



**University of
Zurich** ^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2018

Objektive Immobilienbewertung : Eine Fata Morgana

Loepfe, Andreas

Abstract: Bewerten im eigentlichen Sinne ist Aufgabe der Immobilienkäufer und -verkäufer. Die Immobilienbewerter bilden lediglich deren Verhalten am Markt ab, was mit Unsicherheiten verbunden ist. Jeder Versuch, diese Unschärfe wegzudefinieren, ist zum Scheitern verurteilt und führt zu Fehlentscheidungen, Marktineffizienzen und Systemrisiken.

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-169311>
Newspaper Article
Published Version

Originally published at:
Loepfe, Andreas. Objektive Immobilienbewertung : Eine Fata Morgana. In: Schweizer Personalvorsorge, 02, 1 February 2018, 92-95.

Zur dritten Auflage des Swiss Valuation Standard SVS

Objektive Immobilienbewertung: Eine Fata Morgana

Bewerten im eigentlichen Sinne ist Aufgabe der Immobilienkäufer und -verkäufer. Die Immobilienbewerter bilden lediglich deren Verhalten am Markt ab, was mit Unsicherheiten verbunden ist. Jeder Versuch, diese Unschärfe wegzudefinieren, ist zum Scheitern verurteilt und führt zu Fehlentscheidungen, Marktineffizienzen und Systemrisiken.

IN KÜRZE

Der Marktwert einer Immobilie kann bereits im Moment des Kaufs tiefer liegen als der bezahlte Preis. Wenn alle Bewerter denselben Ansatz zur Schätzung von Immobilien verfolgen, bildet dies ein Systemrisiko.

Die dritte Auflage des von allen relevanten Immobilienverbänden getragenen Swiss Valuation Standard (SVS) wurde vollständig überarbeitet und um wichtige Definitionen ergänzt. Die deutschsprachige Norm wird ins Französische und neu auch ins Italienische übersetzt.

Ein Käufer bildet noch keinen Markt

Anlass zur Diskussion gab unter anderem die für alle Anlageklassen geltende Rechnungslegungsnorm zur Ermittlung des «Fair Values» nach IFRS, wonach im Normalfall das höchste Kaufangebot den Marktwert darstellen soll (IFRS 13).

Bei Immobilientransaktionen liegen die Kaufangebote vielfach weit auseinander; nicht selten ist das höchste Angebot ein Ausreisser. Es liegt aber in der Natur des Auktionsprinzips, dass das zweithöchste Angebot unter dem höchsten liegt und somit der Preis des Höchstbietenden bei einem Weiterverkauf nicht mehr erzielt werden kann. Das bedeutet, dass der Wert im Sinne eines objektiven Tauschpreises auch für den Käufer unter dem Preis liegt, den er selbst zu zahlen bereit war. Die Grafik (Seite 93) veranschaulicht eine solche Situation.

Je mehr sich der Immobilienmarkt einem idealen Markt mit vielen Anbietern und Nachfragern sowie einer vollständigen Transparenz annähert, desto eher ist der Marktwert wie bei den kotierten Anlagen objektivierbar. Nur wenn nachweislich mehrere Angebote praktisch gleich hoch waren wie dasjenige des Höchstbietenden, entspricht der tatsächliche Kaufpreis auch dem (Markt-)Wert der Immobilie. In allen

anderen Fällen liegt die Einordnung des Werts einer einzelnen Liegenschaft in das effektiv beobachtbare Marktgefüge in der Verantwortung des Bewerter.

So bleibt nach Meinung der SVS-Autoren die Balance zwischen dem Sachverstand des Gutachters und der «Weisheit» einer Vielzahl von Marktteilnehmern gewährt. Schon die alten Griechen wussten allerdings, dass sich auch die Mehrheit irren kann. Insofern kann und muss der Marktwert keinen Anspruch auf eine normative Richtigkeit erfüllen. «Wenn aber Markt drauf steht, muss auch Markt drin sein», so die zentrale Forderung des SVS.

Wer zahlt, muss gar nicht befehlen

Erfolgreiche Bewerter werden auch ohne explizites «Briefing» die Bewertungsspielräume zur Optimierung der antizipierten Kundenwünsche nutzen, um die Chancen weiterer Aufträge zu erhöhen. Da hierzulande kaum öffentlich zugängliche Daten zu effektiven Immobilientransaktionen vorhanden sind, liegt dieser Bewertungsspielraum oft weit über der häufig genannten Grenze von plus/minus 10 Prozent. So liegen Bilanzbewertungen von Liegenschaften der älteren Immobilienfonds nicht selten 20 Prozent und mehr unter der Akquisitionsbewertung eines Dritten. Der effektive Kaufpreis liegt dann regelmässig nochmals einige Prozente darüber.

Bei sinkenden Preisen führen diese Spielräume zu überhöhten Werten in den Büchern und entsprechend zu optimistischen Darstellungen des Vermögens. Die Verbesserung der öffentlichen Verfügbar-



Andreas Loepfe
lic. oec. publ. Managing,
Director CUREM,
Universität Zürich

keit von Transaktionsdaten, wie sie sich etwa die Non-Profit-Organisation REIDA auf die Fahne geschrieben hat, ist deshalb für die Vermeidung gravierender Fehlbewertungen von entscheidender Bedeutung. Jede Orientierung am Bewertungszweck steht im Übrigen im Widerspruch zur Definition des Marktwerts, der in allen Fällen den erwarteten Verkaufspreis unter normalen Verkaufsbedingungen darstellen soll (siehe Kasten).

Die Zahlenfülle der in der Schweiz beliebten DCF-Methode suggerierte zwar Wissenschaftlichkeit. In der Fair-Value-Hierarchie von IFRS hat der sogenannte «Calculated Value» aber die niederste Wertigkeit. Die DCF-Methode hat für das tägliche Immobilienmanagement Vorteile, ist aber aufgrund der vielen schwer beobachtbaren und komplex interagierenden Parameter wenig geeignet, um den Marktverlauf zeitnah abzubilden. Wirklich präzise wäre es, die in der Natur der Sache liegende und von Fall zu Fall sehr unterschiedliche Unschärfe der Bewertung zu erfassen und zu beschreiben.

Mit Referenz auf die entsprechenden Normen von RICS empfiehlt der SVS deshalb ausdrücklich im Gutachten Aussagen zur spezifischen Bewertungsunsicherheit (Valuation Uncertainty) zu machen. In der Schweizer Praxis wird dies häufig mittels Sensitivitätsanalysen des Marktwerts umgesetzt. Leider werden diese oft als «Zahlenspiele» unkommentiert mitgeliefert und bleiben deshalb unverstanden.

Accounting verführt zu Fehlentscheidungen

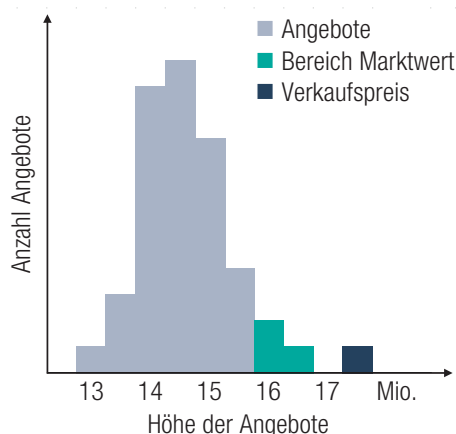
Unter dem steigenden Einfluss von Controlling und Compliance verführt die Fair-Value-Bilanzierung leider zunehmend dazu, kurzfristige Buchgewinne zulasten des langfristigen Erfolgs zu realisieren.

Richtet ein Investor beispielsweise seine Kauf- und Verkaufsentscheide an den buchhalterischen Gewinnen aus, kauft er systematisch überbewertete und verkauft unterbewertete Liegenschaften, da andere Marktteilnehmer in der Regel den effektiven ökonomischen Wert der Liegenschaft erkennen.

Der Prüfungsumfang der Due Dilligence geht weit über denjenigen einer Bilanzbewertung hinaus. Zudem fehlt

Beispiel der Häufigkeit von Kaufangeboten

aus SVS, Seite 54



den Immobilienbewertern im Rahmen eines üblichen Bewertungsmandats die Zeit, um differenzierte Businesspläne mit ausgeklügelten Kombinationen von Umnutzungen, Sanierungen oder An- und Neubauten zu entwickeln.

Die Problematik verschärft sich zusätzlich, wenn Regulierungen – wie bei Immobilienfonds – vorschreiben, dass faktisch nur zum Preis des Bewertungsgutachtens ein- und verkauft werden darf. Mit etwas naiver Freude werden die selbsterfüllenden Prophezeiungen der Bewerter dann als Bewertungsgenauigkeit missinterpretiert. Mit dem hoheitlich verordneten Vertrauen in die Immobilienbewertung entsteht so ein mit der Subprime-Krise vergleichbares Systemrisiko; nur, dass damals die Rating-Agenturen tatsächlich vorgaben, eine objektive Risikobeurteilung vornehmen zu können.

Ob die vielfach geforderte Zertifizierung von Immobilienbewertern oder materielle Normierung der Immobilienbewertung dieses Systemrisiko mildern würden, lässt sich bezweifeln. Die verstärkte Orientierung am Mainstream wird zwar zu einer vermeintlichen Verbesserung der einzelnen Bewertungen führen, insgesamt wird die Reduktion der Meinungsvielfalt aber die Systemrisiken erhöhen.

Wirklich wirksam dagegen ist die Verbesserung der Transparenz – und hier greift auch der SVS: Mit der auf einem einheitlichen Kontenplan basierten verbindlichen Festlegung von Rendite- und Wertbegriffen sowie neu auch von Definitionen zu Mietfläche, Ausbaustandard und Gebäudevolumen sind die wichtigs-

Definition Marktwert

«Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen 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» (einheitlich: IVS, RICS, TEGoVA, SVS).

ten Bewertungsparameter nun einheitlich und präzise gefasst. Zusammen mit einer besseren Verfügbarkeit von Transaktionsdaten wird dies die Bewertungsspielräume einschränken.

Immobilienbewertung ist Aufgabe der Investoren

Der Markt kann nur dann als «smarter Bewerter» wirken, wenn eine ausreichend grosse Zahl an Marktteilnehmern versucht, sich mit einer eigenen Analyse und einer «eigenwilligen» Zahlungsbereitschaft einen Wettbewerbsvorteil zu erarbeiten. Leiten zu viele ihre Zahlungsbereitschaft vom Marktpreis ab, kollabiert das System. Man kann deshalb eine (ethische) Pflicht der Anleger ableiten: Versuchen besser zu sein als der Markt – in unserem Fall besser als der Immobilienbewerter.

Die Chancen dafür stehen gut: Wie soll ein Immobilienbewerter die relative Attraktivität von Immobilien im Verhältnis zu andern Anlageklassen oder die Diversifizierbarkeit von objekt- und marktspezifischen Immobilienrisiken in einem Portfolio mit verschiedenen Assetklassen beurteilen können? Wie soll ein Bewerter den Optionswert von unbauten Grundstücken einpreisen, wenn er nur DCF denken kann?

Klar, je mehr Freiheiten Investoren haben, «falsch» zu denken, desto eher machen sie im Einzelfall Verlust. Insgesamt wird der Markt dadurch aber stabiler und findet schneller wieder ein Gleichgewicht. Reiben wir uns also die Augen und erkennen wir die erhoffte Sicherheit als Fata Morgana. |

Au sujet de la troisième édition du Swiss Valuation Standard SVS

L'estimation objective d'actifs immobiliers: un mirage

Ce sont les acheteurs et les vendeurs d'immobilier qui évaluent les objets au vrai sens du terme. Les évaluateurs immobiliers ne font que répliquer leur comportement sur le marché, ce qui n'est pas une science exacte. Toute tentative de prouver le contraire à grand renfort de définitions est vouée à l'échec et provoque des décisions inadéquates, des inefficiences du marché et des risques systémiques.

La troisième édition du Swiss Valuation Standard (SVS) qui constitue la référence des principales associations immobilières a été entièrement revisitée et complétée de définitions importantes. La norme qui est allemande dans sa version originale existe aussi dans une traduction française et bientôt également en italien.

Un acheteur ne fait pas un marché

Entre autres sujets à controverse, il y avait notamment la détermination de la juste valeur selon la norme comptable IFRS. Cette norme qui s'applique à toutes les classes d'actifs dit que normalement, l'offre d'achat la plus élevée représente la valeur de marché (IFRS 13).

Dans le monde des transactions immobilières, il n'est pas rare qu'un gouffre sépare les offres d'achat, et l'offre la plus élevée est souvent un extrême aberrant. Mais les mises aux enchères sont ainsi faites que la deuxième offre la plus élevée est inférieure à la plus élevée et que le prix du plus offrant ne pourra donc plus être atteint lors d'une revente. Ce qui signifie que même pour l'acheteur, la valeur dans le sens d'un prix d'échange objectif est inférieure au prix que lui-même était prêt à payer. Le graphique (page 95) illustre cette situation.

Plus un marché immobilier se rapproche d'un marché idéal avec beaucoup de vendeurs et de demandeurs ainsi qu'une transparence totale, et plus vite la valeur de marché deviendra objectivable comme pour les placements cotés. C'est seulement quand il est prouvé que plusieurs offres ont été pratiquement égales

à celle du plus offrant que le prix d'achat effectif correspond aussi à la valeur (de marché) effective de l'objet immobilier. Dans tous les autres cas, c'est l'évaluateur qui répond du positionnement de la valeur d'un objet immobilier individuel dans la structure du marché effectivement observée.

Les auteurs du SVS estiment que l'équilibre est ainsi assuré entre la compétence de l'expert et la «sagesse» d'une multitude d'acteurs du marché. Sauf qu'on sait depuis la Grèce antique qu'une majorité peut avoir tort. La valeur de marché ne peut donc et ne doit pas prétendre à la justesse normative. Mais, raisonne en gros le SVS, «si c'est écrit marché dessus, il faut du marché dedans».

Qui paie ne doit pas forcément commander

Les évaluateurs entrepreneurs exploiteront sans «briefing» explicite les marges de l'évaluation et optimiseront pour anticiper les désirs de leurs clients dans l'espoir d'être pris en considération lorsqu'un nouveau mandat sera à attribuer. Comme il n'existe pratiquement pas de données publiquement accessibles dans notre pays sur les transactions immobilières effectives, cette marge d'appréciation dépasse souvent largement la fourchette de plus ou moins 10% souvent citée. Ainsi, la valorisation du bilan d'objets immobiliers de fonds immobiliers anciens est assez régulièrement inférieure de 20% ou plus à l'évaluation au moment de l'acquisition par un tiers. Et on peut tranquillement y ajouter encore

EN BREF

La valeur de marché d'un objet immobilier peut être inférieure au prix payé au moment-même de l'achat. Si tous les évaluateurs évaluent l'immobilier selon la même approche, il en résulte un risque systémique.

quelques pourcents pour obtenir le prix d'achat effectif.

Quand les prix chutent, cela signifie que les valeurs comptables seront trop élevées et la représentation de la fortune trop optimiste. Si on veut éviter des fautes d'évaluation graves, il faut donc absolument que les données sur les transactions soient publiquement accessibles comme le revendique par exemple REIDA, une organisation sans but lucratif. En prenant le but de l'évaluation comme référence, on se trouverait en outre en contradiction flagrante avec la définition de la valeur de marché qui devrait toujours représenter le prix de vente attendu dans des circonstances de mise en vente normales (voir encadré).

La foule de données intervenant dans la méthode DCF tant prisée en Suisse

suggère certes une logique scientifique. Dans la hiérarchie de la juste valeur établie par l'IFRS, la dénommée «Calculated Value» figure toutefois tout en bas de l'échelle. La méthode DCF présente effectivement des avantages pour la gestion immobilière au quotidien, mais à cause du grand nombre de paramètres difficilement observables aux interactions complexes, elle ne convient pas pour répliquer l'évolution du marché en temps réel. Si on voulait être vraiment précis, il faudrait recenser et décrire l'imprécision inhérente à l'évaluation qui peut varier très largement de cas en cas.

Pour cette raison, le SVS recommande expressément, en renvoyant aux normes RICS correspondantes, d'indiquer l'incertitude d'évaluation spécifique (Valuation Uncertainty) dans l'expertise. Dans la pratique suisse, c'est souvent fait sous forme d'analyses de sensibilité de la valeur au marché. Malheureusement, ces analyses sont souvent présentées comme un simple «jeu de chiffres», sans commentaire, de sorte qu'elles restent incomprises et ignorées.

La comptabilisation encourage les mauvaises décisions

Sous la férule du controlling et de la compliance, la comptabilisation à la juste valeur incite malheureusement de plus en plus à réaliser des bénéfices comptables à court terme au détriment du résultat à long terme.

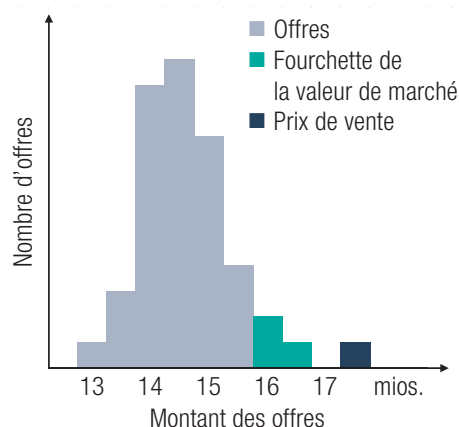
Un investisseur qui prend ses décisions d'achat et de vente dans la perspective des bénéfices comptables va donc systématiquement acheter des objets immobiliers surévalués et vendre des objets sous-évalués, étant donné que les autres acteurs du marché vont normalement reconnaître la valeur économique effective des objets en question.

Le contrôle de due diligence va bien au-delà d'une valorisation du bilan. Et par ailleurs, les évaluateurs immobiliers n'ont pas suffisamment de temps dans le cadre d'un mandat d'évaluation classique pour développer des plans commerciaux différenciés avec des combinaisons astucieuses de réaffectations, d'assainissements, d'agrandissements ou de nouvelles constructions.

La problématique s'exacerbe encore quand des réglementations – celles des fonds immobiliers par exemple – sont

Exemple de fréquence d'offres d'achat

Extrait du SVS, page 54



conçues de manière à ce qu'on puisse pratiquement n'acheter et vendre qu'au prix évalué par l'expert. Un peu naïf, on se félicite alors que les prophéties de l'évaluateur soient devenues réalité et on y voit à tort une justesse d'évaluation. A cause de la confiance dans l'évaluation immobilière imposée d'en haut, il se crée ainsi un risque systémique comparable à celui qui a provoqué la crise des subprimes; sauf qu'à l'époque, les agences de notation prétendaient vraiment pouvoir évaluer les risques objectivement.

La certification des évaluateurs immobiliers ou la normalisation matérielle de l'évaluation immobilière réclamées à grands cris permettraient d'atténuer ce risque systémique, nous promet-on, mais rien n'est moins sûr. En nageant davantage avec le courant, on va peut-être améliorer l'évaluation individuelle, et c'est encore à voir, mais en même temps, la perte de diversité d'opinions va encore augmenter les risques systémiques.

Ce qui est vraiment efficace, c'est d'améliorer la transparence – et c'est là qu'intervient le SVS: en spécifiant sur la base d'un plan comptable unique de façon engageante les notions de rendement et de valeur, auxquelles sont venues s'ajouter récemment les définitions de la surface locative, du niveau de finition et du volume bâti, il nous livre une définition uniforme et précise des principaux paramètres d'évaluation. De pair avec une meilleure disponibilité des données relatives aux transactions, on pourra ainsi réduire les marges discrétionnaires de l'évaluation.

Définition de la valeur de marché

«La valeur de marché est le montant estimé auquel un actif immobilier devrait passer du vendeur prêt à vendre à l'acheteur prêt à acheter le jour de l'évaluation après une période de négociation raisonnable, à des conditions de mise en vente normales, et étant entendu que chaque partie agit avec compétence, perspicacité et selon sa libre volonté» (uniforme: IVS, RICS, TEGoVA, SVS).

L'évaluation immobilière est l'affaire des investisseurs

Le marché pourra seulement opérer comme «évaluateur malin» si les acteurs du marché sont assez nombreux à vouloir se procurer un avantage compétitif en procédant à leurs propres analyses et établissant leurs propres règles de paiement. Si trop d'acteurs sont prêts à payer le prix que leur dicte le marché, le système s'effondre. On pourrait en dériver une obligation (éthique) pour les investisseurs d'essayer de battre le marché, en l'occurrence l'évaluateur immobilier.

Ils sont bien placés pour le faire: Comment un évaluateur d'immobilier pourrait-il évaluer l'attractivité relative d'objets immobiliers par rapport à d'autres classes d'actifs, ou le potentiel de diversification des risques immobiliers d'un objet ou d'un marché spécifique dans un portefeuille composé de différentes classes d'actifs? Et comment parviendrait-il à attacher un prix à la valeur d'une option sur des terrains non bâtis quand il connaît seulement le DCF?

C'est clair que plus les investisseurs sont libres de penser «faux», plus ils risquent de perdre gros dans un cas isolé. Mais globalement, le marché gagnera en stabilité et retrouvera plus vite un équilibre. Alors frottons-nous les yeux et admettons que la sécurité dont nous rêvons n'est qu'un mirage. |

Andreas Loepte