



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
Main Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2011

---

## **Fair Value Accounting von Immobilien und Investmentgesellschaften: Eine empirische Analyse**

Meyer, Conrad ; Dünhaupt, Laura

Abstract: Sowohl die an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotierten Immobilien- als auch Investmentgesellschaften notieren häufig mit einem Abschlag zum Eigenkapital. Da beide Branchen ihre Aktiven grösstenteils zum Fair Value bewerten, stellt sich die Frage, ob sich diese Abweichungen auf Bewertungsfehler zurückführen lassen oder ob sie als Folge von Marktineffizienzen und irrationalem Anlegerverhalten resultieren.

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-49233>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Meyer, Conrad; Dünhaupt, Laura (2011). Fair Value Accounting von Immobilien und Investmentgesellschaften: Eine empirische Analyse. *Der Schweizer Treuhänder*, 85(1-2):31-39.

Sowohl die an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotierten Immobilien- als auch Investmentgesellschaften notieren häufig mit einem Abschlag zum Eigenkapital. Da beide Branchen ihre Aktiven grösstenteils zum Fair Value bewerten, stellt sich die Frage, ob sich diese Abweichungen auf Bewertungsfehler zurückführen lassen oder ob sie als Folge von Marktineffizienzen und irrationalem Anlegerverhalten resultieren.

CONRAD MEYER  
LAURA DÜNHaupt

# FAIR VALUE ACCOUNTING VON IMMOBILIEN- UND INVESTMENTGESELLSCHAFTEN

## Eine empirische Analyse

### 1. EINLEITUNG

Die Aktiven von Immobiliengesellschaften bestehen mehrheitlich aus Renditeliegenschaften, für die infolge der langen Lebensdauer und der geringen Transaktionsfähigkeit keine aktuellen Marktdaten vorliegen. Da Immobilien Unikate darstellen und Faktoren wie Rechte und Beschränkungen, Standort, Bauzustand oder Nutzungsgegebenheiten verschiedener Liegenschaften variieren, kommen Preise vergleichbarer Immobilien zur Ermittlung des Fair Value selten in Frage. Die Bewertung basiert deshalb sehr oft auf dem Discounted-Cashflow-Verfahren, das aufgrund der Schätzungen der zukünftigen Zahlungsströme und der Festlegung des Diskontierungszinssatzes einen grossen Ermessensspielraum in sich birgt [1].

Eine ähnliche Problematik besteht bei Investmentgesellschaften, die z. B. in nicht kotierte Unternehmen investieren (Private Equity). Hohe Investitionsrisiken und das Fehlen von Marktpreisen aufgrund der beschränkten Marktgängigkeit beeinträchtigen die Ermittlung zuverlässiger Fair Values, welche wiederum auf Bewertungsmethoden basieren [2].

Auch die *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, die von den meisten Unternehmen angewendet werden, sind keine geeignete Orientierungshilfe, um die Bewertungsproblematik zu lösen. Sie schreiben lediglich eine Bewertungshierarchie vor, kennen aber keine spezifischen Bestimmungen zur Berechnung der Fair Values bei Immobilien- und Investmentgesellschaften [3].

Das Misstrauen gegenüber den Fair Values wird durch die Tatsache verstärkt, dass das Net Equity der Immobilien- und Investmentgesellschaften derzeit deutlich über der Markt-

kapitalisierung liegt. Es stellt sich daher die Frage, worauf diese Abweichungen zurückzuführen sind.

### 2. GRUNDLAGEN ZUR BEWERTUNG

**2.1 Definition von Immobilien- und Investmentgesellschaften.** Das Kerngeschäft der Immobiliengesellschaften liegt im Handel mit Immobilien. Mindestens zwei Drittel der Erträge dieser Aktiengesellschaften werden durch Immobilienaktivitäten wie Immobiliendienstleistungen oder Miet- bzw. Pachteinahmen generiert [4]. Die an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (SIX) kotierten Immobiliengesellschaften wenden hauptsächlich den Rechnungslegungsstandard IFRS an. Bei der Folgebewertung sind die Immobiliengesellschaften gemäss der SIX dahingehend eingeschränkt, dass zwingend eine Bewertung der Immobilien zum Fair Value vorzunehmen ist [5].

Gemäss der SIX werden Investmentgesellschaften als an einer Schweizer Börse kotierte Aktiengesellschaften definiert, deren einziger Zweck die kollektive Kapitalanlage ist, d. h. die Verwaltung eines Vermögens, das von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht wird. Für Investmentgesellschaften ist insbesondere die Generierung von Erträgen bzw. Kapitalgewinnen charakteristisch, nicht aber die unternehmerische Tätigkeit im eigentlichen Sinne. Unternehmen, die z. B. durch Stimmenmehrheit andere Gesellschaften bzw. direkte oder indirekte Anlagen unter einheitlicher Leitung in einem Konzern zusammenfassen, gelten nicht als Investmentgesellschaften [6]. Die an der SIX kotierten Investmentgesellschaften haben entweder mehrheitlich in kotierte Gesellschaften oder nicht kotierte Ge-



CONRAD MEYER, PROF. DR.  
OEC. PUBL., ORDINARIUS  
FÜR BWL, INHABER DES  
LEHRSTUHL FÜR  
ACCOUNTING,  
UNIVERSITÄT ZÜRICH,  
PRÄSIDENT DER  
FACHKOMMISSION FER,  
ZÜRICH



LAURA DÜNHaupt,  
B.A., WISSENSCHAFTLICHE  
ASSISTENTIN, LEHRSTUHL  
FÜR ACCOUNTING,  
UNIVERSITÄT ZÜRICH,  
ZÜRICH

sellschaften (Private Equity/Venture Capital) investiert und wenden hauptsächlich den Rechnungslegungsstandard IFRS an. Die Anteile von Investment- sowie Beteiligungsgesellschaften an assoziierten Unternehmen sind grundsätzlich zum Fair Value zu bewerten [7].

**2.2 Problematik der Fair-Value-Bewertung.** Die Ermittlung des Fair Value ist insbesondere in illiquiden, nicht aktiven Märkten problematisch, da die Anwendung der Bewertungsverfahren einen hohen Ermessensspielraum gewährt. Es sind sowohl zahlreiche Schätzungen und Annahmen zu treffen als auch zu beurteilen, welches Modell zur Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts geeignet ist. Zusätzlich erschwert die Dynamik an den Finanzmärkten eine plausible Fair-Value-Bestimmung und führt zu einer laufenden Neubeurteilung der den Bewertungsverfahren zugrunde liegenden Annahmen. Dies beeinträchtigt die Verlässlichkeit der beizulegenden Zeitwerte und führt zu einer höheren Ergebnisvolatilität, die eine tiefere Bewertung am Kapitalmarkt zur Folge hat [8]. Die Anwendung der Fair-Value-Bilanzierung wird nicht nur bei Level-3-Finanzinstrumenten wie zum Beispiel Private-Equity-Anlagen, sondern auch im Rahmen der Immobilienbewertung intensiv diskutiert, da für Immobilien keine Marktpreise oder vergleichbaren Objekte vorliegen. Kritisiert wird zudem die höhere Ergebnisvolatilität, die durch die Erweiterung des Fair Value Accounting auf Renditeliegenschaften im Bau [9] weiter zunimmt, weil grössere Unsicherheiten bei der Fair-Value-Bewertung von Entwicklungsliegenschaften existieren. Da in der Regel für Renditeliegenschaften im Bau weder aktive Märkte noch vergleichbare Transaktionen vorliegen, ist analog zu Level-3-Finanzinstrumenten auf Bewertungsmodelle zurückzugreifen [10]. Um volatile Ergebnisse zu verhindern, wird gefordert, Renditeliegenschaften entsprechend zu Available-For-Sale-(AFS)-Finanzinstrumenten oder den Vorschriften gemäss Generally Accepted Accounting Practice in the UK (UK GAAP) anhand des Revaluation Model zu bewerten, d. h. eine Bewertung zum Fair Value aber mit erfolgsneutraler Erfassung von Wertänderungen im Eigenkapital [11].

Für die Bewertung zum beizulegenden Zeitwert spricht, dass die Finanzberichterstattung das Ziel verfolgt, die Investoren über den tatsächlichen finanziellen Zustand der Unternehmen zu informieren. Eine Bewertung zum Fair Value schafft Transparenz, indem nicht nur aktuelle, relevante Werte gezeigt werden, sondern auch die Wertschwankungen von Finanzinstrumenten und Immobilien sichtbar werden. Sofern die Fair-Value-Bewertung in Kombination mit transparenten und umfangreichen Offenlegungen erfolgt, wird den Investoren ein realitätsnaher Einblick in die tatsächliche Lage des Unternehmens gewährt.

**2.3 Net Asset Value (NAV) als Wertbasis.** Im Rahmen der Bewertung von Immobiliengesellschaften hat sich der innere Wert bzw. NAV [12] durchgesetzt. Der NAV bzw. Nettoinventarwert berechnet sich als Summe aller Vermögenswerte eines Unternehmens vermindert um die Verbindlichkeiten (vgl. *Abbildung 1*). Er stellt also ein spezifisches Einzelbewertungsverfahren dar, woraus das Reinvermögen inklusive der

Abbildung 1: **BERECHNUNG DES NAV VON IMMOBILIENGESSELLSCHAFTEN** [14]

Berechnungsschema I	Berechnungsschema II
Verkehrswerte der Immobilien – Buchwerte der Immobilien – Verkehrswerte sonstiger Vermögensgegenstände – Buchwerte des sonstigen Vermögens + Eigenkapital zum Buchwert	Verkehrswerte der Immobilien + Verkehrswerte sonstiger Vermögensgegenstände – Fremdkapital

stillen Reserven resultiert. Einzelbewertungen entsprechen der Diskontierung der in der Zukunft erwarteten individuellen Zahlungsüberschüsse. Diese können für die Unternehmensbewertung in Betracht gezogen werden, wenn sich keine oder geringe Synergien aus der Portfoliobildung der einzelnen Vermögensgegenstände ergeben. Da Synergieeffekte aus immateriellen Anlagen wie z. B. Goodwill, Human Resources oder patentierte Produkte bei Immobilien- und Investmentgesellschaften in der Regel nur in geringem Ausmass vorhanden sind und bei der Folgebewertung der Immobilien und Beteiligungen hauptsächlich das Fair-Value-Modell angewendet wird, orientieren sich Analysten am Konzept des NAV [13].

### 3. WERT UND PREIS VON IMMOBILIEN- UND INVESTMENTGESELLSCHAFTEN

**3.1 Untersuchungsmethode.** Grundlage für die Stichprobe der folgenden Längsschnittuntersuchung in Form einer Panelstudie bildet die Kotierungsliste der SIX für Immobilien- sowie für Investmentgesellschaften per November 2010. Die Grundgesamtheit umfasst 11 Immobilienaktien- und 20 Investmentaktiengesellschaften während der Jahre 2005 bis 2009, d. h. insgesamt 155 (55 + 100) Datenpunkte. Da die Discountproblematik international besteht, wird zudem auf Untersuchungen zur europäischen sowie der amerikanischen Praxis hingewiesen. Als Grundlage für die Ermittlung der Daten dienen die Geschäftsberichte der Jahre 2005 bis 2009 der jeweiligen Unternehmen. Von der Stichprobe ausgeschlossen werden Unternehmen und Jahre, zu denen keine Informationen verfügbar waren. Bei einzelnen Unternehmen fand die Erstkotierung während der Jahre 2005 bis 2008 statt, weswegen die Jahre vor der Notierung nicht erfasst wurden. Die definitive Stichprobe umfasst 53 Datenpunkte der Immobilienunternehmen sowie 92 Datenpunkte der Investmentgesellschaften.

**3.2 Auswertung.** Die Fachliteratur vergleicht in empirischen Untersuchungen zur Discount- bzw. Prämienproblematik bei Immobilien- und Investmentgesellschaften den inneren Wert bzw. NAV mit dem Börsenkurs, nachdem sich der NAV als Bewertungskonzept solcher Gesellschaften durchgesetzt hat. In den folgenden Ausführungen wird das Eigenkapital der Immobilien- und Investmentgesellschaften als Näherungswert verwendet, da zum einen aufgrund des divergie-

Abbildung 2: **BERECHNUNG DISCOUNT BZW. PRÄMIE**

$$\Delta_t = \frac{\text{Marktkapitalisierung}_t - \text{Eigenkapital vor Minderheiten}_t}{\text{Eigenkapital vor Minderheiten}_t}$$

renden Publizitätsverhaltens der Aktiengesellschaften je nach Unternehmen, Bewertungsgutachter und Analyst unterschiedliche NAV resultieren. Zum anderen liefern auch Datenbanken wie *Thomson Reuters* nur unzureichende Angaben zur Ermittlung des NAV. Der Discount bzw. die Prämie wird dabei analog zur Abweichung zwischen NAV und Börsenkurs berechnet (vgl. *Abbildung 2*) [15].

**3.2.1 Discounts bzw. Prämien bei Immobiliengesellschaften.** Werden die Abschläge bzw. Prämien während der Jahre 2005 bis 2009 verglichen, kann durchschnittlich ein Discount von 0,4% festgestellt werden, d. h. die Börsenwerte liegen unter dem Eigenkapital (vgl. *Abbildung 3*). Im Boomjahr 2006 resultiert der höchste Aufschlag des Eigenkapitals zur Marktkapitalisierung in Höhe von 15%. Daraufhin nimmt die Prämie stark ab und erreicht im Jahr 2008 ein Tief mit einem Discount von 17,4%. Ein negativer Trend, d. h. eine negative Abweichung des Börsenkurses vom NAV, ist auch bei europäischen Immobilienaktiengesellschaften zu beobachten. Im Jahr 2002 kann ein mittlerer Discount von 27% bei den 42 grössten europäischen Immobilienaktienunternehmen festgestellt werden. Britische Gesellschaften verzeichnen während den letzten 2 Jahrzehnten einen kumulierten Discount von 20%. Im Gegensatz zu den europäischen Immobilienaktien schwankt die Marktkapitalisierung amerikanischer Immobilienaktienunternehmen in den Jahren 1990 bis 2008 zwar ebenfalls beträchtlich um den NAV, allerdings resultiert im Mittel eine Prämie von ca. 3% [16].

**3.2.2 Discounts bzw. Prämien bei Investmentgesellschaften.** Im Gegensatz zu Immobilienaktienunternehmen lassen sich bei

Investmentgesellschaften in den Jahren 2005 bis 2009 im Mittel ausschliesslich Discounts, d. h. Abschläge des Börsenkurses zum Eigenkapital erkennen (vgl. *Abbildung 4*). Durchschnittlich resultiert während dieser Zeit ein Discount von 22%. Im zeitlichen Vergleich fällt auf, dass die durchschnittlichen Discounts zwischen 2005 und 2006 leicht abnehmen und nach dem Boomjahr 2006 wieder erheblich ansteigen. Auch 2009 hat sich die Situation der Discounts nicht wesentlich verändert. Lediglich zwei Unternehmen weisen eine Prämie auf, während die Discounts der übrigen Gesellschaften zwischen 0,2% und 80% liegen.

**4. URSACHEN DER DISCOUNTS UND PRÄMIEN**

Im Jahr 2010 wurden semi-strukturierte Interviews mit acht Analysten und Investoren, die auf die an der SIX kotierten Immobilien- und Investmentgesellschaften spezialisiert sind, durchgeführt [17]. Ziel der Befragung war es, Erklärungsansätze und Einflussfaktoren der bestehenden Discounts einzuschätzen und zu erweitern. Die Samplegrösse wurde bei Immobiliengesellschaften auf Analysten, die in der Schweiz arbeiten, beschränkt. Zu Investmentgesellschaften konnten nur zwei Analysten in Deutschland ausfindig gemacht werden, die sich gegen ein Interview aussprachen. Die Stichprobe umfasst daher bei Investmentgesellschaften ausschliesslich institutionelle Investoren.

**4.1 Untersuchungsergebnisse bei Immobiliengesellschaften**

**4.1.1 Erklärungsansätze.** Gemäss Ansicht der befragten Analysten besitzt der Verschuldungsgrad das höchste Erklärungsvermögen (vgl. *Abbildung 5*). Einzelne Analysten weisen darauf hin, dass dies vor allem bei Immobiliengesellschaften zu beobachten sei, die sehr hohe Discounts besitzen. Unterschiedliche Diskontierungssätze bei der NAV-Berechnung und der Bewertung der Investoren sowie der Einbezug der Overheadkosten bei der Unternehmensbewertung werden von den Analysten als weitere Ursachen für die Discounts angesehen. Im Gegensatz zur NAV-Berechnung werden bei der Unternehmensbewertung unterschiedliche Annahmen

Abbildung 3: **DISCOUNTS BZW. PRÄMIEN BEI IMMOBILIENAKTIENGESELLSCHAFTEN VON 2005 BIS 2009**

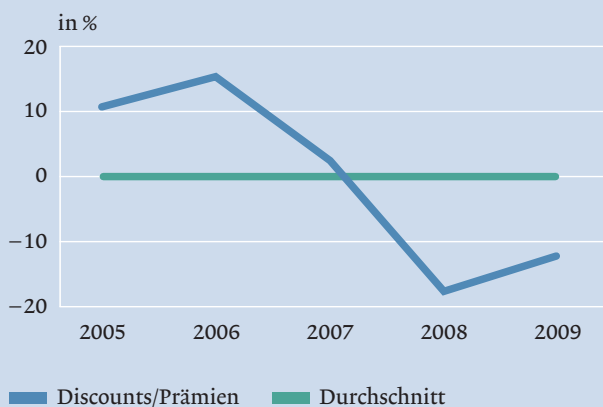


Abbildung 4: **DISCOUNTS BZW. PRÄMIEN BEI INVESTMENTGESELLSCHAFTEN VON 2005 BIS 2009**

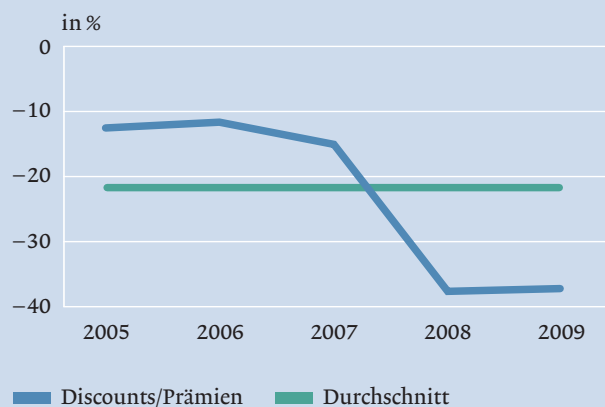
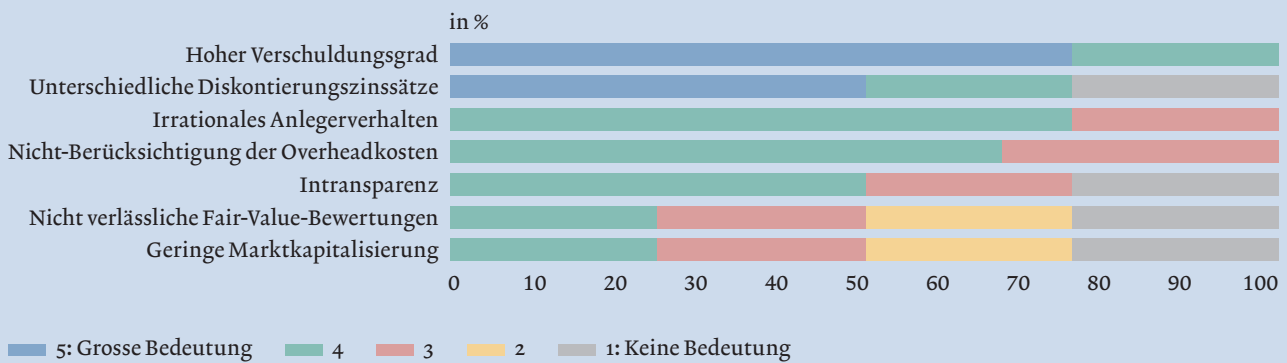


Abbildung 5: **ERKLÄRUNGSANSÄTZE FÜR DIE EXISTENZ DER DISCOUNTS BEI IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN**



z. B. zu den Diskontierungszinssätzen, zu den erfassten Zahlungsströmen und zum Wachstums- und Ertragssteigerungspotential zugrunde gelegt. Dadurch resultiert eine abweichende Bewertung der Immobiliengesellschaften durch den Markt (Börsenwerte). Ceteribus paribus resultiert bei angenommenen höheren Kosten oder einem höheren Diskontierungszins eine negative Abweichung des Unternehmenswerts zum NAV, d. h. ein Discount [18]. Es überrascht nicht, dass irrationales Anlegerverhalten, welches in der Literatur gegenwärtig als einer der Haupteinflussfaktoren für Discounts gilt, auch nach Meinung der Analysten eine grosse Bedeutung für die Existenz der Abschläge spielen soll. Demgegenüber habe die Fair-Value-Bewertung, die neu auch für Entwicklungsliegenschaften anzuwenden ist, nur einen unwesentlichen Einfluss. Die Analysten favorisieren das Fair-Value-Modell gegenüber der Bewertung zu Anschaffungskosten und vertreten grundsätzlich die Ansicht, dass die Fair Values verlässlich sind. Bezüglich der Fair-Value-Bewertung von Entwicklungsliegenschaften existiert keine einheitliche Meinung bei den Analysten. Ein Analyst erachtet die Bewertung als willkürlich, sofern wenige Daten zu den Projekten verfügbar sind. Da externe Bewertungsgutachter auf Informationen, die vom jeweiligen Unternehmen bereitgestellt werden, zurückgreifen, bestünden gewisse Ermessensspielräume. In diesem Fall sind seiner Meinung nach zusätzliche Annahmen zur Bewertung offenzulegen. Aus Sicht eines anderen Analysten ist es zwar theoretisch möglich, die Bewertungsspielräume auszunutzen, für die Unternehmen sei es aber wenig sinnvoll, da sie damit das Vertrauen der Anleger verspielen. Zudem hätten auch externe Bewerter ein Interesse daran, ihre Reputation nicht zu verlieren. Die Grösse des Unternehmens, die anhand der Marktkapitalisierung gemessen wird, weist für die Mehrheit der Analysten eine kleine bis keine Bedeutung bezüglich der Discountproblematik auf.

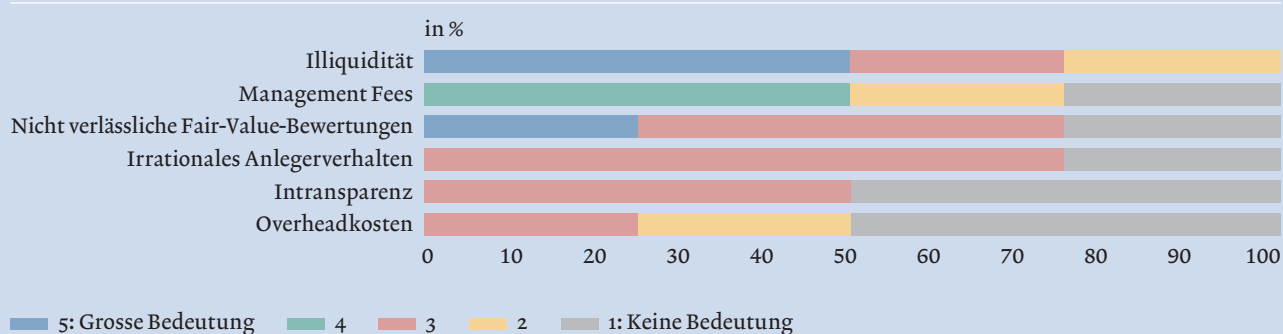
Die Analysten wurden ausserdem nach weiteren Gründen gefragt, die für die Existenz der Discounts in der Schweiz ausschlaggebend sind. Ein zusätzlicher Erklärungsansatz, der während eines Interviews genannt wurde, ist die Konzentration der Immobilien z. B. auf Warenhäuser. Eine ge-

ringe Diversifikation kann im Falle von Reputationsproblemen der entsprechenden Investitionskategorie zu einem erhöhten Risiko für die gesamte Immobiliengesellschaft führen. Dieses Klumpenrisiko wird vom Markt mit einem Abschlag bewertet. Auch die Struktur und die Konzentration im Mieterportfolio wie z. B. eine hohe Anzahl an Banken kann eine analoge Reaktion der Investoren auslösen. Aus Sicht eines Analysten können auch zögernde Anleger ein möglicher Grund für die Discounts sein. Wenn sich die Liegenschaften auf einem hohen Bewertungsniveau befinden, besteht die Gefahr potentieller Rückschläge. Anleger bilden daher eine Art Puffer, um der Abwertungsgefahr entgegenzuwirken. Zwei Analysten geben des Weiteren an, dass gewisse Konstellationen wie Stimmrechtsbeschränkungen, vinkulierte Aktien oder die Aktionärsstruktur weitere Ursachen des Abschlags bei an der SIX kotierten Immobiliengesellschaften sein können.

Abschliessend ist festzustellen, dass keiner der in der Literatur und in der Praxis genannten Gründe als Hauptursache der Discounts in Frage kommt. Ein gewisser Anteil der Abschläge kann mit den verschiedenen Ansätzen erklärt werden, jedoch lässt sich aus den Experteninterviews keine eindeutige Ursache ableiten. Diese Tatsache bestätigt sich auch in der Aussage eines Analysten, welcher der Meinung ist, dass die Discounts in der Schweiz generell stark gesellschaftsbezogen und teilweise willkürlich sind. Seines Erachtens sollte es in der Schweiz keine Discounts bei Immobiliengesellschaften geben. Da während einzelner Zeiträume auch Prämien bei den Immobiliengesellschaften zu beobachten waren, wurden die Analysten um eine Begründung für die Existenz von Prämien gebeten. Dabei gaben sie an, dass Prämien die Gesamtmarktnachfrage widerspiegeln, die durch attraktive Dividendenrenditen bei Immobiliengesellschaften beflügelt würden.

**4.1.2 Orientierungsgrösse.** Die Mehrheit der Analysten (75%) orientiert sich grundsätzlich am NAV und nicht an der Börsenbewertung. Dies wurde auch während der Finanzkrise sichtbar, während der die Börsenbewertung kein guter Indikator für die tatsächliche Entwicklung war und sich die

Abbildung 6: **ERKLÄRUNGSANSÄTZE FÜR DIE EXISTENZ DER DISCOUNTS BEI INVESTMENTGESELLSCHAFTEN**



Einschätzung durch die Börse nur langsam normalisierte. Diese Einstellung bestätigt sich in der Aussage der Analysten, dass die Fair Values der Immobilien nicht überbewertet seien, sondern vielmehr als leicht unterbewertet eingestuft werden.

#### 4.2 Untersuchungsergebnisse bei Investmentgesellschaften

4.2.1 *Erklärungsansätze.* Investmentgesellschaften engagieren sich häufig langfristig in illiquide Anlagen, deren Ver-

äusserung schwierig ist, wie z. B. Private-Equity-Anlagen, die nicht an geregelten Märkten handelbar sind. Wird diese Illiquidität bei der NAV-Bewertung nicht berücksichtigt, resultiert ein überbewerteter NAV. Die Illiquidität der Anlagen sei gemäss der Ansicht der befragten Investoren ein wichtiger Grund für die Existenz der Discounts (vgl. *Abbildung 6*). Allerdings vermag dieser Erklärungsansatz das Auftreten der Abschläge nicht vollständig zu erklären, da einige der an der SIX kotierten Investmentgesellschaften grösstenteils in liquide Anlagen investieren und trotzdem einen Discount

aufweisen. Management Fees, die in die Preisberechnungen der Investoren als Abzugsposten einbezogen werden, zählen für die Investoren zu einem weiteren ausschlaggebenden Grund für die Abschlüsse bei Investmentgesellschaften. Die Befragten weisen jedoch darauf hin, dass Anleger in kotierte Unternehmen auch direkt investieren könnten, ohne eine Management Fee in Kauf nehmen zu müssen. Zudem stellt sich die Frage, warum institutionelle Investoren in Investmentgesellschaften, die Management Fees verlangen, investieren, obwohl andere Anlagemöglichkeiten bestehen. Dem Argument, dass eine nicht verlässliche Fair-Value-Bewertung der Anlagen teilweise für die hohen Differenzen zwischen Börsenbewertung und NAV verantwortlich ist, stimmen 75% der Investoren zu. Mit dieser Aussage korrespondiert, dass die interviewten Investoren die Fair Values mehrheitlich als nicht verlässlich einstufen. Insbesondere sind drei der Befragten der Meinung, dass bei Beteiligungen, die zum Level 3 zählen, eine gewisse Unsicherheit bei der Bewertung besteht. Sie fällt dementsprechend subjektiv aus, da Ermessensspielräume existieren. Diese können gemäss Ansicht der Mehrheit der Investoren auch nicht durch die neue Level-Offenlegung des IFRS 7 eingeschränkt werden. Ein institutioneller Investor vertritt zudem die Ansicht, dass weder die Börsenbewertung noch die Bewertung der Beteiligungen durch die Unternehmen korrekt sei. Daher könne keine Wertung dahingehend vorgenommen werden, dass Level-1-Positionen verlässlicher seien als Level-3-Anlagen. Für einen anderen Investor spielt hingegen weniger die mangelnde Verlässlichkeit der Werte eine Rolle, sondern dass der Fair Value ohne Bezug zu einer Veräusserung geschätzt werde. Seines Erachtens sollte eine erzwungene vorzeitige Veräusserung im Fair-Value-Modell berücksichtigt werden, indem der Fair Value teilweise auf Basis von Liquidationswerten zu berechnen ist. Dieses Argument deckt sich mit der Tatsache der Illiquidität einzelner Beteiligungen, die bei der NAV-Bewertung unzureichend einkalkuliert wird. Analog zur Begründung der Discounts bei Immobiliengesellschaften hat auch bei den Investmentgesellschaften das irrationale Anlegerverhalten für die Existenz des Abschlags eine mittlere Bedeutung. Zudem beeinflusse die Intransparenz nach Ansicht zweier Investoren das Auftreten eines Abschlags, da die Bewertung der Unternehmen kaum nachvollzogen werden könne. Trotzdem sind 75% der Anleger der Meinung, dass die Reduktion des Discounts durch erweiterte Offenlegungsanforderungen nur bedingt erreichbar sei. Ein Investor behauptet sogar, dass mehr Transparenz – z. B. im Geschäftsbericht – sinnlos wäre und keine Verminderung des Abschlags bewirken würde. Da in der Regel nur minimale Overheadkosten bei Schweizer Investmentgesellschaften anfallen, besitzen diese ein geringes Erklärungsvermögen.

Als weiteren Grund für die Existenz der Abschlüsse nennen zwei institutionelle Investoren das mangelnde Vertrauen in die jeweiligen Investmentmanager der Beteiligungsgesellschaft. So könnten z. B. eine negative Kritik in der Presse oder herangezogene Vergleiche mit «Peer groups» dazu führen, dass die Aktien einzelner Gesellschaften zu einem hohen Discount gehandelt würden. In Einzelfällen lassen sich bei an der SIX kotierten Investmentgesellschaften auch Prämien

feststellen. Für die Investoren sind diese in der Regel nachfragegetrieben. In Zeiten kurzfristiger Peaks weisen die Unternehmen vermehrt Prämien auf. Begründet werden die Aufschläge ausserdem anhand guter Track Records (Erfolgsgeschichte der Beteiligungsgesellschaften), niedriger Management Fees sowie einer vorsichtigen NAV-Bewertung.

---

*«Eine weitere mögliche Alternative, um die Bewertungsspielräume bei Immobiliengesellschaften einzuschränken, wäre die Verpflichtung zur Einhaltung von Bewertungsempfehlungen.»*

Analog zu den Immobiliengesellschaften kann auch das Aktionariat der Gesellschaft einen Einfluss auf die Höhe der Prämien bzw. Discounts haben. Gerade bei Investmentgesellschaften ist verstärkt zu beobachten, dass bedeutende Investoren, die über einen Stimmrechtsanteil von mehr als 3% verfügen, gleichzeitig auch im Verwaltungsrat der Gesellschaft vertreten sind oder andere nahe Beziehungen zur Gesellschaft aufweisen.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sowohl laut den Ansätzen in der Literatur als auch gemäss Aussagen der Investoren keine eindeutige Ursache für die Discount- bzw. Prämienproblematik bei Investmentgesellschaften existiert. Die jeweiligen Gründe vermögen nur einen Teil des Discounts zu erklären.

**4.2.2 Orientierungsgrösse.** Im Gegensatz zu Immobiliengesellschaften orientieren sich die institutionellen Investoren der Investmentgesellschaften mehrheitlich (75%) am Börsenkurs anstelle des NAV. Dies wird vor allem damit begründet, dass bei einer allfälligen Transaktion der Börsenkurs den Massstab darstelle, da voraussichtlich im jetzigen Zeitpunkt kein Investor bereit wäre, den inneren Wert (NAV) zu bezahlen. Lediglich ein Investor orientiert sich weder am Börsenkurs noch am NAV. Seines Erachtens spielen bei der Einschätzung einer Gesellschaft vor allem die qualitativen und nicht die quantitativen Faktoren eine Rolle. Die Tatsache, dass für die Anleger grösstenteils der Börsenkurs relevant ist, deckt sich insofern auch mit der Aussage der Investoren, dass sie die Fair Values der Investmentgesellschaften als überbewertet einschätzen. Begründet wird dies insbesondere anhand der Kopplung der Management Fees an die Höhe des NAV. Hierdurch entstehen Interessenskonflikte, die unter anderem zu einem Anreiz der Investmentmanager führen können, den NAV zu maximieren. Für die Überbewertung des Fair Value spricht ausserdem die positive Erwartungshaltung der Investmentmanager. Auch in einem schwierigen Umfeld einer Portfoliogesellschaft glauben diese an die Entwicklung zum Positiven, da sie letztendlich die Investitionsentscheidung getroffen haben.

## 5. HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN

**5.1 Mögliche Alternativen bei Immobiliengesellschaften.** Die von Immobiliengesellschaften obligatorisch einzuhaltenden Rechnungslegungsstandards (IAS 40) schreiben vor, die Methoden und wesentlichen Annahmen auf Grundlage derer die Fair Values der Renditeliegenschaften bestimmt wurden, offenzulegen. Es bestehen jedoch keine einheitlichen Vorschriften, welche Annahmen und Informationen zur Fair-Value-Bewertung anzugeben sind und in welchem Umfang. Die Forderung nach detaillierteren Informationen zu den einzelnen Immobilien wird von den Analysten im Rahmen der Experteninterviews gestellt. 50% der Analysten sprechen sich für Angaben zu Einzelliegenschaften, d. h. Marktwert, Mietzinseinnahmen, Leerstände sowie Diskontierungssätzen pro Liegenschaft aus. Bei Letzteren sei zudem der Hinweis relevant, ob es sich um reale oder nominale Diskontierungssätze handelt. Insbesondere bei Entwicklungsliegenschaften, deren Bewertung mit Fair Values problematischer ist als bei Renditeliegenschaften, wären gemäss Einschätzung eines Analysten erweiterte Angaben bezüglich der Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts sowie Sensitivitätsanalysen überaus nützlich. Die Hälfte der befragten Analysten ist allerdings der Meinung, dass erweiterte Offenlegungsvorschriften keine Reduktion der Discounts bewirken können, da die Transparenz bereits auf einem hohen Niveau sei und zusätzliche Informationen durch Kontaktaufnahmen zu dem jeweiligen Unternehmen eingeholt werden können.

Eine weitere mögliche Alternative, um die Bewertungsspielräume bei Immobiliengesellschaften einzuschränken, wäre die Verpflichtung zur Einhaltung von Bewertungsempfehlungen z. B. des *International Valuation Standards Committees (IVSC)* oder der *European Public Real Estate Association (EPRA)*.

Das IVSC wurde 1981 durch eine Vereinbarung nationaler Vereinigungen von Bewertungsexperten mit dem Ziel der Vereinheitlichung der Bewertungsmethoden im Immobilienmarkt gegründet. Die Fair-Value-Definitionen des *International Accounting Standards Board (IASB)* und des IVSC sind annähernd kongruent [19]. Zur Ermittlung des Fair Value

können gemäss White Book, den Bewertungsgrundsätzen des IVSC, der Cost Approach, der Sales Comparison Approach, der Income Capitalisation Approach sowie die DCF-Methode angewendet werden [20]. Der Cost Approach, welcher von einer Neuerstellung einer ähnlichen Liegenschaft ausgeht und auf den Entry Price abstellt, d. h. den Preis, der für den Erwerb bzw. die Wiederherstellung der Immobilie bezahlt werden müsste, kommt grundsätzlich nicht für die Folgebewertung nach IAS 40 in Betracht. Hingegen sieht das IASB für die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts analog zum IVSC Vergleichswertmethoden wie den Sales Comparison

«Wirksamer wäre, die Kopplung der Management Fees an den NAV aufzuheben, sodass der Anreiz der Manager, einen möglichst hohen Nettovermögenswert auszuweisen, abgeschwächt wird.»

Approach oder cashflowbasierte Verfahren, wie z. B. den Income Capitalisation Approach, sowie die DCF-Methode vor. Zu diesen Bewertungsverfahren existieren im White Book im Gegensatz zu den IFRS Hinweise zur Anwendung, die als Richtlinien bei Immobilienbewertungen dienen. Allerdings gelingt es auch dem IVSC nicht, eine Harmonisierung der angewandten Verfahren zu erreichen. Für eine Verbesserung der Vergleichbarkeit internationaler Abschlüsse müssten die existierenden Wahlrechte und Ermessensspielräume noch weiter eingeschränkt werden [21].

Die EPRA ist eine Non-Profit-Organisation, zu der sich im Jahr 1999 gelistete Immobiliengesellschaften, institutionelle Investoren, Finanzanalysten, Wirtschaftsprüfer und Berater zusammenschlossen. Ziel der Organisation ist die Harmonisierung und Optimierung der unterschiedlichen Reporting-Standards für den kotierten Immobiliensektor in Europa. EPRA fungiert dabei weder als «Accounting-Body» noch als «Valuation Body». Die Einhaltung der Empfehlungen ist freiwillig. Die EPRA hat mit den *Best Practices Recommendations (BPR)* weitgehendere Empfehlungen erfasst, die im Bereich der Bewertung auf den IVS beruhen, zusätzlich aber ein einheitliches Performance Reporting und mehr Transparenz fordern. Die BPR schlagen eine einheitliche Gliederung von Bilanz, Erfolgsrechnung und Geldflussrechnung, weitere Angaben zu Immobilien und Performancedaten im Anhang sowie eine einheitliche Berechnungsgrundlage des NAV vor (vgl. *Abbildung 7*). Das Ziel der höheren Vergleichbarkeit des Reportings und der Reduktion von Bewertungsspielräumen der Immobiliengesellschaften könnte daher mit der Orientierung an den BPR erreicht werden [22]. Insbesondere bei der Berechnung des NAV bestehen bekanntlich sowohl auf Seiten der Unternehmen als auch im Rahmen der Bewertung durch Analysten und Investoren grosse Gestaltungsspielräume.

### Abbildung 7: NAV-BERECHNUNGSSCHEMA DER EPRA [23]

Buchwerte der Immobilien  
 + Wertdifferenz zwischen Markt- und Buchwerten der Immobilien  
 + Marktwerte der Beteiligungen  
 – Buchwert des Fremdkapitals  
 +/- Sonstige Aktiven/Passiven  
 = **Net Asset Value (NAV)**  
 – Latente Steuern für stille Reserven zwischen Markt- und Buchwerten  
 = **Net Net Asset Value (NNAV)**  
 – Wertdifferenz zwischen Markt- und Buchwert des Fremdkapitals  
 = **Net Net Net Asset Value (NNNAV) = Triple Net Asset Value**



**5.2 Mögliche Alternativen bei Investmentgesellschaften.** Nach Ansicht der Investoren existieren auch bei Investmentgesellschaften ungenaue Angaben zur Bewertung der einzelnen Anlagen. Gerade bei Portfoliogesellschaften, die mehr als 10% des gesamten Bestands ausmachen und bei denen die Gefahr von Klumpenrisiken besteht, sprechen sich die Abschlussadressaten für detailliertere Offenlegungsanforderungen zur Bewertung aus. Wünschenswert wäre z. B. die Angabe der Bewertungsmethode (DCF-Verfahren oder Multiples) und der zugrundeliegenden Annahmen für einzelne Beteiligungen. Eine detaillierte Beschreibung der angewendeten Bewertungsmethoden wird zwar nach der Richtlinie betr. Rechnungslegung der SIX für beschränkt marktgängige Anlagen verlangt, von den Investmentgesellschaften jedoch unzureichend eingehalten. Auch IFRS 7 fordert die Offenlegung der Bewertungsmethoden einschliesslich der Annahmen. Grösstenteils sind die Investoren diesbezüglich auf die Auskunftsbereitschaft der jeweiligen Manager angewiesen, da in den Geschäftsberichten nur ungenau und in kumulierter Form informiert wird. Gleichzeitig glaubt die Mehrheit der Investoren nicht daran, dass durch eine erhöhte Transparenz eine Reduktion der Abschläge erreicht werden kann. Da ihres Erachtens die Offenlegungsanforderungen durch die Investmentgesellschaften nicht ausreichend eingehalten werden, würden auch zusätzliche Vorschriften keine Verbesserung der Transparenz und infolgedessen der Discountproblematik bewirken. Wirksamer wäre daher, die Kopplung der Management Fees an den NAV aufzuheben, sodass der Anreiz der Manager, einen möglichst hohen Nettovermögenswert auszuweisen, abgeschwächt wird. Wünschenswert wäre gemäss Aussage eines Investors überdies, wenn Wirtschaftsprüfer bzw. -prüferinnen Beteiligungen, die mehr als 10% des Bestands von Investmentgesellschaften ausmachen, kritisch begutachten würden.

Die Anwendung und Durchsetzung einheitlicher Bewertungsrichtlinien erweist sich bei Beteiligungsgesellschaften in der Praxis als problematisch [24]. Die Empfehlungen der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) sind mit den IFRS nicht kompatibel [25].

Bei den Private-Equity-Investmentgesellschaften ist deshalb abzuwarten, wie sich das Geschäftsmodell weiterentwickeln wird. Die jüngsten Beiträge in der Literatur sowie die Meinung eines Investors weisen daraufhin, dass das Businessmodell der kotierten Beteiligungsgesellschaften in der Schweiz keine Zukunft hat [26]. Sogenannte «One-Man-

Shows», bei denen einzelne Personen aus der Schweiz Venture-Capital-Investitionen in den USA tätigen, seien nicht mehr zeitgemäss und würden aussterben. Dies bestreiten auch einige Investmentmanager der derzeit existierenden Beteiligungsgesellschaften nicht.

## 6. FAZIT

Ausgangspunkt der Studie war die Tatsache, dass bei beiden Segmenten der NAV über der Marktkapitalisierung liegt. In einer ersten empirischen Analyse konnten für den Zeitraum 2005 bis 2009 bei Investmentgesellschaften deutlich höhere durchschnittliche Discounts (22%) als bei Immobiliengesellschaften (0,4%) nachgewiesen werden. Die Existenz der Abschläge lässt sich mittels einer Reihe von Erklärungsansätzen begründen. Bei Immobiliengesellschaften zählen der hohe Verschuldungsgrad, die unterschiedlichen Diskontierungssätze bei der NAV-Berechnung sowie für die Bewertung des gesamten Unternehmens, und das irrationale Anlegerverhalten zu den am häufigsten genannten Erklärungsansätzen der befragten Analysten. Bei der Erklärung der Existenz der Discounts bei Investmentgesellschaften nennen die Befragten die Illiquidität der Anlagen, Management Fees sowie nicht verlässliche Fair-Value-Bewertungen als wichtige Gründe. Bei beiden Anspruchsgruppen wird auch eine mangelnde Transparenz als möglicher Einflussfaktor angesehen. Gewisse Konstellationen wie Stimmrechtsbeschränkungen, vinkulierte Aktien oder die Aktionärsstruktur kommen zudem bei beiden Branchen als weitere Gründe für Abschläge in Frage. Allerdings lässt sich weder bei den Immobilien- noch bei den Investmentgesellschaften ein eindeutiger Erklärungsansatz feststellen.

Unterschiede zwischen den beiden Branchen können insbesondere bei den Orientierungsgrössen und der Fair-Value-Bewertung ausgemacht werden. Bei Immobiliengesellschaften werden die Fair Values der einzelnen Objekte als verlässlich betrachtet und der NAV als Orientierungsgrösse bevorzugt. Demgegenüber dominiert bei Investmentgesellschaften die Meinung, dass die Börsenkurse eine faire Bewertung abbilden und die Fair Values der einzelnen Objekte grundsätzlich überbewertet seien. Die Qualität der Offenlegung im Geschäftsbericht beeinflusst zwar nach Ansicht der Interviewten die Höhe des Discounts nur marginal, trotzdem ist für eine verlässliche Einschätzung der Unternehmen eine transparentere Darstellung der Bewertung unabdingbar. ■

**Anmerkungen:** 1) Vgl. Dohrn (2004): Entscheidungsrelevanz des Fair Value-Accounting am Beispiel von IAS 39 und IAS 40, Hannover 2004, S. 177–178. 2) Vgl. Böhler (2004): Bewertung von Private-Equity-Investitionen, in: ST 2004/12, S. 1113. 3) Vgl. IAS 40.45–46 und IAS 39.48–48A. 4) Vgl. SIX (Hrsg.) (2010): Kotierungsreglement Art. 77. 5) Vgl. SIX (Hrsg.) (2009): Schema C – Immobiliengesellschaften Art. 2.7.2. 6) Vgl. SIX (Hrsg.) (2010): Kotierungsreglement Art. 65. 7) Vgl. IAS 28.1. 8) Vgl. Meyer (2008): Fair Values – Fluch oder Segen?, in: Scorecard: Das Themenmagazin für Führungskräfte, S. 42. 9) Seit dem 1. Januar 2009 fallen auch Liegenschaften in der Entwick-

lungs- bzw. Erstellungsphase, die nach ihrer Fertigstellung als Finanzinvestition genutzt werden sollen, in den Anwendungsbereich des IAS 40. 10) Vgl. Krämer/Zaugg (2008): Fair-Value-Bilanzierung für Entwicklungsliegenschaften – Auswirkungen der geplanten Änderungen von IAS 40, in: ST 2008/6–7, S. 432–434. 11) Vgl. Beck/Rehkugler (2009): Das Fair-Value-Konzept für investment properties nach IFRS, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, Nr. 9, 2009, S. 491–494. 12) Die Begriffe NAV, innerer Wert und Nettovermögenswert werden synonym verwendet. 13) Vgl. Rehkugler/Goronczy (2009): Vergleichende Bewertung von verbrieften Immobilienprodukten, in:

Rehkugler, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München 2009, S. 78–79. 14) In Anlehnung an Rehkugler/Goronczy (2009): Vergleichende Bewertung von verbrieften Immobilienprodukten, in: Rehkugler, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München 2009, S. 81. 15) Die Marktkapitalisierung ergibt sich aus dem Produkt von Börsenkurs am Bilanzstichtag und der Anzahl ausstehender Aktien (exkl. eigene Aktien). 16) Vgl. Rehkugler/Zajonz (2009): Premiums und Discounts bei Immobiliengesellschaften – Theoretische Erklärungen und empirische Belege, in: Rehkugler, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München 2009, S. 462–463. 17) Ins-

gesamt wurden vier Analysten der Unternehmen Zürcher Kantonalbank, Bank Sarasin & Cie AG, Maerki Baumann & Co. AG und BZ Bank AG sowie vier institutionelle Investoren, Baloise Asset Management, Rüetschi Zehnder AG Vermögensverwaltung, Schweizerische Gesellschaft für Kapitalanlagen SGK, ViVorsorgeInvest Holding AG, befragt. **18)** Vgl. Rehkgugler/Goronczy (2009): Vergleichende Bewertung von verbrieften Immobilienprodukten, in: Rehkgugler, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München 2009, S. 85–92. **19)** Vgl. IAS 40.B52–53. **20)** Vgl. International Valuation Standards Committee (Hrsg.)

(2007): International Valuation Standards, London 2007, S. 75. **21)** Vgl. Ernstberger/Kraus (2008): Immobilienbewertung nach den Vorschriften des IVSC und deren Anwendbarkeit nach IFRS, in: Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, Nr. 6, 2008, S. 391–400. **22)** Vgl. Breuer (2009): Freiwillige Transparenz: Die EPRA Best Practices Policy Recommendations, in: Rehkgugler, Heinz: Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München 2009, S. 382–402. **23)** In Anlehnung an Bärthel/Feusi (2008): Gestaltungsspielraum bei der Net-Asset-Value-Berechnung, in: Institutional Investment Real Estate Magazin, Nr. 5, 2008, S. 24–

25. **24)** Zur Fair-Value-Ermittlung von Private-Equity-Beteiligungen existieren umfangreiche Bewertungsrichtlinien des International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (IPEV), die 2005 von der Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), der British Venture Capital Association (BVCA) und der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) entwickelt wurden. **25)** Vgl. Böhler (2004): Bewertung von Private-Equity-Investitionen, in: ST 2004/12, S. 1114. **26)** Vgl. Saheb (2010): Ein Konzept ist gescheitert, in: Swiss Equity Magazin, Nr. 6, 2010, S. 22–23.

## RÉSUMÉ

# Comptabilité en juste valeur des sociétés immobilières et des sociétés d'investissement

L'essentiel des actifs d'une société immobilière est constitué d'immeubles de rendement pour lesquels il n'existe pas de valeur de marché actuelle en raison de leur longue durée de vie et de leur négociabilité réduite. Étant donné que chaque bien immobilier est unique et que les facteurs tels que les droits et restrictions, l'emplacement, l'état et l'affectation sont très variables, les prix d'immeubles comparables sont rarement pris en considération pour en déterminer la juste valeur. De fait, leur évaluation se base fréquemment sur la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (discounted cash flow), qui comporte une marge discrétionnaire non négligeable en termes d'estimation des flux de paiement futur et de fixation du taux d'actualisation<sup>1</sup>.

Le même problème se pose pour les sociétés d'investissement qui placent leurs fonds dans des sociétés non cotées en bourse (private equity). Des risques de placement élevés ainsi que l'absence de cours boursiers sont ici la conséquence de la négociabilité limitée de ce type d'investissement. Ces caractéristiques font obstacle à la détermination d'une juste valeur fiable, juste valeur qui doit donc ici aussi être définie sur la base d'une méthode d'évaluation<sup>2</sup>.

Le référentiel des *International Financial Reporting Standards* (IFRS), qui est utilisé par la plupart de ces entreprises, n'est pas d'une grande aide pour aborder la problématique de l'évaluation. Les normes IFRS définissent en effet une hiérarchie des valorisations mais ne contiennent pas de dispositions concrètes sur la manière de calculer la juste valeur dans les sociétés immobilière et dans les sociétés d'investissement<sup>3</sup>.

La méfiance à l'égard de la juste valeur est renforcée par le fait que ces sociétés affichent aujourd'hui des capitaux propres sensiblement supérieurs à leur capitalisation boursière. L'origine de ces écarts méritait donc un examen approfondi.

Une analyse empirique effectuée sur la période 2005–2009 a permis d'observer des disagios sensiblement plus importants, en moyenne, pour les sociétés d'investissement (22%) que pour les sociétés immobilières (0,4%). L'existence de ces

écarts s'explique de différentes façons. S'agissant des sociétés immobilières, les facteurs que les analystes interrogés ont mentionné le plus souvent sont le taux d'endettement élevé, l'application de taux d'actualisation différents pour calculer la *valeur d'actif nette* (VAN) et pour l'évaluation de la société elle-même, et enfin le comportement irrationnel des investisseurs. Pour les sociétés d'investissement, les principaux facteurs d'explication seraient l'illiquidité des placements, les commissions de gestion, ainsi que le manque de fiabilité des évaluations de la juste valeur. Dans les deux cas, le manque de transparence est également cité comme un facteur possible. Dans les deux secteurs, les disagios peuvent aussi être le résultat de constellations particulières liées aux restrictions de vote, aux restrictions de la transmissibilité des actions ou à la structure de l'actionnariat. Mais aucun facteur d'explication ne ressort distinctement, pas plus pour les sociétés immobilières que pour les sociétés d'investissement.

Les entretiens menés avec des analystes et des investisseurs ont mis évidence quelques différences entre les deux secteurs, notamment en ce qui concerne les valeurs de référence et l'évaluation de la juste valeur. En ce qui concerne les sociétés immobilières, la juste valeur des différents biens est jugée fiable, et la VAN jouit d'une certaine préférence parmi toutes les valeurs de référence. En revanche, pour les sociétés d'investissement, l'opinion dominante est que les cours boursiers sont représentatifs d'une juste valorisation tandis que la juste valeur des différents actifs serait surfaite. Selon les personnes interrogées, la qualité des états financiers publiés n'aurait qu'une influence marginale sur l'ampleur des disagios. En tout état de cause, pour qu'une appréciation fiable de ces entreprises soit possible, les évaluations doivent impérativement être présentées de façon plus transparente.

CM/LD/PB

**Notes:** <sup>1</sup>cf. Dohrn: Entscheidungsrelevanz des Fair Value-Accounting am Beispiel von IAS 39 und IAS 40, Hanovre 2004, p. 177–178. <sup>2</sup>cf. Böhler: Bewertung von Private-Equity-Investitionen, in: L'Expert-comptable suisse 04/12, p. 1113. <sup>3</sup>cf. IAS 40.45–46 et IAS 39.48–48A.