

# Immobilienbewertungen sind keine exakte Wissenschaft

## Fair Value Accounting von Renditeliegenschaften – Marktpreisbestimmung und Discounted-Cashflow-Methode – Auswirkungen auf die Eigenkapitalerfordernisse

**DANIEL ZAUGG**

Ob kotierte Immobiliengesellschaften, Fonds oder Anlagestiftungen, fast alle Immobilienanlagevehikel bilanzieren ihre Immobilien zum Marktwert, dem sogenannten Fair Value. Als Folge der Wirtschaftskrise hat sich die Stimmung gegenüber dem Fair Value Accounting jedoch verschlechtert, und das Vertrauen in die publizierten Fair Values ist geschwunden.

### Geringe Marktliquidität

In Europa ist seit 2005 für kotierte Immobiliengesellschaften die Rechnungslegung nach International Financial Reporting Standards anzuwenden. Für die Ermittlung des Fair Value von Renditeliegenschaften sind drei Bewertungen zulässig. Als bevorzugte Methode gelten Marktwerte in einem aktiven Markt. Da der Immobilienmarkt von Natur aus nicht liquide ist, liegen selten aktuelle Daten vor.

Eine Alternative sind Vergleichswerte von ähnlichen Immobilientransaktionen. Auch diese Methode hat ihre Tücken, da kaum eine Liegenschaft mit einer anderen vergleichbar ist. Als dritte Möglichkeit wird die Discounted-Cashflow-(DCF-)Methode aufgeführt. Dabei wird der Fair Value auf der Grundlage erwarteter Cash Inflows und Cash Outflows ermittelt. Im Idealfall wäre der Fair Value ein Marktpreis in einem liquiden Markt (Mark-to-Market-Modell). Dieser Idealfall trifft jedoch selten zu. Immobilien sind nämlich nicht vergleichbar mit Blue-Chip-Aktien, die täglich gehandelt werden.

Die Realität ist somit eine andere. Für Immobilien wird in der Schweiz wie auch international meistens der Fair Value anhand eines DCF-Modells ermittelt. Aufgrund dieser Modellberechnungen (Mark to Model) stellt sich zu Recht die Frage, wie verlässlich dieser Fair Value ist.

Jede Modellbewertung basiert auf Annahmen künftiger Geldflüsse. Der ermittelte Fair Value ist ein hypothetischer Wert

respektive die Einschätzung einer Transaktion, die nur hypothetisch stattgefunden hat. Bewertungsmodelle sind zwar akademisch fundiert, das Festlegen der Bewertungsparameter ist aber keine exakte Wissenschaft. Modellbasierte Immobilienbewertungen können daher Bewertungsbandbreiten von plus/minus 5%, für Spezialimmobilien gar 10% aufweisen.

Die Erwartung, dass der bilanzierte Fair Value einer Immobilie eine exakte Grösse sei, ist deshalb falsch. Dies hat eine Studie der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) bestätigt. Diese Studie zeigt, dass je nach Land einerseits über die Jahre wesentliche Unterschiede – teilweise bis zu 16% – zwischen dem erzielten Verkaufspreis und dem zuletzt bilanzierten Fair Value bestehen und andererseits ein Grossteil der verkauften Immobilien entweder über oder unter dem Fair Value veräussert wird. Im heutigen Marktumfeld – gezeichnet durch hohe Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung sowie aufgrund zahlreicher Notverkäufe – ist die Ermittlung des Werts einer Immobilie eine zusätzliche Herausforderung.

Ein Blick auf die Börsenbewertung der europäischen Immobiliengesellschaften zeigt, dass zahlreiche Immobilienaktien einen beachtlichen Abschlag zum Net Asset Value aufweisen. Die Gründe für diesen Abschlag sind je nach Immobiliengesellschaft unterschiedlich. Ein gemeinsamer Nenner liegt jedoch in der Bewertung des Immobilienportfolios. Wenn ein Abschlag zum Net Asset Value vorliegt, hat der Kapitalmarkt offensichtlich eine andere Meinung zur Bewertung als das Management respektive der externe Immobilienschätzer.

Trotz aller Kritik am Fair Value Accounting stellt sich die Frage, ob es für Immobiliengesellschaften eine Alternative gibt. Eine wäre die Bilanzierung zum Anschaffungswert (Historical Cost Accounting). Ein Wechsel zurück zu historischen Anschaffungswerten wäre jedoch ein Rückschritt, da alte Anschaffungswerte aus Sicht des Investors irrelevant sind. Für



Investoren zählt der heutige Marktwert respektive der künftige Geldfluss.

Hinzu kommt, dass für Immobiliengesellschaften der Net Asset Value eine zentrale Entscheidungsgrösse ist. Nur ein NAV, der auf einem zum Fair Value bewerteten Portfolio basiert, ist dabei relevant. Zweifellos weisen diese Fair Values eine gewisse Unschärfe aus, die jedoch wesentlich vorteilhafter als historische Werte ist.

### **Fluch oder Segen?**

Wichtig im Zusammenhang mit Fair Value Accounting sind drei Dinge. Erstens müssen sich alle Akteure bewusst sein, dass Fair Value kein exakter wissenschaftlicher Wert ist. Bewertungsunschärfen von plus/minus 5 oder gar 10% sind normal. Zweitens ist es zentral, dass für die bilanzierten Fair Values sowohl die Bewertungsmethodik als auch die Bewertungsparameter offengelegt werden. Für den Immobilieninvestor darf nicht nur der bilanzierte Wert per se entscheidend sein, sondern auch die Bewertungsparameter, die zu

diesem Wert geführt haben, müssen einbezogen werden. Drittens müssen alle Beteiligten sich der Auswirkungen des Fair Value Accounting besser bewusst sein.

Die Kritik, dass das Fair Value Accounting für die Krise mitverantwortlich ist (infolge der sogenannten systembedingten Abwärtsspirale), ist sicher nicht von der Hand zu weisen. Sie ist jedoch zu relativieren, denn in der Boomphase waren die stark steigenden Immobilienwerte in den Büchern der Immobiliengesellschaften letztlich ein zentraler Faktor für das Wachstum. Zu jenen Zeiten haben sich die Investoren nicht an den steigenden Fair Values gestört, sondern als Konsequenz daraus noch mehr Leverage verlangt. Fair Value Accounting erhöht systembedingt die Volatilität und damit das Risiko in der Jahresrechnung; dies bedingt entsprechend höhere Eigenkapitalerfordernisse respektive tendenziell weniger Leverage.

*Daniel Zaugg, Partner, Real Estate & Construction, Ernst & Young, Zürich.*