

Veröffentlicht in

Controller Magazin

Heft 1/2023

Gleißner, W. / Volckens, H. V. (2023):

„Kauf- und Verkaufsentscheidungen – Anforderungen und Kennzahlen zur Beurteilung von Immobilien und anderen realen Assets“, S. 85 – 89

Mit freundlicher Genehmigung der
Verlag für Controllingwissen AG, Wörthsee-Ettersschlag

www.controllermagazin.de



Kauf- und Verkaufsentscheidungen

Anforderungen und Kennzahlen zur Beurteilung von Immobilien und anderen realen Assets.

Werner Gleißner / Hans Volkert Volckens

Family Offices, Pensionskassen und Unternehmen kaufen und verkaufen Immobilien oder Anteile an Immobilienfonds. Meist sind solche Entscheidungen sogenannte „unternehmerische Entscheidungen“ (im Sinne §93 AktG, dessen Anforderungen auch auf andere Kapitalgesellschaften, wie GmbHs, übertragbar sind).¹ Das Charakteristische an unternehmerischen Entscheidungen besteht darin, dass sie von der Geschäftsleitung getroffen werden und ihre Auswirkungen über den Investitionszeitraum unsicher sind.² Wer eine Immobilie, ein Immobilien-Portfolio oder Anteile an einem Immobilienfonds (AIF) kauft, hat Vorstellungen über die zukünftige Wertentwicklung bzw. die mit dieser Immobilie zu erwartenden zukünftigen Renditen.

Welche Informationen benötigt man z. B. bei Kauf einer Immobilie oder Anteilen an einem Immobilienfonds?

Bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft gibt es jedoch Chancen und Gefahren (Risiken), die zu einer



Summary

Die Beurteilung der Attraktivität einer Immobilie basierend auf Verkehrswert und Eigenkapital-Rendite ist unzureichend. Notwendig ist eine quantitative Risikoanalyse und -aggregation. Sie ist die Grundlage für die Ableitung von Kennzahlen, die zur Beurteilung des Rendite-Risiko-Profiles erforderlich sind. Vergleichbare Zahlen für die erwartete Eigenkapitalrendite erfordern zunächst identische Annahmen. Die Mindestanforderung an die erwartete Rendite ist vom Risikoumfang abhängig. Zusatzanforderungen ergeben sich oft für institutionelle Investoren: sie benötigen eine Kennzahl zum Equity-Rating, die ausdrückt, mit welcher Wahrscheinlichkeit eine vorgegebene Ziel- oder Mindestrendite erreicht wird.



**Prof. Dr. Werner
Gleißner**

ist Vorstand der FutureValue Group AG und Honorarprofessor für Betriebswirtschaft, insb. Risikomanagement, an der TU Dresden sowie Vorstand des EACVA (Verband der Unternehmensbewerter) und der DGfKM (Deutsche Gesellschaft für Krisenmanagement).
kontakt@futurevalue.de

anderen als der geplanten Entwicklung führen können; z. B. zu einer deutlich niedrigeren realisierten Rendite, Verlusten bis hin zum Totalverlust (Insolvenzrisiko). Infolge dessen ist es bei Kauf- und Verkaufsentscheidungen, sofern sie bedeutsame unternehmerische Entscheidungen darstellen, unzureichend alleine eine prognostizierte Rendite und ergänzend qualitative Faktoren über die Attraktivität der Immobilien zu betrachten.

Jede unternehmerische Entscheidung erfordert deshalb eine entscheidungsvorbereitende Analyse, um das Rendite-Risiko-Profil eines Investments vor der Entscheidung für dieses fundiert und nachvollziehbar einschätzen zu können. Der oben erwähnte §93 AktG mit der zugehörigen „Ausstrahlwirkung“ auf andere, auch vermögensverwaltende Kapitalgesellschaften fordert, dass vor einer solchen Entscheidung „angemessene Informationen“ vorliegen müssen (was ex post bewiesen werden muss, sofern einem Dritten – z. B. einem Gesellschafter – durch diese ein Schaden entsteht). Im Schrifttum besteht Einigkeit, dass bei unternehmerischen Entscheidungen unter Risiko hier insbesondere die Ergebnisse einer Risikoanalyse zu dokumentieren sind.

Dieses Grundprinzip gilt außer für Immobilieninvestitionen in analoger Weise für andere Kaufentscheidungen, z. B. bei Investitionen im Bereich erneuerbarer Energie oder Beteiligungsinvestments.³ Speziell beim Kauf von Immobilien oder Anteilen an einem Immobilienfonds existiert heute oft eine Informationsgrundlage, die neben qualitativen Faktoren und Hintergrundinformationen zur Immobilie insbesondere eine Bewertung und einen Planwert der Eigenkapitalrendite anbietet. Auch wenn hier beispielsweise vom Initiator eines Fonds angebotene Informationen den gesetzlichen Anforderungen zur Prospekt Darstellung genügen, sind die Daten im Allgemeinen nicht geeignet, um das Rendite-Risiko-Profil des Investments fundiert zu beurteilen (womit Anforderungen aus §93 AktG nicht erfüllt sind). Nachfolgend wird erläutert, wieso speziell ein gutachterlich bestimmter Verkehrswert sowie geplante Eigenkapitalrenditen ohne zusätzliche Ergebnisse einer Risikoanalyse keinesfalls als Entscheidungsgrundlage ausreichen.⁴

Begrenzte Aussagekraft von prognostizierten Eigenkapitalrenditen und Verkehrswerten

Es wird zunächst oft übersehen, dass der Verkehrswert kein Wert im ökonomischen Sinn ist, sondern ein geschätzter Preis⁵. Infolge des aus Marktdaten abgeleiteten Liegenschaftszinssatzes ist der Verkehrswert⁶ – wie in §194 BauGB auch klar formuliert – ein Schätzer für den Preis, den man bei einem zeitnahen Verkauf einer Immobilie erwarten kann. Tatsächlich können realisierbare Marktpreise und fundamentale Ertragswerte, wie regelmäßige Immobilienblasen zeigen, insbesondere über eine gewisse Zeit auch deutlich voneinander abweichen.

Den fundamentalen Wert einer Immobilie stellt der modellbasiert berechnete Geldbetrag dar, der äquivalent ist zu den unsicheren Erträgen, die dem Eigentümer aus der Immobilie zufließen.⁷ Für den fundamentalen Wert ist es unerheblich, welche – möglicherweise überhöhten – Preise in einer konkreten Marktsituation bezahlt werden.

Für die Entscheidungsvorlage hat dies grundlegende Bedeutung: ein Kaufpreis muss sich nicht nur in Anbetracht der aktuellen Marktbedingungen (Verkehrswert) rechtfertigen lassen, sondern bei einer nachhaltigen Betrachtung auch ökonomisch sinnvoll sein, d. h. nicht höher sein als der fundamentale Ertragswert (als Gegenwarts- wert der zukünftigen Cashflows). Nur im fundamentalen Ertragswert – nicht im Verkehrswert – werden Risiken explizit, nachvollziehbar und umfassend berücksichtigt.

Mindestens genauso problematisch ist die Betrachtung einer prognostizierten Eigenkapitalrendite. Für den Vergleich verschiedener Handlungsoptionen (Kaufmöglichkeiten) ist zunächst zu beachten, dass den entsprechenden Eigenkapitalrenditeprognosen oft unterschiedliche Annahmen zugrunde liegen (z. B. bezüglich zukünftiger Inflationsentwicklungen oder Fremdkapitalaufnahme). Um eine Vergleichbarkeit von Eigenkapitalrenditen überhaupt gewährleisten zu können, müssen zunächst einmal von einem einheitlichen Gerüst von Annahmen über das Umfeld vergleichbare Eigenkapitalrenditen berechnet werden. Entsprechend ist eine Betrachtung der (meist unsicheren) Annahmen von grundlegender Bedeutung.

Aber auch vergleichbare (prognostizierte) Eigenkapitalrenditen sind für sich allein nicht aussagefähig. Wie bereits erläutert, besteht das grundlegende Problem jeder unternehmerischen Entscheidung – wie der Kauf- oder Verkaufsentscheidung – gerade darin, dass infolge des Bestehens von Chancen und Gefahren (Risiken) die Zukunft nicht sicher vorhergesehen werden kann. Ein ökonomisch rationales Entscheidungskalkül erfordert daher immer eine Analyse und Quantifizierung von Risiken und ein Abwägen der erwarteten Erträge (Renditen) mit eben diesen Risiken,⁸ siehe **Abb. 1**.

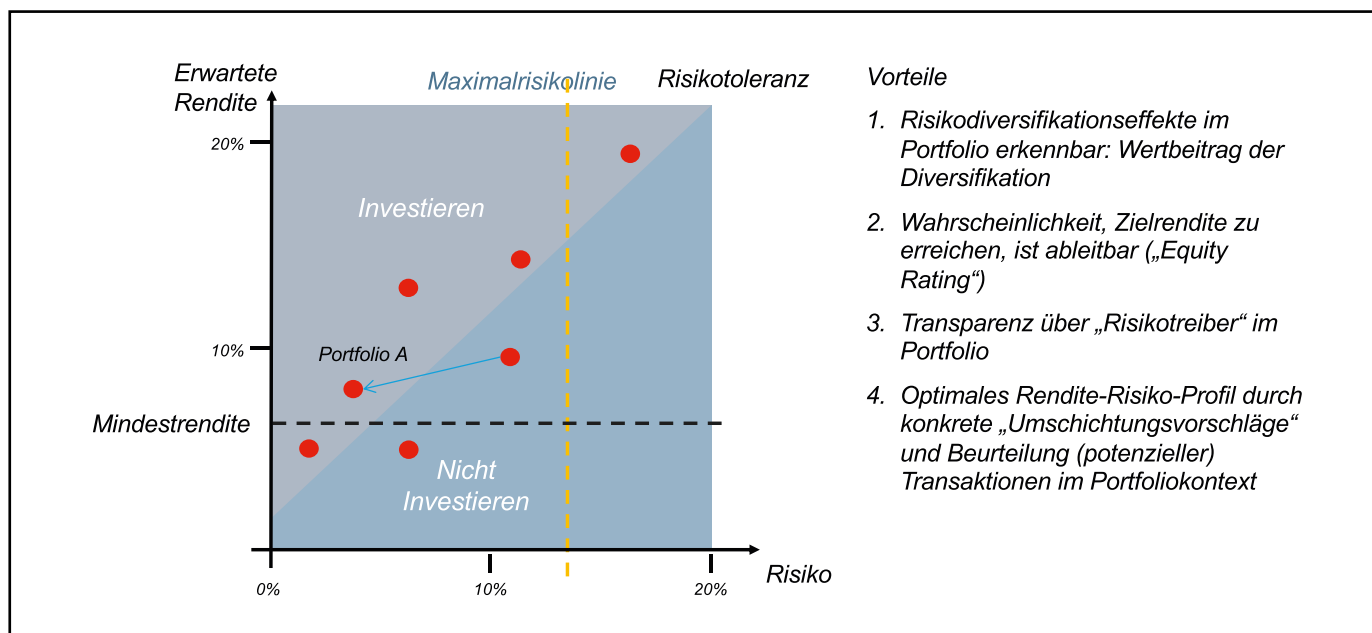
Weitgehend bekannt ist, dass die Eigenkapitalrendite stark abhängig ist vom Verschuldungsgrad (Financial Leverage). Unter normalen Bedingungen führt die Erhöhung des Verschuldungsgrads eines Fonds zu höheren Eigenkapitalrenditen – aber der Leverage wirkt sich genauso auf den Risikoumfang aus, der ebenso mit der Verschuldung anwächst. Dies wird nur adäquat berücksichtigt, wenn Eigenkapitalrendite und Risikoumfang miteinander verglichen werden. Letztlich ist immer eine Beurteilung des Ertrag-Risiko-Profiles erforderlich und eine Kennzahl, die beide Aspekte verdichtet ausdrückt, ist gerade der oben erwähnte fundamentale Ertragswert.

Aber es ist nicht nur der Verschuldungsgrad, sondern eine Vielzahl weiterer Risiken, die hier zu analysieren



**Dr. Hans Volkert
Volckens**

Managing Partner bei Blacklake GmbH.
Lehrbeauftragter der EBS Universität für Wirtschaft und Recht.
volckens@blacklake-partner.de



- Vorteile**
1. Risikodiversifikationseffekte im Portfolio erkennbar: Wertbeitrag der Diversifikation
 2. Wahrscheinlichkeit, Zielrendite zu erreichen, ist ableitbar („Equity Rating“)
 3. Transparenz über „Risikotreiber“ im Portfolio
 4. Optimales Rendite-Risiko-Profil durch konkrete „Umschichtungsvorschläge“ und Beurteilung (potenzieller) Transaktionen im Portfoliokontext

Abb. 1: Rendite-Risiko-Profil

und zu aggregieren sind.⁹ Die Auswirkungen der unsicheren Inflation auf die Höhe von (inflationsextrahierten) Mieten, die Abhängigkeit von Schlüsselmietern, Schwankungen der Leerstandsquote, Unsicherheiten bezüglich zukünftiger Instandhaltungskosten oder die Auswirkungen der unsicheren Entwicklungen von Energiekosten (selbst wiederum abhängig z. B. von der Dämmung) sind zu betrachten. Auch der demographische Wandel über die Zeit, die geopolitischen Risiken einer komplexer werdenden Weltordnung oder andere exogene Schocks wie eine Pandemie können bzw. müssen Berücksichtigung in der Beurteilung finden.

Eine fundierte strukturierte Risikoanalyse führt zu einer Beschreibung der wesentlichen Risiken durch geeignete Bandbreiten (Wahrscheinlichkeitsverteilung) und deren Zusammenfassung – Aggregation – mit Bezug auf die Planung: es wird eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien analysiert, um eine realistische Bandbreite der zukünftigen Entwicklung von Cashflows anzugeben. Aus dieser ergibt sich wiederum eine Bandbreite der Gesamt- und Eigenkapitalrendite (unter Berücksichtigung des Leverage-Effekts). Statt einer willkürlichen prognostizierten Eigenkapitalrendite erhält man eine nachvollziehbare, ausgehend von Annahmen über die aus den Risiken abgeleitete Bandbreite der Rendite – Scheingenauigkeiten werden vermieden. Eine derar-

tige Analyse und Quantifizierung sowie Aggregation der Risiken ist die Grundlage für die Berechnung von Kennzahlen, die man als adäquate Entscheidungsgrundlage ansehen kann.

„Investment-Ampel“: Kennzahlen für eine adäquate Beurteilung einer Investition

Wie ausgeführt, ist eine geplante Eigenkapitalrendite allein praktisch ohne Aussagefähigkeit. Unter Berücksichtigung bestehender Chancen und Gefahren (Risiken), die sich im Schnitt durchaus nicht komplett kompensieren, ist mittels Risikoanalyse und Risikoaggregation zunächst eine erwartete

Eigenkapitalrendite anzugeben. Diese gibt an welche Eigenkapitalrendite im Mittel in Anbetracht der risikobedingt möglichen Zukunftsszenarien zu erwarten ist. Sie erlaubt damit die Berücksichtigung der bei unternehmerischen Entscheidungen unvermeidlichen Risiken und einen Vergleich von Renditen zwischen verschiedenen Investitionsalternativen.

Für sich allein ist aber auch die erwartete Eigenkapitalrendite als Entscheidungsgrundlage nicht ausreichend. Wie in Abb. 2 gezeigt bietet es sich an, weitere Kennzahlen zu berücksichtigen, die helfen, das Ertrags-Risiko-Profil der Handlungsoptionen einzuschätzen.¹⁰

Erwartete Gesamtkapitalrendite	3,7%	
Erwartete Eigenkapitalrendite <i>(nach pers. Steuern auf Gewinne)</i>	5,6%	
Fremdkapital-Rating	BB+	
Equity-Rating <i>(Wahrscheinlichkeit EK-Rendite über 2,5%)</i>	93,5%	
Ertragsrisiko: Variationskoeffizient Gesamtrückfluss der EK-Geber <i>(nach pers. Steuern auf Gewinne)</i>	12,7%	
Kapitalkostensatz (Eigenkapital)	4,3%	
Kapitalwertrate (W/P) <i>(nach pers. Steuern auf Gewinne)</i>	1,17	

Abb. 2: Investment-Ampel (eigene Darstellung)¹¹; vgl. auch Gleißner / Oertel, 2020

Als eine von der Finanzierung unabhängige Rendite-Kennzahl empfiehlt es sich, neben der erwarteten Eigenkapitalrendite die erwartete **Gesamtkapitalrendite** anzugeben. Diese erlaubt eine von der Finanzierungsstruktur unabhängige Beurteilung von Investitionsmöglichkeiten. Aber allein aus der Tatsache, dass z. B. die erwartete Gesamtkapitalrendite von Investment A (8%) höher ist als diejenige von Investment B (4%) kann man nicht schließen, dass A tatsächlich attraktiver ist als B. Beide Investitionsmöglichkeiten können sich nämlich ganz erheblich durch die Risiken unterscheiden. Unterschiedliche Risiken ergeben sich in Abhängigkeit von Nutzungsart, Objekt, Mietverträgen, Bauzustand, Lage (und deren Entwicklungsmöglichkeiten) sowie gegebenenfalls auch unter Beachtung länderbezogener Risiken (bei Auslandsinvestments). Eine intuitive Beurteilung des aggregierten Gesamtrisikoumfangs über alle diese Risiken ist nicht möglich, was die psychologische Forschung nachdrücklich zeigt. Notwendig ist eine strukturierte Analyse und Aggregation von Risiken (siehe oben) und eine Abbildung der Erkenntnisse auf Kennzahlen, die dem Entscheider bei einer Beurteilung helfen (und sicherstellen, dass die gesetzlichen Anforderungen gemäß §93 AktG tatsächlich erfüllt sind).

In Abb. 2 sind beispielhaft vier weitere risikobezogene Kennzahlen aufgeführt, die helfen eine geplante Investition zu beurteilen. Bei einem fremdfinanzierten Investment (z. B. ein Immobilienfonds mit Fremdkapital) sollte zunächst ein Fremdkapital-Rating angegeben werden (Credit Rating oder Emissionsrating). Dies erlaubt eine Beurteilung des Investments aus Sicht eines Gläubigers. Das **Fremdkapital-Rating** drückt im einfachsten Fall die Wahrscheinlichkeit aus, dass die Objektgesellschaft insolvent wird.¹² Diese Kennzahl ist natürlich auch für den Eigentümer interessant: Zum einen bestimmt die Insolvenzwahrscheinlichkeit den Wert der Anteile an einem Fonds (was oft übersehen wird) und zum anderen ist es für konservative Investoren wenig akzeptabel, wenn überhaupt ein hohes Ausfallrisiko besteht (z. B. mehr als ca. 1% pro Jahr, was einem BB-Rating entspricht).

Eine weitere wesentliche Kennzahl ist insbesondere für institutionelle Investoren das sogenannte **Equity Rating**. Es gibt die Wahrscheinlichkeit an, dass durch das Investment eine vorgegebene (a) Zielrendite oder (b)

Mindestrendite erreicht wird. Wenn ein institutioneller Investor, z. B. eine Pensionskasse, z. B. darauf angewiesen ist, mindestens eine Rendite von 3% zu erreichen¹³, ist es eine wichtige Information, mit welcher Wahrscheinlichkeit dieses Ziel erreicht wird. So kann es bei der Beurteilung verschiedener Immobilien-Investitionsmöglichkeiten sinnvoll sein, eine etwas geringere (erwartete) Eigen- und Fremdkapitalrendite zu akzeptieren, wenn dies mit einer deutlichen Verbesserung des Equity Ratings einhergeht: für eine Verbesserung der Wahrscheinlichkeit der Erreichung der Mindestrendite (von z. B. 3%) von 70 auf 95% wird man vermutlich auch eine um 0,5% niedrigere erwartete Eigenkapitalrendite akzeptieren. Um hier jedoch im Sinne des Anlageprofils und der Risikopolitik des Investors zu entscheiden, benötigt man eben die entsprechende Kennzahl, also das Equity Rating.

Die fünfte in Abb. 2 genannte Kennzahl ist der **Variationskoeffizient des Ertrags** (oder Cashflows), eine Kennzahl für das **Ertrag-Risiko-Profil**.¹⁴ Sie ergibt sich auch unmittelbar aus der oben erläuterten Risikoanalyse und Risikoaggregation. Der Variationskoeffizient der Erträge¹⁵ drückt die typische prozentuale Unsicherheit aus; er ist also ein Maß für die Planungssicherheit. So besagt ein Variationskoeffizient $V = 20\%$, dass üblicherweise mit Abweichungen vom geplanten Ergebnis in einer Größenordnung von 20% zu rechnen ist (formal ist der Variationskoeffizient das Verhältnis der Standardabweichung zum Erwartungswert einer Rendite oder Cashflows). Sehr hilfreich ist der Umstand, dass man den Variationskoeffizient umrechnen kann in eine Anforderung an die erwartete Rendite (einen sogenannten Kapitalkostensatz)¹⁶.

Ein höheres Ertragsrisiko (höherer Variationskoeffizient) ist ökonomisch nur dann gerechtfertigt, wenn es mit einer höheren erwarteten Rendite einhergeht. Man kann unter üblichen Annahmen für das Rendite-Risiko-Profil von Alternativenanlagen, wie Staatsanleihen oder Aktien, folgende Daumenregel für den Zusammenhang angeben¹⁷:

$$\text{Risikoprämie} = 0,13 \cdot \text{Variationskoeffizient}^{18}$$

Mit Kenntnis dieser nötigen Risikoprämie und damit des Kapitalkostensatzes, verstanden als erwartete Mindestanforderung an die Rendite, ist es nun möglich, die in der Ta-

belle angegebenen Renditen zu beurteilen. Für ein Investment mit einem guten Ertrag-Risiko-Profil ist es erforderlich, dass die erwartete Eigenkapitalrendite größer ist als der Eigenkapitalkostensatz, der vom Ertragsrisiko abhängt (Variationskoeffizient).

Eine Verdichtung sämtlicher Informationen erfolgt im fundamentalen Ertragswert der Immobilie (W). Bei diesem werden die zukünftigen erwarteten Cashflows der Immobilie mit einem risikogerechten Diskontierungszinssatz – anstelle des Liegenschaftszinssatzes bei der Bestimmung von Verkehrswerten – diskontiert. Die Attraktivität beurteilt sich dann am sogenannten Preis-Wert-Verhältnis (P/W). Diese letzte Kennzahl der „Investment-Ampel“ drückt aus, welchen Preis P man in der Relation zum Wert bezahlen müsste (oder umgekehrt W/P). So sagt die Kennzahl $W/P = 1,3$, dass man für jeden Euro, den man investiert (zum Preis P) 1,3 an Wert erhält; was natürlich ein alternatives Investment zeigt.

Insgesamt schaffen die hier dargestellten Kennzahlen ein Datenfundament, das eine ökonomisch-rationale Entscheidung ermöglicht (unter Beachtung der Risiken) und zugleich den in der Rechtsprechung in jüngster Zeit verschärften Anforderungen an Entscheidungsvorlagen gerecht wird (und insbesondere im Hinblick auf die zu argumentierenden „angemessenen Informationen“, die normalerweise in Prospekten bisher nicht enthalten sind).

Fazit

Die alleinige Beurteilung der Attraktivität einer Immobilie basierend auf Verkehrswert und geplanter (Eigenkapital-)Rendite ist unzureichend. Notwendig ist grundsätzlich eine quantitative Risikoanalyse und Risikoaggregation. Diese ist die Grundlage für die Ableitung von Kennzahlen, die zur Beurteilung des Rendite-Risiko-Profiles erforderlich sind. Vergleichbare Zahlen für die erwartete Eigenkapitalrendite erfordern zunächst identische Annahmen. Die Mindestanforderung an die erwartete Rendite ist vom Risikoumfang abhängig (Variationskoeffizient der Cashflows oder Rendite). Zusatzanforderungen ergeben sich oft für institutionelle Investoren: diese benötigen eine Kennzahl zum Equity-Rating, die ausdrückt, mit welcher Wahrscheinlichkeit eine vorgegebene Ziel- oder Mindestrendite erreicht wird. ■

Literatur

Creutzmann, A. (2017): Besonderheiten beim Net Asset Value, in: BewertungsPraktiker vom 01.09.2017, Heft 03, Seite 74-79

Dorflleitner, G. / Gleißner, W. (2018): Valuing streams of risky cashflows with risk-value models, in: Journal of Risk, Vol. 20, No. 3 (February 2018), S. 1-27

Gleißner, W. (2009): Rating und Bewertung von Immobilienfonds und -portfolios, in: Everling, O./ Slowik, R. (Hrsg.): praxishandbuch rating von immobilienportfolios, Immobilien Manager Verlag, S. 431-449

Gleißner, W. (2011a): Risikoanalyse und Replikation für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung, in: WiSt, Heft 7/2011, S. 345-352

Gleißner, W. (2011b): Bewertungsfehler am Immobilienmarkt. Identifikation mittels risikobasierter Bewertung und Konsequenzen für das Portfoliomanagement, in: giF im Fokus, Heft 1/2011, S. 12-14

Gleißner, W. (2014): Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung: Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung und alternative Bewertungsmethoden, in: Corporate Finance, Heft 4/2014, S. 151-167

Gleißner, W. (2022): Grundlagen des Risikomanagements, 4. Aufl., Verlag Vahlen, München

Gleißner, W. (2017): Value Investing: Status quo und Perspektiven, in: Corporate Finance, 03-04/2017, S. 103-116

Gleißner, W. (2019a): Vermögensillusion: Preis-Wert-Verhältnis (P/W), Blasen und das unterschätzte Risiko von Kapitalanlagen im Niedrig-Zins-Umfeld, in: Corporate Finance, Heft. 7-8/2019, S. 223-233

Gleißner, W. (2019b): Insolvenzzisiko, Rating und Unternehmenswert, in: WiSt, Heft 6/2019, S. 692-698

Gleißner, W. (2019c): Business Judgement Rule – Das neue Paradigma eines entscheidungsorientierten Risikomanagements, in: GRC aktuell, Vol. 2, Heft 4/2019, S. 148-153

Gleißner, W. (2019d): Cost of capital and probability of default in value-based risk management, in: Management Research Review, Vol. 42, Heft 11/2019, S. 1243-1258

Gleißner, W. / Just, T. / Kamarás, E. (2017): Simulations-basierter Ertragswert als Ergänzung zum Verkehrswert, in: ZIO – Zeitschrift für Immobilienökonomie, Juni 2017, S. 1-28

Gleißner, W. / Oertel, K. (2020): Conceptual framework for real estate transactions – What risk metrics are needed as decision support system? Considerations for German market participants, auf: www.emerald.com, 24.3.2020

Gondring, H. (2013): Immobilienwirtschaft. Handbuch für Studium und Praxis, 3. Aufl., Vahlen Verlag München

Graumann, M. (2014): Die angemessene Informationsgrundlage bei Entscheidung, in: WiSt, Heft 3/2014, S. 317-320

Oertel, C. (2019): Quantitatives Risikomanagement in der Immobilienwirtschaft, Springer Gabler

Pape, C. (2017): Bewertung im Immobiliensektor, in: Petersen, K. / Zwirner, C. (Hrsg.): Handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. Bundesanzeiger Verlag, Köln 2017, S. 1435-1446

Pohnert, F. / Ehrenberg, B. / Haase, W.-D. / Joeris, D. (Hrsg.): Kreditwirtschaftliche Wertermittlungen, 8. Aufl., Immobilien Zeitung Verlagsgesellschaft, 2015

Risk Management Association e. V. (RMA): Managemententscheidungen unter Risiko. Haftung – Recht – Business Judgement Rule, ESV, Berlin 2019

einer Checkliste zu Anforderungen an eine Entscheidungsvorlage.

4 Zu einer ausführlichen Einordnung und wissenschaftlichen Grundlage siehe Gleißner/Oertel, 2020.

5 Siehe dazu Gleißner, 2011b und Gleißner/Just/Kamarás, 2017.

6 Vgl. Gondring, 2013; Creutzmann, 2017 und Pohnert/Ehrenberg/Haase/Joeris, 2015.

7 Entsprechend werden die unsicheren Erträge risikogerecht diskontiert, siehe zur Methodik Gleißner, 2011a, 2022 und Gleißner/Just/Kamarás, 2017 mit einem Bewertungsfallbeispiel.

8 Eine sogenannte risikogerechte Bewertung, siehe Gleißner, 2019b.

9 Siehe zu den Methoden der Identifikation, Quantifizierung und Aggregation von Risiken, Gleißner, 2022.

10 Siehe weiterführend Gleißner/Oertel, 2020.

11 Vgl. auch die Variante bei Gleißner/Oertel, 2020.

12 Bei Immobilienratings als spezifischem Projektrating sieht man häufiger auch Fremdkapitalratings basierend auf dem sogenannten Expected Loss, der die Wahrscheinlichkeit und den Verlust im Falle eines Ausfalls berücksichtigt, siehe zu diesem Projekt Gleißner, 2009.

13 Analog gilt dies für Stiftungen, die einen bestimmten Stiftungszweck verfolgen.

14 Vgl. zur ergänzenden Betrachtung der „Downside Risiken“ Gleißner, 2019a, und Gleißner/Oertel, 2020.

15 Analog der Variationskoeffizient der Rendite.

16 Siehe dazu Gleißner, 2011a und 2014.

17 Für eine genaue Herleitung Gleißner, 2011a und Dorflleitner/Gleißner, 2018 für die theoretischen Grundlagen.

18 Die Größe $0,13$ ist $\lambda \cdot d$ mit λ dem Risikodiversifikationsfaktor (im Allgemeinen $d = 0,5$ für einen diversifizierten Investor und $d = 1$ für einen nicht diversifizierten Investor) und λ dem Sharpe Ratio, also dem Verhältnis der Marktrisikoprämie zur Standardabweichung der Risiken des Marktportfolios, siehe Gleißner, 2011a.

Fußnoten

1 Sieht man von Käufen und Verkäufen von Privatpersonen ab.

2 Siehe Graumann, 2014, und Risk Management Association e.V., 2019.

3 Siehe zur Anwendung bei M&A Gleißner, 2019c mit

ICV Controlling Excellence Award 2023

Gipfelstürmer gesucht!

Nehmen Sie uns mit auf Ihren Erfolgsweg im Controlling.

Sie haben als ControllerIn oder Controlling-Team ein spannendes Projekt realisiert und damit in Ihrem Unternehmen einen Meilenstein gesetzt? Ein klarer Fall für den ICV Controlling Excellence Award 2023. Dotiert mit 3.000 Euro.

www.icv-controlling.com/cea

Einsendeschluss 31. Januar 2023

Preisverleihung 47. Congress der Controller am 15./16. Mai 2023 in München



International
Association
of Controllers



Hauptsponsor:



Sponsoren:



Medienpartner:

