

Bewertung von Immobilienbeständen und mögliche Stellschrauben

2008 ERSTMALS KEINE ZUSCHREIBUNGEN

ROBERT CLEVE, CHRISTIAN SCHIFFMACHER Seit Anfang 2005 müssen Unternehmen, die im Regulierten Markt (vormals Geregelter Markt und Amtlicher Markt) notieren, nach IFRS bilanzieren. Zahlreiche notierte Immobiliengesellschaften sind jedoch erst 2006 oder 2007 an die Börse gegangen (s. Seite 10-12). Während 2007 viele davon noch kräftige Gewinne aus der Neubewertung von Immobilien nach IAS 40 verbuchen konnten, dürften diese im laufenden Jahr erstmals ausbleiben. Marktteilnehmer und Emittenten sehen sich einer neuen, unangenehmen Situation ausgesetzt. Wichtig dabei ist zu verstehen, wie die ausgewiesenen Bilanzwerte zu Stande kommen und welche möglichen „Stellschrauben“ es dabei gibt.

Bilanzierung nach IFRS

Bei Bilanzierung nach IFRS (International Financial Reporting Standards) erfolgt die erstmalige Bilanzierung von Investment Property (langfristig als Finanzinvestition gehaltene Objekte, IAS 40) zu den Anschaffungs- und Herstellungskosten. Bei einer Folgebewertung besteht ein Wahlrecht, die fortgeführten Anschaffungs- und Herstellungskosten anzusetzen oder eine jährliche Neubewertung zum aktuellen Zeitwert („Fair Value“) durchzuführen. Veränderungen des Zeitwertes fließen nach IAS 40 direkt als Bewertungsgewinn bzw. -verlust in die Gewinn- und Verlustrechnung ein, natürlich ohne cashwirksam zu sein. Die in Europa verbreitete Marktwertdefinition der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) steht im Einklang mit der Definition des International Valuation Standards Committee (IVSC).

Der Fair Value ist nach IAS 40 als Betrag definiert, auf den sich unabhängige Parteien einigen würden. Zur Ermittlung des Fair Value kommen Vergleichswertverfahren, Ertragswertverfahren oder Discounted Cashflow-Verfahren in Frage. Im Konzernanhang ist die angewandte Methode anzugeben und in welchem Umfang das Ergebnis auf den Bewertungen eines unabhängigen Gutachters beruht. Allerdings ist i. d. R. nicht bekannt, auf welchen Annahmen die Ergebnisse beruhen und teilweise auch nicht, wer die Bewertung vorgenommen hat.

Gutachter

Bei Immobilienfonds muss es sich bei den Sachverständigen laut Investmentgesetz (InvG) um natürliche Personen (z. B. Chartered Surveyors) handeln, die weisungsfrei sind. Die Wahrung der Objektivität und Weisungsfreiheit muss durch deren Geschäftskonzept gewährleistet sein.

Bei Immobilienaktiengesellschaften oder REITs werden die Bewertungen vorwiegend von den großen internationalen Immobiliendienstleistern wie Jones Lang LaSalle oder CB Richard Ellis (CBRE) vorgenommen. Ebenfalls zunehmend aktiv im Markt sind die E&G Valuation GmbH sowie die W & P Immobilienberatung GmbH. Die Geschäftsführer und Gesellschafter der Ellwanger & Geiger Tochtergesellschaft E&G Valuation GmbH sind bereits seit vielen Jahren mit einem weltweiten Bewertungsvolumen von zusammen über 30 Mrd. Euro tätig. Die W & P Immobilienberatung GmbH, Frankfurt, ist eine Tochtergesellschaft der Wüest & Partner AG, die in der Schweiz zu den Marktführern zählt.

Tab. 1: Bewerter der größten deutschen Immobiliengesellschaften

Emittent	Bewerter
Gagfah	?
IVG	in Deutschland: Jones Lang LaSalle, Rödl & Partner
Deutsche EuroShop	Feri, GfK Geomarketing
Deutsche Wohnen	Catella
alstria office-REIT	Colliers
DIC Asset	Cushman & Wakefield
IMW Immobilien	CBRE, DTZ
Colonia Real Estate	DTZ
Vivacon	zu Anschaffungs- und Herstellungskosten bewertet
Patrizia	mehrere der großen Bewertungsges., Patrizia möchte keinen Gutachter nennen
TAG Tegernsee	Cushman & Wakefield sowie Rödl & Partner
AIG Int. Real Estate	versch. Bewerter
VIB Vermögen	Deloitte
Estavis	Objekte sind zu Anschaffungskosten im Umlaufvermögen
Alta Fides	?
POLIS	Feri

Quelle: Unternehmensangaben



sellschaft erläutert, aufgrund zu niedriger Kosten eine Netto-Anfangsrendite erwartet, die um 100 Basispunkte über dem tatsächlichen Wert liegt, so führt dies bei den größeren notierten Immobiliengesellschaften zu Veränderungen beim Jahresergebnis, die im dreistelligen Millionenbereich liegen.

Fazit:

Die Bewertungsgutachten der bekannten Immobiliendienstleister haben am Kapitalmarkt eine hohe Glaubwürdigkeit, und zwar eine höhere als von den Emittenten selbst ermittelte Bewertungen. Dennoch ist es wichtig zu wissen, welche Verfahren gängig sind, wie die Bewertungen ermittelt werden, welche Stellschrauben es gibt und wie die Ergebnisse von Investoren auf Plausibilität überprüft werden können.

Mögliche „Stellschrauben“

Grundsätzlich handelt es sich bei den Bewertungen aufgrund der fehlenden Transaktion nicht um echte, sondern auf Basis verschiedener Methoden errechnete fiktive Marktpreise. Externe Gutachten, die von renommierten Gutachtern durchgeführt werden, haben dennoch am Kapitalmarkt einen hohen Stellenwert. Abweichungen des ermittelten Marktwertes vom tatsächlich erzielbaren Wert in einem Korridor von +/- 10% gelten als akzeptabel.

Mögliche „Stellschrauben“ beim weit verbreiteten Discounted Cashflow-Verfahren sind in erster Linie die erwarteten Mieten bzw. Mietsteigerungen. Aber auch zu niedrig angesetzte Bewirtschaftungskosten können zu einer verzerrten bzw. überhöhten Marktpreisermittlung führen. Die Abweichungen können dabei immens sein. Wird z. B., wie uns der Vorstand einer notierten Ge-

Weitere Storys zum Thema Valuation:

Bewertungsverfahren – DCF vs. deutsche Verfahren E&G Valuation	S.26-28
Interview mit Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Universität Freiburg	S.30-31
Immobilienbewertung im Rahmen von Börsengängen (Ausgabe 2/2008, S. 80-82)	
Verpflichtung zur Aufstellung des Jahres- bzw. Konzernabschlusses nach IFRS (Ausgabe 2/2008, S. 58-61)	

Impressum

Institutional Investment Real Estate Magazin
Ausgabe 3/2008)

Verlag:

Institutional Investment Publishing GmbH
Bahnhofstr. 28
D-82515 Wolfratshausen
www.realestate-magazin.de
Tel: +49 (0) 8171 / 41 80 4-90
Fax: +49 (0) 8171 / 41 80 4-99
Email: info@realestate-magazin.de

Redaktion:

Christian Schiffmacher (Chefredakteur),
Robert Cleve, Frank Schnattinger

Mitwirkung bei dieser Ausgabe:

Remi Buchschacher, Dr. Jürgen von Kann, Stefan Lutz, Helmut Keber, Katrin Löhken, Dr. Dirk Tuttlies,

Interviewpartner:

René Parmantier, Roger Peeters,
Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Jan Oliver Rüter,
Frank Schaich

Bildredaktion:

Stefanie Schnattinger

Gestaltung/Layout:

Design Concept Krön, 82178 Puchheim

Druck:

Peradruck GmbH, München

Vertrieb:

Einzelverkaufspreis: 19,00 Euro
(inkl. MwSt. und Versand)

Abonnement:

109 Euro (inkl. MwSt. und Versand). Ein Jahresabonnement beinhaltet mindestens sechs Ausgaben. Premium-Abo: 219 Euro (inkl. MwSt. und Versand sowie Online-Zugriff auf die Immobilien-IPO-Watchlist).

Erscheinungstermine 2008:

04.06. (Special Issue "German REITs & Real Estate Securities – related to REITWeek 2008),
01.09. (Ausgabe 5/2008),
06.10. (zur EXPO REAL),
10.11. (zum Deutschen Eigenkapitalforum)

Haftung und Hinweise:

Artikel und Tabellen liegen Quellen zu Grunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann allerdings nicht übernommen werden.

Nachdruck:

© 2007 Institutional Investment Publishing GmbH, Wolfratshausen. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Vervielfältigungen oder Verbreitung mittels elektronischer Medien nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Verlages.