



Unter der Lupe

Indirekte Immobilienanlagen - Die börsenkotierten Immobiliengesellschaften in Europa haben allesamt IFRS eingeführt. Dennoch sind Immobilienanlagen nur bedingt vergleichbar. Zu gross ist der Interpretationsspielraum innerhalb der einzelnen Länder.

Von Daniel Zaugg und Roger Müller*

Seit Ende 2005 haben sich die «International Financial Reporting Standards» (IFRS) auch bei den börsenkotierten Immobilienunternehmen europaweit etabliert. Ein einheitlicher und über die Landesgrenzen vergleichbarer Rechnungslegungsstandard war sowohl für die Immobilienbranche als auch für die Finanzmärkte ein dringendes Bedürfnis. Denn Immobilienanlagen haben in den letzten Jahren international an grosser Bedeu-



tung gewonnen: Die Investoren agieren auch in diesem Sektor zunehmend global und streben nach einer Diversifikation, um ihr Risiko- und Renditeprofil zu optimieren. Es werden deshalb vermehrt ausländische Direktinvestitionen, so genannte «cross-boarder investments», getätigt, was dazu geführt hat, dass heute bereits über 40 Prozent der Immobilienkäufe in Europa durch ausländische Investoren finanziert werden. Die Umstellung auf IFRS war grundsätzlich ein Erfolg, was auch eine Analyse der Jahresabschlüsse 2005 durch Ernst & Young bestätigt hat. Alle relevanten Gesellschaften haben einen nach IFRS testierten Abschluss erstellt und damit wurde ein Meilenstein auf dem Weg zu global anerkannten Rechnungslegungsstandards erreicht.

Unterschiedliche Interpretationen von IFRS

Die Analyse zeigte jedoch auch, dass die IFRS in den einzelnen europäischen Ländern unterschiedlich interpretiert werden. Für die Immobilienbranche kristallisierten sich drei Problemstellungen heraus: Berechnung des Marktwertes, die Bilanzierung von Entwicklungsliegenschaften sowie die Behandlung latenter Steuern von Gesellschaften, die nur eine oder wenige Liegenschaften halten (single asset entities).

Bezüglich des Marktwertes (Fair Value) von Immobilien bestehen in den EU-Ländern unterschiedliche Sichtweisen. Es geht im Wesentlichen um die Frage, ob vom Fair Value in der Bilanz zukünftige Verkaufskosten (Handänderungssteuern, Maklergebühren und so weiter) abgezogen werden müssen, ob also der Gross oder der Net Fair Value bilanziert werden muss. Streng genommen entspricht der

Gross Fair Value (vor Abzug von Transaktionskosten) nicht der Definition des Fair Value nach IAS 40, während der Net Fair Value (nach Abzug der zukünftigen Transaktionskosten) dazu führt, dass die zukünftigen Transaktionskosten zum Kaufzeitpunkt als Aufwand erfasst werden müssen. In der Schweiz wird vorwiegend der Bruttoansatz gewählt, während in Europa (u. a. Frankreich und Holland, wo die Handänderungssteuer 6 Prozent beträgt) der Nettowert bilanziert wird. Dadurch kann sich auf einem Immobilienportfolio von über einer Milliarde Schweizer Franken sehr rasch eine wesentliche Abweichung ergeben.

Bauphase: Marktwert oder Anschaffungswert

Entwicklungsliegenschaften lassen sich ebenfalls unterschiedlich bilanzieren. Grundsätzlich erfolgt in Europa bis zur Fertigstellung eines Entwicklungsprojektes eine Bilanzierung zu Anschaffungswerten. In Grossbritannien bilanzieren die grossen Immobiliengesellschaften jedoch bereits während der Bauphase den gegenwärtigen Marktwert. Bis heute ist unklar, ob der Marktwertansatz mit den bestehenden IFRS konform ist. Bei der Erstellung des heutigen IAS 40 ging das «International Accounting Standard Board» (IASB) davon aus, dass der Marktwert für Entwicklungsliegenschaften nicht zuverlässig ermittelt werden kann. Da Marktwerte jedoch auch für Mitarbeiteroptionen und exotische Finanzinstrumente ermittelt werden können, sollte dies auch für Entwicklungsliegenschaften möglich sein. Die Sorge, dass die relativ grosse Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Wertes und der damit inhärente Bewertungsspielraum

missbraucht werden, ist aber berechtigt.

Auch bei der Bewertung von latenten Steuern besteht für «single-asset entities» (Gesellschaften, die nur eine oder wenige Liegenschaften halten) ein Interpretationsspielraum. Hier stellt sich die Frage, ob der spätere Verkauf des Unternehmens als Liegenschaftsverkauf («asset deal») oder als Aktienverkauf («share deal») behandelt wird. Je nachdem fallen latente Steuern in unterschiedlicher Höhe an. Der in Frankreich, Holland und Belgien angewandte Steuersatz beim direkten Verkauf der Liegenschaft ist beispielsweise viel höher und führt daher zu einer anderen Steuerbelastung als beim Szenario «share deal». In den Jahresabschlüssen nach IFRS wird leider oft nicht erwähnt, welche Variante die Gesellschaft gewählt hat.

Branchenspezifische Normen gefordert

Trotz der europaweiten Einführung von IFRS ist die Vergleichbarkeit für die Bewertung von Immobilien also nicht vollumfänglich gegeben. Ein weiteres Defizit von IFRS ist die Tatsache, dass ein einheitlicher Rechnungslegungsstandard für verschiedene Branchen (Immobilien, Banken, Versicherung und so weiter) bestehen soll. Dennoch wären für Investoren branchenspezifische Normen oftmals sinnvoller. Denn je nach Branche bestehen für die Offenlegung unterschiedliche Bedürfnisse. Während IFRS für den Gewinn pro Aktie – für jede Industriegesellschaft eine börsenrelevante Kennzahl – einen Standard (IAS 33) entwickelt hat, bestehen für die bei Immobiliengesellschaften wichtigere Messgrösse, das Eigenkapital (resp. Net Asset Value) pro Aktie,

keine Normen. Eine einheitliche Interpretation sowie branchenspezifische Standards wären somit aus Sicht der Immobilienbranche sehr zu begrüßen. 🏠

***Daniel Zaugg ist dipl. Wirtschaftsprüfer und Senior Manager, Industry Leader Real Estate and Construction bei Ernst & Young**

***Roger Müller ist dipl. Wirtschaftsprüfer und Manager, Real Estate Advisory Services bei Ernst & Young**