



GEORG  
CONSULTING

Immobilienwirtschaft | Regionalökonomie

## IST DAS GRUNDSTÜCK PREISWERT?

Überlegungen zum Begriff des Wertes und  
Illustration an einem fiktiven Beispiel



Januar 2019

EIGENSTUDIE VON

**Georg Consulting**  
**Immobilienwirtschaft | Regionalökonomie**

Bei den Mühren 70  
20457 Hamburg  
Tel. 040 300 68 37 0  
Fax 040 300 68 37 20  
[www.georg-ic.de](http://www.georg-ic.de)

ANSPRECHPARTNER:

Achim Georg

VERFASSER:

Dr. Stefan Osieja

## INHALTSVERZEICHNIS

1	PREIS UND WERT – ZWEI VERSCHIEDENE GRÖßEN .....	3
2	DER WERT – EINE ABSTRAKTE GRÖßE.....	4
3	DER ZEITWERT – EINE ABSTRAKTE GRÖßE .....	5
4	KONKRETISIERTER ZEITWERT.....	6
4.1	MARKTWERT.....	6
4.2	ERTRAGSWERT .....	6
4.3	BUCHWERT .....	13
5	WELCHER KONKRETISIERTE ZEITWERT IST MAßGEBLICH? .....	14
5.1	RANGFOLGE VON MARKT- UND ERTRAGSWERT IN DER RECHNUNGSLEGUNG.....	14
5.2	RANGFOLGE VON MARKT- UND ERTRAGSWERT <i>DE LEGE FERENDA</i> .....	15
5.2.1	Rangfolge von Marktwert und Ertragswert als Idealgröße: am wenigsten subjektiver Marktwert versus tatsächlichen Ertragswert.....	15
5.2.2	Rangfolge von Marktwert und Ertragswert als Realgröße: am wenigsten subjektiver Marktwert versus hypothetischen Ertragswert..	17
5.2.3	Rangfolge von Marktwert und Ertragswert als Realgröße: subjektiver Marktwert versus hypothetischen Ertragswert.....	18
5.3	BUCHWERT – KEIN KONKURRIERENDER ZEITWERT .....	19
6	ERGEBNIS.....	20

## 1 PREIS UND WERT – ZWEI VERSCHIEDENE GRÖßEN

Fast täglich hören wir, dass ein bestimmter Vermögensgegenstand (etwa ein Handy, Kühlschrank oder Auto) preiswert sei. Dabei wird der Vermögensgegenstand vor allem dann als preiswert angesehen, wenn der aktuelle Preis niedriger ist als der Preis in der Vergangenheit. Ein solches Verständnis lässt sich zwar durchaus mit der heutigen Semantik des Wortes (preiswert = günstig, billig) vereinen, nicht aber mit dessen etymologischer Bedeutung. Danach ist nämlich der Vermögensgegenstand dann preiswert, wenn er den Preis wert ist, d.h. wenn Preis und Wert einander entsprechen. Hieraus ergibt sich wiederum, dass Preis und Wert zwei verschiedene Größen sind – mögen die Begriffe in der Alltagssprache auch synonymisch verwendet werden. Während der Preis den geldmäßigen Betrag darstellt, für den der Vermögensgegenstand veräußert bzw. erworben worden ist (vollzogene Transaktion) oder veräußert bzw. erworben werden kann, weil ein bindendes Kauf- bzw. bindendes Verkaufsangebot vorliegt (sich anbahnende Transaktion), gibt der Wert den hypothetischen Preis an, d.h. den Preis, der am Bewertungsstichtag für den Vermögensgegenstand (theoretisch) gezahlt werden würde.<sup>1</sup>

**Beispiel:** In der sog. Stadt der Städte, d.h. dem Ruhrgebiet, wird ein Grundstück zum Verkauf angeboten. Das Verkaufsangebot ist bindend, und das Grundstück wird für 300.000 Euro angeboten. Der potentielle Käufer ist darüber ganz erregt und ruft vor Abgabe der Annahmeerklärung seinen Freund in Hamburg an: „Ich kann ein Grundstück für 300.000 Euro kaufen, das ich für 400.000 Euro verkaufen kann.“ Der Preis des Grundstückes ist demzufolge 300.000 Euro, während die 400.000 € den Preis darstellen, der (theoretisch) gezahlt werden würde, also den Wert.

---

<sup>1</sup> Die Definition gibt zu erkennen, dass der Wert eine gegenwartsbezogene Größe ist. Der Anschaffungswert ist zwar auch eine Konkretisierung des Wertes, aber eine vergangenheitsbezogene Größe, da er den Preis abbildet, der für den Vermögensgegenstand gezahlt wurde (und nicht würde). Folglich passt die o.a. Definition von Wert nicht auf den Anschaffungswert, sodass eine andere (weitere) Definition vorzunehmen wäre. Allerdings ist fraglich, ob der Begriff des Anschaffungswertes überhaupt Sinn macht. In der Rechnungslegung (HGB, IAS/IFRS und GAAP) jedenfalls wird – richtigerweise – (nur) von Anschaffungskosten bzw. *historical cost* gesprochen. Die Aktivierung dieser Kosten in der Bilanz stellt dann nicht den Anschaffungs-, sondern den Buchwert dar. Dabei ist der Buchwert der Preis, der für den Vermögensgegenstand laut Buch (d.h. Bilanz) gezahlt würde. (Ein so verstandener Buchwert steht vor allem in Einklang mit der Konzeption der Bilanz als Ausweis des Schuldendeckungspotenzials. Der Buchwert lässt sich aber auch anders interpretieren, und zwar als „schwebende Vorleistung“ (Schmalenbach), oder anders gesagt als Ausgabe vor Aufwand. Die beiden Konzeptionen schließen freilich nicht einander aus.)

## 2 DER WERT – EINE ABSTRAKTE GRÖßE

Der Wert stellt eine subjektive Größe dar, d.h. den Preis, der am Bewertungsstichtag von einer durch besondere Interessen bewegten Person, also ausnahmsweise gezahlt würde (subjektiver Wert), oder aber eine objektive Größe, d.h. den Preis, der am Bewertungsstichtag von einem „verständigen“ Dritten, also regelmäßig gezahlt würde (objektiver Wert).<sup>2</sup>

Sprachlich wird der Wert als subjektive Größe bzw. der Wert als objektive Größe durch entsprechende (allerdings nicht immer aufschlussreiche) Begriffe bezeichnet. So ist von Affektions- oder Liebhaberwert (subjektiver Wert) bzw. von Zeit- oder Verkehrswert<sup>3</sup> (objektiver Wert) die Rede.<sup>4</sup>

**Beispiel:** Das Grundstück wird für 300.000 Euro angeboten, das der potentielle Käufer anschließend „für 400.000 Euro verkaufen kann“. Mangels Hinweises darauf, dass die 400.000 Euro nur aufgrund einer besonderen Situation gezahlt würden (weil der Käufer besonders interessiert ist), ist davon auszugehen, dass mit den 400.000 Euro der Preis gemeint ist, der grundsätzlich, d.h. von einem verständigen Dritten gezahlt würde. Der potentielle Käufer spricht also vom objektiven Wert, sodass der Zeitwert zu ermitteln ist.

<sup>2</sup> Wenn der Wert der hypothetische Preis ist, dann ist klar, dass der Wert keine Eigenschaft des Vermögensgegenstandes ist. Er ist vielmehr das Ergebnis einer Bewertung, die durch ein Subjekt vorgenommen wird. Folglich ist der Wert immer eine subjektive Größe. Eine subjektive Wertbestimmung des Vermögensgegenstandes führt zu einem beliebigen Wert. Gerade in Hinblick auf Steuer- und Handelsbilanz sind aber ein solch beliebiger Wert und der dadurch bedingte beliebige Vermögensausweis unerwünscht. Daher zwingt der Gesetzgeber durch entsprechende Vorschriften den Bilanzierenden dazu, von dessen persönlicher Wertbestimmung Abstand zu nehmen und bei der Wertbestimmung bestimmte normierte Verfahren anzuwenden. Eine so vorgenommene Wertbestimmung des Vermögensgegenstandes führt zu einem „ermessensfreien“ Wert und somit zu einem „ermessensfreien“ Vermögensausweis. Der unter Anwendung der normierten Verfahren ermittelte Wert ist allerdings auch ein subjektiver Wert (nämlich der des Gesetzgebers) und kein objektiver Wert. Objektivität gibt es (genau genommen) auch gar nicht. Darauf hat schon seinerzeit Blaise Pascal mit seiner Feststellung hingewiesen, dass Objektivität eine Betrachtung der Dinge aus der Perspektive Null voraussetze, es aber eine solche Perspektive nicht gebe. Folglich gibt es auch keinen objektiven Wert. Gleichwohl findet sich der Begriff der Objektivität in vielen Lebensbereichen, so auch im Recht. Dabei wird unter Objektivität die Subjektivität eines „vernünftigen“ oder „verständigen“ Dritten oder „gerecht Denkender“ verstanden. Demzufolge bedeutet objektiver Wert der Wert, den ein „verständiger“ Dritter dem Vermögensgegenstand beimisst. Dabei ist „verständlich“ derjenige, der für die Wertbestimmung auf die vom Gesetzgeber vorgegebenen normierten Verfahren abstellt, die ihrerseits von Wissenschaft und Forschung in einem langen (und noch nicht abgeschlossenen Prozess) erarbeitet worden sind.

<sup>3</sup> Der Begriff des Verkehrswertes wird allerdings nicht einheitlich und nicht immer als Synonym für den Zeitwert gebraucht. So wird er in § 194 BauGB mit dem Begriff des Marktwertes gleichgesetzt. In älterer einschlägiger Literatur zur internationalen Rechnungslegung ist er wiederum die Übersetzung für *fair value* (vgl. Ulmer [Hrsg.], *HGB-Bilanzrecht*, 2002, S. 1059), der heute einheitlich mit dem Begriff des beizulegenden Zeitwertes übersetzt wird (siehe unten). Angesichts des unterschiedlichen Gebrauchs des Begriffs des Verkehrswertes wird im Folgenden lediglich vom Zeitwert gesprochen.

<sup>4</sup> Folgendes Beispiel möge den Unterschied zwischen subjektivem und objektivem Wert verdeutlichen: „Tiger“, der Yorkshire Terrier von Ivana Trump, hat einen Zeitwert von 6000 \$ (1000 \$ ist der Marktwert für einen Yorkshire Terrier und 5000 \$ bezahlt hypothetisch der Markt dafür, dass es Trumps Hund ist). Ivana Trump schätzt „Tiger“ als Gesellschafter und hängt sehr an ihm, sodass sie für ihn, müsste und könnte sie ihn neu beschaffen, 50.000 bis 100.000 \$ bezahlen würde. Der Affektionswert von „Tiger“ ist also 50.000 – 100.000 \$ und somit wesentlich höher als dessen Zeitwert.

### 3 DER ZEITWERT – EINE ABSTRAKTE GRÖßE

Der Zeitwert ist allerdings keine endgültige Konkretisierung des Wertes, da er selbst auch (nur) eine abstrakte Größe ist. Das bedeutet, dass er seinerseits konkretisiert werden muss. Dabei erfolgt die Konkretisierung etwa durch den Markt-, Ertrags-, Buch- und Liquidationswert.<sup>5</sup> Sprachlich gesehen, ist der Begriff des Zeitwertes Hyperonym (= Oberbegriff), wohingegen die genannten Werte (Markt-, Ertrags-, Buch- und Liquidationswert) Hyponyme (=Unterbegriffe) sind.

Markt-, Ertrags- und Buchwert unterscheiden sich freilich vom Liquidationswert dadurch, dass erstere den Preis abbilden, der in einem rechtlich nicht erzwungenen (sog. geordneten) Geschäftsvorfall bezahlt würde, und letzterer den, der in einem rechtlich erzwungenen Geschäftsvorfall (wie etwa in einer Zwangsliquidation) gezahlt würde.

**Beispiel:** Der Eigentümer bietet das Grundstück aus freien Stücken zum Kauf an, sodass Markt-, Ertrags- und Buchwert die maßgeblichen Werte für das zu bewertende Grundstück sind.



<sup>5</sup> Der beizulegende (Zeit-)Wert ist ebenfalls eine Konkretisierung des Zeitwertes (wobei mit beizulegendem (Zeit-)Wert der beizulegende Wert und der beizulegende Zeitwert, die zwei in der HGB-Rechnungslegung vorkommende, aber zu trennende Größen sind, sowie der beizulegende Zeitwert der IAS/IFRS (engl.: fair value) gemeint sind.) Er ist jedoch ausschließlich ein konkreter Wert und nicht auch gleichzeitig ein Bewertungsverfahren, d.h. kein Mittel zur Bestimmung des Wertes. Folglich wird der beizulegende (Zeit-)Wert aus anderen Werten hergeleitet, die ihrerseits auch gleichzeitig ein Bewertungsverfahren darstellen (müssen). Diese anderen Werte sind der Markt- und Ertragswert, im Ausnahmefall auch der Buchwert. Also stellt der beizulegende (Zeit-)Wert keinen anderen Wert dar als Markt-, Ertrags- oder Buchwert und bleibt daher hier außer Betracht.

## 4 KONKRETISierter ZEITWERT

### 4.1 MARKTWERT

Wie Ertrags- und Buchwert, stellt der Marktwert nicht nur einen konkreten Wert dar, sondern auch ein Verfahren zur Bestimmung dieses konkreten Wertes. Der Marktwert eines Vermögensgegenstandes wird dadurch bestimmt, dass auf den Preis Bezug genommen wird, für den ein identischer, gleicher<sup>6</sup> oder (nur) vergleichbarer Vermögensgegenstand veräußert bzw. erworben worden ist (vollzogene Transaktion) oder veräußert bzw. erworben werden kann, weil ein bindendes Kauf- bzw. bindendes Verkaufsangebot vorliegt (sich anbahnende Transaktion).<sup>7</sup> Bei den vergleichbaren Vermögensgegenständen sollte grundsätzlich auf diejenigen abgestellt werden, die dem zu bewertenden Vermögensgegenstand am meisten gleichen. Am wenigsten subjektiv<sup>8</sup> und (daher) am zuverlässigsten ist der Marktwert, wenn er sich aus dem Preis für einen identischen Vermögensgegenstand in einem aktiven Markt ableitet.

**Erweiterung des o.a. Beispiels:** Das Grundstück sei Bauland und umfasse 1000 qm. Vor drei Jahren wurden zwei in der Nähe des Grundstückes liegende andere Grundstücke veräußert. Diese sind ebenfalls Bauland, auch ähnlich gelegen und 1500 qm groß. Jedes ist für 600.000 Euro verkauft worden. Der Marktwert des angebotenen Grundstücks ist 400.000 Euro ( $600.000 : 1500 = 400$  und  $400 \times 1000 = 400.000$ ).

### 4.2 ERTRAGSWERT

Der Ertragswert wird dadurch bestimmt, dass auf die vom Vermögensgegenstand in Zukunft generierten Überschüsse, Einnahmenüberschüsse oder Ertragsüberschüsse, abgestellt wird.<sup>9</sup> Dabei werden diese diskontiert und (zu einer Summe) aufaddiert.<sup>10</sup>

<sup>6</sup> Die internationale Rechnungslegung unterscheidet zwischen identischen und gleichen (oder: ähnlichen) Vermögensgegenständen (vgl. etwa IFRS 13.79). Identisch sind beispielsweise die (selbe Klasse von) Stammaktien eines Unternehmens.

<sup>7</sup> Im Folgenden wird aus Vereinfachungsgründen nur noch von veräußerten bzw. erworbenen Vermögensgegenständen gesprochen, d.h. von vollzogenen Transaktionen. Die Ausführungen gelten aber entsprechend für sich anbahnende Transaktionen.

<sup>8</sup> Subjektivität ist genau genommen nicht skalierbar. Gleichwohl sprechen die IAS/IFRS von „relativer Subjektivität“ (IFRS 13.74) und somit von verschiedenen Stufen von Subjektivität. Dabei variiert der Grad der Subjektivität in Abhängigkeit vom Vergleichsobjekt (identisch, gleich oder nur vergleichbar) und der Zahl der beobachteten Transaktionen.

<sup>9</sup> Der Begriff des Ertragswertes wird häufig als Hyperonym (Oberbegriff), mithin im weiteren Sinne verwendet und meint dann den Wert, der auf Grundlage der Einnahmenüberschüsse (= Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben) oder aber der Ertragsüberschüsse (= Überschüsse der Erträge über die Aufwendungen) errechnet wird. Der Ertragswert im weiteren Sinne wird auch intrinsischer Wert genannt. Der Ertragswert im engeren Sinn ist Hyponym (Unterbegriff) und meint nur den Wert, der auf Grundlage der Ertragsüberschüsse ermittelt wird. Der Ertragswert im weiteren und engeren Sinne wird bisweilen auch als Zukunftsertragswert bezeichnet.

<sup>10</sup> Zu einer konzisen und instruktiven Darstellung des Ertragswertverfahrens, s. etwa *Dielmann/König*, Die Aktiengesellschaft, 1984, S. 57 ff. (S. 58-61).



**Erweiterung des o.a. Beispiels:** Der potentielle Käufer beabsichtigt, das Grundstück mit einem Haus zu bebauen. Die Bauzeit beziffert er mit einem Jahr und die Kosten mit 420.000 Euro, die erst am Ende der Bauzeit fällig werden. Nach Fertigstellung des Hauses will der potentielle Käufer es (mit dem Rest der Grundfläche als Garten) vermieten. Er schätzt, dass er es für 2000 Euro pro Monat vermieten kann, die Mieterhöhung pro Jahr 1 Prozent beträgt\* und nach dem ersten Jahr der Vermietung jährliche Aufwendungen für Instandhaltungsmaßnahmen anfallen, die mit 3 Prozent der Miete anzusetzen sind. Die Miete wird am Ende eines Jahres als Jahresmiete für das abgelaufene Jahr bezahlt. Der Netto-Ertragswert\*\* der Immobilie (Grundstück und Haus) beträgt:

$$\begin{aligned}
 & -300.000 - \frac{420.000}{1,025} + \sum \frac{24.000}{1,025^2} + \frac{(24.000 \times 1,01) - (0,03)(24.000 \times 1,01)}{1,025^3} \\
 & \quad + \frac{(24.000 \times 1,01^2) - (0,03)(24.000 \times 1,01^2)}{1,025^4} + \dots \\
 & \quad + \frac{(24.000 \times 1,01^{n-2}) - (0,03)(24.000 \times 1,01^{n-2})}{1,025^n}
 \end{aligned}$$

$n = \infty$

Erklärung:

- 1) Alle zukünftigen Investitionen und Ertragsüberschüsse sind zu diskontieren. Es gibt verschiedene, zum Teil komplexe Ansätze zur Bestimmung des „richtigen“ Abzinsungsfaktors. Dabei besticht ein Weg durch seine Schlichtheit und große Praktikabilität: es wird der nominale Zinssatz einer Staatsanleihe des Staates genommen, in dem investiert wird.<sup>11</sup> Der nominale Zinssatz (Kupon) der im August 2018 emittierten und im August 2048 fälligen Bundesanleihe<sup>12</sup> beträgt 1,25 Prozent.

Der nominale Zinssatz der Staatsanleihe ist durch Abschläge zu korrigieren, wenn der zu bewertende Vermögensgegenstand nicht oder nicht in so starkem Maße der Geldentwertung unterliegt wie (das dem Staat „geliehene“) Geld.<sup>13</sup> Zunächst einmal ist darauf hinzuweisen, dass der nominale Zinssatz den

\*Entgegen einer weit verbreiteten Meinung sind auch nach deutschem Recht Mieterhöhungen zulässig. Dabei muss allerdings, abgesehen von der Mieterhöhung bis zur örtlichen Vergleichsmiete (§ 558 BGB) oder nach Modernisierung (§ 559 BGB), schon bei Vertragsschluss die Mieterhöhung festgelegt werden, und zwar als Index- oder Staffelmiete gemäß § 557b BGB bzw. § 557a BGB. Im Beispielsfall liegt ein Mietvertrag mit Staffelmiete vor. Im Rahmen eines Staffelmietvertrages ist auch eine jährliche Mieterhöhung möglich (§ 557a II BGB).

\*\* Der Netto-Ertragswert ist der Ertragswert (des Vermögensgegenstandes) minus anfänglicher Investition(en) (für den Erwerb des Vermögensgegenstandes).

<sup>11</sup> Ein so bestimmter Diskontierungssatz wird auch schon seit langem von der Rechtsprechung bejaht, vgl. OLG Düsseldorf, Die Aktiengesellschaft, 1992, S. 200 -205, S. 203 mwN.).

<sup>12</sup> Da von einer unendlich langen Vermietung von Haus und Grundstück ausgegangen wird, sollte auch der Zinssatz einer ewig laufenden Staatsanleihe herangezogen werden. Im Gegensatz zum Vereinigten Königreich, das Staatsanleihen mit ewiger Laufzeit (sog. *consols*) emittiert hat, kennt jedoch die BRD keine ewig laufenden Anleihen, so dass hier auf den Zinssatz einer 30jährigen Anleihe rekurriert worden ist.

<sup>13</sup> Vgl. Dielmann/König, „Der Anspruch ausscheidender Minderheitsaktionäre auf angemessene Abfindung“, in: *Die Aktiengesellschaft* 1984, S. 57-66, S. 60-61; OLG Düsseldorf, *Die Aktiengesellschaft* 1992, S. 200-205, S. 203-204.



realen Zinssatz, d.h. die Gegenleistung für die Gewährung des Darlehens, und den „Kompensationszinssatz“, d.h. den Ausgleich für die „Geldentwertung“ (= Inflation), umfasst. Dabei ist die „Geldentwertung“ (=Inflation) dadurch gekennzeichnet, dass die Kaufkraft des Anleihebetrages im Laufe der Zeit abnimmt (so lassen sich etwa in ein paar Jahren mit 1000 Euro keine 1000 i-tunes mehr kaufen), ein Ausgleich deshalb vonnöten, weil der Darlehensgeber diesen Kaufkraftverlust kompensiert sehen möchte, und ein Ausgleich lediglich in Form eines „Zuschlages“ zum Anleihebetrag möglich (so können etwa in ein paar Jahren die 1000 i-tunes nur gekauft werden, wenn mehr als 1000 Euro zur Verfügung stehen). Dann ist zu anmerken, dass – anders als Geld (oder Forderungen) – Sachanlagen der Geldentwertung durch ihre Fähigkeit entgehen können, nominal im Wert zu steigen.<sup>14</sup> (Dabei stellt eine nominale Wertsteigerung, sofern es eine solche gibt und sie ausreichend hoch ist, zunächst einmal einen Ausgleich für die „Geldentwertung“ dar. Erst die über den Ausgleich für die Inflation hinausgehende nominale Wertsteigerung ist reale Wertsteigerung.) Schließlich ist festzustellen, dass nicht sämtliche Sachanlagen, sondern nur die nicht abnutzbaren und die sich nur langsam abnutzenden Sachanlagen wie Grundstücke und Gebäude der Geldentwertung entgehen oder teilweisen entgehen können. Das bedeutet, dass abnutzbare Sachanlagen sehr wohl der Geldentwertung unterliegen, was wiederum daran liegt, dass sie in bestimmten Zeitabständen ersetzt und aufgrund der Geldentwertung dann zu höheren Preisen wiederbeschafft werden müssen.<sup>15</sup> Nun handelt es sich bei dem zu bewertenden Vermögensgegenstand nicht um eine verschleißbare Sachanlage, sondern um ein Grundstück. Folglich unterliegt der zu bewertende Vermögensgegenstand nicht der Entwertung. Also ist der nominale Zinssatz der Staatsanleihe um den Ausgleich für die Inflation, d.h. den „Kompensationszinssatz“, zu kürzen. Allerdings wird das Ertragswertverfahren auf das bebaute

---

<sup>14</sup> Während etwa 1 Million € in einigen Jahren weiterhin 1 Million € ist und nominal nicht im Wert steigen kann, kann eine Sachanlage in dieser Höhe (= 1 Million €) bis dahin auf etwa 1,2 Millionen € und somit nominal im Wert steigen (wobei die nominale Wertsteigerung deshalb möglich ist, weil Vermögensgegenstände in Geld bewertet werden). Das bedeutet, dass etwa bei einer (Gesamt-) Inflationsrate von 20 Prozent die 1.000.000 € entwertet sein werden (es lassen sich infolge des Preisanstiegs von 1 € auf 1,2 € nicht mehr 1.000.000, sondern nur noch rund 833.000 i-tunes kaufen), aber die Sachanlage der Geldentwertung entgangen sein wird (beim Verkauf der Sachanlage lassen sich mit den 1,2 Millionen € genauso viele i-tunes kaufen wie zum gegenwärtigen Zeitpunkt, wo der Preis derselben bei 1 Million € liegt).

<sup>15</sup> Folgendes Beispiel diene der Veranschaulichung des Gesagten: ein Investor hat die Möglichkeit, den Betrag von 1 Million € in eine Staatsanleihe mit einem Realzins von 1 Prozent und einem „Kompensationszins“ (= Ausgleich für die Inflation) zu investieren oder in eine Maschine, die (in Form von mit ihr erwirtschafteten Gewinnen) eine Rendite (= Realverzinsung) von 1 Prozent bringt. Die Laufzeit der Staatsanleihe beträgt 5 Jahren, und die Maschine ist nach 5 Jahren völlig verschlissen. Die (kumulierte) Inflationsrate für die 5 Jahre beträgt 20 Prozent. Würde sich die Maschine nicht abnutzen, so könnte der Investor sie nach 5 Jahren für 1,2 Millionen verkaufen, wobei der Unterschiedsbetrag von 200.000 € dem „Kompensationszins“ der Staatsanleihe entsprechen würde. Nun ist aber die Maschine verschlissen. Folglich kann der Investor sie nicht verkaufen. Das bedeutet, dass der Investor bei einer Investition in die Maschine keinen Ausgleich für die Inflation erhält (die 1 Million für den Verschleiß der Maschine ist im Laufe der 5 Jahre abgeschrieben und somit bei der Berechnung der Rendite mit berücksichtigt worden). Folglich muss die Rendite, die mit der Maschine erzielt wird, höher sein und so hoch sein, wie (der Staatsanleihe) Realzins und Kompensationszins zusammen. Das bedeutet schließlich, dass bei abnutzbaren Sachanlagen der nominale Zinssatz der Staatsanleihe als Diskontierungsfaktor angesetzt und von einem Abschlag abgesehen werden muss.

Grundstück angewandt, sodass zwei Sachanlagen vorliegen und bewertet werden (wenn auch in einem Verfahren), nämlich das Grundstück und das (darauf gebaute) Haus. Gebäude/Häuser verschleßen zwar auch, aber nicht so schnell und in dem Umfang wie Maschinen. Folglich unterliegen sie nicht in dem Maße der Geldentwertung wie Maschinen. Andererseits entgehen sie aber auch anders als Grundstücke nicht vollständig der Geldentwertung, sodass zwar ein Abschlag beim Nominalzins der Bundesanleihe vorzunehmen ist, aber nicht in Höhe des „Kompensationszinssatzes“. Aus dem Gesagten ergibt sich schließlich, dass der nominale Zinssatz der Bundesanleihe einerseits (wegen des Grundstückes) um den „Kompensationszinssatz“ gekürzt werden muss, andererseits (wegen des Hauses) nicht um den ganzen „Kompensationszinssatz“ gekürzt werden darf.

Die aktuelle Inflation (Stand August 2018) beträgt 2 Prozent.<sup>16</sup> Es wird beim nominalen Zinssatz der Bundesanleihe ein Abschlag in Höhe von 1,5 Prozent vorgenommen (2 Prozent für das sich nicht verschleißende Grundstück und 1 Prozent für das sich nur langsam verschleißende Haus = 1,5 Prozent, arithmetischer Durchschnitt bei gleicher Gewichtung), sodass der Diskontierungsfaktor – 0,25 Prozent (1,25 Prozent – 1,5 Prozent = – 0,25 Prozent) beträgt.<sup>17</sup>

Durch Zuschläge beim Nominalzins soll das Risiko der Investition gegenüber einer (fast) risikolosen Investition in eine Bundesanleihe abgebildet werden. Dabei besteht das Risiko im Auftreten außergewöhnlicher negativer Ereignisse für das Investitionsobjekt, die letztendlich den Gewinn und somit die Rendite schmälern, und der Abschlag in einem pauschalierten Abschlag.<sup>18</sup> Die Höhe

---

<sup>16</sup> Da auf den nominalen Zinssatz der im August 2018 emittierten Anleihe abgestellt worden ist, muss auch die Inflationsrate von August 2018 genommen werden. Es wird aber auch die Auffassung vertreten, nicht auf den zum Bewertungszeitpunkt anzutreffenden Nominalzins abzustellen, sondern auf den durchschnittlichen Nominalzins während der Laufzeit (hier: 30 Jahre). Konsequenterweise muss dann auch die durchschnittliche Inflationsrate während der Laufzeit betrachtet werden (so auch Dielmann/König, S. 61). Ein Abstellen auf den durchschnittlichen nominalen Zinssatz und die durchschnittliche Inflationsrate würden einen weiteren nicht beobachtbaren Inputfaktor in die Ertragswertrechnung einfließen lassen, sodass darauf bei der Errechnung des Ertragswertes nicht abgestellt werden sollte.

<sup>17</sup> Der Realzins der Bundesanleihe hingegen beträgt – 0,75 Prozent (nominaler Zins – Inflationsrate = 1,25 Prozent – 2 Prozent = – 0,75 Prozent). Genau genommen beträgt er – 0,77 Prozent, da sich die Inflationsrate von 2 Prozent auch auf den realen Zinssatz niederschlägt ( $2\% + x\% - 0,02 \times x\% = 1,25\%$ ). Der Realzins von – 0,77 Prozent bedeutet, dass der Darlehensgeber – 0,77 Prozent Zinsen (auf den Darlehensbetrag pro Jahr) für das „Leihen“ seines Geldes vom Darlehensnehmer bekommt, oder vielleicht besser gesagt dass der Darlehensgeber 0,77 Prozent Zinsen (auf den Darlehensbetrag pro Jahr) dafür bezahlt, dass er dem Darlehensgeber sein Geld „leihen“ darf.

<sup>18</sup> Außergewöhnliche negative Ereignisse führen in der Rechnungslegung zu außergewöhnlichen Abschreibungen, die ihrerseits (außergewöhnliche) Aufwendungen darstellen. Diese werden bei der Schätzung der zukünftigen Ertragsüberschüsse nicht einbezogen, da die für sie ursächlichen außergewöhnlichen negativen Ereignisse sich, mangels Vorhersehbarkeit, „einer Berücksichtigung regelmäßig entziehen“ (Winnefeld, *Bilanzhandbuch*, 5. Auflage, 2015, S. 2525). Wenn außergewöhnliche Ereignisse nicht vorhersehbar, mithin nicht einschätzbar sind, stellt sich die Frage, wie sie überhaupt im Rahmen der Bestimmung des Diskontierungssatzes berücksichtigt werden können, muss doch der (durch sie ausgelöste) Zuschlag (in Prozent) konkret bestimmt werden. Die Lösung besteht in einem *pauschalierten* Zuschlag.

desselben will die Rechtsprechung bei der Bestimmung des Unternehmenswertes zwischen 0,5 Prozent und 4 Prozent angesetzt sehen.<sup>19</sup> Dabei ist innerhalb der genannten Spanne der Wert auszuwählen, der das Risiko des zu bewertenden Unternehmens, von einem oder mehreren der möglichen außergewöhnlichen negativen Ereignisse betroffen zu werden, am besten widerspiegelt.<sup>20</sup> Es ist angezeigt, bei der Bewertung von Immobilien grundsätzlich genauso zu verfahren wie bei der Bewertung von Unternehmen. Das heißt, der Zuschlag zum Nominalzins sollte nicht bei allen Immobilien in gleicher Höhe erfolgen und die Höhe zwischen 0,5 Prozent und 4 Prozent liegen. Allerdings ist das Risiko bei einer Investition in ein Unternehmen aufgrund eines nur bei Unternehmen beobachtbaren negativen Ereignisses - nämlich Insolvenzeintritt - deutlich größer als bei einer Investition in eine Immobilie. Demzufolge sollte bei Immobilienbewertungen der Zuschlag bei 3 Prozent seine Obergrenze finden. Zu klären bleibt, wie hoch der Zuschlag im vorliegenden Falle sein soll. Als außergewöhnliches negatives Ereignis sind beispielsweise Mietausfälle denkbar, die angesichts der eher schwachen wirtschaftlichen Gesamtsituation des Ruhrgebiets und der allgemein zunehmenden Gig Economy nicht völlig unwahrscheinlich sind, sowie unerwartet geringere Jahresmieten,<sup>21</sup> die regelmäßig durch den unerwarteten Wertverlust der Immobilie hervorgerufen werden, wobei der Wertverlust selbst wiederum etwa durch (stärkere) visuelle, auditive oder olfaktorische Immissionen und/oder ein sich sozial verschlechterndes Umfeld (steigende Kriminalität, Ghettoisierung etc.) bedingt sein kann. Während eine Zunahme der Immissionen infolge der Deindustrialisierung des Ruhrgebietes in Zukunft eher unwahrscheinlich ist, ist aufgrund der dortigen Gesamtsituation ein sich in Zukunft sozial (noch weiter) verschlechterndes Umfeld nicht abwegig. Der Zuschlag betrage insgesamt 2,75 Prozent (1,5 % + 1,25 % = 2,75 %).

Demzufolge beträgt der Diskontierungsfaktor 2,5 Prozent (1,25 % -1,5 % + 2,75 % = 2,5 %).

- 2) Der Preis für das Grundstück in Höhe von 300.000 Euro ist sofort zu zahlen und der Betrag daher nicht abzuzinsen.
- 3) Die Kosten für den Bau des Hauses (420.000 Euro) sind erst in einem Jahr fällig und somit abzuzinsen.

---

<sup>19</sup> Vgl. Winnefeld, S. 2526 m.w.N. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Rechtsprechung häufig nur einen Zuschlag in Höhe von 1,5 Prozent oder weniger für angemessen hält (vgl. OLG Düsseldorf, *Wertpapiermitteilungen*, 1990, S. 1282-1292, S. 1288; OLG Düsseldorf, *Die Aktiengesellschaft*, 1992, S. 200-205, S. 204), wobei diese restriktive Haltung auch aus der Absicht zu resultieren scheint, den ausscheidenden Gesellschaftern im Zweifelsfalle lieber eine großzügig bemessene Abfindung zukommen lassen zu wollen.

<sup>20</sup> Vgl. die beiden in der vorhergehenden Fußnote angeführten Entscheidungen des OLG Düsseldorf.

<sup>21</sup> Während Staffelmietverträge nach früherem Recht lediglich für die Dauer von 10 Jahren geschlossen werden konnten, können sie nunmehr auch auf unbestimmte Zeit geschlossen werden. Wird ein Staffelmietvertrag auf unbestimmte Zeit geschlossen, so kann der Mieter jeder Zeit eine ordentliche Kündigung aussprechen. Wird ein Staffelmietvertrag auf bestimmte Zeit geschlossen, so kann der Mieter ebenfalls ordentlich kündigen. Dabei kann allerdings sein Recht auf ordentliche Kündigung für 4 Jahre ausgeschlossen werden (§ 557a II BGB). Das bedeutet schließlich, dass der Käufer des Grundstücks gegen einen in Zukunft auftretenden unerwarteten Mietpreisverfall selbst dann nicht geschützt ist, wenn er mit dem Mieter einen Staffelmietvertrag auf unbestimmte Zeit zu schließen vermag.

- 4) Die erste (Jahres-)Miete wird erst in 2 Jahren fällig und ist daher abzuzinsen. Die Mieterträge der darauffolgenden Jahre sind um jeweils ein Prozent höher als die Miete des vorhergehenden Jahres und müssen jeweils um 3 Prozent gemindert werden. Sie sind, da es sich um Ertragsüberschüsse in der Zukunft handelt, zu diskontieren.

**Beispiel:** Durch Umformung (Ausklammerung und Erweiterung) ergibt sich die folgende Gleichung:

$$NE = -300.000 - \frac{420.000}{1,025} + \sum \frac{24.000 \times 0,97}{1,025^2 \times 0,97} + \frac{(24.000 \times 1,01) \times 0,97}{1,025^3} + \frac{(24.000 \times 1,01^2) \times 0,97}{1,025^4} + \dots + \frac{(24.000 \times 1,01^{t-2}) \times 0,97}{1,025^n}$$

Durch weitere Umformung (Ausklammerung) lässt sich der Netto-Ertragswert durch folgende Gleichung abbilden:

$$NE = -300.000 - \frac{420.000}{1,025} + \left( \frac{0,97}{1,025^2} \sum \frac{24.000}{0,97} + \frac{(24.000 \times 1,01)}{1,025} + \frac{(24.000 \times 1,01^2)}{1,025^2} + \dots + \frac{(24.000 \times 1,01^{n-2})}{1,025^{n-2}} \right)$$

Durch nochmals weitere Umformung ergibt sich folgende Gleichung:

$$NE = -300.000 - \frac{420.000}{1,025} + \left( \frac{0,97}{1,025^2} \times \frac{24.000}{0,97} + \frac{0,97 \times 1,01}{1,025^2} \sum \frac{24.000}{1,025} + \frac{(24.000 \times 1,01^{n-3})}{1,025^{n-2}} \right)$$

Die Summe  $\Sigma$  lässt sich durch die Formel für die „ewige Rente mit Wachstum“ ( $\frac{c}{r-g}$ ) wiedergeben. Somit ergibt sich folgende Gleichung:

$$NE = -300.000 - \frac{420.000}{1,025} + \left( \frac{0,97}{1,025^2} \times \frac{24.000}{0,97} + \frac{0,97 \times 1,01}{1,025^2} \times \left( \frac{24.000}{0,025-0,01} \right) \right) = 805.076$$

Das bedeutet, dass der Ertragswert der Immobilie um 805.076 Euro höher ist als ihr Preis (= 300.000 Euro + 420.000 Euro / 1,025). Damit ist aber noch nichts darüber gesagt, um wieviel der Ertragswert des Grundstückes dessen Preis (= 300.000 Euro) übersteigt. Wie der Netto-Ertragswert der Immobilie auf Grundstück und Haus aufzuteilen ist, muss im Einzelfall beurteilt werden. Hierbei ist zu beachten, dass der Netto-Ertragswert nie ausschließlich dem Haus zugeschrieben werden kann, da ein Haus ohne Grundstück nicht möglich ist. Das heißt, dass immer ein bestimmter Teil des Netto-Ertragswertes auf das Grundstück entfällt.

Dabei gilt, dass der Teil um so größer ist, je mehr sich Wohn- **und** Grundstücksfläche größtmäßig und räumlich decken (beispielsweise 500 qm Wohnfläche auf der Fläche von 500 qm Grund und Boden).<sup>\*</sup> Größer als 50 Prozent sollte er nur in begründeten Ausnahmefällen sein.<sup>\*\*</sup> Ferner ist bei der Aufteilung des Nettoertragswertes auf Haus und Grundstück zu klären, ob aus dem unbebaut bleibenden Grundstück Nutzungen gezogen werden können, die neben dem Wohnen (als gezogene Nutzung aus dem Haus) eigenständige Bedeutung für den Mieter der Immobilie haben. Das wäre beispielsweise der Fall, wenn das nach Fertigstellung des Hauses frei bleibende Grundstück als Garten genutzt werden kann. Der vorliegende Fall macht keine Angaben zu der Wohnfläche des Hauses. Die Baukosten von 420.000 Euro lassen vermuten, dass sie circa 250 qm beträgt. Die Fläche des Hauses, die auf Grund und Boden steht, wird auf 125 qm oder 12,5 Prozent des Grundstücks eingeschätzt. Der Rest desselben (875 qm) kann als Garten genutzt werden. Würden sich die bebaute Grundstücksfläche (bebauter Grund und Boden) und die Wohnfläche decken (dergestalt dass sich die Wohnfläche von 250 qm über die Fläche von 250 qm Grund und Boden erstreckt), so würde der Netto-Ertragswert zu 50 Prozent dem Grundstück und zu 50 Prozent dem Haus zugeschrieben werden. Nun ist aber die bebaute Grundstücksfläche (bebauter Grund und Boden) kleiner als die Wohnfläche des Hauses. Folglich ist der Netto-Ertragswert zu weniger als 50 Prozent dem Grundstück und zu mehr als 50 Prozent dem Haus zuzuschreiben. Die bebaute Grundstücksfläche (bebauter Grund und Boden) beträgt 125 qm und somit 50 Prozent der Wohnfläche des Hauses. Folglich sind 25 Prozent (50 Prozent von 50 Prozent) des Nettoertragswertes dem Grundstück und 75 Prozent dem Haus zuzuschreiben. Für die unbebaut bleibende Grundstücksfläche von 875 qm, die als Garten genutzt werden kann, werden 5 Prozent des Netto-Ertragswertes angesetzt, sodass schließlich insgesamt 30 Prozent (25 Prozent + 5 Prozent) des Netto-Ertragswertes dem Grundstück und 70 Prozent dem Haus zugeschrieben werden. Das bedeutet, dass 241.523 Euro ( $0,3 \times 805.076$  Euro) dem Grundstück zuzuschreiben sind. Damit liegt der Ertragswert des Grundstückes um 241.523 Euro über dem aktuellen Verkaufspreis und beträgt 541.523 Euro.

<sup>\*</sup> Wohn- und Grundstücksfläche können sich allerdings wegen öffentlich-rechtlicher Bauvorschriften (etwa Mindestabstand des Gebäudes zum Nachbargrundstück) grundsätzlich nicht zu 100 Prozent decken.

<sup>\*\*</sup> Solche Fälle liegen vor, wenn ein kleines Haus auf einem großen bebaubaren Grundstück steht. In extremen Fällen (etwa ein Haus von 100 qm auf einem Grundstück von 10.000 qm) kommt es selbst dann nicht zu einem zutreffenden Wertaussweis des Grundstückes, wenn der ganze Ertragswert dem Grundstück zugeschrieben wird. Bei der Wertbestimmung muss nämlich gemäß dem (auch von den IAS/IFRS eingeforderten) Prinzip der Nutzenmaximierung auf die bestmögliche Nutzung des Vermögensgegenstandes abgestellt werden. Mag auch in vielen konkreten Fällen die Beachtung des Prinzips (Abgrenzungs-)Fragen aufwerfen, so dürfte doch für den genannten Fall klar sein, dass für die Wertbestimmung des Grundstückes nicht auf den Ertragswert abgestellt werden kann, der auf Grundlage der durch die Vermietung der Immobilie (Haus und Grundstück) erzielbaren Mieterträge ermittelt wird.

### 4.3 BUCHWERT

Als Buchwert wird der Wert bezeichnet, den der Vermögensgegenstand gemäß der Bilanz (IAS/IFRS-/Handels- oder Steuerbilanz) hat. Dabei kommt der Buchwert dadurch zustande, dass die Anschaffungskosten des Vermögensgegenstandes in der Bilanz aktiviert werden. Der Buchwert ist aber keine statische, sondern eine dynamische Größe, denn er wird entsprechend dem Wertverzehr/Wertverlust des Vermögensgegenstandes oder dessen Wertzuwachs nach unten bzw. nach oben korrigiert. Dabei ist der Wertverzehr durch Abnutzung des Vermögensgegenstandes und der Wertverlust durch sonstige Umstände (wie etwa Änderung der rechtlichen Situation) bedingt, während der Wertzuwachs durch sonstige Umstände begründet ist und Reversion des Wertverlustes oder „genuiner“ Wertzuwachs<sup>22</sup> ist.

**Erweiterung des o.a. Beispiels:** Das für 300.000 Euro angebotene Grundstück ist vom Eigentümer selbst vor 5 Jahren für 300.000 Euro erworben und mit dieser Summe in der HGB-Bilanz aktiviert worden. Grundstücke unterliegen keiner Abnutzung, und es sind auch sonst keine wertmindernden Umstände eingetreten, sodass der Anfangsbuchwert nicht korrigiert worden ist. Der Buchwert des Grundstücks beträgt also 300.000 Euro.



<sup>22</sup> Ein „genuiner“ Wertzuwachs, d.h. ein über dem (durch die Anschaffungskosten festgelegten) Anfangsbuchwert liegender Wert ist nur innerhalb des sog. Neubewertungsmodelles möglich. Dieses Modell ist der HGB-Rechnungslegung grundsätzlich unbekannt und nur in der internationalen Rechnungslegung (IAS/IFRS) anzutreffen, sodass ein über den Anfangswert hinausgehender Buchwert des Vermögensgegenstandes in der HGB-Rechnungslegung grundsätzlich nicht möglich ist.



## 5 WELCHER KONKRETISIERTE ZEITWERT IST MAßGEBLICH?

### 5.1 RANGFOLGE VON MARKT- UND ERTRAGSWERT IN DER RECHNUNGSLEGUNG

Markt-, Ertrags- und Buchwert haben unterschiedliche Bewertungsverfahren und unterscheiden sich (demzufolge) in der Höhe des Wertes, den sie dem Vermögensgegenstand zumessen. Damit stellt sich die Frage, welcher der drei Werte den Wert des Vermögensgegenstandes am besten wiedergibt. Allein aus der Tatsache, dass es drei verschiedene Werte gibt, folgt, dass es nicht den richtigen Wert geben kann (denn sonst wären die anderen falsch und ohne Berechtigung), sondern nur denjenigen, der den Wert des Vermögensgegenstandes am zutreffendsten abbildet. Angesichts dessen ist die Rangfolge der drei Werte zu klären, die so zu verstehen ist, dass der rangzweite Wert subsidiär gegenüber dem rangführenden Wert ist und der rangletzte Wert subsidiär gegenüber dem rangzweiten Wert. Bevor im Rahmen eigener Überlegungen eine Rangfolge aufgestellt wird, soll geklärt werden, wie die Rechnungslegung das Verhältnis von Markt- und Ertragswert sieht. Der Buchwert als Zeitwert findet dort quasi keine Berücksichtigung.

IFRS 13 verlangt zunächst einmal nur die Anwendung des unter den jeweiligen Umständen sachgerechten Bewertungsverfahrens (IFRS 13.61), sodass es keine von vornherein festgelegte Hierarchie und somit keine Priorität für ein bestimmtes Bewertungsverfahren gibt.<sup>23</sup> Allerdings verlangt der Standard eine Priorisierung der in die Ermittlung des fair value einfließenden Inputfaktoren dergestalt, dass den beobachtbaren Inputfaktoren (observable inputs) Vorzug gegenüber den nicht beobachtbaren Inputfaktoren (unobservable inputs) zu geben ist (IFRS 16.61). Nun ist das Marktwertverfahren regelmäßig stärker als das Ertragswertverfahren (bei dem die zukünftigen Überschüsse und der Diskontierungssatz geschätzt werden müssen) durch beobachtbare Inputfaktoren gekennzeichnet. Folglich kommt es über die Priorisierung der beobachtbaren Inputfaktoren regelmäßig zu einer Priorisierung des Marktwertverfahrens und über die Priorisierung des beobachtbaren Inputfaktors in einem aktiven Markt notierter Preis (für einen identischen Vermögensgegenstand) gegenüber allen anderen möglichen Inputfaktoren zum unbedingten Vorrang des Marktwertverfahrens,<sup>24</sup> sofern sich eben jener Inputfaktor beobachten lässt. Das bedeutet schließlich, dass die internationale Rechnungslegung doch - bis zum gewissen Grad - eine von vornherein festgelegte Hierarchie der Bewertungsverfahren und eine Priorisierung des Marktwertverfahrens kennt, sodass dem Marktwert ein regelmäßiger Vorzug gegenüber dem Ertragswert eingeräumt wird.

§ 253 III HGB, der die Korrektur des Buchwertes auf den niedrigeren Stichtagswert (= Zeitwert) vorschreibt, trifft selbst keine Aussagen über dessen Konkretisierung und somit auch keine Aussage über die Rangfolge der beiden Zeitwerte (Markt- und Ertragswert). Auch die einschlägige Literatur zum HGB-Bilanzrecht konkretisiert zunächst einmal nicht den Zeitwert, sondern stellt lediglich Bedingungen hieran. So

<sup>23</sup> Vgl. auch Wawrzinek/Lübbig-Beck'sches IFRS-Handbuch, 5. Auflage, 2016, § 2 Rdnr. 258.

<sup>24</sup> So heißt es in IFRS 13.77: „A quoted price in an active market provides the most reliable evidence of fair value and shall be used without adjustment to measure fair value whenever available.“



müsse er im Einklang mit dem Vorsichtsprinzip (§ 252 I 4 HGB) und im Sinne eines zutreffenden Ausweises des Schuldendeckungspotentials sein.<sup>25</sup> Allerdings wird im Rahmen der Ausführungen zum niedrigen Stichtagswert (= Zeitwert) dann zügig auf Markt- und Ertragswert verwiesen sowie darauf, dass der Ertragswert grundsätzlich nur dann in Betracht komme, wenn sich in Ermangelung eines Marktes kein Marktwert bestimmen lasse.<sup>26</sup>

## 5.2 RANGFOLGE VON MARKT- UND ERTRAGSWERT *DE LEGE FERENDA*

### 5.2.1 Rangfolge von Marktwert und Ertragswert als Idealgröße: am wenigsten subjektiver Marktwert versus tatsächlichen Ertragswert

Zur Beantwortung der Frage, welcher der beiden Werte für die Wertbestimmung des Vermögensgegenstandes maßgeblich ist, soll auf ein Gedankenexperiment abgestellt und geklärt werden, welchem der beiden Werte der Vorzug zu geben wäre, wenn der ermittelte Marktwert ein am wenigsten subjektiver Marktwert und der errechnete Ertragswert der tatsächliche Ertragswert<sup>27</sup> wäre.

Der am wenigsten subjektive Marktwert leitet sich aus dem Preis desjenigen Vermögensgegenstandes ab, der mit dem zu bewertenden identisch ist und mit dem am Bewertungsstichtag zahlreiche Transaktionen erfolgten.<sup>28</sup> Dabei ist aber nicht ersichtlich, warum dieser Preis bezahlt worden ist. Andererseits ist klar, dass kein Vermögensgegenstand um seiner selbst willen, sondern entweder wegen des wirtschaftlichen Vorteils angeschafft wird, der damit erzielt werden soll,<sup>29</sup> oder wegen des Nutzens, der daraus gezogen werden soll. Dabei sind bei Anschaffung des Vermögensgegenstandes drei Fälle denkbar, wie damit in der Folgezeit verfahren werden soll, und in Abhängigkeit hiervon liegt entweder ein (angestrebter)<sup>30</sup> wirtschaftlicher Vorteil oder ein (angestrebter) Nutzen vor:

<sup>25</sup> *Kleindiek*-Großkommentar(Staub)HGB, 5. Auflage, ab 2008, § 253 Rdnr. 109 mwN.

<sup>26</sup> Ebd.; Schubert/Andrejewski/Roscher-Beck'scher Bilanzkommentar, 9. Auflage, 2014, Rdnr. 308 ff.

<sup>27</sup> Es ist darauf hinzuweisen, dass es nicht *den* tatsächlichen Ertragswert gibt. Während die tatsächlichen Ertragsüberschüsse im Nachhinein festgestellt werden können sowie die außerordentlichen Erträge und Aufwendungen, die den Risikozuschlag und somit einen Teil des Diskontierungssatzes darstellen, lässt sich nämlich auch ex post nicht der tatsächliche Zinssatz fürs „Geld-aus-der-Hand-Geben“ bestimmen, der den anderen Teil des Diskontierungssatzes bildet. Er bleibt eine subjektive Größe und ist im o.a. Beispiel mit dem inflationsbereinigten Zinssatz für eine 30-jährige Bundesanleihe angesetzt worden. Zu analytischen Zwecken wird jedoch ein tatsächlicher Ertragswert fingiert.

<sup>28</sup> Zur sprachlichen Klarstellung sei darauf hingewiesen, dass am Bewertungsstichtag die zahlreichen Transaktionen nicht dadurch zustande gekommen sind, dass mit ein und demselben Vermögensgegenstand mehrmals gehandelt wurde, sondern dadurch dass mehrere (mit dem zu bewertenden Vermögensgegenstand identische) Vermögensgegenstände ge- bzw. verkauft wurden, und zwar in unterschiedlichen Transaktionen zum selben Preis (etwa zu Börsenschluss insgesamt 10.000 Aktien zu 10 € das Stück).

<sup>29</sup> Nicht selten wird ein Vermögensgegenstand in der alleinigen Absicht gekauft, ihn später zu einem höheren Preis wiederzuverkaufen und so einen wirtschaftlichen Vorteil zu erzielen. Dabei werden bis zum Wiederverkauf keine Nutzungen aus ihm gezogen. In diesen Fällen bezahlt der Käufer also den Preis für den Vermögensgegenstand als solchen und nicht für dessen Nutzen, den er häufig nicht einmal der Art nach kennt. Der Kauf eines Vermögensgegenstandes zum alleinigen Zwecke seines (baldigen) Wiederverkaufs zu einem höheren Preis wird als Spekulation(skauf) bezeichnet. Paradigmatisch für Spekulationskäufe sind Käufe von Kryptowährungen (*coins and tokens*), wo der Käufer (Spekulant) oftmals gar nicht weiß, wie diese genutzt werden (können).

<sup>30</sup> Nach Anschaffung des Vermögensgegenstandes ändert der Käufer nicht selten sein Vorhaben und verfährt mit diesem anders als ursprünglich gedacht. So zieht er etwa den materiellen Nutzen, wenn er feststellt, dass er sich verspekuliert hat und den Vermögensgegenstand nicht gewinnbringend wiederverkaufen kann.

- | (Fall 1) der Vermögensgegenstand wird gekauft und soll ungenutzt wieder-  
verkauft werden (= wirtschaftlicher Vorteil mit dem Vermögensgegenstand);
- | (Fall 2) der Vermögensgegenstand wird gekauft, soll genutzt und später wie-  
der-verkauft<sup>31</sup> werden (= Nutzen aus dem Vermögensgegenstand) oder
- | (Fall 3) der Vermögensgegenstand wird gekauft und soll bis zum Ende seiner  
technischen Lebensdauer genutzt werden (= Nutzen aus dem Vermögens-  
gegenstand).

Was den Nutzen des Vermögensgegenstandes anbelangt, so ist zwischen materiel-  
lem (wirtschaftlichem)<sup>32</sup> und immateriellem Nutzen zu unterscheiden. Letzterer ist  
eine non-monetäre Größe und meint die (Gesamtheit der) Nutzungen, die aus dem  
Vermögensgegenstand gezogen werden können.<sup>33</sup> Der wirtschaftliche Nutzen hin-  
gegen ist eine monetäre Größe und meint den (Gesamt-) Ertrag, der sich mit dem  
Vermögensgegenstand – in der Regel durch Vermietung oder Verpachtung – erzielen  
lässt. Dabei kann der (Gesamt-)Ertrag in seiner Höhe – durch Summierung der ein-  
zelnen tatsächlichen (diskontierten) Netto-Erträge<sup>34</sup>, also durch das Ertragswertver-  
fahren - bestimmt werden.

Wenn aus dem Vermögensgegenstand der materielle Nutzen gezogen werden soll  
und sich dieser materielle Nutzen über das Ertragswertverfahren in seiner Höhe be-  
stimmen lässt, dann macht es wenig Sinn, den Wert des Vermögensgegenstandes  
aus dem Marktwert herzuleiten, der seinerseits auf einem Preis beruht, der den im-  
materiellen oder den materiellen Nutzen abbildet oder aber den Preis, zu dem der  
Vermögensgegenstand spekulativ gekauft worden ist (Spekulationskaufpreis), – und  
der nicht erkennen lässt, was genau (im-/materieller Nutzen oder Spekulationskauf-  
preis) er abbildet. Folglich ist für die Wertbestimmung auf das Ertragswertverfahren  
abzustellen, wenn aus dem Vermögensgegenstand der materielle Nutzen gezogen  
werden soll.

---

<sup>31</sup> Der zukünftige Wert des Vermögensgegenstandes, also sein Wert beim Verkauf, müsste aus dem zukünftigen  
Marktwert abgeleitet werden. Einen solchen Marktwert gibt es freilich nicht, sodass der Wert geschätzt werden muss.  
Der Wert des Vermögensgegenstandes beim Verkauf könnte allerdings auch – und vielleicht besser – aus dem zu-  
künftigen Ertragswert hergeleitet werden, d.h. aus dem Ertragswert, den der Vermögensgegenstand zum Zeitpunkt  
des Verkaufes hat. Ein so ermittelter Verkaufswert würde dazu führen, dass Fall 2 der Sache nach gleich Fall 3 ist.

<sup>32</sup> Materieller und wirtschaftlicher Nutzen werden im Folgenden synonymisch verwendet.

<sup>33</sup> Die Nutzungen, die aus dem Vermögensgegenstand gezogen werden können, sind häufig sehr vielfältig und viel-  
schichtig, sodass der Käufer-Nutzer sie mangels geistiger Anstrengung nicht alle erfasst oder aufgrund ihrer Kom-  
plexität nicht erfassen kann. Beispiel: Der Käufer-Nutzer einer Immobilie (Haus und Garten) will das Haus zum Woh-  
nen sowie den Garten zum Sich-Sonnen und Party-Machen nutzen, wobei die Immobilie insgesamt auch zum Gut-  
Angesehen-Werden genutzt werden soll. Dabei setzt sich etwa die Nutzung *Wohnen* aus den (Unter-)Nutzungen  
*Schlafen, Kochen, Sich-Waschen* zusammen, wobei diese sich noch „verfeinern“ lassen, beispielsweise: *Ruhig-Schlafen*,  
*„Bequem“-Kochen* (weil große Küche) und *Baden* (weil Badewanne vorhanden). Der immaterielle Nutzen ist zwar, weil  
er die Gesamtheit der Nutzungen bedeutet, eine non-monetäre Größe, er wird aber auch wie Vermögensgegen-  
stände monetär bewertet. Dabei wird aber nicht den einzelnen Nutzungen, sofern sie als solche erfasst werden, ein  
monetärer Wert zugeschrieben (etwa *Schlafen im Haus über 30 Jahre* mit 360.000 €) – ein solches Vorgehen ist der  
Gesellschaft fremd und somit gleichsam nicht durchführbar – und eine Addierung der einzelnen Werte vorgenom-  
men, sondern der immaterielle Nutzen wird in seiner Gesamtheit bewertet, wobei eine so durchgeführte Bewertung  
regelmäßig jeglicher Intersubjektivität ermangelt.

<sup>34</sup> Mit Netto-Erträgen sind Erträge minus Aufwendungen gemeint.

**Beispiel:** Der potentielle Käufer will das Grundstück erwerben, um dieses zusammen mit einem Haus zu vermieten. Er will also nicht den immateriellen Nutzen aus dem Grundstück ziehen (indem er es für sich selbst nutzt), sondern (in Form von Mieterträgen) den wirtschaftlichen Nutzen. Der Käufer will das Grundstück auch für immer vermieten, also für immer wirtschaftlich nutzen (Fall 3).

### 5.2.2 Rangfolge von Marktwert und Ertragswert als Realgröße: am wenigsten subjektiver Marktwert versus hypothetischen Ertragswert

Der grundsätzliche Vorrang des Ertragswertes gilt aber zunächst nur für den modellhaften Fall, dass der tatsächliche Ertragswert vorliegt. Nun gibt es aber ex ante nicht den tatsächlichen, sondern nur den hypothetischen, d.h. auf Schätzungen beruhenden Ertragswert. Es stellt sich folglich die Frage, wie das Vorrangverhältnis zwischen hypothetischem Ertragswert und am wenigsten subjektivem Marktwert ist, der sich bei Immobilien allerdings nur selten beobachten lässt – auch wenn man ihn bereits bei Vorliegen (statt identischer) „nur“ gleicher Vermögensgegenstände als gegeben ansieht.

Die Schwäche des Marktwertes besteht darin, dass er, wie schon oben ausgeführt, aus einem Preis hergeleitet ist, der seinerseits entweder den immateriellen oder wirtschaftlichen Nutzen abbildet oder aber den Preis, zu dem der Vermögensgegenstand gekauft worden ist (Spekulationskaufpreis), ohne dass Außenstehende erkennen können, was genau der Preis, mithin der Marktwert abbildet. So kann etwa der dem Marktwert zugrunde liegende Preis Ausdruck purer Spekulation sein. Der aus einem solchen Preis abgeleitete Marktwert ist untauglich für die Wertbestimmung des Vermögensgegenstandes, wenn hieraus der wirtschaftliche Nutzen gezogen werden soll. Aber auch für den Fall, dass der Marktwert auf einem Preis beruht, der für den wirtschaftlichen Nutzen des Vermögensgegenstandes bezahlt worden ist (was praktisch kaum in Erfahrung gebracht werden kann), ist seine Tauglichkeit für die Wertbestimmung sehr zweifelhaft. Denn es ist nicht klar, warum der Käufer bzw. die Käufer<sup>35</sup>, die den Vermögensgegenstand wirtschaftlich nutzen wollen, diesen Preis bezahlt haben, also warum der Käufer bzw. die Käufer den wirtschaftlichen Nutzen so einschätzen. Dabei können die Einschätzungen durch das Ertragswertverfahren oder andere Bewertungsverfahren zustande gekommen sein oder aber auch schlicht und einfach durch Intuition, ohne dass sich sagen lässt, wie viele Einschätzungen auf welchem Verfahren bzw. Intuition basieren. Folglich ist es durchaus möglich, dass die Einschätzungen nicht oder teilweise nicht auf dem Ertragswertverfahren beruhen. Wenn nun aber das Ertragswertverfahren das einzige Verfahren ist, das den Ertrag und somit den wirtschaftlichen Nutzen widerspiegelt, dann ist es durchaus möglich, dass der Marktwert den Ertrag, d.h. den wirtschaftlichen Nutzen, gar nicht oder nicht richtig abbildet – obwohl der Preis, aus dem er sich ableitet, gerade für den wirtschaftlichen Nutzen gezahlt worden ist.

<sup>35</sup> Es sei daran erinnert, dass der Preis der Preis mehrerer Transaktionen ist.

Wenn der Marktwert sowohl den immateriellen und materiellen Nutzen als auch den Spekulationskaufpreis widerspiegeln kann (aber für Außenstehende nicht klar ist, was abgebildet wird) und darüber hinaus durch methodisch falsche Einschätzungen des materiellen Nutzens zustande kommen kann, dann ist offensichtlich, dass er untauglich für die Bestimmung des materiellen Nutzens ist. Folglich verdient der hypothetische Ertragswert unbeschadet seines (durch die geschätzten Überschüsse und den geschätzten Diskontierungssatz begründeten) hypothetischen Moments Vorrang vor dem am wenigsten subjektiven Marktwert.

Endgültige Gewissheit über den Vorrang des hypothetischen Ertragswertes gegenüber dem am wenigsten subjektiven Marktwert brächten empirische Untersuchungen/Beobachtungen, die zeigen, dass sich der am Bewertungsstichtag festgestellte Marktwert des Vermögensgegenstandes in der nachfolgenden Zeit dem am Bewertungsstichtag bestimmten hypothetischen Ertragswert annähert. Benjamin Graham hat in seinem legendären Werk *The Intelligent Investor* den Marktwert für Aktien als häufig „irrational“ bezeichnet, aber auch beobachtet, dass sich der „irrationale“ Marktwert im Laufe der Zeit dem „wahren“ Wert anpasst (wobei diese Anpassung im Extremfall erst nach einigen Jahren erfolgt). Warren Buffet, ein Schüler Grahams, stellt für die Bestimmung des „wahren“ Wertes der Aktien auf den Ertragswert ab und erzielt damit großartige Gewinne, wobei diese durch das „silly market behavior“<sup>36</sup> und die anschließende (von Graham schon frühzeitig erkannte) Anpassung des Marktwerts an den Ertragswert zustande gekommen sind („Sooner or later the market mirrors the business“). Hieraus folgt, dass der Marktwert für Aktien regelmäßig den Wert der Aktie nicht zutreffend wiedergibt und auf den Ertragswert abzustellen ist. Das bedeutet schließlich, dass selbst der hypothetische Ertragswert gegenüber dem am wenigsten subjektiven Marktwert den Vorrang verdient.

### 5.2.3 Rangfolge von Marktwert und Ertragswert als Realgröße: subjektiver Marktwert versus hypothetischen Ertragswert

Nachdem der Vorrang des hypothetischen Ertragswertes gegenüber dem am wenigsten subjektiven Marktwert aufgezeigt worden ist, bleibt nun noch das Verhältnis zwischen hypothetischem Ertragswert und (durchschnittlichem) subjektivem Marktwert zu klären.

Wenn der hypothetische Ertragswert Vorrang gegenüber dem am wenigsten subjektiven Marktwert hat, dann hat er erst recht Vorrang gegenüber dem (durchschnittlichen) subjektiven Marktwert (*argumentum a maiore ad minus*). Folglich ist für die Wertbestimmung bei Vorliegen eines (durchschnittlichen) subjektiven Marktwertes auf den Ertragswert abzustellen, wenn aus dem Vermögensgegenstand der wirtschaftliche Nutzen gezogen werden soll.

---

<sup>36</sup> Hiermit meint Buffet die bisweilen große Differenz zwischen dem Markt- und Ertragswert.

**Beispiel:** Der Marktwert des Grundstücks beruht nur auf zwei in der Vergangenheit getätigten Transaktionen mit einem vergleichbaren Grundstück und ist daher ein (starker) subjektiver Marktwert. Folglich ist im vorliegenden Fall für die Wertbestimmung des Grundstücks erst recht auf den Ertragswert abzustellen.

### 5.3 BUCHWERT – KEIN KONKURRIERENDER ZEITWERT

Bis jetzt ist nur die Konkurrenz zwischen Ertrags- und Marktwert bei der Wertbestimmung des Vermögensgegenstandes untersucht worden. Es ist aber schon oben darauf hingewiesen worden, dass auch der Buchwert ein Zeitwert ist und in Konkurrenz zu den anderen beiden Werten steht. Also ist noch zu klären, wann auf ihn bei der Wertbestimmung abzustellen ist. Um Antwort hierauf zu finden, ist zunächst einmal Folgendes festzustellen: In der handelsrechtlichen und internationalen Rechnungslegung ist jegliche Wertminderung des Vermögensgegenstandes zu erfassen und dessen Buchwert nach unten zu korrigieren. Dabei wird eine Wertminderung als gegeben angesehen, wenn der Buchwert über dem beizulegenden (Zeit-)Wert bzw. dem fair value liegt, die ihrerseits wertmäßig durch den Markt- und Ertragswert bestimmt sind. Folglich kann der Buchwert nie über dem Markt- oder Ertragswert liegen und auch nie ein anderer als der Markt- oder Ertragswert sein.<sup>37</sup> Gleiches gilt – allerdings mit Einschränkung<sup>38</sup> – für den Wertzuwachs eines Vermögensgegenstandes. Daraus ergibt sich schließlich, dass der Buchwert als Wertgröße nicht in Konkurrenz zu Markt- und Ertragswert steht, sondern sich vielmehr mit ihnen deckt. Gleichwohl kann der Buchwert in vereinzelt Fällen maßgeblich sein, und zwar wenn sich weder ein Ertrags- noch ein Marktwert für den Vermögensgegenstand bestimmen lässt. Dann ist der Buchwert Zeitwert mit „genuiner“ Größe.

---

<sup>37</sup> Freilich ist die Gleichheit von Buchwert und Markt- bzw. Ertragswert insofern von nur theoretischer Natur, als der Buchwert aufgrund verschiedener Umstände häufig doch nicht oder nicht so schnell korrigiert wird wie geboten. Folglich weist der Buchwert oft (noch) einen anderen Wert aus als der Markt- bzw. der Ertragswert. In diesen Fällen ist es ratsam zu erforschen, warum die Korrektur des Bilanzwertes (noch) unterblieben und welcher Wert letztendlich für den zu bewertenden Gegenstand anzusetzen ist.

<sup>38</sup> Siehe Fn. 26.

## 6 ERGEBNIS

Es konnte ein Ertragswert bestimmt werden. Aufgrund seiner „Überlegenheit“ gegenüber dem Marktwert bei der Abbildung des wirtschaftlichen Nutzens eines Vermögensgegenstandes ist auf ihn bei der Wertbestimmung des zu bewertenden Grundstücks abzustellen. Dieses hat somit einen Wert von 541.523 Euro. Folglich sollte das Angebot angenommen und das Grundstück für 300.000 Euro gekauft werden. Der Käufer sollte sich auch nicht von dem Buchwert des Grundstücks in der HGB-Bilanz beirren lassen. Dieser deckt sich nur deshalb nicht mit dem Ertragswert, da er aufgrund des Anschaffungsprinzips nicht nach oben auf 541.523 Euro korrigiert werden kann. Dabei führt die unterbliebene Zuschreibung zu einer sog. stillen Reserve.

