem Equity-Verfahren ist lediglich die geforderte Eigenkapitalverzinsung/Eigenkapitalkosten von Bedeutung.

<sup>62</sup> Vgl. Matzen (2018), 278.

Bei den Entity-Verfahren wird stattdessen der WACC (Weighted Average Cost of Capital) zur Abdiskontierung der Free Cash Flows verwendet.

Der zur Diskontierung heranzuziehende risikoadjustierte Diskontierungszinssatz hat einen erheblichen Einfluss auf den Wert des Unternehmens, weshalb die Ermittlung dieses Zinssatzes in der Literatur umfangreich und kritisch diskutiert wird. Dieser einführende Beitrag kann deshalb lediglich einen allgemeinen Überblick zu dieser Thematik geben.

### „Capital Asset Pricing Model“

Die Eigenkapitalkosten und damit die individuelle Risikoprämie können mit Hilfe des „Capital Asset Pricing Model“ (kurz: *CAPM*) errechnet werden. Im Rahmen dieses von Sharpe<sup>63</sup> und Lintner<sup>64</sup> entwickelten, kapitalmarkttheoretischen Modells, wird ein Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite formuliert. Dabei wird zu einer risikolosen Rente ein Risikozuschlag addiert, der von der Marktisikoprämie und dem sogenannten  $\beta$  abhängt (vgl. Abbildung 9).

Die Marktisikoprämie ergibt sich aus der Multiplikation der Renditedifferenz von Aktien und Anleihen. Der Betafaktor gibt Auskunft über das systematische Risiko einer Aktie im Vergleich zum marktrepräsentativen Aktienindex, einer Gruppe von Referenzunternehmen (der sog. „Peer-Group“) oder auch des gesamten Markts – bspw. des Immobilienaktienmarktes – in der Historie. Ein Betafaktor von 1 bedeutet somit ein marktidentisches Risiko, während ein Betafaktor größer 1 für überproportionale Schwankungen steht; bei einem Betafaktor zwischen 0 und 1 liegt eine unterproportionale Entwicklung vor, die jedoch in die marktgleiche Richtung erfolgt. Gesellschaften mit einem höheren operativen Risiko (zB aufgrund ausgeprägter Branchenzyklen) erfahren größere Schwankungen des Aktienkurses und weisen damit definitionsgemäß einen höheren Betafaktor auf. Problematisch ist die Herleitung von Beta-Faktoren für nicht börsennotierte Gesellschaften. Die exakte Bestimmung des Unternehmenswertes für Immobilien-AGs kann – bedingt durch die multiplikative Verknüpfung des Betafaktors – nur mit Hilfe eines möglichst genau bestimmten Betafaktors durchgeführt werden.

$k_{EK} = i + \beta (k_m - i)$ <p>mit</p> <p><math>i</math> = Return einer risikolosen Anlage</p> <p><math>\beta</math> = Unternehmensbeta</p> <p><math>k_m - i</math> = Marktisikoprämie</p>
---

Abb. 9: Eigenkapitalkostensatz nach dem CAPM

Erfolgt die Unternehmensbewertung mittels des Entity-Verfahrens, so wird der WACC zur Abdiskontierung der Free Cash Flows verwendet. Dieser baut auf den errechneten Eigenkapitalkosten auf und wird um die Fremdkapitalkosten ergänzt (siehe Abbildung 10).

<sup>63</sup> Vgl. Sharpe (1964).

<sup>64</sup> Vgl. Lintner (1965).

$WACC = \left(\frac{EK}{V}\right) \times k_{EK} + \left(\frac{FK}{V}\right) \times k_{FK} \times (1-s)$	
mit	
EK = Marktwert des Eigenkapitals	$k_{EK}$ = Eigenkapitalkosten
FK = Marktwert des Fremdkapitals	$k_{FK}$ = Fremdkapitalkosten
V = Gesamtkapital	s = Unternehmenssteuersatz

Abb. 10: Gesamtkapitalkostensatz nach dem WACC

Bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten kann nicht unmittelbar von den kontrahierten Nominalzinsen der aufgenommenen Kredite ausgegangen werden, sondern es sind die zum Bewertungsstichtag marktüblichen Zinsen heranzuziehen. Insbesondere bei langen Restlaufzeiten wie zB bei Immobilienfinanzierungen kann der Einfluss von Abweichungen zwischen den kontrahierten und marktüblichen Zinsen auf den zu ermittelnden Wert des Fremdkapitals erheblich sein.

Bei der Ermittlung des marktüblichen Zinssatzes ist jedoch nicht nur das Kreditvolumen, sondern auch die Kreditbesicherung zu berücksichtigen und zwischen unterschiedlichen Finanzierungsformen zu differenzieren. Aber auch die zunehmend vorgenommene risikoabhängige Bestimmung der Kreditzinsen und der damit im Zusammenhang stehende Einfluss von Ratings ist ein weiterer zu beachtender Aspekt bei der Bestimmung der marktüblichen Zinssätze. So ergeben sich erhebliche Unterschiede zwischen unbesicherten Kontokorrentkrediten und grundschuldlich besicherten Realkrediten. Zur Ermittlung der marktüblichen Fremdkapitalkosten können zB Statistiken der Deutschen Bundesbank herangezogen werden.

### 5.3 Multiplikatorenverfahren zur Bewertung von Immobilien-AGs

#### 5.3.1 Überblick

Im Hinblick auf die Auswahl der Bezugsbasis werden die Multiplikatorverfahren in die *Comparable Transaction Method*, bei der Preise aus abgeschlossenen Transaktionen herangezogen werden und in die *Comparable Company Method*, deren Bewertung auf Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen oder sogenannter Referenzunternehmen basiert, unterteilt. Ein interessanter Sonderfall der *Comparable Company Methode* ist der Vergleich mit Emissionspreisen bei Börseneinführungen vergleichbarer Unternehmen, im Folgenden als *Comparable IPO Method* bezeichnet. Dies ist insbesondere bei Börsengängen von REITs von Bedeutung.

Im Rahmen der *Comparable Transaction* und der *Comparable Company* Bewertung kommen jedoch nicht nur unterschiedliche Bezugsgrößen zum Ausdruck. So liegen bei vergleichbaren Transaktionen in der Regel der Erwerb von Mehrheitsanteilen vor, in dessen Preisfindung ebenfalls strategische Prämien eines Investors berücksichtigt werden, während der Börsenkurs lediglich Auskunft über den Preis für einen Minderheitsanteil gibt, in dem idR keine strategischen Prämien berücksichtigt sind. Im Fall der *Comparable IPOs* werden ebenfalls Minderheitsanteile zur Bewertung herangezogen, aber das in der Praxis zu beobachtenden Phänomen des Underpricings spiegelt sich folglich auch in den ermittelten IPO Multiples wieder. Die *Comparable Transaction Method* wird im Folgenden nicht mehr weiter betrachtet.

Im Rahmen der Multiplikatorverfahren wird der Unternehmenswert bzw. der Kurs je Aktie durch Multiplikation einer Bezugsgröße mit einem Multiplikator ermittelt.

Die Bezugsgröße ist idR eine Ertrags- oder Zahlungsgröße, die zB aus der Gewinn- und Verlustrechnung der zu bewertenden Immobiliengesellschaft abgeleitet wird.<sup>65</sup>

Die Multiplikatoren können als vereinfachte DCF-Kalküle betrachtet werden, in den die zur Multiplikation herangezogenen Bezugsgrößen zur Berechnung einer „ewigen“ Rente analog zum Endwert der DCF-Methode herangezogen werden. Hierbei wird unterstellt, dass die Bezugsgröße so bestehen bleibt oder – unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate – wächst.<sup>66</sup>

Damit gewinnt die herangezogene Bezugsgröße außerordentliche Bedeutung und es wird offensichtlich, dass jede Verzerrung dieser Bezugsgröße durch nicht nachhaltig auftretende Erfolgseinflüsse, die Bewertungsergebnisse der Multiplikatormethode in erheblichem Maße verzerrt.<sup>67</sup> Solche nicht nachhaltig auftretende Erfolgseinflüsse können sein:

- Ergebnisse aus dem Verkauf von Immobilien und aus Folgebewertungen von *Investment Properties*
- Ergebniseffekte aufgrund von Bewertungsänderungen
- Ergebnisbeiträge nicht fortgeführter Geschäftsbereiche
- Verzerrung der Ergebnisse bei unterjährigem Erwerb von Immobilien im Rahmen einer Einzelrechtsnachfolge („*Asset Deal*“), da Ergebnisse erst ab dem Übergang von Nutzen und Lasten berücksichtigt werden können.

Um eine arbitragefreie Bewertung mit Hilfe der Multiplikatormethode zu ermöglichen, müssen das zu bewertende Unternehmen und das Referenzunternehmen im Hinblick auf ihre Werttreiber wie operatives Risiko, steuerliche Rahmenbedingungen, Fremdfinanzierungsstrategie und Volumen des aufgenommenen Fremdkapitals, Thesaurierungsquote oder Reinvestitionsrendite identisch sein. Darüber hinaus müssen diese Parameter auch im Zeitablauf konstant sein.<sup>68</sup> Im Gegensatz dazu muss bei der Anwendung von DCF-Methoden zur Ermittlung des Betafaktors aus den Betafaktoren einer Gruppe von Referenzunternehmen lediglich das operative Risiko identisch sein. Die erheblich höheren Anforderungen an die Vergleichbarkeit von zu bewertendem Unternehmen und Referenzunternehmen machen die Limitationen der Multiplikatormethode im Allgemeinen und im Hinblick auf die Anwendung bei Immobilien-AGs – insbesondere aufgrund der mitunter diversifizierten Geschäftsfelder – deutlich.

### 5.3.2 Spezifische Multiplikatorenverfahren für Immobilien-AGs

Bei der Unternehmensbewertung mit Multiplikatorverfahren werden idR verschiedene Multiplikatoren verwendet, damit ein ausgewogenes Bild des Unternehmenswertes dargestellt werden kann. Im Folgenden werden die häufig verwendeten Multiplikatoren näher dargestellt und erläutert: Der Wert-, der Miet- und der EBITDA-Multiplikatoren sowie das *P/FFO-Verhältnis* und das *P/AFFO-Verhältnis*. Die folgende Abbildung 11 gibt einen Überblick über die Vorgehensweisen und den Zusammenhang dieser Verfahren.

#### 5.3.2.1 Multiplikatorbewertung nach immobilienorientierten Erfolgskennzahlen

In der Praxis haben sich immobilienorientierte Erfolgskennzahlen herausgebildet, die insbesondere die Anlehnung an die Immobilienbewertung suchen. Hierzu zählen

<sup>65</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), 472.

<sup>66</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), 478.

<sup>67</sup> Vgl. Schäfers/Matzen (2007), 548 f.

<sup>68</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), 478.