

Gestaltungsspielraum bei der Net-Asset-Value-Berechnung

BEST PRACTICE RECOMMENDATIONS
DER EPRA DIENEN DER TRANSPAREN-
TEN NAV-BERECHNUNG

JAN BÄRTHEL, W&P IMMOBILIENBERATUNG,
MARCO FEUSI, WÜEST & PARTNER

Der Wert eines Vermögensgegenstandes resultiert aus dem zukünftigen Nutzen (abzüglich eventueller zukünftiger Aufwendungen), den er seinem Eigentümer voraussichtlich spenden wird. Der Wert eines Unternehmens wird deshalb in der Regel als Barwert der in Zukunft erwarteten Zahlungsüberschüsse hergeleitet. Dies gilt auch für bestandshaltende Immobiliengesellschaften, wobei jedoch

die zukünftigen Erträge einerseits maßgeblich von den Lage- und Objektqualitäten der gehaltenen Immobilien abhängen und andererseits genau diese Qualitäten zu den aktuellen Marktwerten der gehaltenen Immobilien führen. Im Unterschied zu Unternehmen vieler anderer Branchen sind bei bestandshaltenden Immobiliengesellschaften die Synergieeffekte zwischen einzelnen Vermögenswerten, insbesondere zwischen den einzelnen Immobilien, aber auch immaterielle Vermögenswerte weniger relevant für die Unternehmensbewertung. Diesen Zusammenhängen sowie der Tatsache, dass die für die Ermittlung der in Zukunft erwarteten Zahlungsüberschüsse erforderlichen Informationen kaum öffentlich verfügbar sind, hat der Net Asset Value (NAV) seine Bedeutung als zentrale Bewertungskennzahl für bestandshaltende Immobiliengesellschaften zu verdanken. Der NAV berechnet sich als Differenz der zu Marktwerten bewerteten Aktiven und der ebenfalls zu Marktwerten bewerteten Passiven und entspricht damit dem Nettosubstanzwert. Seine Berechnung ist für die Bilanzierung und Berichterstattung nicht zwingend, dennoch gehört die Berechnung von NAVs insbesondere in den Ländern, in denen bestandshaltende Immobiliengesellschaften ihre Immobilien zu Marktwerten bilanzieren, zum Tagesgeschäft von Investoren und Analysten.



Jan Bärthel MRICS, Geschäftsführer der W&P Immobilienberatung GmbH, Frankfurt



Marco Feusi MRICS, Partner der Wüest & Partner AG, Zürich & Genf

EPRA Best Practice Recommendations

Auf Grund unterschiedlicher internationaler Bilanzierungsrichtlinien, vorhandener Wahlrechte von Bilanzierungsmodellen und unterschiedlicher Interpretationen ist die finanzielle Vergleichbarkeit von Immobiliengesellschaften erschwert. Mit den Best Practice Recommendations der European Public Real Estate Association (EPRA) in der aktuellen Fassung vom Mai 2008 existiert eine anerkannte Richtlinie, um die Berichterstattung einer Immobiliengesellschaft nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) um branchenspezifische Informationen zu ergänzen und so Transparenz und Vergleichbarkeit zu erhöhen.

Einige Immobiliengesellschaften deklarieren die im Geschäftsbericht enthaltene NAV-Berechnung als konform mit den EPRA-Empfehlungen, in den meisten Geschäftsberichten jedoch fehlt ein solcher

Hinweis auf das angewendete Rechenschema. Gestaltungsspielraum bei der NAV-Berechnung besteht in beiden Fällen. Dieser Gestaltungsspielraum besteht einerseits darin, entweder den NAV, den NNAV, den NNNAV oder sogar eine Mischform zu ermitteln, und andererseits erfolgt die Marktwertmittlung der Immobilien, der Beteiligungen, der latenten Steuern und der Finanzverbindlichkeiten mithilfe von teilweise unterschiedlichen Bewertungsannahmen.

IFRS-Berichterstattung und Immobilienbewertung

Nachfolgend werden die für die Immobilienbewertung wichtigsten Interpretationen am Beispiel der IFRS-Regeln aufgezeigt, welche – sofern die NAV-Berechnung auf den so ermittelten Immobilienwerten basiert – eine unterschiedliche Bemessung des NAV bewirken können:

Bei der finanziellen Berichterstattung von Anlageimmobilien besteht gemäß IAS 40 das Wahlrecht, die Immobilie zum Zeitwert (Fair-Value-Modell) mit Verbuchung der Wertänderung über die Erfolgsrechnung oder zu Anschaffungskosten (Cost Model), das heißt zu Anschaffungs- oder Herstellkosten abzüglich kumulierten Abschreibungen und Wertminderungsaufwendungen (Accumulated Depreciations and Impairment Losses), zu bilanzieren. Die Rechnungslegungsstandards US-GAAP und Japan-GAAP zeigen zudem die Anlageimmobilien ausschließlich zu historischen Kosten abzüglich betriebswirtschaftlich notwendiger Abschreibungen. Die börsennotierten deutschen Immobiliengesellschaften bilanzieren ihre Anlageimmobilien heute fast nur noch mithilfe des Fair-Value-Modells. In der Schweiz wird die Wahlfreiheit durch die SWX Swiss Exchange (SWX) eingeschränkt. Als wohl Schweizer Eigenheit werden Investitionen und damit verbundene Mehrerträge bei der Ermittlung des „Fair Value“ mit Rücksicht auf den Paragraphen IAS 40.51 nicht einbezogen: „The future value of investment property does not reflect future capital expenditure that will improve or enhance the property and does not reflect the related future benefits from this future expenditure.“ Die untersuchten deutschen Gesellschaften machen keine Angaben zu diesen Rahmenbedingungen. Somit werden zumindest in der Schweiz Wertsteigerungspotenziale beispielsweise aus möglichen Umnutzungen, Ausbauten und Erweiterungen von bestehenden Gebäuden nicht im Fair Value reflektiert. Dieser Ansatz widerspricht zweifellos einer Marktwert- oder Fair-Value-Definition, welche von einem höchstwahrscheinlichen Transaktionspreis ausgeht.

Immobilien in Erstellung/Entwicklung sind Immobilien und Landparzellen, die mit der Absicht gehalten werden, sie im Rahmen eines Projekts zu entwickeln und als Anlageimmobilie nutzbar zu machen. Diese werden von fast allen Immobiliengesellschaften in Deutschland und in der Schweiz gemäß IAS 16 zum Anschaffungswert bilanziert. Ab Bezugsbereitschaft werden diese Objekte dann als Anlageimmobilien nach IAS 40 bilanziert, wobei die zu diesem Zeitpunkt bestehende Differenz zwischen Marktwert und Anschaffungskosten erfolgswirksam verbucht wird. Im Gegensatz dazu bilanzieren die britischen Gesellschaften ihre Immobilien in Erstellung/Entwicklung unter IFRS auch schon während der Entwicklungsphase zum jeweiligen Marktwert. Gemäß den Empfehlungen des IAS-Boards werden aber in Zukunft Gesellschaften, die das Fair-Value-Modell bei den Anlageimmobilien anwenden, auch ihr im Bau befindliches Immobilienvermögen zum Fair Value gemäß IAS 40 bewerten und erfolgswirksam bilanzieren müssen.

Ebenso bestehen in den europäischen Ländern, welche die Anwendung von IFRS erlauben, verschiedene Sichtweisen bei der Darstellung des Fair Values. Hierbei stellt sich die Frage, ob der Fair Value die zukünftigen Transaktionskosten berücksichtigen soll oder eben nicht.

Die Empfehlungen der EPRA im Abschnitt 6.3 resultieren in folgendem NAV-Berechnungsschema:

	Buchwerte der Immobilien
+	Wertdifferenz zwischen Markt- und Buchwerten der Immobilien inkl. Immobilien in Erstellung/Entwicklung (IAS 16), selbst genutzten Immobilien (IAS 16), Vorratsimmobilien (IAS 2) und zur Veräußerung gehaltene Anlageimmobilien (IFRS 5)
+	Marktwerte der Beteiligungen
-	Buchwert des Fremdkapitals
+/-	Sonstige Aktiven und Passiven
=	NAV = Net Asset Value
-	Latente Steuern für stille Reserven zwischen Markt- und Buchwerten
=	NNAV = Net Net Asset Value
+	Wertdifferenz zwischen Markt- und Buchwert des Fremdkapitals
=	NNNAV = Net Net Net Asset Value = Triple Net Asset Value

Selbst genutzte Immobilien sind in Übereinstimmung mit IAS 16 zu Anschaffungskosten zu bilanzieren. Bei unbedeutender teilweiser Eigennutzung wird die gesamte Immobilie als Anlageimmobilie zum Fair Value bilanziert. Alternativ bestünde in Fällen, bei welchen der Marktwert einer Sachanlage bestimmt werden kann, die Möglichkeit der Bilanzierung zum Fair Value unter Anwendung des sogenannten Revaluation Models. Diese Möglichkeit wird jedoch in der Immobilienbranche nicht praktiziert.

Vorratsimmobilien (gemäß IAS 2) sind zum Weiterverkauf erworbene Immobilien und mit dem niedrigeren Wert aus Anschaffungs-/Herstellkosten und Nettoveräußerungswert (Net Realisable Value) zu bilanzieren. Zur Veräußerung gehaltene Anlageimmobilien (gemäß IFRS 5) sind zum Buchwert (Carrying Amount) oder – sofern dieser niedriger ist – zum Fair Value abzüglich Veräußerungskosten zu bilanzieren. Eine Ausnahme bilden die Anlageimmobilien, welche in der Vergangenheit unter IAS 40 zum Fair Value bilanziert wurden; diese Anlageimmobilien unterliegen trotz Veräußerungsabsicht nicht den IFRS-5-Bewertungsvorschriften.

Gross Fair Value versus Net Fair Value

Ebenso bestehen in den europäischen Ländern, welche die Anwendung von IFRS erlauben, verschiedene Sichtweisen bei der Darstellung des Fair Values. Hierbei stellt sich die Frage, ob der Fair Value die zukünftigen Transaktionskosten berücksichtigen soll oder eben nicht. Je nach Land und Region können Transaktionskosten, üblicherweise bestehend aus Maklerprovisionen, Transaktionssteuern sowie Grundbuch- und Notarkosten, markant unterschiedlich ausfallen und ein wesentliches Ausmaß im Verhältnis zum Kaufpreis betragen (Höhe der Transaktionskosten je nach Land von 2% bis 15%).

Während die Immobiliengesellschaften in Großbritannien die bei einem allfälligen Verkauf beim Erwerber anfallenden Transaktionskosten abziehen („Net Fair Value“), werden in der Schweiz die Fair Values nicht um die bei einem Verkauf anfallenden Transaktionskosten entsprechend dem Paragraphen IAS 40.37 („An entity determines fair



value without any deduction for transaction cost it may incur in sale or other disposal“) korrigiert (Gross Fair Value). In Deutschland ist die Vorgehensweise der börsennotierten Immobiliengesellschaften nicht einheitlich oder aus den Geschäftsberichten nicht ersichtlich.

Bewertung der latenten Steuern

Die Bilanzierung der Vermögenswerte zu Marktwerten anstelle zu niedrigeren Anschaffungskosten hat naturgemäß auch einen Einfluss auf den Ausweis der latenten Steuern. Zudem fallen die latenten Steuern von Single-Asset-Entities unterschiedlich aus, wenn von einem Asset Deal oder einem Share Deal ausgegangen wird. Je nach landesspezifischer Gesetzgebung führt der Verkauf der Gesellschaft (Share Deal) zu einer wesentlich tieferen Steuerbelastung.

Die Ermittlung der latenten Steuern gemäß IAS 12 erfolgt in der Regel nach der bilanzorientierten Verbindlichkeiten-Methode. Danach werden für temporäre Differenzen zwischen den angesetzten Bilanzwerten und den im Steuerabschluss berücksichtigten Vermögenswerten und Schulden zukünftig wahrscheinlich eintretende Steuerent- und -belastungen bilanziert. Dabei ist jedoch entscheidend, welcher Steuersatz angewendet wird (Beispiele: 1. der bei der Entstehung der zeitlichen Differenz geltende gegenwärtige Steuersatz, 2. der bei der Auflösung der zeitlichen Differenz geltende künftige Steuersatz, 3. ein Thesaurierungs- oder Ausschüttungssatz bzw. ein Mischsatz, 4. ein ausländischer Steuersatz usw.). Die untersuchten deutschen Gesell-

schaften geben an, die latenten Steuern auf der Basis der Steuersätze zu ermitteln, die zum Realisationszeitpunkt gelten bzw. gelten werden. Die untersuchten Schweizer Immobiliengesellschaften berechnen die latenten Grundstücksgewinnsteuern mit unterschiedlichen angenommenen Haltedauern der Immobilien. Einzelne Gesellschaften gehen von minimalen Haltedauern von zwei oder drei Jahren aus (um Spekulationszuschläge zu mindern) und verwenden anschließend die effektiven Haltezeiten. Andere Gesellschaften schätzen die Haltedauer nach Ermessen oder unterlegen eine minimale Haltedauer von zwanzig Jahren, was gegenüber einer angenommenen Haltedauer von drei Jahren eine bis zu halb so hohe Steuerverpflichtung bedeuten kann.

Bewertung der Finanzverbindlichkeiten

Die Bewertung von Finanzinstrumenten, zu denen auch die typischen Finanzverbindlichkeiten einer Immobiliengesellschaft zählen, wird durch IAS 39 geregelt. Finanzverbindlichkeiten in Form von Bankkrediten und anderen Darlehen sowie allfällige Bankschulden werden zu amortisierten Kosten bilanziert. Anleihen werden anfänglich zum erhaltenen Gegenwert nach Abzug der Transaktionskosten und später zu amortisierten Kosten bilanziert. Dabei wird die Differenz zwischen dem erhaltenen Gegenwert und dem Rückzahlungsbetrag über die Laufzeit über die Erfolgsrechnung amortisiert. Die genannten Finanzverbindlichkeiten werden somit – im Gegensatz zu Derivaten und Verbindlichkeiten, die zu Handelszwecken gehalten werden – nicht zum Zeitwert (Fair Value), sondern zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert. Jedoch ist an jedem Bilanzstichtag objektiv zu prüfen, ob eine nachhaltige Wertminderung eingetreten ist (Impairment Test).

Der Zeitwert zinstragender Schulden basiert auf diskontierten Zahlungen mit Zinssätzen für Schulden ähnlicher Fälligkeit und berücksichtigt Änderungen der Tageskurse seit deren Platzierung, d.h. die Veränderung des Zinsumfeldes seit Entstehen der Verbindlichkeit beeinflusst den Zeitwert. Steigende Zinsen verursachen stille Reserven, die umso größer ausfallen, je länger die Restlaufzeit und je größer die Fremdkapitalquote ist. Die Berücksichtigung dieser stillen Reserven bei der NAV-Berechnung führt vom NNAV zum NNAV, erfolgt in der Praxis jedoch durch die wenigsten Immobiliengesellschaften.

Fazit:

Der Net Asset Value ist eine zentrale Bewertungskennzahl für bestandshaltende Immobiliengesellschaften. Er berechnet sich als Differenz der zu Marktwerten bewerteten Aktiven und der ebenfalls zu Marktwerten bewerteten Passiven und entspricht damit dem Nettosubstanzwert – wobei ein Gestaltungsspielraum besteht. Dieser Gestaltungsspielraum besteht einerseits darin, entweder den NAV, den NNAV, den NNAV oder sogar eine Mischform zu ermitteln, und andererseits erfolgt die Marktwertermittlung der Immobilien, der Beteiligungen, der latenten Steuern und der Finanzverbindlichkeiten mithilfe von teilweise unterschiedlichen Bewertungsannahmen. Die Bilanzierung von Immobilien muss unter IFRS mit unterschiedlichen Modellen erfolgen. Insbesondere Vorratsimmobilien (IAS 2), zur Veräußerung gehaltene Anlageimmobilien (IFRS 5) sowie selbst genutzte Immobilien und Immobilien in Erstellung/Entwicklung (IAS 16) werden meist zu Anschaffungskosten statt Marktwerten bilanziert. Dieser Ansatz kann zu erheblichen Reserven gegenüber den entsprechenden Marktwerten führen. Aber auch der Fair Value der Anlageimmobilien einer Gesellschaft kann nicht unbedingt mit demjenigen einer anderen Gesellschaft verglichen werden. Die Berücksichtigung von Transaktionskosten oder die Nicht-Berücksichtigung von

möglichen wertvermehrenden Investitionen können zu einer konservativen Betrachtung in den Immobilienbewertungen führen. Die Ermittlung der latenten Steuern bietet infolge der uneinheitlichen und komplexen Steuersysteme einen großen Gestaltungsspielraum. Hier fallen insbesondere die von den Schweizer Immobiliengesellschaften unterschiedlich lang angenommenen Haltedauern auf. Die typischen Finanzverbindlichkeiten einer Immobiliengesellschaft wie Bankkredite, andere Darlehen und Anleihen werden nicht zum Zeitwert (Fair Value), sondern zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert. Stei-

gende Zinsen verursachen stille Reserven, die umso größer ausfallen, je länger die Restlaufzeit und je größer die Fremdkapitalquote ist. Der aufgezeigte Gestaltungsspielraum bei der NAV-Berechnung wird in der Praxis durchaus genutzt und nicht von allen Immobiliengesellschaften in ihren Geschäftsberichten vollständig offen gelegt. Mit den Best Practice Recommendations der EPRA steht eine anerkannte Richtlinie zur Verfügung, um die IFRS-Berichterstattung einer Immobiliengesellschaft um eine transparente NAV-Berechnung zu ergänzen.

	Fair-Value-Ausweis in Bilanz (netto/brutto)	Fair Value oder Anschaffungskosten von Immobilien in Erstellung/Entwicklung	Fair Value inkl./exkl. Capex mit Verbesserungs-/Wertsteigerungspotenzial gem. IAS 40.51	Bewertung latenter Steuern	Haltedauer/Steuersatz
Deutschland					
IVG Immobilien AG	netto, aber brutto für NAV-Berechnung	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben, Fair-Value-Modell	Verbindlichkeiten-Methode	zu per Stichtag gültigen Steuersätzen
GAGFAH SA	netto	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben, Fair-Value-Modell	Verbindlichkeiten-Methode, Ermessensentscheidung Management	zu per Stichtag gültigen Steuersätzen
Deutsche Euroshop AG	keine Angaben	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben, Fair-Value-Modell	bilanzorientierte Liability-Methode	Steuersätze zum Zeitpunkt
DIC Asset AG	Anschaffungs-/Herstellkosten in Bilanz, Impairment Test mittels Brutto-Fair-Value	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben	keine Angaben	Steuersätze, welche zum Realisierungszeitpunkt gelten oder gelten werden
Alstria Office AG	netto	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben	Verbindlichkeiten-Methode	Steuersätze zum Zeitpunkt
Colonia Real Estate AG	keine Angaben	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben	keine Angaben	Steuersätze zum Zeitpunkt
Österreich					
Immofinanz Immobilien AG	keine Angaben	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben	Balance Sheet Liability Method	Steuersätze, welche zum Realisierungszeitpunkt gelten oder erwartet werden
CA Immobilien Anlagen AG	brutto für CA Immo International	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben, Fair-Value-Modell	Balance Sheet Liability Method	Steuersätze, welche zum Realisierungszeitpunkt gelten
conwert Immobilien Invest SE	keine Angaben	keine Angaben	keine Angaben, Fair-Value-Modell	Balance Sheet Liability Method	Steuersätze, welche zum Zeitpunkt des Ausgleichs erwartet, Steuersätze per Stichtag gültig oder angekündigt
Schweiz					
PSP Swiss Property AG	brutto	Anschaffungs-/Herstellkosten	exkl. Capex mit Wertsteigerungspotenzial	Balance Sheet Liability Method	Immobilien für Verkauf mind. Haltedauer 3 Jahre ab Kaufdatum, Anlageimmobilien mind. 20 Jahre oder effektive Haltedauer wenn > 20 Jahre
Swiss Prime Site AG	brutto	Anschaffungs-/Herstellkosten	exkl. Capex mit Wertsteigerungspotenzial	Balance Sheet Liability Method	Haltedauer mind. 2 Jahre
Züblin Immobilien Holding AG	brutto	Fair Value (Marktwert nach Fertigstellung minus erwartende Kosten)	keine expliziten Angaben, Marktwert	Liability-Methode	Geltende Steuersätze zum Bilanzstichtag, keine Angaben zu Haltedauer
Allreal Holding AG	brutto	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine Angaben	Comprehensive Balance Sheet Liability Method	individueller Steuersatz, realistische Haltedauer
Intershop Holding AG	brutto	Anschaffungs-/Herstellkosten	keine expliziten Angaben, Marktwert	Comprehensive Balance Sheet Liability Method	individuelles Steuersystem, aktuelle Steuersätze, minimale Haltedauer 3 Jahre zur Minderung Spekulationszuschläge
Mobimo Holding AG	brutto	Anschaffungs-/Herstellkosten	exkl. Capex mit Wertsteigerungspotenzial	Balance Sheet Liability Method	geschätzte Haltedauer