

Unternehmensbewertung bei vermögensverwaltenden Gesellschaften im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Barabfindung

I. Einleitung

► Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert wird dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren ermittelt. Die angemessene Barabfindung im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen ist so zu ermitteln, dass die Aktionäre aus der Gesellschaft ausscheiden können, ohne wirtschaftliche Nachteile zu erleiden¹. Daher ist die Gesellschaft unter Berücksichtigung des am Bewertungsstichtag vorhandenen Vermögens und der zu diesem Zeitpunkt erkennbaren Ertragsverhältnisse zu bewerten. Bei der Ermittlung der Barabfindung – beispielsweise beim Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß § 327b Abs. 1 AktG – müssen die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigt werden. Im Hinblick auf die anzuwendende Bewertungsmethode zur Ermittlung der Barabfindung gibt es seitens des Gesetzgebers keine konkreten Vorgaben. Die Ermittlung der Barabfindung wird regelmäßig auf Basis der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) vorgenommen. Der IDW Standard legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Die Ausführungen stellen wesentliche allgemeine Grundsätze dar. Jeder Bewertungsfall verlangt entsprechend den Vorgaben des IDW S 1 seine eigene fachgerechte Problemlösung². Die Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften ist ein solcher Bewertungsfall, der eine eigene fachgerechte Problemlösung benötigt, die bislang explizit nicht vom IDW S 1 abgedeckt ist. Insoweit können die Grundsätze des IDW S 1 nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Lösung im Einzelfall liegen muss.

Der folgende Beitrag zeigt, dass der Net Asset Value (NAV) eine geeignete Bewertungsmethode zur Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften ist.

II. Merkmale vermögensverwaltender Gesellschaften

1. Abgrenzung zu operativ tätigen Gesellschaften

Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird typischerweise nicht durch die isolierten Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken von materiellen und immateriellen Werten. Bei einer Gesamtbewertung werden daher alle Bereiche eines Unternehmens, wie z.B. Beschaffungs- und Absatzbeziehungen, Forschung und Entwicklung, Organisation, Finanzierung und Management erfasst, da diese Unternehmensbereiche gemeinsam zu den zukünftigen finanziellen Überschüssen beitragen. Im Ergebnis ergeben sich durch das Zusammenwirken der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden sowie der Geschäftsbereiche Synergien, die zu einem Mehrwert führen. Dieser Mehrwert wird als immaterieller Wertbeitrag regelmäßig im Rahmen von Unternehmenserwerben bei der Kaufpreisallokation auf die erworbenen immateriellen Vermögensgegenstände verteilt bzw. als Residualgröße als Goodwill abgebildet.

Solche Mehrwerte liegen typischerweise bei vermögensverwaltenden Gesellschaften nicht vor. „Synergien“ durch ein Zusammenwirken von verschiedenen Kapitalanlagen, die über eine Risikostreuung hinausgehen, sind nicht erkennbar oder absehbar. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft wird von den voneinander unabhängigen Vermögensgegenständen und Schulden und den daraus zufließenden Zahlungsströmen bestimmt. Die finanziellen Überschüsse aus den einzelnen Vermögensgegenständen und Schulden werden nach der grundsätzlichen Anlageentscheidung nicht durch die vermögensverwaltende Gesellschaft selbst geprägt, sondern ergeben



Von WP StB CVA Prof. Andreas Creutzmann,

Vorstandsvorsitzender der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt, und der IACVA-Germany e.V. sowie geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Landau. Arbeitsbereichsleiter Unternehmensbewertung und Value Based Management an der SRH Hochschule Calw und DVFA-Mitglied der „Expertengruppe Valuation“, www.creutzmann.eu

sich aus den vom Management ausgewählten Vermögensgegenständen und Schulden per se. Sie werden beispielsweise im Rahmen von Anleihen und Derivaten von deren Ausstattung und Konditionen und der allgemeinen Marktentwicklung bestimmt. Bei Aktien hängt die Wertentwicklung u. a. vom operativen Erfolg des jeweiligen Unternehmens ab, der jedoch regelmäßig nicht von der zu bewertenden vermögensverwaltenden Gesellschaft selbst beeinflusst werden kann.

2. Ertragsquellen und Werttreiber

Für eine vermögensverwaltende Gesellschaft ist es charakteristisch, dass sie sowohl regelmäßig wiederkehrende (Zins-, Dividenden- und Mieterträge, etc.) als auch einmalige Erträge (Veräußerungsgewinne bzw. -verluste) aus unterschiedlichen Anlageformen erzielt. Die Ergebnisse einer vermögensverwaltenden Gesellschaft resultieren typischerweise im Wesentlichen aus Erträgen und Aufwendungen im Zusammenhang mit folgenden Kapitalanlagen:

- Unbebauten und bebauten Grundstücken;
- Wertpapieren (Aktien und festverzinsliche Anleihen);
- Beteiligungen;
- Derivative Finanzinstrumente.

Sowohl die Prognose der laufenden Erträge und Aufwendungen als auch der Veräußerungsgewinne bzw. -verluste aus den Kapitalanlagen erfordert Annahmen bei der Unternehmensplanung, die weit über die üblichen Annahmen bei Unternehmensbewertungen operativ tätiger Gesellschaften hinausgehen. So sind beispielsweise bei der Prognose der Veräußerungsgewinne, Annahmen über den Realisationszeitpunkt sowie die Höhe des Veräußerungsgewinns zu machen. Insbesondere bei Aktien hängt dies nicht nur von der prognostizierten Unternehmensentwicklung ab, sondern auch von den zum Zeitpunkt der Veräußerung vorherrschenden Kapitalmarktverhältnissen.

III. Methoden zur Bewertung vermögensverwaltender Gesellschaften

1. Ertragswertverfahren oder Discounted Cash Flow-Verfahren

Grundsätzlich könnten vermögensverwaltende Gesellschaften über einen Zukunftserfolgs-

wert auf Basis der Ertragswertmethode oder eines Discounted Cash Flow-Verfahrens bewertet werden. Ihre korrekte Anwendung würde jedoch voraussetzen, dass nicht nur die Höhe und Entwicklung von Jahresüberschüssen oder Free Cash Flows über möglichst viele weitere Jahre erfasst werden können. Vielmehr müssen auch die bei vermögensverwaltenden Gesellschaften typischerweise eintretenden zwischenzeitlichen Wertsteigerungen der Vermögenswerte durch zukünftige Zahlungsüberschüsse oder im fiktiven Veräußerungspreis adäquat in die Bewertung einfließen. Des Weiteren müsste ein für alle Vermögenswerte geltender durchschnittlicher Kapitalisierungszinssatz zur Diskontierung der prognostizierten finanziellen Überschüsse ermittelt werden. Vor dem Hintergrund dessen, dass die meisten vermögensverwaltenden Gesellschaften ein eher heterogenes Anlageportfolio mit unterschiedlichen Risikokategorien der einzelnen Anlagen haben, stellt dies den Bewerter vor hohe Herausforderungen.

Aufgrund der Schwierigkeiten bei der Ermittlung dieser beiden Größen werden in der Praxis bei der Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften das Ertragswertverfahren oder die Discounted Cash-Flow-Verfahren zwar zur Bewertung einzelner Vermögenswerte (Assets) eingesetzt; nicht aber zur Ableitung des Wertes der vermögensverwaltenden Gesellschaft selbst.

2. Liquidationswertverfahren

Der Liquidationswert eines Unternehmens stellt grundsätzlich die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert dar. Nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist nach IDW S 1 trotzdem auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen³. Bei der Unternehmensbewertung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft wird regelmäßig die Unternehmensfortführung zu unterstellen sein.

Darüber hinaus wären bei einer (unterstellten) Liquidation zudem die Belastungen aus der Abwicklung der Gesellschaft zu berücksichtigen. Außerdem sind bei einer Liquidationswertermittlung sofort anfallende Ertragsteuern auf aufgedeckte stille Reserven in Abzug zu bringen. Der Wert je Aktie wäre daher grundsätzlich geringer als bei einer

Bewertungsmethode, die eine Fortführung der Gesellschaft unterstellt. Vor dem Hintergrund des Gebotes, dem Minderheitsaktionär beim Ausscheiden einen vollen Ausgleich für den Verlust seiner Aktionärsstellung zu gewähren, führt das Liquidationswertverfahren als Bewertungsmethode bei unterstellter Fortführung des Unternehmens im Rahmen der Ermittlung einer Barabfindung regelmäßig zu einer zu niedrigen Barabfindung.

3. Substanzwertverfahren

Die Bewertung der Substanz eines Unternehmens unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert bei operativ tätigen Gesellschaften grundsätzlich kein selbständiger Aussagewert zu.

Das im Folgenden dargestellte Bewertungskonzept des Net Asset Value ähnelt äußerlich dem Substanzwertverfahren. Es handelt sich jedoch beim NAV nicht um eine Substanzbewertung des Unternehmens im klassischen Sinn, sondern um eine modifizierte Ertragsbewertung, die die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft berücksichtigt⁴.

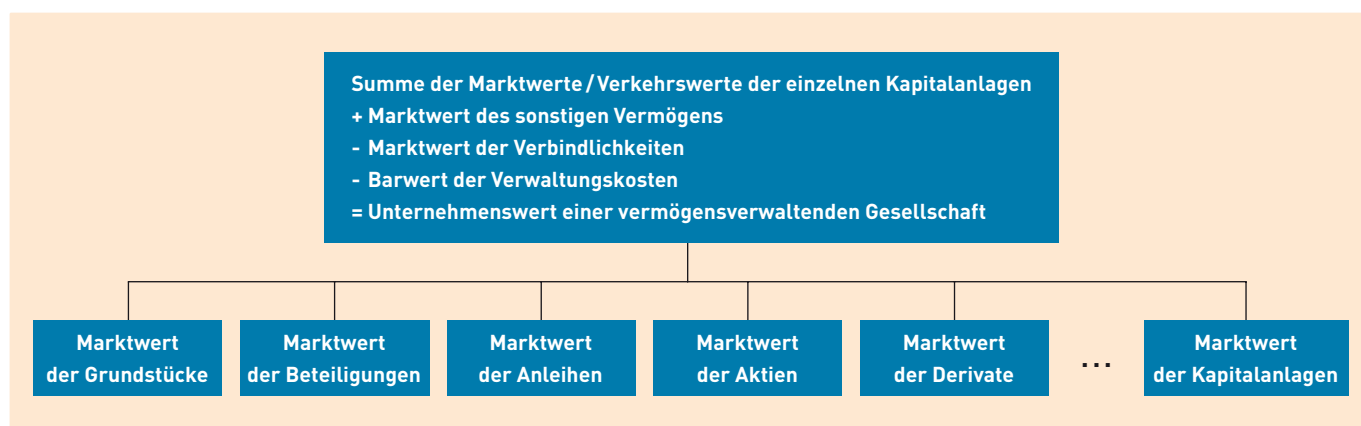
4. Net Asset Value

Der sog. Net Asset Value (NAV) wird aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens abzüglich der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt. Er entspricht dem Reinvermögen eines Unternehmens unter Einchluss der stillen Reserven⁵.

Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft ergibt sich im Wesentlichen aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommen. Betrachtet man den Marktwert einer Kapitalanlage als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Der NAV repräsentiert demnach die Summe der Barwerte der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände und spiegelt damit den Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse wider.

Das Management soll für richtige Anlageentscheidungen sorgen, verursacht aber selbst Kosten. In vielen Fällen wird oft darauf verzichtet, den so berechneten NAV noch um die kapitalisierten Verwaltungskosten zu mindern. Dabei handelt es sich um den Barwert der Kosten der Unternehmensführung, sofern diese bei der Ermittlung der Marktwerte der Assets nicht schon berücksichtigt sind. Wird im Rahmen des NAV bei der Ermittlung der Barabfindung auf die Minderung der kapitalisierten Verwaltungskosten verzichtet, erfolgt dies zugunsten der ausscheidenden Minderheitsaktionäre und sollte im Rahmen eines ggf. sich anschließenden Spruchverfahrens bei der Festsetzung beachtet werden. Die Abbildung 1 zeigt die grundsätzliche Vorgehensweise bei der Ermittlung des Net Asset Value einer vermögensverwaltenden Gesellschaft:

Abbildung 1: Ermittlung des NAV bei einer vermögensverwaltenden Gesellschaft



In Abhängigkeit von den einzelnen Kapitalanlagen der vermögensverwaltenden Gesellschaft stellt sich die Frage, wie die Marktwerte der Assets zu ermitteln sind. Im Folgenden wird die Ermittlung der Marktwerte von Grundstücken und Aktien im Rahmen des Net Asset Value näher untersucht.

4.1 Bewertung von Grundstücken

Der Verkehrswert (Marktwert) eines Grundstücks wird gemäß § 194 BauGB 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 Wertermittlungsrichtlinien sehen dabei das Vergleichswertverfahren, das Ertragswertverfahren sowie das Sachwertverfahren vor⁶.

Das **Vergleichswertverfahren** kommt vor allem bei Grundstücken in Betracht, die mit weitgehend typisierten Gebäuden bebaut sind. Bei Anwendung des Vergleichswertverfahrens sind Kaufpreise von Grundstücken heranzuziehen, die hinsichtlich der ihren Wert beeinflussenden Merkmale mit dem zu bewertenden Grundstück hinreichend übereinstimmen. Das Vergleichswertverfahren wird insbesondere bei eigen genutzten Wohngebäuden (Einfamilienhäuser, Eigentumswohnungen, etc.) angewendet und kann für die Bewertung von Betriebsgrundstücken in der Regel nicht herangezogen werden.

Das **Ertragswertverfahren** kommt insbesondere bei Grundstücken in Betracht, bei denen der nachhaltig erzielbare Ertrag für die Wertschätzung im gewöhnlichen Geschäftsverkehr im Vordergrund steht. Dies ist insbesondere bei Mietwohngrundstücken, gemischt genutzten Grundstücken und gewerblich genutzten Grundstücken der Fall. In der Bewertungspraxis wird das Ertragswertverfahren zur Ableitung des Verkehrswertes von Grundstücken weit überwiegend angewendet. Die Abbildung 2 zeigt die grundsätzliche Vorgehensweise.

Das **Sachwertverfahren** ist in der Regel bei Grundstücken anzuwenden, bei denen im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nicht die aus

Abbildung 2: Ertragswertverfahren bei der Grundstücksbewertung

-	Jahresrohertrag Bewirtschaftungskosten
=	Jahresreinertrag
-	Bodenwertverzinsung
=	Gebäudereinertrag
x	Vervielfältiger
=	Gebäudeertragswert
+	Bodenwert
-	Wertkorrekturen (z. B. wg. Sanierungsmaßnahmen)
=	Ertragswert

den Gebäuden erzielbaren Erträge, sondern die Herstellungskosten für die Preisbildung maßgeblich sind.

Der Verkehrswert ist aus dem Ergebnis des herangezogenen Verfahrens unter Berücksichtigung der Lage auf dem Grundstücksmarkt zu bemessen⁷. Die dabei zu wählende Vorgehensweise wurde vom Gesetzgeber nicht geregelt⁸.

Sofern eine vermögensverwaltende Gesellschaft zeitnah zum Bewertungsstichtag ein Grundstück von einem Dritten erworben hat, sollte es mit dem Kaufpreis zuzüglich der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anfallenden Anschaffungsnebenkosten in die Ermittlung des NAV einfließen. Dieser Wert repräsentiert den **Marktpreis des Grundstücks** zum Bewertungsstichtag und sollte unabhängig vom Verkehrswert auf Basis der soeben genannten Bewertungsmethoden angesetzt werden. Liegt kein aktueller Transaktionspreis vor und steht bei einer Immobilie der Ertrag im Vordergrund, wird regelmäßig das Ertragswertverfahren zur Ableitung des Verkehrswertes heranzuziehen sein.

4.2 Bewertung von Aktien

Der Net Asset Value ergibt sich aus dem Ansatz der Marktwerte der Assets abzüglich der Marktwerte der Verbindlichkeiten. Der Marktpreis einer Aktie ergibt sich in der Regel aus ihrem Börsenkurs, sofern eine Börsennotierung vorliegt, ausreichend Handel stattfindet und somit keine Marktengpass gegeben ist.

Die Aktien sollten zum Zeitpunkt der Durchführung der Bewertung mit dem für öffentliche Übernahmeangebote zur Verfügung

stehenden dreimonatigen Durchschnittskurs, der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach den Vorgaben des § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelt wird, angesetzt werden. Da für die Ermittlung der Barabfindung jedoch die Wertverhältnisse zum voraussichtlichen Zeitpunkt der beschlussfassenden Hauptversammlung maßgebend sind, muss ggf. eine Anpassung zum Zeitpunkt der Hauptversammlung vorgenommen werden.

Der dreimonatige Durchschnittskurs spiegelt den Marktwert der Aktien in aller Regel angemessen wider. Insbesondere bei kleineren Aktienpaketen lassen sich regelmäßig keine anderen Werte als die Aktienkurse realisieren. Der Ansatz des Aktienkurses ist aber auch im Fall einer Mehrheitsbeteiligung der pragmatischere Weg. Bei einer Mehrheitsbeteiligung ist es sowohl vorstellbar, dass ein strategischer Erwerber bereit wäre, einen Zuschlag auf den aktuellen Aktienkurs zu zahlen, als auch denkbar, dass eine Veräußerung des kompletten bzw. größerer Teile des Aktienpakets nur mit erheblichen Kursabschlägen oder ggf. unmöglich ist. Da jedoch regelmäßig beide Szenarien zum Zeitpunkt der Barabfindung nicht gegeben sein werden, ist der Ansatz eines umsatzgewichteten Durchschnittskurses zur Ermittlung des Marktwertes der Aktie im Rahmen des NAV ein sinnvoller Weg. Im Übrigen wird nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen zur Ableitung eines Fair Value sowohl nach den IAS/IFRS als auch nach den US-GAAP dem Preis eines Assets in einem aktiven Markt die höchste Priorität zugewiesen⁹.

4.3 Berücksichtigung von Steuern und praktische Probleme

Da bei der Ermittlung des NAV grundsätzlich eine Unternehmensfortführung unterstellt wird, kann auf die Berücksichtigung derjenigen Steuern, die bei einer Liquidationswertermittlung anzusetzen wären, verzichtet werden.

Vor dem Hintergrund der Ermittlung einer Barabfindung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft zum voraussichtlichen Tag der Beschluss fassenden Hauptversammlung ergeben sich in der Praxis Probleme. Die Bewertungsarbeiten zur Einladung der Hauptversammlung müssen mehrere Wochen vorher abgeschlossen sein. Eine Wertermittlung zum Tag der Hauptversammlung kann somit zum

Zeitpunkt der Einladung zur Hauptversammlung nur approximiert werden. Ausgehend von den Vermögenswerten und Schulden zum Zeitpunkt der Durchführung der Unternehmensbewertung müssen die Wertansätze auf den Bewertungsstichtag fortgeschrieben werden. Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung muss dann geprüft werden, ob es zu Wertveränderungen bei den zu bewertenden Assets oder Schulden kam. Diese sind zu quantifizieren und die Wertveränderung auf die Barabfindung ist darzustellen.

V. Zusammenfassender Ausblick

Der Net Asset Value ist zur Unternehmensbewertung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft eine geeignete Bewertungsmethode. Der NAV unterscheidet sich dadurch vom klassischen Substanzwert, dass er nicht unmittelbar auf Kosten abstellt. Beim NAV wird der Marktwert der Assets als Barwert der mit den Vermögensgegenständen verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben in den Mittelpunkt des Bewertungskalküls gestellt. Die einzelnen Marktwerte antizipieren ebenso wie ein Zukunftserfolgswert die zukünftigen finanziellen Überschüsse vor dem Hintergrund der erwarteten Marktentwicklung, über die eine Risikoabschätzung des Marktes implizit abgebildet wird.

Der Marktwert von Grundstücken ergibt sich aus dem Kaufpreis zuzüglich der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr anfallenden Anschaffungsnebenkosten, sofern dieser zeitnah zum Bewertungsstichtag vorliegen sollte. In allen anderen Fällen wird der Verkehrswert regelmäßig auf Basis des Ertragswertverfahrens abzuleiten sein. Der Marktwert börsennotierter Aktien sollte auf Basis eines umsatzgewichteten Durchschnittskurses abgeleitet werden. Kapitalanlagen für die mangels Börsennotierung keine Marktpreise vorliegen oder bei denen aufgrund einer Marktengpass der Börsenkurs keine Aussagekraft besitzt, sollten auf Basis des Ertragswertverfahrens bzw. der Discounted Cash Flow Verfahren bewertet werden.

Die Barabfindung kann bei börsennotierten vermögensverwaltenden Gesellschaften nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden. Insofern bildet der Börsenkurs einer vermögensverwaltenden Gesellschaft stets die Untergrenze bei der Ermittlung der Barabfindung. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der

Börsenkurs den Verkehrswert der Beteiligung repräsentiert. Hierzu muss ein ausreichender Handel mit der Aktie stattgefunden haben und es darf keine Marktlücke vorliegen.

Die Unternehmensbewertung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft ist ein Bewertungsfall, der eine eigene fachgerechte

Problemlösung benötigt, die bislang nicht vom IDW S 1 explizit abgedeckt ist. Es empfiehlt sich aufgrund der Vielzahl vermögensverwaltender Gesellschaften diesen Bewertungsfall explizit im IDW S 1 unter den Besonderheiten aufzuführen und die in diesem Beitrag dargestellte Bewertungsmethode des Net Asset Value kurz darzustellen.

¹ Vgl. BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.4.1999.

² Vgl. IDW ES 1 Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 5.9.2007, Tz. 1.

³ Vgl. IDW ES 1 Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 5.9.2007, Tz. 140.

⁴ In Anlehnung an Rehkugler bei der Bewertung von Immobiliengesellschaften. Vgl. Rehkugler, Heinz: Die Immobilien-AG: Chancen für Unternehmen und Investoren, S. 17 in: Rehkugler: Die Immobilien-AG, 2003, Oldenburg.

⁵ Vgl. Thomaschowski/Rehkugler/Nack: Der Net Asset Value als Bewertungskonzept, S. 58 in: Rehkugler: Die Immobilien-AG, 2003, Oldenburg.

⁶ Vgl. Wertermittlungsrichtlinien (WertR 2006) in der Fassung vom 1. März 2006.

⁷ Vgl. § 7 Absatz 1 Wertermittlungsverordnung (WertV) i.d.F. vom 6. Dezember 1988, zuletzt geändert durch Art. 3 des Gesetzes zur Änderung des Baugesetzbuchs und zur Neuregelung des Rechts der Raumordnung (Bau- und Raumordnungsgesetz 1998 – BauROG) vom 18. August 1997.

⁸ Vgl. Thomas/Leopoldsberger/Waldbröhl: Immobilienbewertung, S. 411, in: Schulte, Karl-Werner, Immobilienökonomie Band I, 1998, München.

⁹ Vgl. SFAS 157 sowie Diskussionspapier „Fair Value Measurements“ des IASB.