

# WEICHS MANAGEMENT CONSULTANTS

---

MÜNCHEN – LONDON

## **München**

Savoyenstrasse 6

D-80638 München

Tel.: 089 - 29 07 31 - 0

Fax: 089 - 29 07 31 - 11

Mail: [info@weichsconsulting.com](mailto:info@weichsconsulting.com)

## **London**

9 Duncan Terrace

GB-London N1 8BZ

Tel.: +44 - 171 - 7 13 04 55

Fax: +44 - 171 - 8 33 58 34

## **Strategische Chancen, Optionen und Grenzen für den Immobilien- und Kapitalmarkt**

Caspar Freiherr von Weichs

Referat anlässlich der Expertengespräche

zu

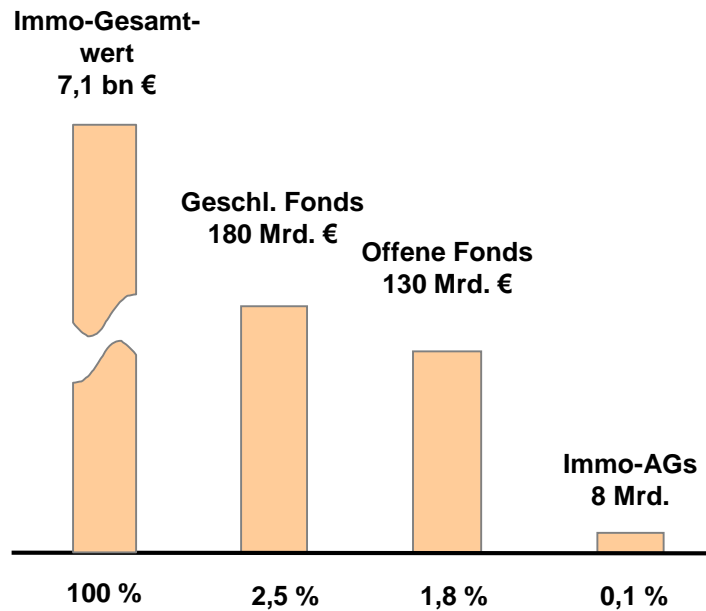
**REITs Entwicklungen und Chancen**

7.12.2006, Berlin

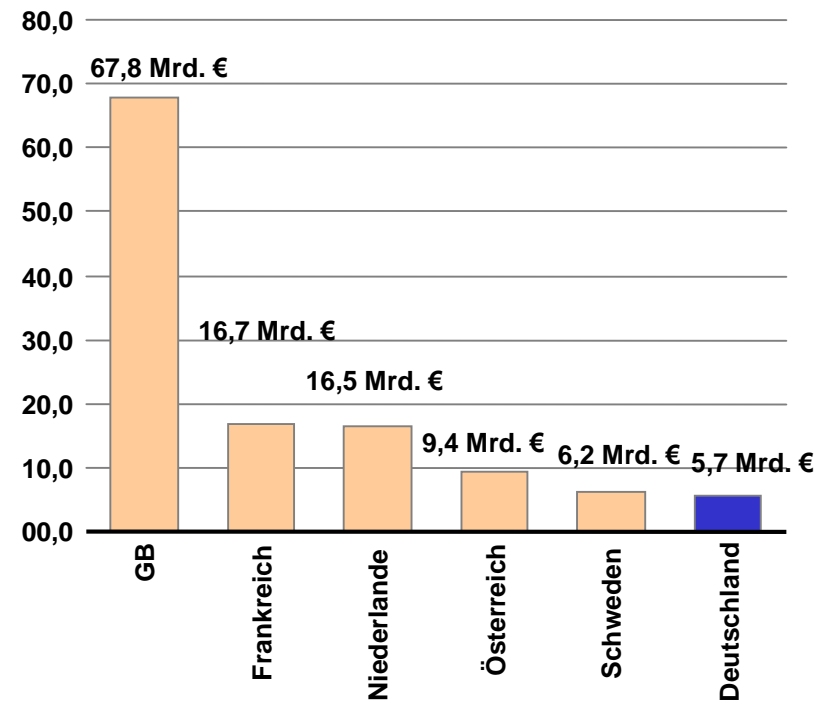
8.12.2006, München

## Der G-REIT bietet die Chance, die völlig unzureichende Marktkapitalisierung des deutschen Immobilienmarktes auf europäisches Niveau zu bringen

Von € 7,1 Billionen Immobilienvermögen in Deutschland sind nur 4,4 % am Kapitalmarkt



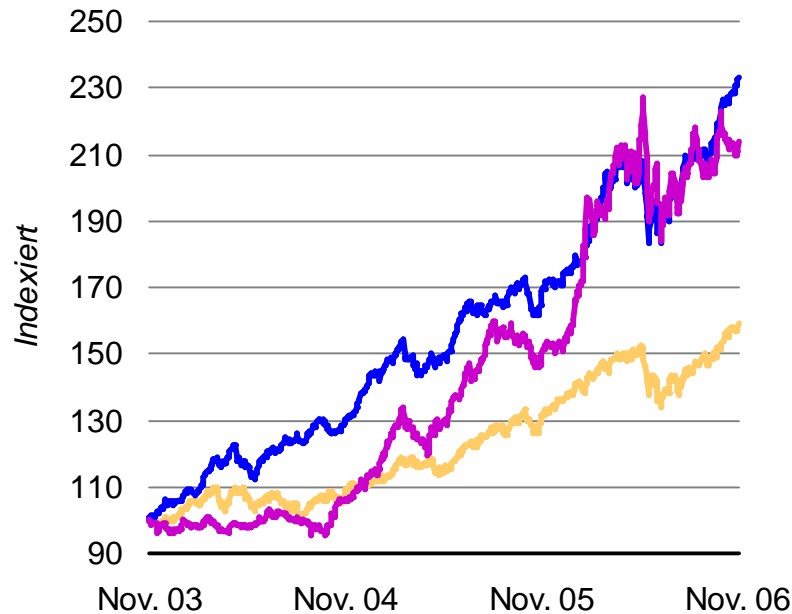
Die Free-Float-Marktkapitalisierung deutscher Immo-AGs in Europa ist unbedeutend



Quelle: DeStatis, Loipfinger, EPRA, BVI

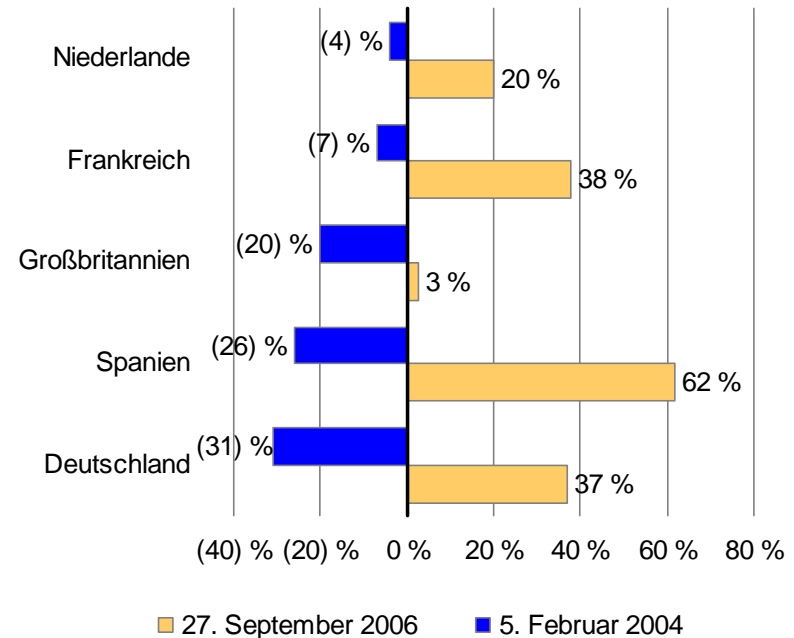
Quelle: EPRA/NAREIT; basierend auf den nationalen EPRA Indizes 31. Oktober 2006

**Richtiger Zeitpunkt (EU KAIRÓS) für die REIT-Einführung ist da.  
Die Immobilienindices outperformen die Aktienindices.  
Unreife Märkte zahlen hohe Prämien auf den Net Asset Value (NAV)**



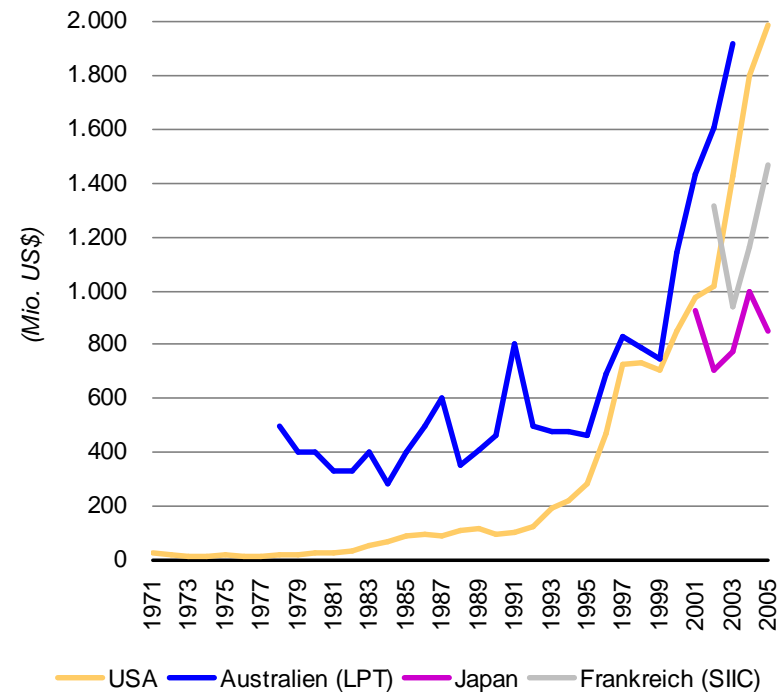
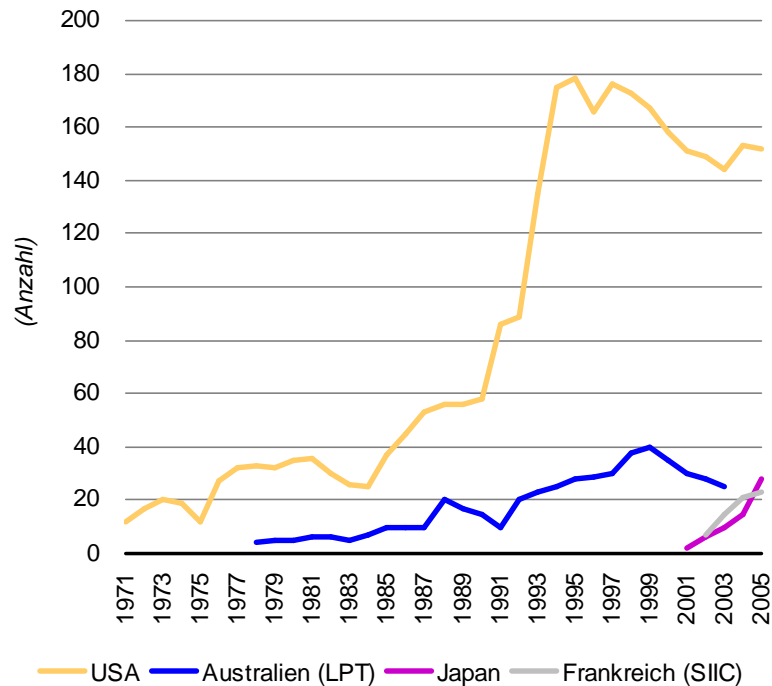
— DJ Stoxx — EPRA Europe — EPRA Germany

Quelle: Datastream Deutsche Bank Research, November 2006



- Die Ertragsbesteuerung beim Anleger wird für den REIT dauerhaft einen Discount auf den NAV verhindern.
- Dieser Effekt macht diese Form der indirekten Immobilien-Anlage wettbewerbsfähig zur direkten Immobilienanlage.

## In ca. 20 Ländern hat der Kapitalmarkt den REIT akzeptiert und normiert



Quellen: NAREIT, STB Research Institute, Datastream Deutsche Bank, 2006

- **Der Erfolg der G-REITs wird davon abhängen, ob er konzeptionell ähnlich oder besser ist als seine international eingeführten Mitbewerber.**
- **Minimaler Market Cap für einen erfolgreichen Start werden sein: 500 Mio. €.**

## Die Euphorie zum G-REIT wird durch handwerkliche und strategische Fehler im Gesetzentwurf gedämpft

- Die Ausklammerung der Mietwohn-Industrie bewirkt eine deutliche Reduktion des Marktpotentials ohne erkennbaren Nutzen. (Mietrecht ändert sich nicht aber notwendige Sanierungsmaßnahmen der bisherigen Eigentümer können mangels Kapital nicht durchgeführt werden.) → **Mittelfristige Verslummung droht!**
- Für die volkswirtschaftlich hochriskanten offenen Immobilien Publikumsfonds (**25 Mrd. Mittelabfluss in nur einem Jahr wären bei normaler Immobilienkonjunktur und steigenden Zinsen von den Banken nicht zu verkraften gewesen**) wird keine Umwandlungsregelung, sondern nur eine Abverkaufsbevorteilung geschaffen (Exit-Tax).
- Durch ungeschickte Definitionen fallen auf jeden Fall Altenpflege- und Seniorenheime und im Extremfall sogar Kliniken und Hotels unter den Ausschluss der Mietwohnmobilie. → **Das erscheint angesichts der Finanzierungsprobleme der anstehenden Gesundheitsreform töricht.**
- Unklar ist, ob § 1 (Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte) und § 12 (Vermögen und Erträge) den Erwerb von Immobilienforderungen zulassen oder ausschließen. → **Sind Mortgage- oder Finance-REITS zulässig? Vermutlich nicht.**

**Der Gesetzgeber hat seine Hausaufgaben noch nicht zu Ende gemacht!**

## **Die Rechnungslegungsvorschriften nach IFRS, HGB und EU-Recht sind nicht vollständig aufeinander abgestimmt.**

### **Der Gesetzentwurf sieht vor:**

- Jährliche Objektbewertung nach Fair Market Value (IFRS)
- Reporting nach IFRS wird von der Börsenzulassung verlangt
- Gewinnfeststellung und Ausschüttung nach HGB
- Bewertung und 50%-Begrenzung Handelsvolumen nach Fair Market Value (IFRS)
- Sale & Lease Back nach IFRS (Operating lease)

### **⇒ Offene Fragen:**

- Wie soll man einer REIT als Beteiligung buchen?
- Wertänderungen müssen nach EU-Recht (IAS 40) erfolgswirksam gebucht werden – wie hält man bei Wertabschlag die 60%-FK-Quote ein?
- Wie realisiert man einen True Sale bei S&LB in der Bilanz des Verkäufers?
- Nach IFRS und EU-Recht (IAS 33) muss das EK zur freien Verfügung der Gesellschaft stehen. Da die EK-Quote festliegt, ist der G-REIT regelmäßig nach IFRS ohne EK, weil das EK nicht frei verfügbar ist.

- **Bei Konzeption eines REITs sollte unbedingt intensiv externes Know-How eingeholt werden.**
- **Vor Verkauf als S&LB an einen REIT sollte zusätzlich über andere Optionen wie CMBS nachgedacht werden.**

## Das natürliche Marktpotential wird vom vorliegenden Gesetzentwurf unnötig drastisch verringert

Source	Natürliches <sup>1)</sup> Potential	Potential <sup>2)</sup> auf Basis Gesetz- entwurf	Begründung
	Mrd. €	Mrd. €	
Versicherungen	50	50	
Wohnungswirtschaft	240	–	Ausgeschlossen
Unternehmen	100	50	Unklare Bilanzierungs- und S&LB-Regelungen, Ausschluss Finance-REIT
Bankdarlehen <sup>3)</sup>	50	–	Mortgage-REIT ausgeschlossen
Geschlossene Fonds	35	20	IFRS-/HGB-Problem, Ausschluss Mortgage REITs
Offene Fonds (Publ.)	40	10	Keine Umwandlungsregel, nur Exit Tax
Offene Spezialfonds	10	5	Dto.
Gesundheitswirtschaft	30	10	Teile oder sogar alle ausgeschlossen gemäß Definition für Wohnungswirtschaft
<b>Summe</b>	<b>555</b>	<b>145</b>	
	<b>100 %</b>	<b>26 %</b>	

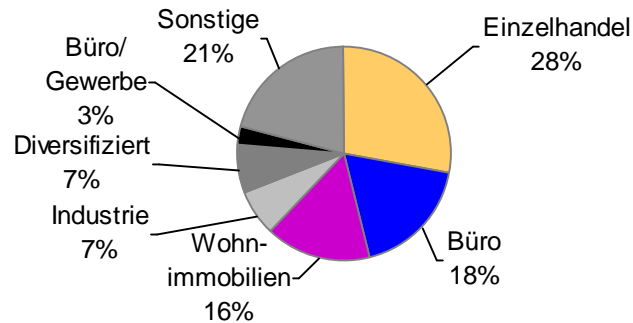
1) Eigene Schätzungen WMC und nach ZEW

2) Eigene Schätzung WMC

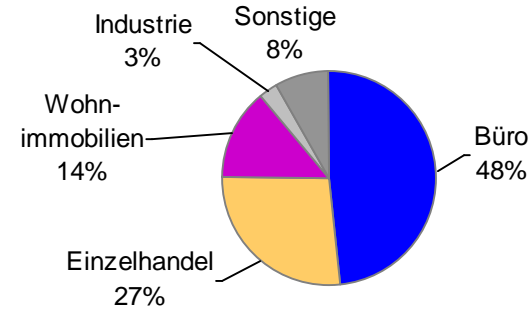
3) Überbewertete oder subperformende oder zweitrangig besicherte Immobiliendarlehen

## Bei der REIT-Konzeption kommt es auf die Konzentration auf Kernkompetenzen bei sehr starker Spezialisierung an

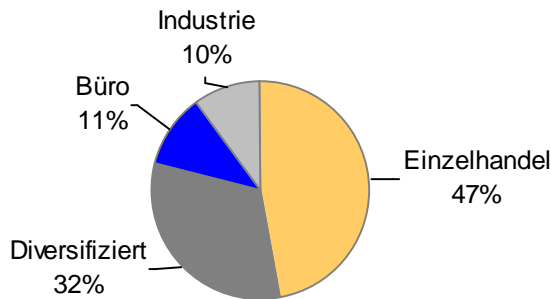
### Vereinigte Staaten



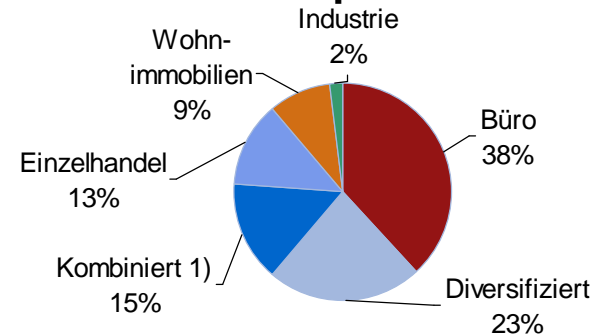
### Frankreich



### Australien



### Japan



Quellen: DB Research, UBS, IEIF, STB Research, 2006

1) Büro + ein weiterer Typ bei J-REITs

- **Der Investor konzipiert seine eigene Asset Allocation im Aktienportfolio.**
- **Der Kapitalmarkt mag keine „Mixed-Portfolios“ mit vorgegebener Allocation.**



## **Die institutionellen Anleger und der globale Kapitalmarkt diktieren als Erfolgskriterien: Relative Wettbewerbsvorteile**

- Fokussierte Asset Allocation im Rahmen der Kernkompetenzen des Managements
- Sofortiges Erreichen wettbewerbsfähiger und marktliquider Größenordnungen
  - ⇒ - Market-Cap min. 500 Mio. €
  - Free-Float min. 35 % dauerhaft
- Hohe Dienstleistungs-Qualität
- Ausgeprägte und zeitnahe Investorrelations
- Internationale, transparente Reporting- und Bewertungsstandards
- System- und Organisationseffizienz
- Überdurchschnittliches Wachstum
- Markenbekanntheit international
- Stabile Renditen
- Unabhängiges, externes Rating

---

**Σ = Shareholder Value**

## **Ohne die Auswahl der richtigen Partner bei der Begleitung der notwendigen Schritte bleibt alles nichts**

1. Erarbeitung Unternehmensstrategie und Umsetzungsplan
2. Gründung oder Umwandlung in Vor-REIT
3. Unabhängige Bewertung von Assets und Unternehmen
4. Ggf. Portfolioausweitung durch Fusion, Zukäufe und Pre-IPO-Finanzierungen
5. Auswahl IPO-begleitende Bank (en)
6. Prüfung der Börsenreife
7. Erarbeitung von Börsen- und Kapitalmarktkonzept
8. Rechtliche und steuerliche Optimierung
9. Börsenprospekt und Antrag auf Börsenzulassung
10. Preisbildung und Roadshows
11. Börsenzulassung, IPO

**Sinnvollerweise sollte man für diesen Prozess 6 Monate mindestens einplanen**

**Hogan & Hartson und Weichs Management Consultants begleiten Sie gerne bei diesen herausfordernden Aufgaben!**