

Fair-Value-Bewertung von Immobilienprojektentwicklungen

Bewertungsmethoden zur Bestimmung des Marktwertes

von

Lukas Guy Schnider, Martin Schweizer, Michael Camenzind

1. Auflage

Diplomica Verlag 2014

Verlag C.H. Beck im Internet:
www.beck.de

ISBN 978 3 95485 101 0

Leseprobe

Textprobe:

Kapitel 1.2.2, Fair Value für Immobilien nach europäischen Bewertungsstandards (IVSC, TEGoVA, RICS):

Die europäischen Bewertungsstandards operieren offiziell nicht mit dem Begriff Fair Value. Sie unterscheiden zwischen dem Marktwert (Market Value) und dem Marktpreis. Der Marktwert einer Immobilie 'stellt dabei eine Prognose des bei einer Transaktion auf dem Markt erzielbaren Preises dar'. Die Prognose basiert dabei meist auf dem Ergebnis einer Bewertung. Sie wurde unter objektiven Gesichtspunkten hergeleitet. Der Preis einer Immobilie hingegen ist der beim Kauf/Verkauf tatsächlich erzielte Erlös.

Die einheitliche Definition des Marktwertes gemäß IVSC, TEGoVA und RICS lautet:

'Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für den ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräußerer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.'

Bereits in der Definition des Marktwertes wird durch die Formulierung 'ohne Zwang' darauf hingewiesen, dass ungewöhnliche Umstände, die den Kaufpreis erhöhen oder herabsetzen können, wie zum Beispiel ein Notverkauf, eine Zwangsveräußerung oder ein spezifisches Druckmittel des Erwerbers auf den Veräußerer ausgeklammert werden.

Im Marktwert sind ausdrücklich folgende Kosten nicht enthalten:

- Transaktionskosten,
- Finanzierungskosten,
- Provisionen,
- Handänderungssteuern,
- Grundstückgewinn- oder Mehrwertsteuern.

Hingegen werden Liegenschaftssteuern, auch Grund- oder Grundstücksteuern, in den Bewertungen berücksichtigt.

1.2.3, Fair Value für Immobilien in Swiss GAAP FER:

Der Fair-Value-Begriff wird in Swiss GAAP FER als 'aktueller Wert' bezeichnet. Er wird sowohl für die Bewertung von Aktiven als auch für Verbindlichkeiten verwendet.

Im Rahmenkonzept des Standards wird aufgeführt, was unter einem 'aktuellen Wert' im Zusammenhang mit der Bewertung von Aktiven (so auch Immobilien) zu verstehen ist. Dabei sieht der Standard für den 'aktuellen Wert' vier mögliche Wertansätze vor:

1. Aktueller Wert = Tageswert (Current Cost),

2. Aktueller Wert = Netto-Marktwert (Net Selling Price / Fair Value less costs to sell),
3. Aktueller Wert = Nutzwert (Value in Use, Discounted Cash Flow),
4. Aktueller Wert = Liquidationswert.

Der Tageswert (Current Cost) ergibt sich durch den Marktpreis am Bilanzstichtag auf dem Beschaffungsmarkt.

Der Netto-Marktwert (Net Selling Price) hingegen widerspiegelt den Marktwert per Bilanzstichtag auf dem Absatzmarkt abzüglich der Verfügungskosten.

Der Netto-Marktwert entspricht dem Betrag, 'der durch den Verkauf des Vermögensgegenstandes zwischen Sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern vereinbart wird, abzüglich der Verfügungskosten (wie Transport, Verkaufskommissionen, Steuern).'

Ob zu den 'Verfügungskosten' auch Transaktionskosten beim Verkauf einer Immobilie gehören, geht aus der oben aufgeführten Definition nicht klar hervor:

Der Nutzwert (Value in Use) wird durch den Barwert der zukünftig zu erwartenden Netto-Cashflows berechnet zuzüglich eines allfälligen Mittelzuflusses am Ende der Nutzungsdauer. In Swiss GAAP FER 18 (Sachanlagen) findet sich unter Ziffer 14 eine weitere Hilfestellung, was unter dem aktuellen Wert bei Renditeobjekten zu verstehen ist:

'Der aktuelle Wert (von Sachanlagen, die zu Renditezwecken gehalten werden) wird durch Vergleich mit ähnlichen Objekten geschätzt, nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Abzinsungssatzes bewertet oder nach einer anderen allgemein anerkannten Methode berechnet.'

Eine weitere Definition des 'aktuellen Wertes' findet sich in Swiss GAAP FER 26, der Rechnungslegung für Personalvorsorgeeinrichtungen. Diese Richtlinie verlangt die konsequente Anwendung von Marktwerten für alle Vermögensanlagen ohne Einbau von Glättungseffekten. Die Konkretisierung des 'aktuellen Wertes' sieht wie folgt aus:

'Der aktuelle Wert von Immobilien [...] ohne regelmäßigen öffentlichen Handel wird nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Kapitalisierungssatzes ermittelt, durch Vergleich mit ähnlichen Objekten geschätzt oder nach einer anderen allgemein anerkannten Methode berechnet.'

1.3, Zusammenfassung und Fazit:

Es kann festgehalten werden, dass unter dem Fair-Value-Begriff in allen Definitionen ein Marktwert zu verstehen ist, der ohne Zwang nach marktüblichen Bedingungen zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern zu Stande kommt. Die einzelnen Definitionen unterscheiden sich diesbezüglich in Nuancen. Mal abgesehen von der Fair-Value-Definition des Swiss GAAP FER, die eher rudimentär erscheint und sich nicht konkret zu den 'marktüblichen Bedingungen' äußert.

Weiter herrscht weitgehend Übereinstimmung, dass Transaktionskosten, Finanzierungskosten

und (latente) Steuern nicht in die Fair-Value-Berechnung einfließen sollen. Swiss GAAP FER allerdings macht auch zu dieser Frage keine eindeutigen Aussagen.

Unterschiede sind vor allem in den Wertansätzen zu beobachten, also bei der Frage, wie der Fair Value ermittelt werden soll. Während bei IFRS klar das Primat der marktpreisorientierten Ermittlung (Mark-to-Market-Ansatz) herrscht, sprechen die internationalen Bewertungsstandards (IVSC, TEGoVA, RICS) und Swiss GAAP FER bereits in ihren Definitionen von einem Marktwert und meinen damit den geschätzten Betrag, der auf einer Prognose des erzielbaren Preises beruht. Die Prognose wiederum basiert (meist) auf einer Bewertung (Mark-to-Model-Ansatz). Insofern tragen die Definitionen der internationalen Bewertungsstandards und von Swiss GAAP FER der Situation Rechnung, dass Immobilien - insbesondere Renditeobjekte - ein nicht homogenes und illiquides Gut darstellen, wofür selten per Stichtag der gelöste Verkaufspreis eines identischen (oder sehr ähnlichen) Objektes herangezogen werden kann. Selbst wenn es aktuelle Transaktionspreise für vergleichbare Anlageobjekte gibt, sind sie nicht zwangsläufig öffentlich zugänglich.

1.4, Definition des Fair-Value-Begriffes in dieser Studie:

In dieser Studie wird der Fair-Value-Begriff als Marktwert im Sinne der Definition der europäischen Bewertungsstandards (IVSC, TEGoVA und RICS) verstanden. Dabei wird davon ausgegangen, dass der Marktwert auf einer Bewertung (Schätzung) basiert, die unter objektiven Gesichtspunkten hergeleitet und plausibilisiert wurde und damit für jedermann nachvollziehbar ist.

1.5, Kritische Stimmen zum Fair-Value-Ansatz:

Nachfolgend werden drei unterschiedliche Publikationen bzw. Artikel besprochen, die stellvertretend für andere Stimmen die häufigsten Kritikpunkte am Fair-Value-Ansatz wiedergeben:

Kritik 1: Gewinne werden ausgewiesen, hinter denen keine echten Einnahmen, kein Cash steckt. Im Gegensatz zum Vorsichtsprinzip der Schweizer Rechnungslegung bis Mitte der 90er-Jahre, das verlangt, dass Risiken abgebildet werden, wenn sie absehbar sind, Erträge aber erst, wenn sie feststehen (Imparitätsprinzip), bewirkt der Fair-Value-Ansatz der modernen Rechnungslegung, dass Erträge in Form von Aufwertungsgewinnen ausgewiesen werden, hinter denen keine echten Einnahmen stehen.

Lukas Handschin führt in einem Artikel der NZZ vom 22. Mai 2009 aus, dass die Schwäche dieses Systems dann deutlich wird, 'wenn sich die Zukunftsaussichten verdüstern und die Ertrags-, Liquiditäts- und Gewinnpotenziale neu bewertet werden müssen. Schon geringfügige, aber erst recht massive Korrekturen der Zukunftspotenziale können zu erheblichen Wertberichtigungen der Aktiven führen, womit Verlust entsteht.'

Er zeigt auf, wie solche Bewertungskorrekturen ein Unternehmen existenziell treffen können, wenn in der Vergangenheit aufgrund aufgeblähter Gewinne (hinter denen kein Cash steckt) zu viel Dividenden und Boni ausbezahlt wurden.

Das Eigenkapital könne so in guten Phasen kein genügend großes Reservepolster für allfällige Bewertungskorrekturen nach unten bilden. In solchen Situationen bestehe die Gefahr, dass die zu

geringe Eigenkapitaldecke größere Bewertungskorrekturen der Aktiven nicht mehr auffangen könne. Verschärfend komme hinzu, dass genau dann die Kreditgeber aufgrund der durch die Bewertungskorrektur eingetretenen massiv höheren Belehnungsquote auf Kreditrückzahlungen drängen müssen.

Für das Unternehmen und den Gläubiger könne sich daraus eine existenzbedrohende Situation ergeben. Denn auch der Gläubiger ist angehalten, seine Forderungen neu tiefer zu bewerten. Selbst wenn es nicht ganz so schlimm komme, führe die Situation laut Handschin oft dazu, dass das Fremdkapital nicht mehr erhöht werden könne. Wenn dann die eigenen Cashmittel als Folge zu hoher Gewinnausschüttungen und Boni-Zahlungen für wichtige Investitionen fehlten, könne dies zu einer verschlechterten Wettbewerbsfähigkeit führen, was wiederum Bewertungskorrekturen mit sich bringe (Negativspirale).

Handschin regt als Konklusion seiner Ausführungen die Einführung neuer Kapitalschutzvorschriften an. Sie sollen verhindern, dass in Boomzeiten zu viel Geld aus der Firma gezogen wird.

Kritik 2: Das Mark-to-Market-Primat des Fair Value führt zu hoher Volatilität und im Extremfall zum Zusammenbruch des Marktes.

Andreas Bleisch kritisiert in einem Artikel der NZZ vom 25. März 2009 das Primat des 'Mark to Market' der internationalen Rechnungslegungsstandards. Bei diesem Ansatz wird für die Bewertung in erster Linie auf aktuelle Marktpreise abgestellt.

Bleisch ist der Auffassung, dass dieses Prinzip in Zeiten von starken Marktungleichgewichten versagt. Wenn in einem illiquiden oder ineffizienten Markt vorwiegend Referenzwerte aus Notverkäufen herangezogen werden müssten, führe dies, so Bleisch, zu einer massiven Abwärtsspirale bei der Bewertung der Aktiven und Passiven. Die jüngste teilweise massive Rückstufung der Inventarwerte von Anlageobjekten (vor allem in den strikt nach Marktpreisen bewertenden angelsächsischen Ländern) sei auf dieses Fair-Value-Prinzip zurückzuführen. Die Folgen für die betroffenen Immobiliengesellschaften seien verheerend. Die Abwertungen 'gefährden nicht nur deren Fortbestand, sondern ziehen weitere Notverkäufe zu nochmals tieferen Preisen nach sich. Der vollständige Einbruch des Marktes ist damit programmiert.'

Bleisch ist der Auffassung, dass zumindest in Zeiten von ineffizienten Märkten zwingend auf den Ansatz der Marktwertschätzung auf Basis von prognostizierten Netto-Cashflows zurückgegriffen werden müsse. Er lobt in diesem Zusammenhang die Praxis in der Schweiz, die grundsätzlich den Schätzwertansatz in den Vordergrund stelle. Echte Freihandtransaktionen würden hier vorwiegend nur noch zum Zwecke der Plausibilisierung des Schätzergebnisses herangezogen. 'Fehlen solche, wird das zuvor beobachtete Niveau fortgeschrieben.'

Kritik 3: Entscheidungsnützlichkeit des Fair Value wird angezweifelt.

Die jüngste Finanzkrise, die gemäß vielen Experten durch die Bewertungsvorschriften des Fair Value verschärft und beschleunigt wurde, nimmt Dieter Pfaff zum Anlass, in einem Aufsatz über die Frage nachzudenken, ob die Bewertung zum Fair Value tatsächlich das Gebot der Entscheidungsnützlichkeit erfüllt.

Das Argument der Entscheidungsnützlichkeit ist, so Pfaff, 'das wichtigste Kriterium, das internationale Standardsetter bei der Festlegung von Rechnungslegungsnormen beachten.

Getrieben von der Idee, Jahresabschlüsse von Unternehmen auf internationaler Ebene aussagekräftiger und vergleichbarer zu machen, sollen Kapitalströme in die Unternehmen mit der besten Performance gelenkt werden.'

Die Meinung der Standardsetter (und anderer Experten), der Fair-Value-Ansatz sei entscheidungsnützlicher als andere Wertkonzepte, stellt gemäß Pfaff 'nicht mehr und nicht weniger als ein Postulat dar'.

In der Folge zeigt Pfaff auf, dass trotz großer Kapitalmarktstudien und repräsentativer Befragungen bislang nicht empirisch und eindeutig bewiesen werden konnte, dass der Fair-Value-Ansatz besser als andere Konzepte ist. Hier seine wesentlichsten Argumente:

- Die Relevanz von Fair Value ist nach Pfaff für operative Vermögenswerte zweifelhaft, da Verbundeffekte vollkommen unberücksichtigt bleiben (z.B. Risikodiversifikation). Wenn schon, dann müsste die Einzelbewertungsbasis zu Gunsten einer Gesamtbewertung von Unternehmensbereichen erfolgen.
- Pfaff wirft die Frage auf, ob man mit volatilen Gewinnen, die sich aus den Änderungen der Fair Values ergeben, die operative Performance besser abschätzen kann als mit anderen Wertkonzepten.
- Weiter führt er das Ergebnis einer Studie vom April 2008 des Deutschen Rechnungslegungs-Standards-Committee (DRSC) in Zusammenarbeit mit dem Verband der Europäischen Finanzanalysten-Vereinigung (EFFAS) und der Humboldt-Universität zu Berlin an, in dem unter anderem Modell-Bewertungen 'größtenteils im Vergleich zu historischen Kosten als weniger entscheidungsnützlich angesehen werden'. Argumentiert wird in diesem Zusammenhang mit den Spielräumen der Schätzparameter, die zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen führen können. Als Extrembeispiel führt Pfaff die Schätzung des Übernahmepreises im Fall der Neuenburger Hypothekbank Crédit Foncier Neuchâtelois in den 90er-Jahren auf. So unterschied sich damals bei vier Bewertungsgutachten von namhaften Bewertungsunternehmen der höchste Wert 19 Mal vom niedrigsten.
- Zum Thema der Volatilität zitiert Pfaff eine Studie von Plantin/Sapra/Shin aus dem Jahre 2008, die dem Fair Value klar eine Volatilitätsanfälligkeit attestiert, vor allem dann, wenn die Marktpreise unter den Fundamentalwert fallen und damit (Not-)Verkäufe auslösen. Pfaffs Konklusion: 'Mark to Market kann so zu einer zusätzlichen endogenen Quelle der Volatilität werden, weil realwirtschaftliche Entscheidungen nur aufgrund des Bewertungsregimes gestört werden.'