

Trotz der europaweiten Einführung der International Financial Reporting Standards (IFRS) per Ende 2005 ist die Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse von Immobiliengesellschaften aufgrund von Wahlrechten und unterschiedlichen Interpretationen bestimmter IFRS-Regelungen nicht gegeben. In der Immobilienbranche besonders umstritten ist dabei die Berücksichtigung von zukünftigen Transaktionskosten für die Bestimmung des Fair Values von Renditeliegenschaften.

DANIEL ZAUGG

CHRISTIAN KRÄMER

IFRS-JAHRESABSCHLÜSSE VON IMMOBILIENGESSELLSCHAFTEN

Problematik der internationalen Vergleichbarkeit

1. EINLEITUNG

Die nachstehenden Ausführungen geben einen Überblick über die Internationalisierung der Immobilienbranche und deren Folgen, insbesondere die fehlende Vergleichbarkeit der finanziellen Performance von Immobiliengesellschaften aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungsnormen. Am Beispiel von IAS 40 wird aufgezeigt, dass es auch bei Anwendung einheitlicher Rechnungslegungsstandards verschiedene Auslegungen und Interpretationen gibt. Anhand der Frage, ob künftige Transaktionskosten für die Bestimmung des Fair Values einer Renditeliegenschaft zu berücksichtigen sind, wird untersucht, was die Theorie sagt und wie die diesbezügliche Praxis in verschiedenen europäischen Ländern aussieht. Darüber hinaus wird aufgezeigt, was die Auswirkungen dieser unterschiedlichen Interpretationen für den Investor sind.

2. INTERNATIONALISIERUNG DER BRANCHE

Der Prozess der zunehmenden internationalen Verflechtung im Bereich der Wirtschaft hat auch einen spürbaren Einfluss auf die Immobilienmärkte. Diese wurden in den letzten Jahren einer Internationalisierung und einer damit einhergehenden Professionalisierung unterzogen – eine Entwicklung, die aktuell andauert und sich wohl noch verstärken wird. Indikatoren, an denen diese Entwicklung erkennbar wird, sind zahlreich. Beispiele:

a) Der steigende Betrag von Cross-border-Investitionen. Während bis vor einigen Jahren das Hauptaugenmerk der Investoren dem inländischen Immobilienmarkt galt, wurden im Jahre 2005 weltweit bereits EUR 164 Mia. im Ausland inve-

stiert [1]. Zurückzuführen ist diese Entwicklung neben den verbesserten Rahmenbedingungen (Einführung des Euros, erhöhte Transparenz durch Offenlegungspflichten, Öffnung neuer Märkte in Osteuropa) auf die Erkenntnis, dass sich auch auf den Immobilienmärkten eine Diversifikationsstrategie langfristig bezahlt macht [2] und dass insbesondere gewisse Märkte in Osteuropa und Asien bedeutend schneller wachsen als die Heimmärkte vieler Immobilieninvestoren.

b) Die zunehmende Anzahl von Anagemöglichkeiten für den Immobilieninvestor. So vervielfachte sich weltweit die Anzahl global ausgerichteter Immobilienfonds von 9 per Ende 1999 in wenigen Jahren auf 58 per Ende 2005. Analog nahm auch der Betrag der durch diese Fonds verwalteten Aktiven auf USD 14 Mia. zu [3]. In ähnlichem Ausmass veränderte sich ebenfalls die Anzahl kotierter Immobiliengesellschaften sowie jene der *Real Estate Investment Trusts (REIT)* [4].

c) Der Versuch vieler multinationaler und nationaler Unternehmen aus den verschiedensten Branchen, bestehenden Immobilienbesitz zur Wertsteigerung aktiv zu entwickeln und zu bewirtschaften. Viele Unternehmen, insbesondere auch in der Schweiz, haben erkannt, dass ihr Immobiliengeschäft aufgrund dessen Ertragsaussichten interessant für Investoren ist und deshalb dieses Geschäftssegment als separate Immobiliengesellschaft an die Börse gebracht bzw. sich gleich selber als eine solche Gesellschaft kotieren lassen.

Als Folge dieser zunehmenden Internationalisierung und Professionalisierung wurde in der Vergangenheit vermehrt der Ruf nach einer verbesserten Vergleichbarkeit dieser Immobiliengesellschaften und -fonds laut. Durch die von der



DANIEL ZAUGG, DIPL.
WIRTSCHAFTSPRÜFER,
SENIOR MANAGER,
INDUSTRY LEADER REAL
ESTATE & CONSTRUCTION,
ERNST & YOUNG AG,
ZÜRICH,
DANIEL.ZAUGG@CH.EY.COM



CHRISTIAN KRÄMER,
DIPL. WIRTSCHAFTS-
PRÜFER, MANAGER,
ERNST & YOUNG AG, ZÜRICH,
CHRISTIAN.KRAEMER@
CH.EY.COM

Europäischen Union (EU) für kapitalorientierte Unternehmungen vorgeschriebene Umstellung ihrer Rechnungslegung auf die IFRS [5] hat sich die Vergleichbarkeit in den durch diese Verordnung betroffenen Ländern sicher erhöht – für die Rechnungslegung von Immobiliengesellschaften ist dort seit dem 1. Januar 2005 insbesondere IAS 40 von Bedeutung. Trotzdem ist man auch heute nicht so weit, um auf globaler Ebene aussagekräftige Vergleiche zwischen Immobiliengesellschaften ziehen zu können: Während IAS 40 als Bewertungs-

der Verschuldung in % des Gesamtkapitals), sondern hat auch einen starken Einfluss auf wesentliche börsenrelevante Kennzahlen wie Prämie/Abschlag zum Net Asset Value (Abbildung 1).

3. IAS 40: ANWENDUNG UND AUSLEGUNG BEI IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN

Wir konzentrieren uns im folgenden auf Immobiliengesellschaften, welche nach IFRS bilanzieren. Denn auch hier ist die Vergleichbarkeit mitunter in Frage gestellt:

→ durch in IAS 40 enthaltene Wahlrechte; → durch unterschiedliche Interpretationen und Auslegungen gewisser Paragraphen dieses Standards.

Eine kürzlich veröffentlichte Studie von Ernst & Young [7] zeigt auf, dass für Branchenkenner die Umstellung auf IFRS vor allem dazu geführt hat, dass die echte finanzielle Performance eines Immobilienportfolios nicht mehr aus der Jahresrechnung ermittelt werden kann.

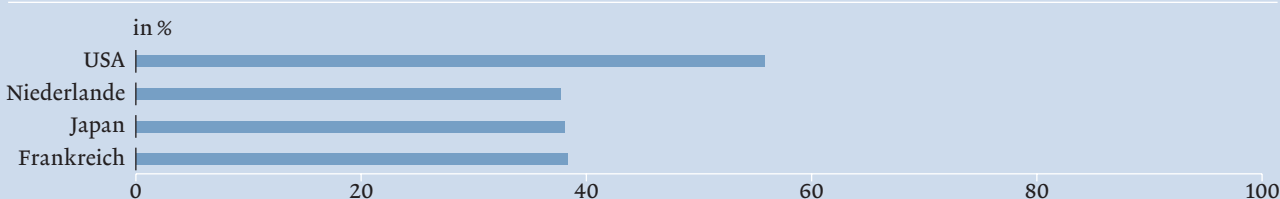
a) Bei den von IAS 40 gewährten Wahlrechten geht es in erster Linie um die Tatsache, dass es dem Anwender freigestellt ist, Renditeimmobilien entweder auf Basis des Fair-Value- oder des Anschaffungskostenmodells zu bewerten. Während diese Wahlfreiheit in der Schweiz durch die SWX Swiss Exchange (SWX) eingeschränkt wird, findet man in Deutschland und Spanien mehrere bedeutende Immobiliengesellschaften, welche sich für das Anschaffungskostenmodell entschieden haben. In den anderen Ländern Europas wird

grundlage für Renditeliegenschaften den Fair Value propagiert [6], machen die anerkannten Rechnungslegungsstandards in den USA (US GAAP) und Japan (J GAAP) keinen Unterschied zwischen betriebsnotwendigen Liegenschaften und Renditeliegenschaften und bilanzieren beide Positionen zu historischen Kosten unter Berücksichtigung der betriebswirtschaftlich notwendigen Abschreibungen. Diese ungleiche bilanzielle Behandlung von Renditeimmobilien führt nicht nur zu erheblichen Unterschieden in der Bilanzstruktur der Unternehmungen (u. a. beim Gearing, d. h.

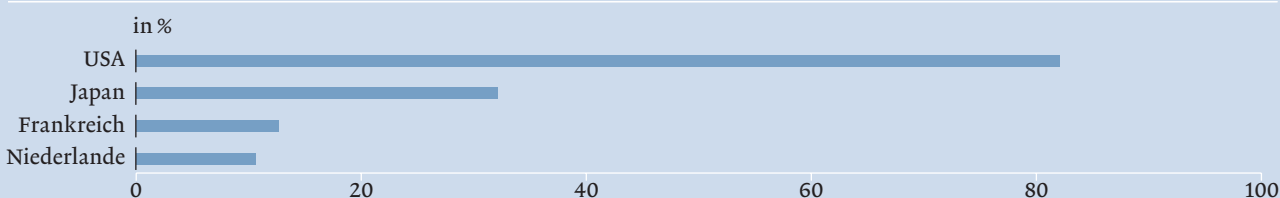
«Man ist auch heute nicht so weit, um auf globaler Ebene aussagekräftige Vergleiche zwischen Immobiliengesellschaften ziehen zu können.»

Abbildung 1: **FOLGEN DER UNGLEICHEN BILANZIELLEN BEHANDLUNG VON RENDITEIMMOBILIEN**

a) Verschuldung im Verhältnis zu Net Asset Value (NAV) [7]



b) Prämie/Abschlag Marktwert zu Net Asset Value (NAV) [7]



c) Bemerkungen zu den Grafiken

Die deutlich höhere Verschuldung (gemessen in % des NAV) amerikanischer Immobiliengesellschaften im Vergleich zu jenen in den Niederlanden ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass Renditeliegenschaften in den USA zu historischen Kosten, in den Niederlanden jedoch zum Fair Value bilanziert werden. Aus demselben Grund ist auch die Prämie, welche ein Investor auf den NAV bereit zu zahlen ist, in den USA beträchtlich höher als in den Niederlanden.

hingegen fast ausschliesslich zum Fair Value bilanziert (Abbildung 2). Darüber hinaus hat eine Unternehmung, welche sich zur Anwendung des Fair-Value-Modells entschieden hat, gewisse Spielräume einerseits bei der Wahl der Bewertungsmethode (aktuelle Marktpreise, Vergleichswerte und Discounted-Cashflow-Verfahren), andererseits bei der Definition von quantitativen Parameter und Annahmen zur Berechnung innerhalb dieser Methoden. Ausserdem steht es nach IAS 40 jedem Unternehmen frei, ob es seine Bewertung selber vornimmt oder durch einen unabhängigen Gutachter vornehmen lässt [8].

b) Dass IFRS in verschiedenen Ländern unterschiedlich interpretiert und ausgelegt wird, lässt sich anhand der folgenden Problematiken darlegen [9]:

→ Sollen Renditeimmobilien während ihrer Entwicklungs- resp. Bauphase zum Markt- oder zum Anschaffungswert bilanziert werden? Immobiliengesellschaften in England bilanzieren Entwicklungsprojekte unter IFRS zum jeweiligen Marktwert [10], während der Rest von Europa sich im Bau oder in Entwicklung befindende Renditeimmobilien zu Anschaffungswerten erfasst. Darüber hinaus gibt es in Europa Immobiliengesellschaften, welche zwar den Rohbau zu Anschaffungswerten, das Land, auf welchem der Bau entsteht, jedoch auch während der Bauphase jeweils am Bilanzstichtag neu bewerten und zum Fair Value bilanzieren [11]. → Bei der Bewertung von latenten Steuern von Single-asset Entities [12] stellt sich die Frage, ob für die Bestimmung des latenten Steuersatzes von einem späteren Asset Deal oder einem Share

Abbildung 2: **BILANZIERUNGSPRAXIS IN DER SCHWEIZ UND IN DER EU**

Gesellschaft	Abschluss	Fair-Value- oder Anschaffungskosten	Fair-Value-Ausweis: Brutto oder netto*
Schweiz			
Allreal	31.12.2005	Fair Value	Brutto
EPH Eastern Property Holdings	31.12.2005	Fair Value	Keine Angaben
Intershop	31.12.2005	Fair Value	Brutto
Mobimo	31.12.2005	Fair Value	Brutto
PSP Swiss Property	31.12.2005	Fair Value	Brutto
Swiss Prime Site	31.12.2005	Fair Value	Keine Angaben
USI Group Holdings AG	31.12.2005	Fair Value	Brutto
Züblin	31.03.2006	Fair Value	Brutto
Frankreich			
Unibail	31.12.2005	Fair Value	Netto
Klépierre	31.12.2005	Anschaffungskosten	Netto
Silic	31.12.2005	Anschaffungskosten	Brutto + netto
Grossbritannien			
British Land Company	31.03.2006	Fair Value	Netto
Land Securities	31.03.2006	Fair Value	Keine Angaben
Liberty International	31.12.2005	Fair Value	Netto
Niederlande			
Rodamco Europe	31.12.2005	Fair Value	Netto
Corio NV	31.12.2005	Fair Value	Netto
Wereldhave NV	31.12.2005	Fair Value	Netto
Belgien			
Cofinimmo SA	31.12.2005	Fair Value	Netto
Deutschland			
IVG Immobilien AG	31.12.2005	Anschaffungskosten	Brutto
Deutsche EuroShop AG	31.12.2005	Fair Value	Keine Angaben
Colonia Real Estate	31.12.2005	Fair Value	Keine Angaben
Spanien			
Metrovacesa	31.12.2005	Anschaffungskosten	Netto

*Erfolgt die Bilanzierung zu Anschaffungskosten, bezieht sich die Angabe betreffend Brutto- oder Net Fair Value auf die Angaben im Anhang.

Deal [13] ausgegangen werden soll. Je nach landesspezifischer Gesetzgebung führt der Verkauf der Gesellschaft (Share Deal) zu einer merkbar tieferen Steuerbelastung. → Bei der Bestimmung des Fair Values von Renditeimmobilien ziehen einige Immobiliengesellschaften zukünftige Verkaufskosten bereits ab, während andere solche Kosten erst im Verkaufszeitpunkt berücksichtigen. Diese Thematik soll aufgrund ihrer Relevanz und ihrer Auswirkungen im Folgenden genauer analysiert werden.

4. GROSS ODER NET FAIR VALUE

4.1 Problemstellung. Bezüglich des Fair Values von Immobilien bestehen in jenen Ländern, welche die Anwendung von IFRS vorschreiben oder erlauben, verschiedene Sichtweisen [14]. Die strittige Frage lautet: Sollen zukünftige Transaktionskosten bei der Bestimmung des Fair Value einer Renditeimmobilie berücksichtigt werden? Ist also der Gross oder der Net Fair Value eines Renditeimmobilien-Portfolios in der Bilanz auszuweisen? Zu den zukünftigen Transaktionskosten werden dabei alle Aufwendungen gerechnet, welche im Zusammenhang mit einem allfälligen Verkauf der Renditeimmobilien anfallen würden. Je nach Region und Gesetzgebung können sich diese betreffend ihrer Zusammensetzung und ihrer relativen Höhe zum Verkaufspreis markant unterscheiden. Grundsätzlich sind jedoch die folgenden Positionen als Bestandteil der Transaktionskosten bei einem Immobilienverkauf zu zählen: Handänderungssteuern, Maklergebühren und -provisionen sowie Notariatskosten.

4.2 IFRS-Grundlagen. Zum Zeitpunkt des Kaufs einer Immobilie wird die Aktivierung des Kaufpreises und explizit auch der entsprechenden Transaktionskosten verlangt [15]. Für die Folgebewertung einer Renditeimmobilie sind bezüglich der Thematik Gross oder Net Fair Value IAS 40.36 sowie IAS 40.37 von Bedeutung.

«IAS 40.36: The fair value of investment property is the price at which property could be exchanged between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction (...).»

Aufgrund dieser Definition wird die Erfassung des zukünftigen Gegenwertes, den ein Verkäufer realisieren kann, verlangt. Es scheint deshalb angebracht zu sein, zu unterscheiden, ob die im Zusammenhang mit einem Verkauf anfallenden Transaktionskosten durch den Verkäufer oder durch den Erwerber getragen werden müssen. Beträgt der anhand der Discounted-Cashflow-Methode errechnete Wert einer Immobilie CHF 100 Mio. und betragen die durch den Erwerber zu tragenden Transaktionskosten 5% des Immobilienwertes, so wird dieser als sachverständige und unabhängige Vertragspartei nicht bereit sein, mehr als CHF 95 Mio. für diese Immobilie zu bezahlen. Der Fair Value resp. der maximale Gegenwert, den ein Verkäufer realisieren kann, beläuft sich analog der Definition in IAS 40.36 auf CHF 95 Mio. Wären die Transaktionskosten hingegen vollumfänglich durch den Verkäufer abzuführen, wäre der Käufer wohl bereit, den Gegenwert von CHF 100 Mio. für die Immobilie zu bezahlen; aus diesem Grund könnte der Verkäufer auch die CHF 100 Mio. bilanzieren, da dieser Betrag den zukünftig realisierbaren Cashflows entspricht.

Beispiel: FOLGEN DER UNTERSCHIEDLICHEN BERÜCKSICHTIGUNG DER TRANSAKTIONS-KOSTEN AUF DEN JAHRESABSCHLUSS

1. Sachverhalt

Eine Unternehmung erwirbt im Laufe des Jahres eine Immobilie im Wert von CHF 100 Mio., dabei fallen zu Lasten der Unternehmung die folgenden Transaktionskosten an: Handänderungssteuern CHF 2 Mio., Kommissionen CHF 1 Mio. Zum Zeitpunkt des Erwerbs aktiviert die Unternehmung die gesamten Anschaffungskosten in Höhe von CHF 103 Mio. Da die Unternehmung sich im Rahmen von IAS 40 für das Fair Value Modell entschieden hat, muss sie die Immobilie am Ende des Jahres zu deren Fair Value bilanzieren. Ein externes Bewertungsgutachten, welches von einem unabhängigen Bewerter auf Basis des Discounted-Cashflow-Modells erstellt wurde, ergibt für die Immobilie einen Wert von CHF 105 Mio. Abklärungen der Unternehmung ergeben, dass bei einem allfälligen zukünftigen Verkauf der Immobilie die folgenden Transaktionskosten anfallen würden: Auf der Seite des Verkäufers: Handänderungssteuern CHF 2 Mio., Kommissionen CHF 1 Mio.; auf der Seite des Erwerbers: Handänderungssteuern CHF 2 Mio.

2. Anwendung Brutto-Ansatz

Eine Schweizer Immobiliengesellschaft, welche den Brutto-Ansatz anwendet, würde per Jahresende einen Fair Value in Höhe von CHF 105 Mio. bilanzieren und in der Erfolgsrechnung einen Aufwertungsgewinn im Betrag von CHF 2 Mio. ausweisen.

3. Anwendung Netto-Ansatz

Eine Gesellschaft in Grossbritannien, die den Netto-Ansatz anwendet, würde zum gleichen Zeitpunkt die Transaktionskosten, welche bei einem allfälligen Verkauf durch den Erwerber zu leisten wären, bei der Bestimmung des Net Fair Values berücksichtigen. Somit würde die Immobilie per Jahresende mit CHF 103 Mio. in der Bilanz erfasst – unabhängig davon, ob ein solcher Verkauf in absehbarer Zeit geplant ist oder nicht. Einen Aufwertungsgewinn gäbe es demzufolge nicht.

4. Berücksichtigung aller Kosten

Wiederum andere europäische Immobiliengesellschaften (z. B. Belgien) berücksichtigen sowohl die Transaktionskosten, welche dem Erwerber entstehen, als auch jene, welche beim Verkäufer anfallen bei der Ermittlung des Fair Values. In einem solchen Fall betrüge der bilanzierte Wert der Immobilien CHF 100 Mio. per Jahresende, in der Erfolgsrechnung gäbe es einen Abwertungsverlust von CHF 3 Mio.

«IAS 40.37: An entity determines the fair value without any deduction for transaction costs it may incur on sale or other disposal.»

Dieser Paragraph verlangt eindeutig, dass keine Transaktionskosten vom Fair Value abgezogen werden dürfen. Umstritten ist, ob sich dies auf die Transaktionskosten des Käufers und/oder Verkäufers bezieht. Aufgrund der Definition des Fair Value in IAS 40.36 ist wahrscheinlich davon auszugehen, dass sich IAS 40.37 nur auf die Transaktionskosten des Verkäufers bezieht. Wären also die Transaktionskosten durch den Verkäufer zu tragen, dürften diese gemäss der Aussage von IAS 40.37 nicht vom Fair Value abgezogen werden. Der Fair Value der Immobilie betrüge somit CHF 100 Mio., dies entspricht dem Wert, den ein Dritter zu bezahlen bereit wäre.

Müsste der Käufer die Transaktionskosten von CHF 5 Mio. selber bezahlen, so wäre er als sachverständiger Erwerber wahrscheinlich nicht bereit, mehr als CHF 95 Mio. für die Immobilie zu bezahlen; in Anlehnung an IAS 40.36 wären CHF 95 Mio. als Fair Value zu bilanzieren (vgl. Beispiel).

Wirtschaftlich betrachtet, führen beide Ansätze – Gross und Net Fair Value – am Schluss zum gleichen Resultat: Denn unabhängig davon, welche Partei die Transaktionskosten

«Die vorherrschende Praxis von in der Schweiz kotierten Immobiliengesellschaften ist, den Fair Value ihrer Renditeimmobilien brutto auszuweisen.»

nun bezahlen muss, fliessen dem Verkäufer schlussendlich CHF 95 Mio. zu, nämlich der ermittelte Wert der Immobilie abzüglich der Transaktionskosten – trotzdem werden im einen Falle CHF 95 Mio. als Fair Value bilanziert und im anderen CHF 100 Mio.

Die Behandlung von Transaktionskosten bleibt auch unter Berücksichtigung anderer IFRS-Standards kontrovers. So gilt unter anderem auch für finanzielle Vermögenswerte (z. B. Wertschriften oder Beteiligungen), dass diese zum Fair Value ohne Berücksichtigung von bei einem allfälligen Verkauf anfallenden Transaktionskosten zu bilanzieren sind [16]. Zudem werden für die Bewertung von Aktiven im Anlagevermögen generell keine zukünftigen Transaktionskosten berücksichtigt. Dies ist auch sinnvoll, da diese Vermögenswerte betrieblich genutzt werden und somit nicht zum Verkauf stehen. Transaktionskosten müssen jedoch berücksichtigt werden, falls die Vermögenswerte aus dem Anlagevermögen zum Verkauf stehen [17]: Ab dem Zeitpunkt, wo ein Verkauf als höchstwahrscheinlich zu betrachten ist, müssen die Vermögenswerte zum Fair Value abzüglich der beim Verkauf anfallenden Transaktionskosten bilanziert werden. Auf nach IAS 40 zum Fair Value bilanzierte Renditeimmobilien finden diese Bewertungsregeln von IFRS 5 jedoch keine Anwendung [18].

Das *International Accounting Standards Board (IASB)* hat im November 2006 ein Diskussionspapier publiziert, dass die Grundlage für einen neuen Standard zum Thema «Fair Value Measurements» ist. Mit diesem neuen Standard sollen die Definition und Ermittlung des Fair Value über alle Standards vereinheitlicht werden. Dort wird u. a. festgehalten, dass Transaktionskosten nicht vom Fair Value abgezogen werden sollten [19]. Das IASB begründet dies damit, dass Transaktionskosten nicht eine direkte Eigenschaft des Bewertungsobjektes (nämlich der Immobilie) sind, sondern dass diese Kosten im Zusammenhang mit der Transaktion zu verstehen sind. Mit dem Diskussionspapier wird die Thematik bezüglich Gross oder Net Fair Value neu lanciert.

4.3 Relevante Bewertungstheorie. IAS 40 enthält keine umfassenden Richtlinien wie der Fair Value einer Renditeimmobilie zu ermitteln ist. Das IASB verweist diesbezüglich auf

Abbildung 3: **TRANSAKTIONS-KOSTEN (RICHTWERTE)**

Land	Höhe der Transaktionskosten in % ¹⁾
Schweiz	2–8 ²⁾
Grossbritannien	6–7
Frankreich	3–10 ³⁾
Deutschland	5–10
Niederlande	7–9
Belgien	4–15 ⁴⁾

¹⁾ Die genannten Prozentsätze berücksichtigen neben Handänderungssteuern insbesondere auch Notariatsgebühren und Händlerkommissionen.

²⁾ Handänderungssteuer ist von Kanton zu Kanton unterschiedlich und beträgt zwischen 0% und 3%.

³⁾ Handänderungssteuer beträgt 0,6% für Immobilien, welche innerhalb von fünf Jahren nach ihrer Erstellung verkauft werden bzw. 5,1% nach Ablauf dieser Frist.

⁴⁾ Handänderungssteuer ist abhängig vom Wert der Immobilie und beträgt zwischen 2,5% und 12,5%.

die *International Valuation Standards (IVS)* [20]. Massgebend ist diesbezüglich der *International Valuation Standard, Standard 1 (IVS 1)*. IVS 1 definiert den Marktwert, den der Bewerter bei der Ermittlung des Fair Values heranziehen soll, wie folgt:

«IVS 1 § 3.1: (...) the estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and willing seller in an arm's-length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeable, prudently, and without compulsion.»

Diese Definition entspricht jener für den Fair Value einer Renditeimmobilie gemäss IAS 40. Betreffend der Transaktionskosten wird in IVS 1 festgehalten, dass diese nicht zu berücksichtigen sind:

«IVS 1 § 3.3: Market Value is understood as the value of an asset estimated without regard to costs of sale or purchase and without offset for any associated taxes.»

Aufgrund der IVS ist der Marktwert ein Gross Fair Value. Ob dieser Gross Fair Value am Schluss der zu bilanzierende Wert nach IAS 40 ist, muss jedoch nach IAS 40 beurteilt werden.

4.4 Praxis. Im folgenden wird die Praxis der Rechnungslegung der jeweils grössten Immobiliengesellschaften im europäischen Raum (Schweiz, Grossbritannien, Frankreich, Deutschland und Benelux) analysiert sowie die Transaktionskosten pro Land aufgezeigt (Abbildung 3). Ebenfalls von Bedeutung ist die Bewertungspraxis (Gross oder Net Fair Value) der grossen Immobilienschätzer in den jeweiligen Ländern.

4.4.1 Schweiz. Von den 11 an der Schweizer Börse im Segment «Immobiliengesellschaften» kotierten Unternehmen erstellen 8 ihre Abschlüsse in Übereinstimmung mit IFRS [21]. Bei einer Untersuchung der letzten erhältlichen Jahresabschlüsse dieser 8 Gesellschaften zeigte sich, dass in 6 dieser Abschlüsse entweder im Anhang oder im ebenfalls publizierten Bewer-

tungsgutachten oder an beiden Orten explizit darauf hingewiesen wird, dass die bei einer allfälligen Veräusserung anfallenden Steuern, Provisionen und übrigen Kosten bei der Bestimmung des Fair Value nicht berücksichtigt wurden. Die Abschlüsse der übrigen 2 Unternehmen behandeln die Thematik der Transaktionskosten nicht. Basierend auf dieser Information kann man somit schliessen, dass es die vorherrschende Praxis von in der Schweiz kotierten Immobiliengesellschaften ist, den Fair Value ihrer Renditeimmobilien brutto auszuweisen. Weiter ist von Bedeutung, wie gross der Unterschied zwischen Gross und Net Fair Value ist bzw. wie hoch die Transaktionskosten in Relation zum Wert der Liegenschaft sind. Aufgrund der föderalistischen Strukturen der Schweiz kann die Belastung durch Transaktionskosten beim Handwechsel einer Immobilie von Kanton zu Kanton erheblich variieren. Im Normalfall betragen die Transaktionskosten ca. 2% bis 8% des Verkaufspreises (vgl. Abbildung 3). Dabei kann davon ausgegangen werden, dass die Transaktionskosten meist ungefähr je hälftig von Verkäufer und Erwerber getragen werden.

Aufgrund dieser Usanz sowie der Tatsache, dass die genaue Aufteilung der Transaktionskosten am Schluss zwischen Käufer und Verkäufer verhandelt werden, erstellen die Schweizer Immobilienschätzer ihre Bewertungsgutachten auf der Basis eines Gross Fair Value. Dieses Vorgehen entspricht den Richtlinien der IVS, ist jedoch im Widerspruch zur Bewertungspraxis in anderen europäischen Ländern.

4.4.2 Grossbritannien. Im Vergleich zu den in der Schweiz kotierten Immobiliengesellschaften zeigt sich, dass zwei der drei untersuchten britischen Unternehmungen in ihrer Jahresrechnung explizit darauf hinweisen, dass sie den Marktwert um den Betrag der bei einem allfälligen Verkauf beim Erwerber anfallenden Transaktionskosten (purchaser's costs) korrigiert haben – der Fair Value wird demzufolge also netto ausgewiesen. Die beim Erwerber anfallenden Transaktionskosten betreffen zur Hauptsache die «Stamp duty land tax», welche in Grossbritannien bei allen Immobilientransaktionen erhoben wird. Für Wohnimmobilien beträgt diese Steuer ab einem Transaktionswert von mehr als GBP 0,5 Mio. 4%.

Die Bewerter in Grossbritannien erstellen ihre Immobilien-gutachten generell auf der Basis des Net Fair Value, da grundsätzlich der Käufer die wesentlichste Komponente der Transaktionskosten, nämlich die «Stamp Duty Land Tax», bezahlen muss.

4.4.3 Frankreich. In Frankreich zeigt sich ein vielfältigeres Bild als in Grossbritannien oder in der Schweiz: Während eine Gesellschaft ihre Renditeimmobilien zum Net Fair Value bilanziert, wenden die anderen beiden untersuchten Gesellschaften das Anschaffungskostenmodell an. Für die damit verbundene zwingende Offenlegung des Fair Values im Anhang hat sich eine dieser Gesellschaften für den Netto-Ausweis entschieden, während die andere Gesellschaft den Fair Value sowohl vor als auch nach Abzug der mit einem allfälligen Verkauf verbundenen Transaktionskosten offenlegt. Die Differenz zwischen Gross und Net Fair Value beläuft sich

bei letzterer Gesellschaft auf ca. 4%. Die zum Net Fair Value bilanzierende Gesellschaft beziffert die mit einem Verkauf verbundenen Transaktionskosten auf 6%.

Die Transaktionskosten von 4% resp. 6% werden in Frankreich üblicherweise durch den Käufer bezahlt. Der Immobilienschätzer berücksichtigt bei der Bewertung diese Kosten und ermittelt deshalb analog der Vorgehensweise in Grossbritannien einen Net Fair Value.

4.4.4 Deutschland. Die grösste deutsche kotierte Immobiliengesellschaft bilanziert ihre Renditeliegenschaften zu Anschaffungskosten und legt im Anhang den Gross Fair Value offen. Die anderen beiden untersuchten Gesellschaften bilanzieren zum Fair Value, ohne jedoch die Behandlung zukünftiger Transaktionskosten näher zu erläutern. Die Differenz zwischen einem zum Gross Fair Value ausgewiesenen Portfolio zu einem Net-Fair-Value-Portfolio ist aufgrund der in Deutschland anfallenden Transaktionskosten mit 5% bis 10% zu beziffern.

Die Immobilienbewertungen in Deutschland erfolgen normalerweise nach Berücksichtigung der Transaktionskosten (also der Net Fair Value). Diese Bewertungspraxis basiert auf den deutschen Bewertungsrichtlinien, die vorschreiben, dass die Transaktionskosten bei der Ermittlung eines Immobilienmarktwertes mit zu berücksichtigen sind.

4.4.5 Benelux (Niederlande und Belgien). Die drei grössten Immobiliengesellschaften der Niederlande weisen ihre Renditeimmobilien allesamt zu einem Net Fair Value aus. Allerdings kommt hier zum Vorschein, dass ein Net Fair Value nicht gleich ein Net Fair Value ist: Die erste Gesellschaft bereinigt den Marktwert um «nicht vermeidbare Transaktionskosten», die zweite um «die geschätzten Kosten, welche bei einem Käufer für den Erwerb anfallen würden» und die dritte um «Transaktionssteuern». Eine untersuchte belgische Unternehmung vermindert den auf Basis der abdiskontierten, zukünftigen Nettomieteinnahmen berechneten Fair Value um «den geschätzten Betrag von durch den Käufer oder Verkäufer zu zahlenden Transaktionssteuern».

Sowohl in Holland als auch in Belgien werden die Bewertungen auf der Basis des Net Fair Values erstellt. Der Grund liegt ebenfalls in der Tatsache, dass die Transaktionskosten durch den Käufer geschuldet sind. In Holland betragen die gesamten Transaktionskosten üblicherweise rund 6%. In Belgien ist aufgrund der bestehenden Steuergesetze die Ermittlung der Transaktionskosten komplexer. Die Höhe der geschuldeten Handänderungssteuern kann bis zu 12,5% betragen, hängt jedoch insbesondere von der Transaktionsstruktur (Share oder Asset Deal) und vom Käufer (Privater oder öffentliche Verwaltung) ab. Eine belgische Immobiliengesellschaft hat gestützt auf Transaktionen zwischen 2003 und 2005 einen Erfahrungswert von 2,5% ermittelt.

4.4.6 Auswirkungen für Investoren. Die Problematik Gross vs. Net Fair Value zeigt, dass IFRS im europäischen Raum unterschiedlich interpretiert und damit angewendet wird. Das wichtigste Ziel bei der Harmonisierung der Rechnungslegung, nämlich die Vergleichbarkeit von Finanzzahlen her-

zustellen, ist somit innerhalb der Immobilienbranche nicht erfüllt.

Die Ergebnisse der von Ernst & Young erarbeiteten Analyse zeigen auf, dass der Fair Value von Renditeimmobilien einer Gesellschaft nicht einfach mit demjenigen einer anderen Gesellschaft verglichen werden kann. Während in der Schweiz gar keine bei einem Verkauf anfallende Transaktionskosten

«Das wichtigste Ziel bei der Harmonisierung der Rechnungslegung, nämlich die Vergleichbarkeit von Finanzzahlen herzustellen, ist innerhalb der Immobilienbranche nicht erfüllt.»

berücksichtigt werden, weisen die Gesellschaften in den anderen untersuchten Länder mehrheitlich einen Net Fair Value aus. Allerdings werden die in Abzug gebrachten Transaktionskosten nicht einheitlich berechnet, da es diesbezüglich kein gemeinsames Verständnis gibt. Darüber hinaus zeigt sich, dass die Transaktionskosten als Prozentsatz des Verkaufspreises bei einem grossen Immobilienportfolio einen wesentlichen Betrag ausmachen.

In Anbetracht der Tatsache, dass die meisten der hier untersuchten Immobiliengesellschaften über Immobilienportfolios in Höhe von mehreren Milliarden CHF verfügen, können bereits kleine Differenzen bei der Berechnung der Transaktionskosten zu wesentlichen Abweichungen führen. Dies tangiert eine für die Immobilienbranche sehr wichtige Kennzahl, den *Net Asset Value (NAV)*. Der NAV einer Immobiliengesellschaft, welche über Renditeimmobilien mit einem Gross Fair Value in Höhe von CHF 1000 Mio. verfügt, und welche mit Transaktionskosten auf Käuferseite in Höhe von 6% rech-

net, ist mit einem Brutto-Ausweis um CHF 60 Mio. grösser als bei einem Netto-Ausweis.

Ebenfalls beeinflusst wird die Kennzahl *Earnings per share (EPS)*. Der EPS einer Gesellschaft wird beim Netto-Ausweis mit jeder Investition in eine zusätzliche Renditeimmobilie geringer: Eine Gesellschaft erwirbt im laufenden Jahr eine Renditeimmobilie zum Preis von CHF 10 Mio. und bezahlt dabei CHF 1 Mio. an Transaktionskosten. Diese werden gemäss IAS 40.20 zum Erwerbszeitpunkt zusammen mit dem Erwerbspreis aktiviert. Am Ende des Jahres hat der Bewerter für die Immobilie auf Basis der Discounted-Cashflow-Methode einen Marktwert von CHF 11 Mio. errechnet. Bei einem Brutto-Ausweis müsste die Gesellschaft aufgrund des dem Buchwert entsprechenden Marktwertes keine weiteren Anpassungen vornehmen. Bei einem Netto-Ausweis des Fair Values hingegen wäre es notwendig die zum Verkaufszeitpunkt anfallenden Transaktionskosten in Höhe von CHF 1 Mio. noch im laufenden Jahr erfolgswirksam zu erfassen. Somit würde ein sogenannter «day-one loss» von CHF 1 Mio. resultieren.

Grundsätzlich gilt: Selbst wenn der Immobilieninvestor sich dieser Ungleichbehandlung von Transaktionskosten bewusst ist, wird er aufgrund der knappen Offenlegung betr. der Zusammensetzung von allfällig berücksichtigten Transaktionskosten und in Verbindung mit den steuerlichen und rechtlichen Unterschieden in jenen Ländern, in welche eine Gesellschaft investiert ist, nicht in der Lage sein, selbständig eine Vergleichbarkeit herzustellen.

5. FAZIT

Die aktuelle Situation ist für den Immobilieninvestor unbefriedigend. Trotz der europaweiten Einführung von IFRS ist die Vergleichbarkeit von Jahresabschlüssen weiterhin nicht vollumfänglich gegeben. Die Gross- oder Net Value-Problematik ist dabei nur ein Beispiel für die unterschiedliche Aus-

legung von IFRS in Europa. Die Frage, ob die Bilanzierung von Immobilien im Bau zum Anschaffungswert oder Fair Value erfolgen soll, ist ebenfalls umstritten. Ein weiteres kontroverses Thema ist der Bewertungsmix im Jahresabschluss: Renditeimmobilien werden zum Marktwert erfasst, während Betriebsimmobilien oder andere Vermögenswerte zu Anschaffungskosten bilanziert werden. Schulden werden ebenfalls nicht zum Marktwert erfasst, sondern zum Nominalwert resp. zu fortgeführten Anschaffungswerten. All diese Fragestellungen haben direkten Einfluss auf die Höhe des Net Asset Value, der eine wichtige Kennzahl zur Bewertung einer Immobiliengesellschaft ist.

Die bestehenden Interpretationslücken müssen im Interesse der Investoren in Zukunft geschlossen werden. Ein gute Plattform für Diskussionen wird das im November 2006 veröffentlichte Diskussionspapier bezüglich Definition und Bewertung des Fair Value unter IFRS [22] sein. Kritisch an diesem Papier ist jedoch die Bestrebung, für sämtliche Vermögenswerte eine einheitliche Definition des Fair Value zu erarbeiten. Der Immobilienmarkt ist aufgrund der unterschiedlichen Rechtsbestimmungen und lokaler Usancen sehr heterogen. Aus Sicht der Immobilienbranche stellt sich die Frage, ob branchenspezifische Standards nicht aussagekräftiger wären. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. James Darkins: «Cross-border investments will flourish»; in: Financial Times vom 11. 7. 2006. 2) Vgl. Shaun A. Bond/John L. Glascock: «The Performance and Diversification Benefits of European Public Real Estate Securities (September 2006)», auf: www.epra.com, Stand: 13. 11. 2006. 3) Vgl. Fraser Hughes/Jorrit Arissen: «Top Real Estate Fund Managers go Global (January 2006)», auf www.epra.com, Stand: 13. 11. 2006. 4) Unter einem *Real Estate Investment Trust (REIT)* versteht man einen börsennotierten Treuhandfonds, dessen Anlagenschwerpunkt Immobilien und Hypotheken bilden. In der Regel sind solche Fonds durch die nationalen Steuergesetze von den Ertragssteuern befreit. 5) Vgl. «Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards». 6) Vgl. IAS 40.30 (Wahlrecht zwischen Fair-Value- und Anschaffungskostenmodell) sowie IAS 40.32 (Zwingende Offenlegung des Fair Values im Anhang

wenn nach dem Anschaffungskostenmodell bilanziert wird). 7) Ernst & Young: «Global REIT Report 2006 (October 2006)», auf: www.ey.com/real-estate, Stand: 14. 11. 2006. 8) Betr. Fair Value- und Anschaffungskostenmodell vgl. IAS 40.30; betr. Bestimmung des Fair Values vgl. IAS 40.46; betr. unabhängigen Gutachter vgl. IAS 40.32. 9) Vgl. Daniel Zaugg/Roger Müller: «IFRS in der europäischen Immobilienbranche», in Immobilien-Business (Dezember 2006). 10) Vgl. Annual Report 2005, Liberty International PLC, Seite 34. 11) Vgl. Interim Financial Statements June 2006, Orco Property Group, Seite 8. 12) Unternehmungen, welche nur eine bzw. wenige Immobilien halten und sonst über keine weiteren wesentlichen Aktiven verfügen. 13) Verkauf der Immobilie (= Asset deal) bzw. Verkauf der Anteile der Unternehmung (= Share deal). 14) Vgl. u. a. Ernst & Young: «Luxembourg Real Estate Funds – A comprehensive survey by Ernst & Young (January 2006)», Seite 34, auf: www.ey.com/global/download.nsf, Stand: 15. 11. 2006.

15) Vgl. IAS 40.20. 16) Vgl. IAS 39.46. 17) Vgl. IFRS 5 Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations. 18) Betr. Ausnahmen vom Anwendungsbereich vgl. IFRS 5.5; betr. Wahrscheinlichkeit des Verkaufs vgl. IFRS 5.6; betr. Bewertung langfristiger Vermögenswerte, die als zur Veräußerung gehalten werden vgl. IFRS 5.15. 19) Vgl. IASB: «Discussion Paper: Fair Value Measurements», Issue 5: «Attributes specific to the asset or liability», November 2006. 20) Vgl. IAS 40 BC B52. Daraus geht hervor, dass sich das International Accounting Standards Board (IASB) bei der Erarbeitung von IAS 40 unter anderem auf die International Valuation Standards (IVS) abgestützt hat. 21) Von den zur Zeit am Segment für Immobiliengesellschaften der Schweizer Börse SWX kotierten 11 Unternehmungen bilanzieren 8 nach IFRS und 3 nach Swiss GAAP FER (Stand: 13. 11. 2006). 22) Vgl. Anm. 19.

RÉSUMÉ

Comptes annuels de sociétés immobilières établis selon les IFRS

Les marchés immobiliers ne sont pas épargnés par les échanges économiques croissants au niveau mondial, comme en attestent des indicateurs tels que les investissements «cross-border» toujours plus importants et les possibilités de placement toujours plus nombreuses pour l'investisseur immobilier. Dès lors, cette évolution requiert une meilleure comparabilité des sociétés immobilières. Mais les choses ne sont pas simples. Alors que les normes de présentation des comptes appliquées aux Etats-Unis et au Japon ne font aucune différence entre les immeubles d'exploitation et les immeubles de placement et présentent les deux types d'immeubles aux coûts historiques, en Europe, les immeubles de placement sont portés au bilan à la juste valeur, conformément aux IFRS. Toutefois, la comparabilité n'est pas pour

autant assurée en Europe en raison, d'une part, de multiples options contenues dans l'IAS 40 et, d'autre part, des différentes interprétations et applications possibles de cette norme. Le paragraphe IAS 40.37, qui règle le traitement des coûts de transaction encourus lors de la vente éventuelle d'un immeuble de placement, illustre ces différences d'interprétation qui peuvent être essentielles. Ainsi, ces coûts ne sont pas pris en considération lors de la détermination de la juste valeur d'un immeuble en Suisse (Gross Fair Value), alors qu'ils le sont dans la plupart des autres pays européens (Net Fair Value). Par ailleurs, il existe également des différences entre des sociétés qui appliquent la Net Fair Value dans la mesure où certaines d'entre elles déduisent de la juste valeur uniquement les coûts de transaction concer-

nant l'acheteur potentiel pendant que d'autres déduisent l'intégralité des coûts de transaction encourus lors d'une vente. Ces différences d'interprétation, ajoutées à d'autres, compliquent la tâche de l'investisseur qui veut se faire une idée de la performance financière réelle ou qui veut comparer efficacement différentes sociétés immobilières. Pour remédier à cette situation insatisfaisante, il serait souhaitable de régler de manière uniforme et cohérente les composantes, le calcul et le traitement des coûts de transactions générés lors de la vente éventuelle d'un immeuble de placement. Des normes particulières à la branche seraient sans aucun doute les bienvenues pour réussir dans cette entreprise. *DZ/CK/MFD*