

München

Amiraplatz 3
D-80333 München
Tel.: 089 - 29 07 31 - 0
Fax: 089 - 29 07 31 - 11

London

9 Duncan Terrace
GB-London N1 8BZ
Tel.: +44 - 171 - 7 13 04 55
Fax: +44 - 171 - 8 33 58 34

**Erfolgsfaktoren
für einen europäischen „REIT“
(eine europäische Immobilien AG)**

**Charts zum Referat von C. Frhr. v. Weichs
anlässlich einer Veranstaltung des I.I.R.
am 25. Oktober 1999 in Frankfurt**

Index

	<i>Seite</i>
Firmenprofil	1
Auswirkungen Steuerreform	2
Lerneffekte von US REIT's	4
Performance deutsche Immo AG's	8
Erfolgsfaktoren für eine Immo AG	11
Asset- und EK-Allokation	13
Anlagespektrum Immobilien-Investitionen / Risk-Return-Profil	15
Chancen und Nutzen	17
Strategieentwicklung und -umsetzung	18

Die neue „Steuerreform“ bewirkt massive Deregulierung und erfordert starkes Umdenken zugunsten kapitalmarktorientierter Investments

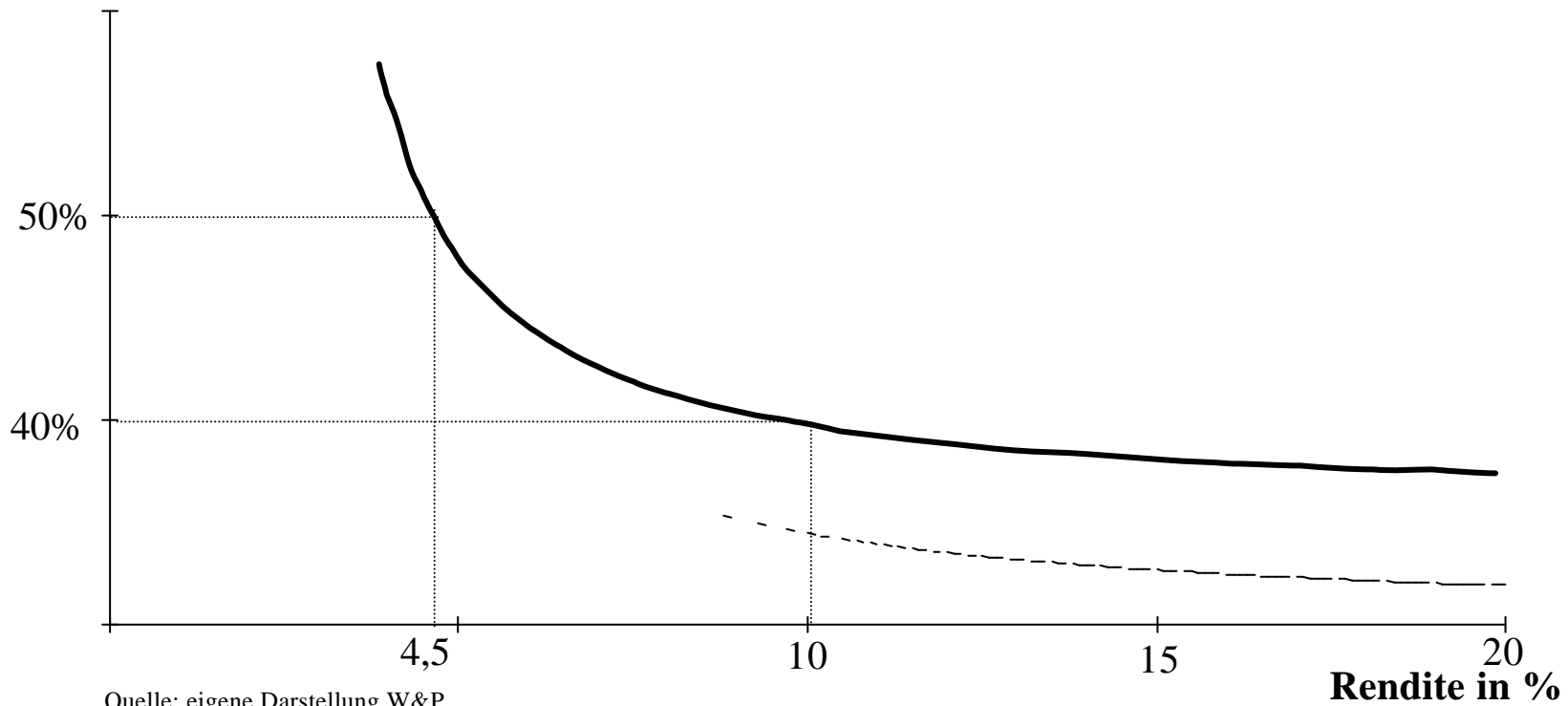
Folgende wesentliche Gewichtsverschiebungen lassen sich ablesen:

- **Verbreiterung der Bemessungsgrundlage**
Die vormals zahlreichen Möglichkeiten von (Sonder-)Abschreibungen werden spürbar reduziert
- **Kappung der Verrechnung von Verlusten aus Vermietung und Verpachtung:**
Neben anderen Privilegien fällt die gezielte Begünstigung von Immobilieninvestitionen weitestgehend weg.
- **Rendite- vor Verlustzuweisungsorientierung**
Gleichzeitig wächst - forciert durch Globalisierung und EURO - der Druck auf Margen und Renditen sowie überhöhte Vertriebskosten

- **Ceteris Paribus werden die Anleger zukünftig Produkte mit den höchsten Vorsteuerrenditen präferieren.**
- **Sogenannte Steuervorteile zählen nur noch als i-Pünktchen**
- **Die wahren Immobilienexperten sind nicht mehr die Steuerberater**

Bei niedrigen Steuern / Steuervorteilen treten markt- und betriebswirtschaftliche Anlagekriterien in den Vordergrund

Steuern /
Steuervorteile



Steuervorteile werden durch Renditeansprüche substituiert

Die Schaffung von relativen Wettbewerbsvorteilen ist die Grundvoraussetzung zum erfolgreichen Einsteigen und Überleben in globalen Kapitalmärkten

Die kritischen Erfolgsfaktoren für eine Immo AG

- + Globalisierungsgrad
- + Position auf Heimatmarkt
- + Markenbekanntheit
- + Dienstleistungsqualität
- + Kundennutzen der Produkte / Leistungen
- + System- und Organisationseffizienz
- + Mitarbeiterqualität und -motivation
- + Vertriebskraft
- + Relative Kapitalkraft

= Shareholder Value

... sollten in Summe zu 80% erfüllt sein

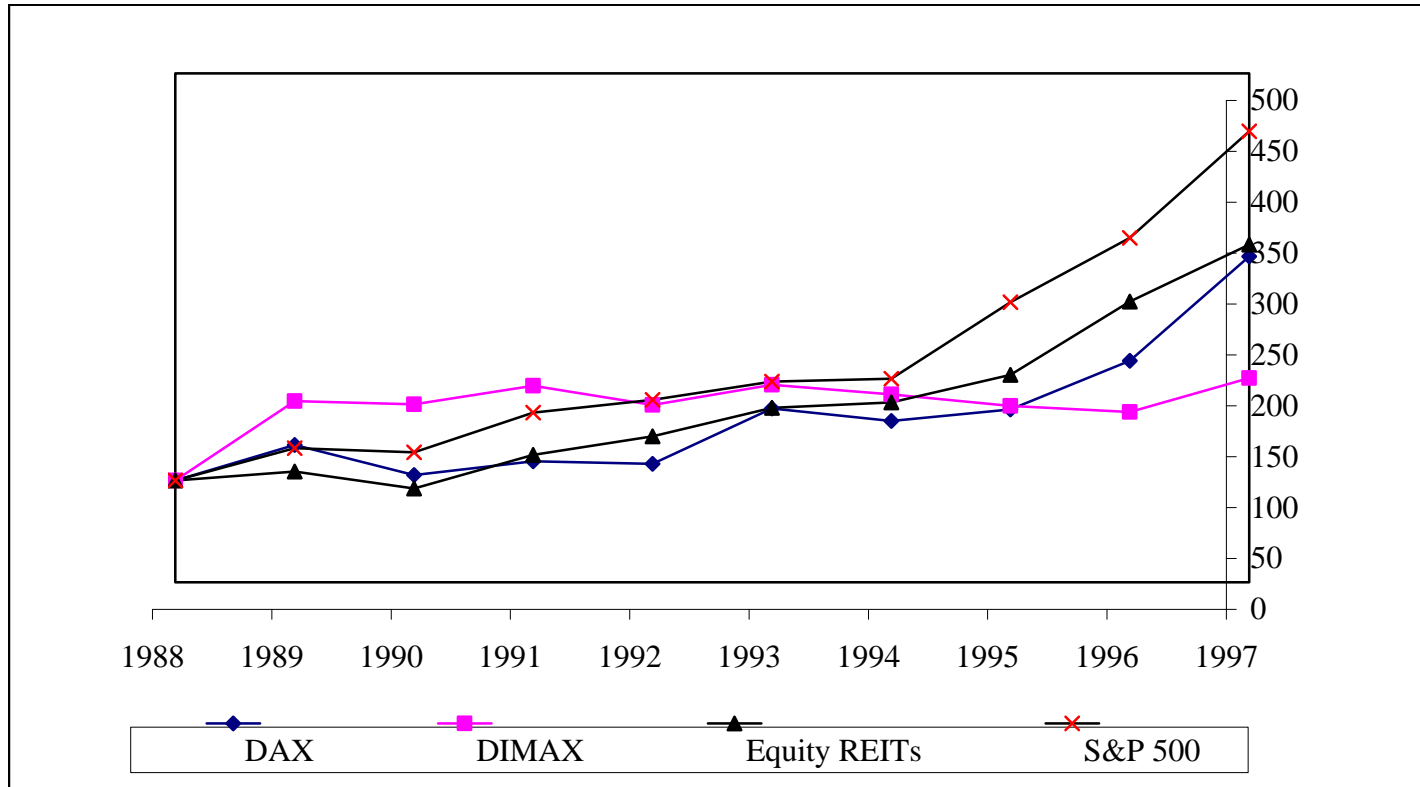
Quelle: eigene Darstellung W&P frei nach Porter und Investment Company Institute Framework

Europa kann von den US-REITS vor allem bezüglich Managementqualität und Kapitalmarktorientierung viel lernen

- Die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen und Vorteile des US-REIT sowie des US-Immo-Marktes können nicht auf Europa übertragen werden.
- Lernen können wir bezüglich:
 - kritischer und professioneller Investitionspolitik bei Markt- und Produktauswahl
 - Spezialisierung auf Investmenttypen im Rahmen der Kernkompetenzen des Managements
z. B.
 - Office-REITS
 - Industrial-REITS
 - Retail-REITS
 - Health-Care-REITS
 - Mortgage-REITS
 - Equity-REITS
 - etc.
 - Ausgewiesen gut ausgebildete Manager, die sich als „Real-Estate Investmentbanker“ verstehen
 - Ausgefeilte Kapitalmarktstrategien bezüglich:
 - Shareholder-Value-Konzepte
 - Investorrelations
 - Financial Engineering
- Wettbewerbsvorteile können wir uns in Deutschland erarbeiten durch verstärkte Portfoliomanagement-Orientierung, die in USA auf (noch) 10% der Erträge beschränkt ist.

Quelle: Vergleichsstudie US-REIT versus Deutsche Immo AG, 1999, Weichs & Partner

Das Underperforming deutscher Immo AGs muß eine Herausforderung für jeden ehrgeizigen Immobilien-Investment-Manager sein



Quelle: Vergleichsstudie zwischen US-REIT und Deutscher Immobilien AG, 1998, Weichs & Partner

**Die REIT-Entwicklung korreliert mit weltweiten Kapitalmärkten (DAX, S&P 500)
Seit 1993 läuft der DIMAX aus dem Ruder (negativ)**

Der Kapitalmarkt honoriert marktgerechte Immo AGs mittlerweile mit sehr hohen Vervielfältigern

Auswahl börsennotierter Immobiliengesellschaften in Deutschland

Unternehmen	Marktkapitalisierung (Euro Mio)	Anteil Streubesitz	Kurs (Euro)	KGV 98	KGV 99 (e)	Dividendenrendite ²⁾	KCFV ³⁾	KBV ³⁾	KUV ³⁾
Bau-Verein	85	55%	12,20	10,2	9,5	4,2%	9,7	1,5	1,3
Concordia	259	7%	7,20	-9,4	27,7	0,0%	-16,7	14,4	1,0
GBH	170	20%	34,00	34,0	30,9	0,8%	18,1	3,4	5,5
Hamborner	162	50%	213,00	21,4	19,8	3,4%	19,2	2,1	12,5
Harpen	660	10%	207,00	33,7	28,9	2,5%	17,9	2,6	4,0
Horten	605	4%	121,00	28,2	27,5	3,8%	16,3	3,0	8,6
IVG	1.407	43%	45,40	29,7	26,7	2,0%	11,9	4,9	3,5
RSE	469	42%	52,10	113,3	80,2	0,3%	226,5	6,1	156,3
WCM	2.856	37%	17,95	21,6	20,6	0,7%	23,9	6,9	51,0
Tief⁴⁾	170	10%		21,4	20,6	0,7%	11,9	2,6	3,5
Median	469	37%		28,2	27,5	2,0%	17,9	3,4	5,5
Hoch⁵⁾	660	43%		33,7	28,9	3,4%	19,2	6,1	12,5

Quelle: Teledata, Geschäftsberichte, eigene Darstellung W&P

1) per 16.2.99

2) 1999 (e) ohne Steuergutschrift

3) letztes verfügbares Geschäftsjahr

4) 25%-Quantil

5) 75%-Quantil

Abkürzungen:

KGV = Kurs/Gewinn-Verhältnis;

KCFV = Kurs/Cash Flow-Verhältnis;

KBV = Kurs/Buchwert-Verhältnis;

KUV = Kurs/Umsatz-Verhältnis.

Eine Immo AG sollte zur Kapitalmarktakzeptanz haben:

- Free Float > 25%
- Assets under Management > 500 Mio Euro
- Marktkapitalisierung Richtung 1 Mrd Euro

Nur so erscheint sie auf dem Radarschirm der weltweiten Kapitalmärkte

Eine Vielfalt möglicher Asset-Allokationen und Dienstleistungsstrukturen ergibt ein weites Spektrum möglicher Immobilien AG's mit unterschiedlichen Risk-Return-Strukturen

Mögliche SGF's (Beispiel)	Risiko Spannweiten (%)	Asset Allokation	Nötige EK-Renditen <u>nach</u> Steuer (%)
• Gewerbeimmobilien	7-20	f. (Kernkompetenzen und Marktchancen)	9-15
• Wohnimmobilien	3-12		7-12
• Development	10-35		20-35
• Immobilienvertrieb	10-35		24-40
• Strategische Beteiligungen	10-30		10-40
Insgesamt	ca. 8-20	100%	ca. 15-20

Quelle: Erfahrungswerte W&P aus diversen Projekten

- **Die Gewichtung der Asset-Allokation erfolgt in Abhängigkeit der Eigenkapital-Allokation sowie nach Kernkompetenzen und Marktchancen**
- **Vom Kapitalmarkt wird nur eine klare und auf wenige Geschäftsfelder konzentrierte Asset-Allokation honoriert.**
- **Risikostreuung und Portfolio-Mix sollte man dem Anleger überlassen.**

Eine risiko-, strategie- und geschäftsfeldadäquate Finanzierung bestimmt die Eigenkapital-Allokation

Beispiel EK-Allokation

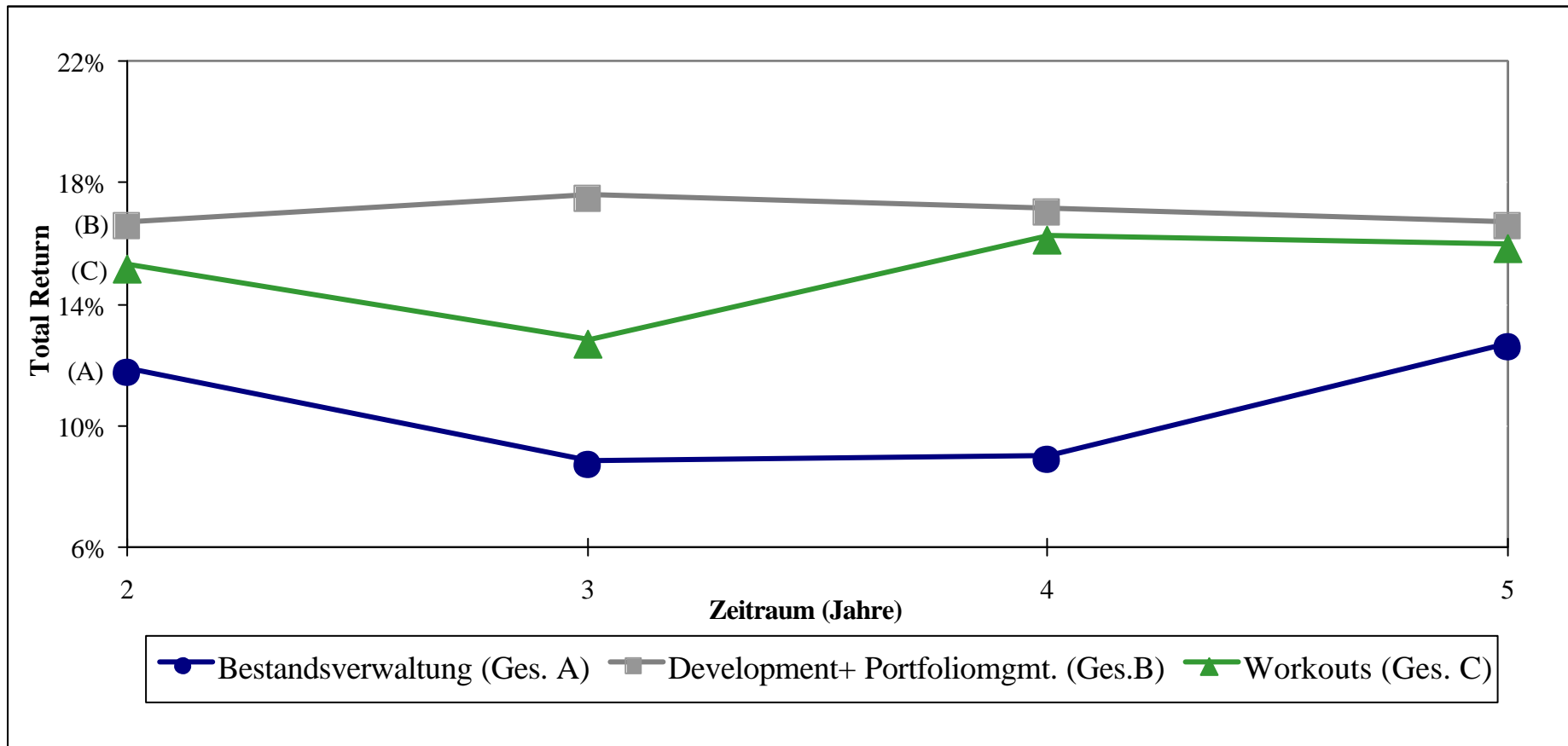
SGF	bisher nötige EK-Spanne typisch deutsche Immobiliengesellschaft in %	nötige EK-Spannen für wettbewerbsfähigen „EU-REIT“ in %
Gewerbeimmobilien	25-40	40-100
Wohnimmobilien	30-40	35-100
Development	10-20	20-50
Immobilienvertrieb	10-15	20-35

Quelle: Eigene Darstellung W&P aus Vergleichsstudie US-REIT versus Deutsche Immobilien AG, 1999, Weichs & Partner

→ Je nach Eigenkapital- und Asset-Allokation werden relativ hohe Eigenkapitalanteile nötig sein, um Wettbewerbsfähigkeit herzustellen.

Mit Immobilien AGs lassen sich hochinteressante und sehr wettbewerbsfähige Gesamtrenditen zwischen 9-17% erzielen

Modellrechnungen "EU-REIT"



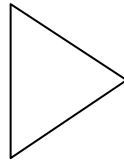
Quelle: Modell und Berechnungen aus Vergleichsstudie US-REIT und Deutsche Immo AG, 1998, Weichs & Partner

Die Funktionen der Immobilien AGs als Bestandshalter, Developer und Dienstleister, Entsorgungsvehikel für non performing loans sowie als facettenreiches Anlageprodukt geben einen Eindruck von der Vielfalt der Chancen für alle Marktteilnehmer

Marktteilnehmer

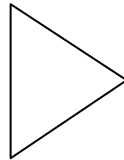
Nutzen

**Universal-, Immobilien, Investmentbanken
Versicherungen und Pensionsfonds**



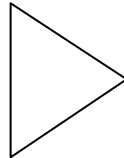
- Abrundung der jeweiligen Immobilienstrategie
- Ergänzung des Kapitalanlagespektrums
- Als „Mortgage REIT“ Instrument für workouts
- Umwandlungsprodukt für eigene illiquide Immobilienanlagen

Kapitalanlagegesellschaften



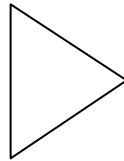
- Wettbewerbs- oder Ablöseprodukt des Offenen Immobilienfonds
- Portfolioerweiterung

**Öffentliche Hand,
private Immobilienunternehmen**



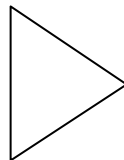
- Privatisierungs- und Fusionsvehikel
- EK-Beschaffung zur Finanzierung von Unternehmens-Nachfolgestrategien

Industrie- / Dienstleistungsunternehmen



- Alternative zu oder Ergänzung der Corporate Real Estate-Strategie
- Liquidierung stiller Reserven und Erhöhung des Shareholder Value

Anleger



- hoch fungibler Baustein zur Vermögensstrukturierung
- Investition in inflationsausgleichende Immobilie mit beliebiger Stückelung
- Geringe Transaktionskosten, börsentägliche Bewertung

- **Es gibt nicht „die“ Immobilien AG, sondern den jeweiligen Erfordernissen der Corporates und Marktteilnehmer angepaßte Ausprägungen**
- **Durch die individuelle Mischung der unterschiedlichen Typen erreicht der Kapitalanleger sein persönlich optimiertes Risk-Return-Profil**

Die Immobilienaktie vereint alle aktientypischen Vorzüge auf sich wie börsentägliche Bewertung, beliebige Stückelung und hohe Flexibilität mit geringen Emissions- und Transaktionskosten

Kriterium	Immobilienaktie	Offener Immobilienfonds	Aktienfonds	Rentenfonds	Aktie
Fungibilität	<ul style="list-style-type: none"> • Börsentäglicher Handel 	<ul style="list-style-type: none"> • Gesetzl. Rücknahmegarantie 	<ul style="list-style-type: none"> • Gesetzl. Rücknahmegarantie 	<ul style="list-style-type: none"> • Gesetzl. Rücknahmegarantie 	<ul style="list-style-type: none"> • Börsentäglicher Handel
Bewertung	<ul style="list-style-type: none"> • Börse (Marktteilnehmer) 	<ul style="list-style-type: none"> • Sachverständigenausschuß • Depotbank (KAG) 	<ul style="list-style-type: none"> • Depotbank (KAG) berechnet Rücknahmepreis in Abhängigkeit vom börsentäglichen Inventarwert 	<ul style="list-style-type: none"> • Depotbank (KAG) berechnet Rücknahmepreis in Abhängigkeit vom börsentäglichen Inventarwert 	<ul style="list-style-type: none"> • Börse (Marktteilnehmer)
Anlagestreuung	<ul style="list-style-type: none"> • uneingeschränkt 	<ul style="list-style-type: none"> • gesetzlich geregelt 	<ul style="list-style-type: none"> • freie Anlagepolitik, häufig Anlage-schwerpunkte (regional) 	<ul style="list-style-type: none"> • freie Anlagepolitik, häufig Anlage-schwerpunkte (regional) 	<ul style="list-style-type: none"> • uneingeschränkt
Zielgruppenbeschränkung	<ul style="list-style-type: none"> • keine (Inländer und Ausländer) 	<ul style="list-style-type: none"> • nur Steuer-Inländer • keine internationale Vertriebsmöglichkeit wegen Steuerthematik 	<ul style="list-style-type: none"> • keine 	<ul style="list-style-type: none"> • keine 	<ul style="list-style-type: none"> • keine
Steuroptimierung	<ul style="list-style-type: none"> • Nach Steuerreform nicht mehr gegeben • Rendite- / Risiko-Verhältnis der Anlagen ist entscheidend 	<ul style="list-style-type: none"> • Sehr stark betroffen von Spekulationsfristverlängerung 			<ul style="list-style-type: none"> • Betroffen durch Verlängerung der Spekulationsfrist auf ein Jahr.

Quelle: eigene Darstellung W&P

Die regelmäßig nötige Einbindung strategischer und/oder Finanzinvestoren erfordert die Erfüllung höchster Ansprüche und bewirkt eine Veränderung der Managementkultur zum „Immobilien-Investment-Manager/ -Banker“

Unternehmensstrategie

- Klare strategische Ausrichtung
- Schaffen einer breiten Managementbasis
- Investition in wachsende Märkte, in denen Kernkompetenzen vorhanden sind
- Ggf. Übernahme von Aufgaben für Dritte sofern hierdurch ein Value Added entsteht
- Verzicht auf SGF ohne Kernkompetenzen (Outsourcing oder Verkauf)
- Führung einzelne SGF durch Vorgabe von risikoadäquaten EK-Renditen
- Umwandlung der Rechtsform in AG
- Aufbau eines Managementinformationssystems und Investor Relations rechtzeitig vor Börsengang
- Mitarbeiterbeteiligungsmodell bei IPO



Finanzen

- Erzielung einer angemessenen EK-Rendite (ROE)
- Wachstumspotential-Nutzung
- Realisierung Kostensenkungspotentialen
- Generierung eines konstanten positiven Cash-Flows
- Regelmäßige Dividendenaus-schüttung
- Optimierung der Kapitalallokation
- Schaffung von Flexibilität für eine mögliche Zusammenarbeit / Zusammenschluß mit Partnern in einzelnen SGF



Information (Investor-Relation)

- Erhöhung der Transparenz
- Regelmäßige Berichterstattung über Geschäftsergebnisse, Strategie, Planungen
- Ermittlung von EK-Renditen für einzelne SGF
- Zeitnahe Ermittlung von Quartals- und SGF-Ergebnissen
- SGF-bezogene Planung



- **Ziel aller Maßnahmen muß eine dauerhafte Steigerung des Unternehmenswertes sein.**
- **Die hohen Anforderungen können Anreiz für Mitarbeiter und einen neuen Manager-Typ sein, den die deutsche Immobilienindustrie dringend benötigt.**

Ohne die Auswahl der richtigen Partner, der geeigneten Schritte und des rechten Zeitpunktes (kairos) bleibt alles nichts

Wichtigste Schritte:

1. Erarbeitung Unternehmensstrategie
2. Erarbeitung unabhängiges Börsen- und Kapitalmarktkonzept
3. Prüfung der Börsenreife und Bewertung
4. Festlegung Einzelschritte zur Börse
5. Steueroptimierung IPO-Konzept
6. Rechtliche Strukturierung
7. Börsenzulassungs- und Einführungsverfahren mit Preisbildung, etc.

➔ Der Erfolg liegt in unabhängiger transaktionsorientierter, aber nicht in transaktionsabhängiger Beratung.