

# „Wertansätze in den Bilanzen sind nie echte Marktpreise“

INTERVIEW MIT PROF. DR. HEINZ REHKUGLER,  
LEHRSTUHL FÜR FINANZWIRTSCHAFT UND BANKEN,  
UNIVERSITÄT FREIBURG

Im Gespräch mit dem Real Estate Magazin zeigt Prof. Dr. Heinz Rehkugler die Problematik der Wertermittlung bei notierten Immobiliengesellschaften ebenso auf wie die Möglichkeiten, die Wertansätze auf Plausibilität zu prüfen.

Prof. Dr. Heinz Rehkugler ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken an der Universität Freiburg und Leiter der Expertengruppe Immobilien bei der DVFA



**REAL ESTATE MAGAZIN:** Worauf muss man bei den Bewertungen notierter Immobilienunternehmen achten, was sind mögliche Kritikpunkte?

**PROF. REHKUGLER:** Zum ersten: Wertansätze von Immobilien in Bilanzen sind eben nie echte Marktpreise, sondern durch mehr oder weniger geeignete Sachverständige auf der Basis von Schätzungen und Vergleichen ermittelte fiktive Marktwerte. Den Bewertungsvorschlag liefert also nicht der Markt, sondern ein Gutachter, der Bewertungsverfahren anwendet, die die sonst durch das Marktgeschehen offenbarten Informationen ersetzen müssen. Sachverständige sind in diesem Sinne Simulatoren des fehlenden Marktgeschehens. Vor allem bei Immobilien, für die es aufgrund von Größe, Lage, Nutzer und Nutzungsart nur einige Anbieter und potenzielle Nachfrager, also keinen breiten Markt gibt, ist die Schwierigkeit recht groß, Wertansätze zu finden, die bei einer Veräußerung tatsächlich erzielt werden könnten. Schwankungsbreiten von 10 bis 15% sind durchaus möglich und werden unter Fachleuten als akzeptabel angesehen. Damit ist auch die Schwierigkeit für den Analysten groß, ihre Plausibilität jeweils zu prüfen. Das ist das Problem der Präzision von Bewertungen. Zum zweiten:

*Externe Bewertungen, durchgeführt von renommierten Adressen, haben den Anspruch höherer Glaubwürdigkeit für sich als hauseigene Bewertungen.*

Weltweit lässt sich das Phänomen beobachten, dass die Immobilienbewertungen den tatsächlichen Marktbewegungen, die sich in veränderten Transaktionspreisen zeigen, meist erst mit einem beträchtlichen Lag und in abgeschwächter Form (sogenanntes Smoothing) folgen. Die angegebenen Werte bilden dann nicht den wirklichen aktuellen Wert ab. Das ist das Nachlaufproblem. Zum dritten: Je mehr die geschilderten Probleme gegeben sind, desto größer könnte der Anreiz der Immobilienunternehmen sein, die Wertansätze für die Immobilienbestände zur Gestaltung des Periodenergebnisses zu nutzen. Im IFRS-Abschluss erscheinen, wenn die Fair Value-Variante gewählt wird, die Bewertungsergebnisse unmittelbar als Bestandteil des Periodenerfolgs. Das schafft Anreize, einen ansonsten nicht überzeugenden Erfolgsausweis durch positive Bewertungsergebnisse zu verschönern. In Jahren mit steigenden Immobilienwerten könnte demgegenüber die Tendenz bestehen, durch geringere Anpassungen ein Polster an stillen Reserven aufzubauen, um in Perioden mit fallenden Preisen geringeren Bedarf der Rücknahme der Werte zu haben. Das ist das Gestaltungsproblem.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Welche Abweichungen beim NAV würden Sie als akzeptabel bezeichnen?

**PROF. REHKUGLER:** Ich muss wiederum zwei Teilantworten geben, weil Abweichungen des Börsenkurses vom NAV aus zwei völlig unterschiedlichen Ursachen resultieren können. Grundsätzlich sollte ein Börsenkurs nur dann vom NAV abweichen, wenn es hierfür fundamentale Gründe gibt, d. h. der Barwert der geschätzten künftigen Einnahmenüberschüsse aus dem Unternehmen höher oder niedriger ist als die Summe der Nettovermögenswerte. Das kann zum einen resultieren aus der Erwartung höherer Erträge

bzw. niedrigerer Kosten, was wiederum z. B. auf Größen- und Effizienzvorteilen oder auf einer überzeugenden Strategie basieren kann. Zum anderen kann sich auch der Diskontierungszins des Kapitalmarkts vom Diskontierungszins der Immobilienbewertung trennen. Denn in ihm kommen in positiver Richtung Diversifikationseffekte durch eine geschickte Streuung der Risiken im Portfolio zum Tragen, in die negative Richtung wirkt sich vor allem mangelnde Transparenz der Unternehmen aus, die mit Risikoaufschlägen im Zins „bestraft“ wird. Insgesamt können solche fundamental gerechtfertigten Abweichungen vom NAV durchaus Größenordnungen bis zu 20 oder gar 30% erreichen. Oft weicht der Börsenkurs aber, wie in der aktuellen Marktsituation, ungerechtfertigt vom fundamentalen Unternehmenswert ab, weil die gesamte Marktstimmung übertrieben positiv oder negativ ist oder Marktineffizienzen bei einzelnen Werten, z. B. aufgrund sehr geringer Liquidität, auftreten. Solche Abweichungen sind nie akzeptabel und sollten durch die Marktentwicklung auch wieder von selbst verschwinden.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Lassen sich durch zu niedrige Bewirtschaftungskosten oder angenommene Mietsteigerungen nicht recht hohe Abweichungen erreichen?

**PROF. REHKUGLER:** Der Sachverständige selbst tut sich nicht leicht, die Immobilienwerte durch den Ansatz zu niedriger Bewirtschaftungskosten oder zu hoher Mietsteigerungserwartungen zu verzerren. Denn bei einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren wird in der Regel mit marktüblichen durchschnittlichen Größen bzw. mit der im Liegenschaftszins enthaltenen vom Markt erwarteten Mietsteigerung gerechnet. Bewertet der Sachverständige nach DCF, dann hat er zwar grundsätzlich die Möglichkeit, über den Ansatz der Bewirtschaftungskosten und der Mietsteigerung am Immobilienwert zu „drehen“ und einige Perioden vielleicht höhere Werte auszuweisen, als sie angemessen sind. Die dadurch erreichbaren Größenordnungen werden sich aber in Grenzen halten. Zusätzlich kann allerdings die Gesellschaft die Bewirtschaftungskosten, vor allem den Instandhaltungsaufwand eine Zeit lang deutlich nach unten fahren und damit das in der Erfolgsrechnung ausgewiesene Periodenergebnis steigern. Hier kommt es für den Analysten darauf an, diese Aufwandspositionen genau zu prüfen und mit in der Branche üblichen Aufwandssätzen zu vergleichen.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Einige Immobiliengesellschaften haben deutlich höhere Abschläge auf den NAV, als andere. Bedeutet dies, dass der Markt kein Vertrauen in die Strategie dieser Unternehmen hat oder in den ausgewiesenen NAV?

**PROF. REHKUGLER:** Wiederum müsste man analytisch zuerst den Markteffekt isolieren und herausrechnen. Die Immobilienunternehmen haben unterschiedliche Gesellschafterstrukturen und sind daher vom Geschehen an den Börsen unterschiedlich betroffen. Der dann verbleibende Abschlag auf den NAV ist sicher viel stärker von der Einschätzung in die Qualität des Managements und die Einschätzung der Tragfähigkeit der Unternehmensstrategie getragen als von dem Misstrauen gegenüber dem ausgewiesenen NAV.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Wie kann ein Investor die Bewertung auf Plausibilität prüfen?

*Weltweit lässt sich das Phänomen beobachten, dass die Immobilienbewertungen den tatsächlichen Marktbewegungen, die sich in veränderten Transaktionspreisen zeigen, meist erst mit einem beträchtlichen Lag und in abgeschwächter Form (sogenanntes Smoothing) folgen.*

**PROF. REHKUGLER:** Für den Analysten bzw. Investor wird als erstes von Bedeutung sein, wer die Bewertung durchgeführt hat. Externe Bewertungen, durchgeführt von renommierten Adressen, haben den Anspruch höherer Glaubwürdigkeit für sich als hausinterne Bewertungen. Zusätzlich wird er gut daran tun, die vom Unternehmen ausgewiesenen Wertansätze und deren Veränderungen nicht einfach hinzunehmen, sondern mit der Entwicklung der jeweiligen relevanten Teilmärkte zu vergleichen. Dies gilt auch für Aufwendungen für Instandhaltung und Modernisierung. Diese Überprüfung wird umso leichter sein, je transparenter das Unternehmen über die Wertentwicklung der Immobilien im Einzelnen und über die den Bewertungen zugrunde liegenden Prämissen berichtet. Intransparenz sollte per se ein Anlass für Nachfragen bzw. für Vorsicht sein. Ein weiterer, recht eleganter Weg wird zunehmend von Analysten begangen: Er basiert auf der Idee der wertorientierten Steuerung von Unternehmen. Die vom Markt auf das im Unternehmen arbeitende Kapital geforderte Rendite, die Kapitalkosten, werden den voraussichtlich vom Unternehmen tatsächlich zu erwirtschaftenden Renditen gegenüber gestellt. Wenn ein Unternehmen auf das eingesetzte Kapital eben gerade so viel verdient wie die von den Kapitalgebern geforderte Rendite, dann wird durch die Unternehmenstätigkeit kein zusätzlicher Wert geschaffen. Liegt die erwirtschaftete Rendite über den Kapitalkosten, dann wird ein zusätzlicher Wert geschaffen und dann ist auch ein Aufschlag des Börsenkurses auf den Wert des eingesetzten Kapitals gerechtfertigt. Unter den Kapitalkosten liegende Renditen führen dagegen zu einem Abschlag. Setzt ein Unternehmen seinen NAV als bewusst zu hoch an, dann liegt damit die „Latte“ für den daraus zu erwirtschaftenden Überschuss auch höher. Kann das Unternehmen diesen Anspruch nicht erfüllen, dann hat es selbst den Abschlag des Börsenkurses von dem zu hohen NAV provoziert.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.