

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

*Vergleich zwischen
US-REIT und deutscher Immobilien AG
sowie
Strategie EUREIT
(2. erweiterte Auflage)*

erstellt durch
FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

München im Sommer 1999

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Inhalt

1	Vorbemerkung.....	5
2	Der REIT – ein amerikanisches Phänomen (Entwicklung REIT in USA).....	6
2.1	Was ist ein REIT?	6
2.2	Entwicklung der REITs.....	6
2.3	Typisierung.....	9
2.4	Rechtlicher Rahmen und steuerliche Behandlung.....	13
2.4.1	Steuergesetze des Bundes – Testkriterien für REITs.....	14
2.4.2	Besteuerung des REIT und seiner Anteilseigner.....	15
2.4.3	Aktuelle Gesetzgebungsverfahren.....	16
2.4.4	Wertpapierrecht und Aufsicht durch SEC.....	16
2.4.5	Wahl der Rechtsform.....	17
2.4.6	Steuerliche Qualifikation von US-REITs nach deutschem Recht.....	17
2.5	Performance und Risiko.....	18
2.5.1	Performance und Risiko nach Gesamtmarkt und REIT-Typen.....	19
2.6	Dividendenrenditen.....	24
2.7	Performance nach Branchen / Sektoren und Größen.....	25
2.8	Funds from Operations (FFO) als standardisierte Performance-Kennziffer und Problematik.....	29
2.9	Cash Available for Distribution (CAD) als geeignete Kennziffer?.....	31
2.10	Bilanzstruktur.....	32
2.10.1	Gesamtmarkt historisch.....	32
2.10.2	Ausgewählte Unternehmen.....	34
2.10.3	Unternehmensbeispiele.....	35
2.10.3.1	Host Marriott.....	35
2.10.3.2	Simon Property Group.....	36
2.10.3.3	Crescent Real Estate.....	37
2.10.4	Bewertung Immobilien.....	38
2.11	Klassifizierung der REITs nach Größe.....	38
2.12	Anzahl und Volumen von Börseneinführungen.....	40
2.13	Eigentümerstruktur / Investorenanalyse.....	43
2.14	Zulassungskriterien und –kosten.....	44
2.14.1	Kriterien.....	44
2.14.2	Kosten.....	45

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

2.15	Erfolgsfaktoren.....	45
2.16	Anforderungen an das Management.....	47
2.17	Ausblick weitere Entwicklung.....	47
3	Immobilienaktiengesellschaften in Deutschland.....	50
3.1	Ausgangslage.....	50
3.1.1	Rechtlicher und steuerlicher Rahmen, bilanzielle Behandlung.....	51
3.1.2	Deutsche Immobilien(aktien)indizes.....	53
3.2	Beschreibung, Zusammensetzung des DIMAX Differenzierung in "echte" und "unechte" Immobilien AGs.....	52
3.2.1	"echte/ unechte" Immobilien (Publikum AGs - Differenzierungskriterien.....	53
3.2.2	Analyse.....	57
3.3	Neuemissionen.....	62
3.4	Unternehmensbeispiele.....	62
3.4.1	Unternehmensbeispiel IVG Holding AG (IVG).....	62
3.4.2	Unternehmendbeispiel WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft (WCM).....	65
3.4.3	Unternehmensbeispiel HBAG Real Estate Aktiengesellschaft (HBAG).....	67
3.4.4	Unternehmensbeispiel BAU-VEREIN ZU HAMBURG (BauVerein).....	69
3.4.5	Unternehmensbeispiel Bayerische Immobilien AG (BIAG).....	71
3.4.6	Unternehmensbeispiel HORTEN AG (Horten).....	73
3.5	Auswahl in Deutschland öffentlich notierter REITs.....	75
3.6	Vergleich der Anlageformen Immobilien AG, Offener Immobilienfonds Geschlossener Immobilienfonds.....	76
3.7	Zulassungskriterien und Kosten.....	86
3.8	Drittes Finanzmarktförderungsgesetz.....	88
3.9	Steuerreform.....	89
4	Synopse USA – Deutschland.....	91
5	Strategie für einen deutschen Reit.....	97
5.1	Ausgangslage.....	97
5.2	Kapitalmarkt.....	97
5.3	Immobilienmarkt.....	101
5.4	Finanzierungsstrukturen.....	104
5.5	Unternehmensstruktur.....	104
5.6	Managementqualität und Systemeffizienz.....	106
5.7	Marktkapitalisierung eines EUREIT.....	108
5.8	Modell-Beispiele der Marktbewertung eines EUREIT mit unterschiedlichen Tätigkeitsbereichen und Ableitung einer Kapitalmarktstrategie.....	108

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

5.8.1	EUREIT als Bestandsgesellschaft mit gelegentlichen Developmentaktivitäten.....	102
5.8.2	EUREIT als Bestands- und Developmentgesellschaft (inkl. Portfoliomanagement).....	103
5.8.3	Banken-/Workout EUREIT.....	103
5.8.4	Total Return der Modellbeispiele 5.8.1 - 5.8.3	104
5.8.5	Industrie EUREIT.....	105
6.	Abbildungsverzeichnis.....	112
7.	Abkürzungsverzeichnis.....	114
8.	Anhang.....	111

3 Vorbemerkung

Im Zuge der Globalisierung der Kapitalmärkte und durch den absehbaren Wegfall von Steuervorteilen in Deutschland steigen auch hierzulande die Renditeanforderungen an die Immobilien-direktanlagen – sie tritt zunehmend in Wettbewerb zu anderen, vornehmlich verbrieften und fun-giblen Anlageformen auch der Immobilie selbst. Anlageformen. Einerseits wird sie als wesentli-cher Portfoliobestandteil gesucht, andererseits stehen der Direktanlage die fehlende kurzfristige Liquidierbarkeit und häufig die nachhaltige Ertragsorientierung entgegen.

Die Erfolgsstory des amerikanischen REIT (Real Estate Investment Trust) in den letzten Jahren war Anlaß für uns, die entscheidenden Erfolgsfaktoren dieser Investmentform erneut detailliert zu analysieren und als strategisches Konzept auf Deutschland zu übertragen.

Die im Rahmen einer Gemeinschaftsstudie bereits 1998 durchgeführte Analyse und Ableitung ei-ner Konzeption für einen deutschen REIT wurde nochmals in wesentlichen Punkten überarbeitet bzw. um Neuabschnitte erweitert. Sie gliedert sich in folgende Teile:

- Entwicklung des REIT in den USA
- Immobilien AGs in Deutschland
- Konzeption eines deutschen REIT oder EUREIT

Die Studie ist eine Auftragsstudie bedeutender Marktteilnehmer. Alle Rechte liegen bei Freiherr von Weichs & Partner GmbH, München. Nachdruck und Kopien – auch auszugsweise – sind nur mit Genehmigung der Rechteinhaberin erlaubt.

München im Sommer 1999

4 Der REIT – ein amerikanisches Phänomen

4.1 Was ist ein REIT?

Ein REIT (ReaEstE Investment Trust) ist eine in der Mehrzahl der Fälle öffentlich notierte und gehandelte Aktiengesellschaft nach US-Recht, die in Immobilien investiert ist, welche sie in der Regel auch bewirtschaftet. REITs unterscheiden sich nach Art des Investment-Typs: Sie fungieren als Eigentümer (Equity REITs), Fremd-Financiers (Mortgage REITs) oder in einer Mischform (Hybrid REITs). Investiert wird in sämtliche Immobiliennutzungsarten, die einen laufenden Ertrag (income producing real estate) erwirtschaften. Die Palette der Nutzungsarten reicht von Wohnungen über Einkaufszentren, Büros, Industrieobjekte bis hin zu Gefängnissen.

An die Erlangung und die Aufrechterhaltung des mit steuerlichen Privilegien verbundenen REIT-Status knüpft der Gesetzgeber an die Einhaltung bestimmter Bedingungen (Testkriterien): So ist das zu versteuernde Einkommen (net income) zu mindestens 95% an die Aktionäre auszuschütten. Ferner muß das Anlagevermögen zu wesentlichen Teilen in langfristig zu haltenden Immobilien bzw. Hypothekendarlehen investiert sein; die Erträge müssen zu 75 % aus Immobilien stammen. Der REIT ist also keine spezielle Gesellschaftsform, sondern eine mit US-steuerlichen Privilegien ausgestattete „US-Immobilien-AG“.

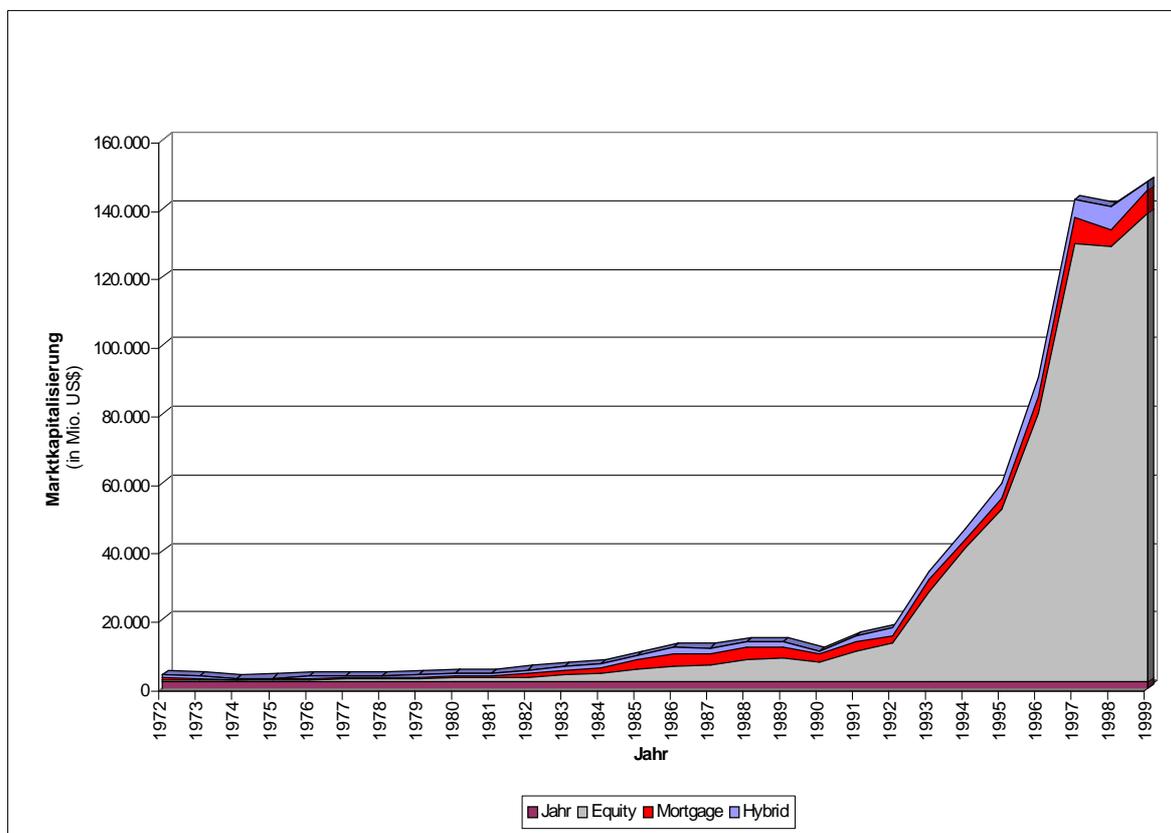
Der Vorteil des REIT-Status' ergibt sich aus der Steuerfreiheit der Erträge beim Unternehmen; Ertragssteuern fallen erst und ausschließlich beim Anteilseigner auf Basis der Dividende an. Intention des Gesetzgebers ist es, eine steuerliche Gleichbehandlung von REITs und Investmentfonds (mutual funds) zu gewährleisten. Die Vorteile dieses steuerlichen Status gehen allerdings einher mit einer geringen Thesaurierungsfähigkeit, so daß Mittel für weiteres Unternehmenswachstum vom Grundsatz her über den Kapitalmarkt neu aufgenommen werden müssen.

4.2 Entwicklung der REITs

Bereits im Jahr 1960 schuf der US-Kongreß die rechtlichen Voraussetzungen zur Gründung von REITs. Damit sollte insbesondere Kleinanlegern der Zugang zu großen ertragsstarken Immobilieninvestments ermöglicht werden. In Anlehnung an das Beispiel der offenen Wertpapierfonds (mutual funds) wurde die Institution REIT konstruiert, um das gesammelte Kapital vieler Kleinanleger in einem einzelnen Wirtschaftsunternehmen zu bündeln, das Einkommen durch Eigentum an oder Finanzierung von Immobilien erzielt.

Dennoch spielten REITs über mehr als drei Jahrzehnte eine nur unbedeutende Rolle. Die Anlage- und Finanzierungsform wurde jedoch strategisch Ende der 70er bis Anfang der 80er Jahre erfolgreich benutzt als sogenannter vulture fund („Geier-Fonds“) zur Sanierung von non performing loans im Rahmen der savings- and loans-Krise. Hier wurde insbesondere das Verbot benutzt, die Immobilien zu entwickeln und wieder auf den Markt zu bringen. Dadurch wurden die lokalen Märkte stark entlastet und die Renditen erst 10 Jahre später über den Aktienkursanstieg erwirtschaftet, wie in Abbildung 1 ersichtlich wird. Des Weiteren haben viele Mortgage REITs ihren Ursprung aus dieser Zeit als aktienrechtlich organisiertes Entsorgungswerkzeug, das seinerseits nur ein „low-dividend“-Papier war.

Abb. 1: Entwicklung der jährlichen Marktkapitalisierung von US-REITs (absolut, in Mio. US\$)



Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen

Anmerkung: Jahresendwerte; für 1999 Werte bis Mai

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der jährlichen Marktkapitalisierung ab 1972, differenziert nach den REIT-Typen Equity, Mortgage und Hybrid. Nach einer sehr langen Seitwärtsbewegung ist erst ab 1992 ein signifikanter und anhaltender Anstieg der Marktkapitalisierung bis auf knapp 141 Mrd. US\$ zum Ende des Jahres 1997 zu beobachten; nach einem leichten Rückgang im Krisenjahr 1998 nahm die Marktkapitalisierung bis Ende Mai 1999 wieder auf über US\$ 145 Mrd. zu.

Warum spielten die REITs lange nur eine unbedeutende Rolle?

Anfänglich unterlagen REITs Tätigkeitsbeschränkungen: Lediglich das Eigentum an Immobilien war gestattet, nicht jedoch deren Management, Betrieb und Verwaltung. Folglich mußten diese Dienstleistungen rund um die eigenen Immobilien an fremde Dritte outsourced werden. Da die Interessen der fremden Dritten und der REIT-Inhaber in der Regel von einander abwichen, wurde diese Konstruktion durch die Kapitalmärkte nicht ausreichend honoriert.

Zusätzlich war der Immobilienmarkt in dieser Zeit sehr stark durch steuerorientierte Investoren bestimmt, die über einen hohen Fremdfinanzierungsanteil und Abschreibungen Verluste zu generieren versuchten, um die Steuerbelastung ihres Gesamteinkommens zu optimieren. Da REITs keinerlei Verluste aus Vermietung und Verpachtung an ihre Anteilseigner weiterreichen dürfen, konnten sie in diesem steuerlichen Umfeld so gut wie nicht mit Direktinvestitionen konkurrieren.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Der „Tax Reform Act of 1986“ veränderte die Lage grundlegend: Zum einen wurden die steuerlichen Effekte einer direkten Immobilieninvestition stark beeinflusst (Beschränkung der Absetzbarkeit von Finanzierungszinsen, Beschränkung der Nutzung von Verlusten aus Vermietung und Verpachtung). Zum anderen wurden die Handlungsspielräume der REITs erweitert: Eigner von Immobilien durften nunmehr auch die meisten Arten gewerblicher Immobilien betreiben und verwalten. Durch diese Neuerungen gewannen die REITs erheblich an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den konkurrierenden Immobilieninvestment-Formen.

Warum aber wurden diese Wettbewerbsverbesserungen erst ab 1992 durch den Markt erkennbar honoriert?

In den späten achtziger Jahren war der US-amerikanische Immobilienmarkt von einer starken Flächennachfrage durch Banken und Versicherungen sowie durch ausländische Käufer, insbesondere aus Japan, geprägt. Der Immobilienmarkt insgesamt boomte, bis 1990 durch das Zusammenwirken verschiedener Faktoren eine schwere Immobiliendepression in den USA ausgelöst wurde, im einzelnen:

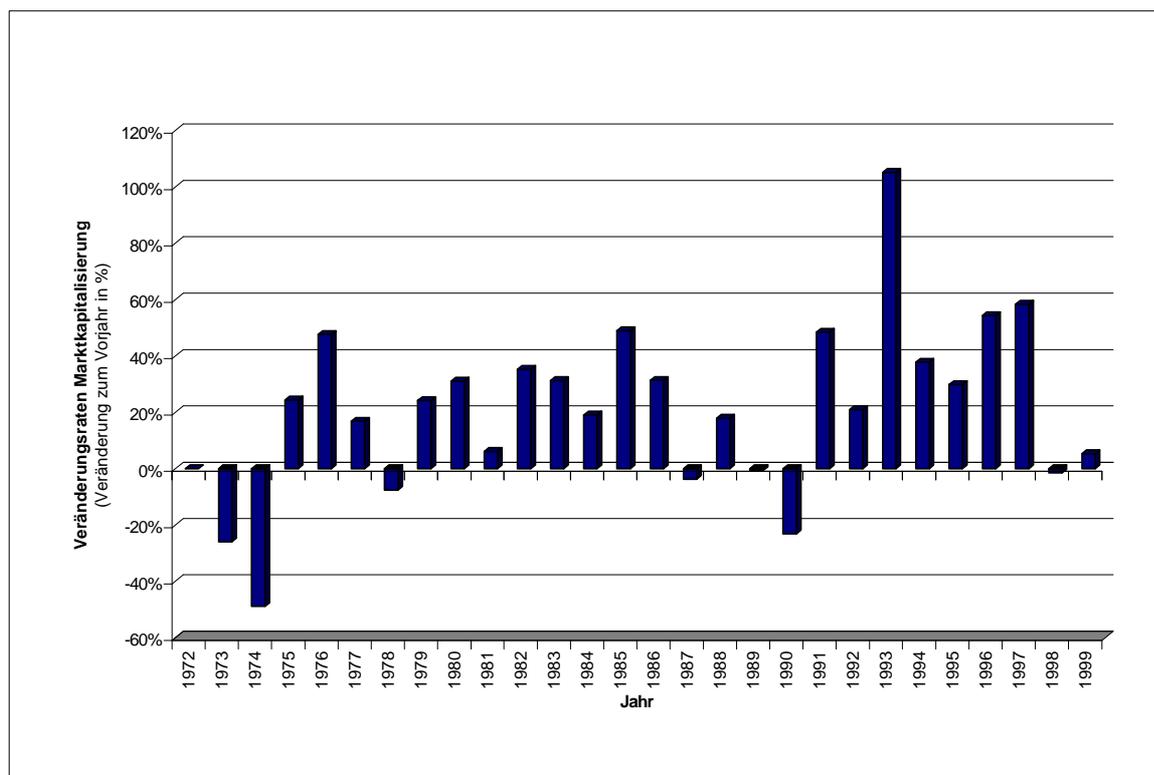
- die Wirtschaftskrise Anfang der 90er Jahre,
- die während der 80er Jahre aufgebauten Flächenüberkapazitäten,
- die Auswirkungen der Steuerrechtsänderungen von 1986 sowie
- neue Regeln der Aufsichtsbehörden für die Beleihung von Immobilien.

In der Folge fiel Anfang der neunziger Jahre der Wert gewerblicher Immobilien um 30 bis 50%. Kredite für Immobilieninvestitionen waren praktisch nicht mehr verfügbar.

Viele privat gehaltene Immobilienunternehmen beschlossen zu dieser Zeit, zur Kapitalbeschaffung die Möglichkeiten des Kapitalmarkts mittels der REIT-Konstruktion zu nutzen. Gleichzeitig sahen viele antizyklisch orientierte Privatinvestoren einen günstigen Einstiegszeitpunkt in den Immobilienmarkt, da sie diesen Markt am Beginn einer Renaissance sahen.

Von dieser 1992 einsetzenden Erholung des US-Immobilienmarktes, die in der Folge in einen Boom überging, haben die REITs in starkem Maße profitiert. Wie der folgenden Abbildung 2 über die Veränderungsraten der Marktkapitalisierung zu entnehmen ist, waren insbesondere 1993 sowie 1996 und 1997 die Jahre mit den höchsten Wachstumsraten bei der Marktkapitalisierung der US-REITs.

Abb. 2: Veränderungsrate der jährlichen Marktkapitalisierung der US-REITs (relativ, Veränderung zum Vorjahr in %)



Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen

Anmerkung: Jahresendwerte; für 1999 bis Mai

Neben dem Aufschwung des Immobilienmarktes in den USA haben folgende Faktoren das Wachstum der REIT-Marktkapitalisierung gefördert:

- Da REITs auf eine breite Eigentümerstruktur angelegt sind, stellen sie ideale Kandidaten für öffentlich notierte Aktiengesellschaften dar.
- Die Ausschüttung von über 95% des Jahresergebnisses als Dividenden an die Aktionäre stärkt das Vertrauen des Marktes in die Stabilität der Immobilienwirtschaft.
- Das Management moderner REITs hält in der Regel einen großen Aktienanteil und stärkt damit das Vertrauen der Aktionäre in den Leistungswillen der Unternehmensführung.

4.3 Typisierung

REITs werden im wesentlichen nach drei Kriterien kategorisiert: Nach dem Investmenttyp, dem Produkttyp sowie dem geographischen Schwerpunkt der Investitionen.

Nach dem **Investmenttyp** werden unterschieden:

- Equity REITs,
- Mortgage REITs und
- Hybrid REITs

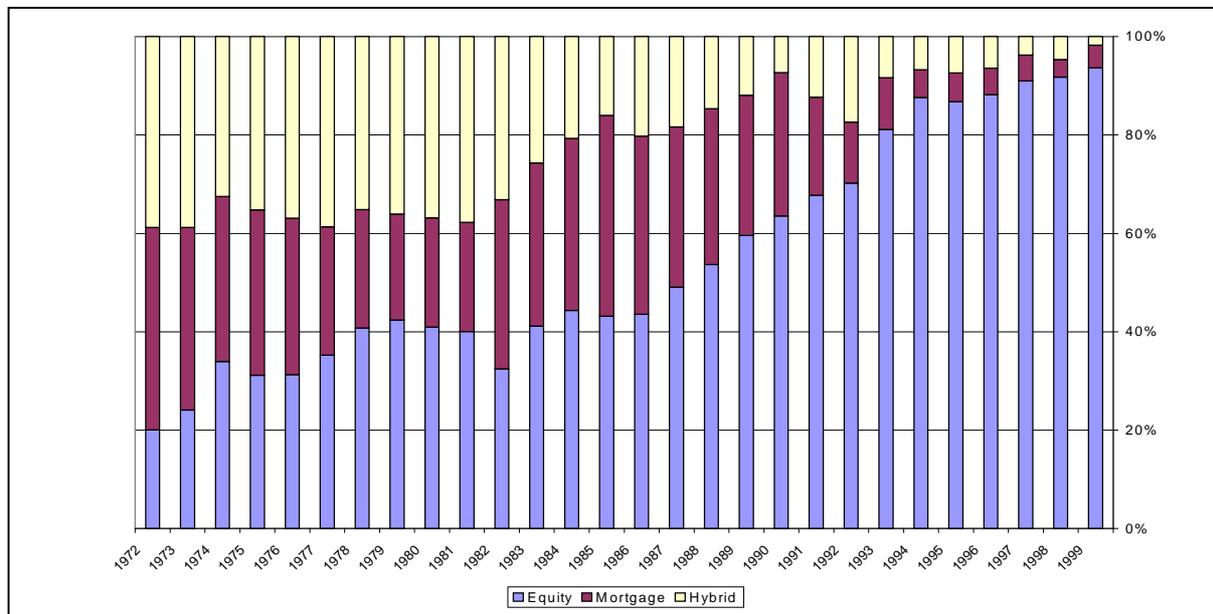
Die **Equity REITs** investieren in eigene Immobilien (mindestens 75% des Vermögens) und erwirtschaften ihre Umsätze hauptsächlich über Mieteinnahmen. Heute haben sie mit über 90% Anteil an der Marktkapitalisierung die größte Bedeutung aller REITs.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Mortgage REITs verleihen Geld an Immobilieninvestoren und/oder investieren in bestehende Hypothekendarlehen beziehungsweise in Mortgage Backed Securities (mindestens 75% des Vermögens). Ihre Umsätze generieren sich überwiegend aus Zinseinnahmen.

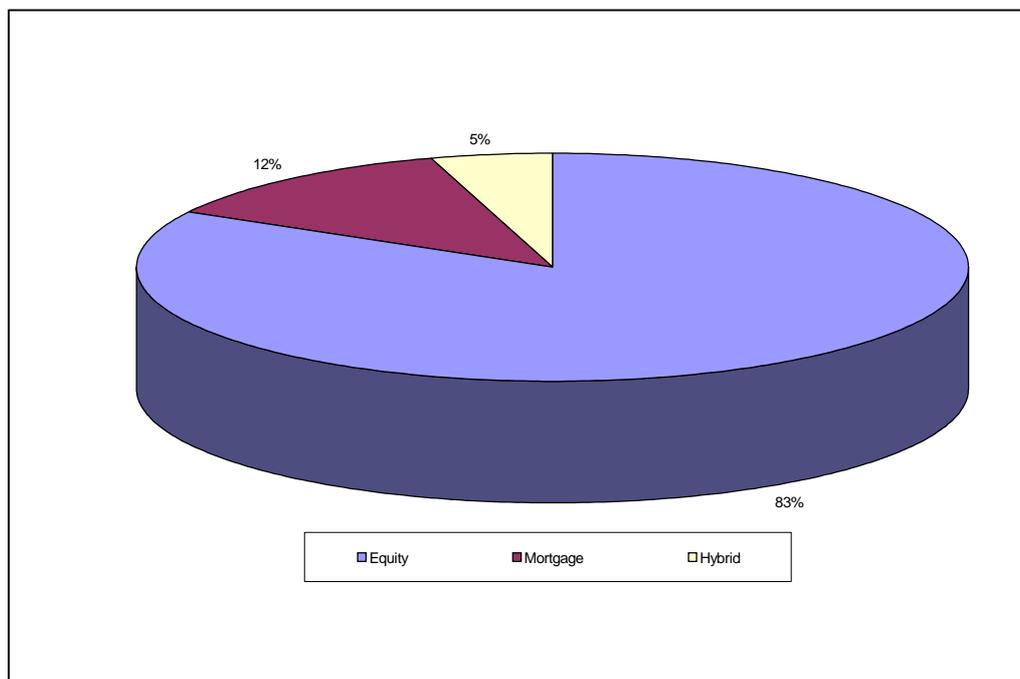
Hybrid REITs kombinieren die Investmentstrategien von Equity und Mortgage REITs.

Abb. 3: Verteilung der Marktkapitalisierung der REITs nach Investmenttypen (1972 - 1999)



Quelle: NAREIT, eigene Darstellung
Anmerkung: Jahresendwerte; 1999 bis Mai

Abb. 4: REIT-Typen nach Anzahl 1998



Quelle: NAREIT, eigene Darstellung

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

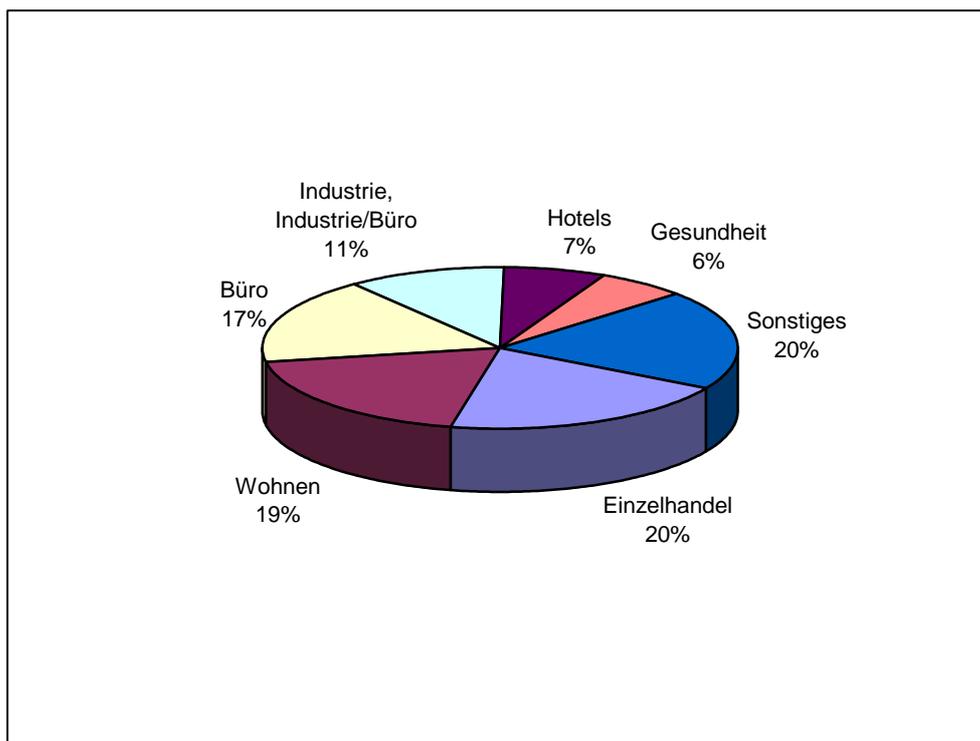
Wie die Abbildungen 3 und 4 zeigen, hat sich die Investmentstruktur im Verlauf der letzten 27 Jahre sehr stark zu Gunsten der Equity REITs verändert (gemessen an der Anzahl und noch deutlicher gemessen an der Marktkapitalisierung). Der Marktkapitalisierungsanteil ist von 20% im Jahre 1972 auf heute ca. 94% angestiegen, d.h., es hat sich das direkte Investment in konkrete Objekte gegenüber der indirekten Finanzierungsleistung am Markt eindeutig durchgesetzt.

Bei der Betrachtung nach **Produkttypen**, wird im wesentlichen zwischen folgenden Typen unterschieden:

- Einzelhandel/Retail (Free Standing, Strip Centers, Regional Malls, Outlet Centers)
- Wohnen (Apartments)
- Büro (Office)
- Industrie, Industrie/Büro (Industrial, Mixed Ind/Off)
- Hotel (Lodging/Ressorts)
- Gesundheit (Health Care)

Die folgenden Abbildungen 5 und 6 zeigen die Verteilung der Marktkapitalisierung auf diese Produkttypen auf.

Abb. 5: Verteilung der REITs nach Produkttypen / Sektoren 1999



Quelle: NAREIT, Stand 28.05.1999, eigene Berechnungen

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Abb. 6: Veränderung Produkttypenverteilung 1997/99

Produkttypen REITs	Anteil		+/- BP
	1999	1997	
Einzelhandel	20%	20%	0
Wohnen	19%	18%	1
Büro	17%	17%	0
Industrie, Industrie/Büro	11%	12%	-1
Hotels	7%	8%	-1
Gesundheit	6%	8%	-2
Sonstiges	20%	17%	3
Gesamt	100%	100%	-

Quelle: NAREIT, Stand 28.05.1999, eigene Berechnungen

Über 2/3 des Marktes werden durch vier Nutzungsarten dominiert: Einzelhandel, Wohnen, Büro und Industrie. An über US\$ 50 Mrd. Investitionssumme für 1997 des Gesamtmarktes beteiligten sich diese vier Sektoren mit zusammen 74% oder US\$ 37,4 Mrd. Den größten Anteil hat der Einzelhandel.

Nach dem **geographischen Schwerpunkt** ihrer Investitionen werden folgende REITs unterschieden:

- Nationale REITs
- Regionale REITs
- Ballungsraumorientierte REITs

Die Bedeutung der jeweiligen Strukturmerkmale werden nachfolgend (Abb. 7) exemplarisch für die 10 größten REIT-Gesellschaften (nach dem Kriterium Marktkapitalisierung) dargestellt.

Abb. 7: Produkttypen, geographischer Schwerpunkt und Lagen der zehn größten REITs

Company	Typ	Produkttypen		Schwerpunkte / Zielregionen	Lagen
Crescent	Equ.	Diversified	- Büro - Heilanstalten - Hotels - Kühlhäuser - Wohnen (Development) - Shopping Center	- Texas - 7 US-Staaten (Wachstumsregionen)	- Innenstädte - Suburbs
Equity Office	Equ.	Office	- Büro - Parkgaragen	- 24 US-Staaten - Distr. Of Col.	- Keine Schwerpunkte
Equity Residential	Equ.	Apartment	- MFH - Apartments	- 35 US-Staaten	- Keine Schwerpunkte
Host Mariot	Equ.	Hotel	- Luxushotels	- 30 US-Staaten	- Ausgewählte Spitzenstandorte
Public Storage	Equ.	Self Storage	- Self-Storage - Portable Self-St.	- 37 US-Staaten	- Metropolitan Areas

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Company	Typ	Produkttypen		Schwerpunkte / Zielregionen	Lagen
ProLogis	Equ.	Industrial	- Verteilzentren - Kühlhäuser	- Europa - Mexiko - USA	- Keine Schwerpunkte
Simon Property Group	Equ.	Shopping Center	- Regional Malls - Community Shopping Centers	- 35 US-Staaten - Kanada	- Metropolitan Areas
Archstone Communities	Equ.	Apartments	- Apartment Communities	- US-weit (17 Staaten)	- Metropolitan Areas
Starwood	Mor.	Office Hotel Retail Residential	- Mezzanine Fin. - NPL - MBS	- US-weit	- Keine Schwerpunkte
Vornado	Equ.	Diversified	- Shopping Center - Büro - Lager/Industrie - Hotel	- 7 US-Staaten - Puerto Rico	- Keine Schwerpunkte

Quelle: Geschäftsberichte der Gesellschaften für 1998 1) Non performing loans 2) Asset Backed Securities

Die Größten des Marktes zeigen klare Strukturen hinsichtlich der Typisierung (mit einer Ausnahme Equity REITs) und Produkttypen / Zielregionen. Entweder konzentrieren sie sich auf einen Produkttyp (z.B. Hotel) mit einer oder mehreren Zielregionen (USA, Europa etc.) oder sind diversifiziert in der Produktpalette, jedoch mit klarer Zielregionfokussierung (USA, Nordamerika etc.). Die Strategien der Gesellschaften sind somit klar nach der jeweiligen Kernkompetenz ausgerichtet und abgesichert:

- Ein Produkt für einen oder mehrere Märkte (national, international)
- Ein nationaler Markt, jedoch unterschiedliche Produkte.
- Strukturierte Finanzierung (Mortgage REIT)

4.4 Rechtlicher Rahmen und steuerliche Behandlung

Der rechtliche Rahmen der REITs ist vor allem durch die Steuergesetzgebung („Federal Tax Laws“, „State Tax Laws“) sowie im weiteren Sinne durch das Wertpapierrecht („Federal Securities Laws“, „State Securities Laws“) geregelt. Diese Gesetze regulieren und beeinflussen die generelle Organisationsstruktur, die Investmentstruktur sowie das Management der REITs.

Der REIT ist keine eigene Rechtsform sondern ein mit steuerlichen Privilegien verknüpfter Status. Unternehmen, die den Kriterien eines REIT genügen, können den Status und die damit verbundenen Vorteile erlangen. Die genauen Voraussetzungen für sowie die Auswirkungen des Status auf Unternehmen und Anteilseigner werden im folgenden beschrieben.

4.4.1 Steuergesetze des Bundes – Testkriterien für REITs

REITs zahlen grundsätzlich keine Bundessteuern auf ausgeschüttetes Einkommen, wenn sie die Anforderungen der Abschnitte 856 bis 860 sowie damit zusammenhängender Abschnitte des „Internal Revenue Code (IRC)“ (Steuergesetze des Bundes) erfüllen. D.h. der wesentliche Wettbewerbsvorteil des REIT aus Sicht des Anlegers ist, daß die in den USA übliche doppelte Besteuerung der Unternehmensgewinne (sowohl beim Unternehmen als auch beim Anteilsinhaber) entfällt. Dazu muß ein REIT im wesentlichen folgende Kriterien erfüllen:

- Der REIT muß eine Kapital- bzw. Aktiengesellschaft (corporation), eine Gesellschaft in Form eines Trusts (business trust) oder eine - wie eine Kapitalgesellschaft - steuerpflichtige Personenvereinigung (association) sein. Nicht zulässig ist z.B. eine reine Personengesellschaft (partnership).
- Ein REIT muß durch ein Aufsichtsgremium beaufsichtigt werden
- Die Aktien bzw. Kapitalanteile eines REIT müssen frei übertragbar sein.
- Mindestens 100 verschiedene Personen müssen Aktionäre bzw. Eigentümer eines REIT sein. Beteiligte Gesellschaften werden jeweils nur als eine Person betrachtet.
- Höchstens 50% der Anteile eines REIT dürfen durch maximal fünf Personen gehalten werden (direkt oder indirekt). Für die Interpretation dieser Vorschrift werden beteiligte Gesellschaften über ihre jeweiligen endgültigen Anteilseigner betrachtet.
- REITs müssen mindestens 75% ihres Vermögens in Immobilien, Barmitteln, dinglich gesicherten Darlehen oder US Treasury Bonds investiert halten. Zu den Immobilien zählen auch unbebautes Land, aktivierte Baumaßnahmen, Hypothekendarlehen, Kapitalanteile an anderen REITs sowie an Personengesellschaften mit Immobilienbesitz.
- Ein REIT darf von jedem beliebigen Emittenten höchstens 10% der stimmberechtigten Kapitalanteile halten. Ausgenommen hiervon sind lediglich Anteile an anderen REITs, d.h. Holding- und Dach-Fonds-Konstruktionen sind möglich.
- Er darf höchstens fünf Prozent seines Anlagevermögens in Wertpapiere eines einzelnen Emittenten investieren. Ausgenommen hiervon sind wiederum Anteile an anderen REITs.
- Mindestens 75% der Umsatzerlöse eines REIT müssen aus folgenden Erlösarten stammen: Mieterträge aus Immobilien, Zinserträge aus Hypothekendarlehen, Gewinne aus Immobilienverkauf, Dividenden oder Gewinne von anderen REITs, Steuernachlässen oder -rückerstattungen von Immobiliensteuern sowie Gebühren für Absichtserklärungen bei geplanten Verkäufen bzw. Finanzierungen (mortgage or purchase commitment fees).
- Mindestens 95% der Bruttoerlöse eines REIT müssen aus den unter der 75%-Klausel genannten Erlösarten sowie aus Kapitalgewinnen aus Wertpapieren, sonstigen Dividenden und sonstigen Zinserträgen stammen.
- Für die Überprüfung der 75- und 95%-Klauseln werden Erträge aus Dienstleistungen, die der REIT für seine Mieter erbringt und die nicht deren Service (convenience) dienen, den Mieterträgen zugerechnet. Dienstleistungen, die dem Service der Mieter dienen, darf der REIT nicht selbst erbringen. Er muß sich dazu eines unabhängigen Dienstleisters bedienen (z.B. Büroservices, Putzen der Mieträume).
- Es dürfen nicht mehr als 30% der Bruttoerlöse aus folgenden Geschäften stammen: Verkäufe von Immobilien, die weniger als vier Jahre bzw. aus Wertpapieren die weniger als ein Jahr gehalten wurden, d.h. klassisches Portfoliomanagement ist eingeschränkt.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Beim Verkauf von Immobilien im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit muß der REIT eine 100% Verbrauchs- und Aufwandssteuer (excise tax) auf Kapitalgewinne aus dem Verkauf zahlen. Immobilien, die mindestens vier Jahre (oder länger) gehalten wurden, fallen in der Regel nicht unter diese Klausel.
- Der REIT muß mindestens 95% seines zu versteuernden Einkommens (mit Ausnahme der Kapitalgewinne) an die Eigentümer ausschütten.

4.4.2 Besteuerung des REIT und seiner Anteilseigner

Sofern alle Voraussetzungen erfüllt sind, mindern die Dividendenausschüttungen an die Gesellschafter den steuerpflichtigen Gewinn des REIT. Soweit die Ausschüttungen 95% des Gesamtergebnisses unterschreiten, unterliegt der Minderbetrag einer excise tax von 4%. Bei nachträglichen Gewinnerhöhungen durch Gewinnkorrekturen einer Betriebsprüfung kann das Fälligwerden der excise tax durch eine nachträgliche Ausschüttung vermieden werden. Bei Vollausschüttung des Gesamtgewinns entfällt auf der Ebene des REIT jegliche Besteuerung.

Ein REIT soll kein Grundvermögen zum Wiederverkauf im Rahmen seiner normalen Geschäftstätigkeit besitzen, d.h. keine „Handelsbestände“. Tut er dies dennoch, so unterliegen die Netto-Einkünfte solcher unzulässigen Transaktionen (forbidden transactions) einer Steuer von 100%, d.h. eine weitere Einschränkung für Portfoliomanagementansätze.

In den Dividendenausschüttungen eines REIT enthaltene anteilige Veräußerungsgewinne behalten ihre Identität und gelten auch auf Gesellschafterebene als Veräußerungsgewinne (capital gains dividend). Soweit entsprechende Dividendenanteile eines ausländischen Investors auf Veräußerungsgewinne des REIT aus US-Grundvermögen entfallen, werden sie ungeachtet etwa entgegenstehender DBA-Bestimmungen als Einkünfte aus einer US-Geschäftstätigkeit besteuert und unterliegen einer Quellensteuer von 35% (Sec. 897(h)(1) IRC). Der übrige Teil einer REIT-Dividende unterliegt der normalen Quellensteuer von 30% oder einem niedrigeren DBA-Satz.

Wird aus dem Verkauf eines REIT-Anteils durch einen ausländischen Investor ein Veräußerungsgewinn erzielt, so unterliegt dieser der US-Einkommensteuer, es sei denn, der REIT wird von US-Gesellschaftern beherrscht oder die Anteile des REIT werden an einer Börse gehandelt und der betreffende ausländische Gesellschafter besaß weniger als 5% der Anteile.

Ein REIT kann für nach dem 5.8.1997 beginnende Steuerjahre dafür optieren, im Steuerjahr erzielte Nettobeträge langfristiger Veräußerungsgewinne nicht an die Gesellschafter als Capital Gains Dividende auszuschütten, sondern einzubehalten und zu versteuern (Sec.857(b)(3)(D)(I). Der REIT ist dann verpflichtet, die entsprechende Steuer zum in Frage kommenden Höchstsatz innerhalb von 30 Tagen nach dem Ende seines Steuerjahrs abzuführen. Jedem Beteiligten wird sowohl der anteilige langfristige Veräußerungsgewinn als auch die zuzuordnende Steuer zur Einbeziehung in die persönliche Steuererklärung mitgeteilt. Sofern die tatsächlich geschuldete Steuer des Beteiligten niedriger ist als der zugeordnete Steuerbetrag, wird ihm der Mehrbetrag erstattet (Sec.857(b)(3)(D)(ii)IRC). Der vom REIT einbehaltene Nettobetrag des langfristigen Veräußerungsgewinns erhöht den steuerlichen Wertansatz der Beteiligung des einzelnen Gesellschafters.

Quellen: Zschiegner: Besteuerung einer US Limited Liability Company und ihrer Gesellschafter, IWB Nr. 18 vom 24.9.1997, S. 891; Zschiegner: Das Einkommensteuerrecht der USA – Teil II -, IWB Nr. 9 vom 11.5.1994, S. 413-414; zitiert nach Prof. Dr. Meyer-Scharenberg

2.4.3 Aktuelle Gesetzgebungsverfahren

Interessenvertreter der Branche beklagen seit einiger Zeit wesentliche Wettbewerbsnachteile der REIT-Branche, im einzelnen:

- Ausschüttungsminimum von 95% des Ergebnisses gegenüber 90% bei Investmentfonds,
- Beschränkung der Services für Mieter und Dritte: z.B. kein valet parking-Angebot im eigenen Parkhaus oder kein Hundenausfuhrdienst im eigenen Apartmenthaus,
- Beschränkung der Stimmrechtsanteile an Beteiligungsgesellschaften, die Services Dritten anbieten,
- Festsetzung der Abschreibungsperiode baulicher Verbesserungen auf 39 Jahre.

Diese Beschwerden haben in Washington Wirkung gezeigt. Folgende gesetzliche Änderungen sind derzeit in der Beratung:

- Anpassung der REIT distribution requirements an diejenigen der Investmentfonds (RICs) mit 90%, und damit größere Thesaurierungsspielräume,
- Lockerung der Beteiligungsbeschränkungen auf über 50% Stimmrechtsanteile an Servicegesellschaften,
- Verkürzung der AfA-Periode für Refurbishments und kundengerechte bauliche Optimierungen, und damit Verkürzung der Amortisationszeit.

Die vorgenannten abzusehenden Verbesserungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen sollten die REITs in ihrer Wettbewerbsfähigkeit und Performance weiter stärken.

2.4.4 Wertpapierrecht und Aufsicht durch SEC

Weitere gesetzliche Regelungen für REITs finden sich im Wertpapierrecht des Bundes sowie der einzelnen Bundesstaaten. Auf Ebene des Bundes werden die Publizitätspflichten der Gesellschaften zum Schutz der Anleger, auf Ebene der Bundesstaaten der Börsengang („initial public offering“) sowie häufig organisatorische bzw. operative Anforderungen an die Gesellschaften geregelt.

Obwohl REITs häufig von den o.g. Regulierungen befreit sind, hat der Druck des Marktes (Investoren oder Anforderungskriterien von Börsen) dazu geführt, daß die meisten REITs die Regulierungsanforderungen erfüllen. Wesentlicher Bestandteil der meisten bundesstaatlichen Regulierungen sind die Richtlinien der North American Securities Administrators Association (NASAA), die u.a. folgende Regelungen beinhalten:

- Das Unternehmen muß ein Aufsichtsgremium von mindestens drei Personen haben, die von dem Management des Unternehmens unabhängig sein müssen („board of independent directors or trustees“).
- Das Board ist für die Überwachung von Regelungen zuständig, die die Wahrung der Interessen der Anteilseigner gegenüber dem Management bestimmen, z.B. Insiderhandel.
- Die Anteilseigner wählen das Aufsichtsgremium, dürfen Aktionärsversammlungen einberufen und haben ein Auskunftsrecht bezüglich Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Gesellschaft.
- Falls der REIT einen Dritten (Investmentberater) mit dem Management des Immobilienportfolios beauftragt, überwacht das Board diesen.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Eine Reihe von Regelungen beziehen sich auf Anforderungen an externe Investmentberater, deren Berichtspflichten sowie die Bezahlung ihrer Leistungen.
- Es gibt Begrenzungen für die Art und Höhe der Verwaltungskosten („administrative expenses“) des REIT.
- Investitionen und Finanzierungen sind ebenfalls reglementiert.

1993 wurde durch den Kongreß ein Gesetz zum Schutz der Kommanditisten von Personengesellschaften erlassen, die in eine Aktiengesellschaft umgewandelt werden. Es gibt weitere Regelungen zu diesem Zweck, die von der Securities and Exchange Commission (SEC) erlassen wurden. Auch verschiedene Bundesstaaten haben hierzu eigene Gesetze erlassen.

Öffentlich notierte REITs müssen darüber hinaus alle Anforderungen der SEC an börsennotierte Unternehmen wie z.B. vierteljährliches Reporting erfüllen. Die Berechnung bestimmter Kennzahlen in der GuV wie z.B. „funds from operations (FFO)“ ist relativ präzise definiert und von öffentlich notierten REITs einzuhalten.

2.4.5 Wahl der Rechtsform

Die Wahl der Rechtsform für einen REIT wird durch viele Faktoren bestimmt. Corporations haben den Vorteil, daß die Haftung der Anteilseigner klar und bundeseinheitlich geregelt ist. Trusts haben teilweise Steuervorteile, werfen aber eventuell Haftungsfragen auf, abhängig davon, in welchem Bundesstaat der REIT seinen Gesellschaftssitz hat und wo er seine Geschäfte betreibt. Die optimale Rechtsform wird somit sehr stark durch bundesstaatliche Gesetze bestimmt und muß im Einzelfall in Abwägung der Interessen der Gesellschaft sowie der Anteilseigner festgelegt werden.

2.4.6 Steuerliche Qualifikation von US-REITs nach deutschem Recht

Nach deutschem Recht wird der US-REIT nicht als Aktiengesellschaft sondern als offener Immobilienfonds nach § 1 AuslInvestmG (Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen vom 28. Juli 1969) qualifiziert. Als Rechtsfolge ergibt sich aus § 2 AuslInvestmG ein Vertriebsverbot¹.

REITs ohne Steuervertreter werden in Deutschland strafbesteuert. Das bedeutet, daß Anleger 90% der Wertsteigerung des Fondsanteils zuzüglich Ausschüttungen, mindestens aber 10% des Rücknahmepreises zu Beginn des Kalenderjahres als fiktiven Kapitalertrag versteuern müssen (§ 18 Abs. 3 AuslInvestmG).

Für Anleger in REITs mit Steuervertreter und dem Nachweis der einwandfreien Berechnung und Durchführung der Besteuerung gegenüber dem Bundesamt für Finanzen sind die Ausschüttungen nach deutschem Steuerrecht Kapitaleinkünfte. Sie müssen die Ausschüttungen des REIT wie folgt versteuern:

- **Laufender Gewinn:** Einkünfte aus Kapitalvermögen (15% US-Quellensteuer; 30 % deutsche Kapitalertragsteuer (KESt))
- **Veräußerungsgewinn:** Steuerpflichtig (35 % US-Quellensteuer; 30% deutsche KESt)
- **Kapitalrückzahlung:** Verminderung der Anschaffungskosten der Fondsanteile (15 % US-Quellensteuer; 30 % deutsche KESt)

(Quelle: Hypo Bank Securities Inc., zitiert nach Prof. Dr. Meyer-Scharenberg)

¹ Vgl. Meyer-Scharenberg, Dirk, 1998

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

In Deutschland ist jeweils die gesamte Bruttoausschüttung steuerpflichtig, also Ausschüttung zuzüglich der US-Quellensteuer. Die US-Quellensteuer wird allerdings bei der deutschen Einkommensteuer angerechnet.

Aufgrund der für den privaten deutschen Anleger nur schwer nachvollziehbaren und relativ unübersichtlichen steuerlichen Behandlung von US-REITs, ist für ihn ein direktes Engagement in US-REITs nicht empfehlenswert.

4.5 Performance und Risiko

Dieses Kapitel widmet sich dem Vergleich von Performance und Risiko von REIT-Anlagen in der Vergangenheit. Mit der Sinnhaftigkeit einer Portfolio-Diversifikation mittels REITs beschäftigt sich ein Vergleich der Risk-Return-Strukturen verschiedener Anlagealternativen.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

2.5.1 Performance und Risiko nach Gesamtmarkt und REIT-Typen

Die folgende Abbildung 8 zeigt das jährliche Gesamtergebnis aller REIT-Anlagen im Vergleich mit dem Standard & Poors 500-Index.

Abb. 8: Jährliches Gesamtergebnis Gesamtmarkt (Total Return)

Jahr	Equity	Mortgage	Hybrid	Alle REITs	S&P 500
1972	8,0%	12,2%	11,4%	11,2%	18,9%
1973	-15,5%	-36,3%	-23,4%	-27,2%	-14,8%
1974	-21,4%	-45,3%	-52,2%	-42,2%	-26,4%
1975	19,3%	40,8%	49,9%	36,3%	37,2%
1976	47,6%	51,7%	48,2%	49,0%	23,6%
1977	22,4%	17,8%	17,4%	19,1%	-7,4%
1978	10,3%	-10,0%	-7,3%	-1,6%	6,4%
1979	35,9%	16,6%	33,8%	30,5%	18,2%
1980	24,4%	16,8%	42,5%	28,0%	32,3%
1981	6,0%	7,1%	12,2%	8,6%	-5,0%
1982	21,6%	48,6%	29,6%	31,6%	21,4%
1983	30,6%	16,9%	29,9%	25,5%	22,4%
1984	20,9%	7,3%	17,3%	14,8%	6,1%
1985	19,1%	-5,2%	4,3%	5,9%	31,6%
1986	19,2%	19,2%	18,8%	19,2%	18,6%
1987	-3,6%	-15,7%	-17,6%	-10,7%	5,1%
1988	13,5%	7,3%	6,6%	11,4%	16,6%
1989	8,8%	-15,9%	-12,1%	-1,8%	31,7%
1990	-15,4%	-18,4%	-28,2%	-17,4%	-3,1%
1991	35,7%	31,8%	39,2%	35,7%	30,5%
1992	14,6%	1,9%	16,6%	12,2%	7,6%
1993	19,7%	14,6%	21,2%	18,6%	10,1%
1994	3,2%	-24,3%	4,0%	0,8%	1,3%
1995	15,3%	63,4%	23,0%	18,3%	37,6%
1996	35,3%	50,9%	29,4%	35,8%	23,0%
1997	20,3%	3,8%	10,8%	18,9%	31,0%
1998	-17,5%	-29,2%	-34,0%	-18,8%	28,6%
Ø-Erträge p.a. (geometrisch)	12,6%	4,8%	7,4%	9,3%	13,7%
Standardabweichung der Erträge (Risiko)	17,0%	27,4%	25,2%	20,9%	16,3%
Korrelationskoeffizient bez. auf S&P 500	0,55	0,59	0,58	0,63	1,00

Quelle: NARREIT, Standard & Poor's, eigene Berechnungen W&P

Anmerkung:

REITs: Jährliche Total Returns beinhalten Kursentwicklung, plus Dividendenzahlungen, plus Wiederanlage der Dividenden.

S&P 500: Prozentuale Veränderung im S&P 500 Index auf Jahresendbasis, inklusive Dividendenniederanlage.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Korrelationskoeffizient nach Pearson: *Bezogen auf S&P 500.*

Genormt auf -1 bis $+1$:

1 =vollständiger Zusammenhang, 0 =völlig unabhängig, -1 =völlig entgegengesetzt.

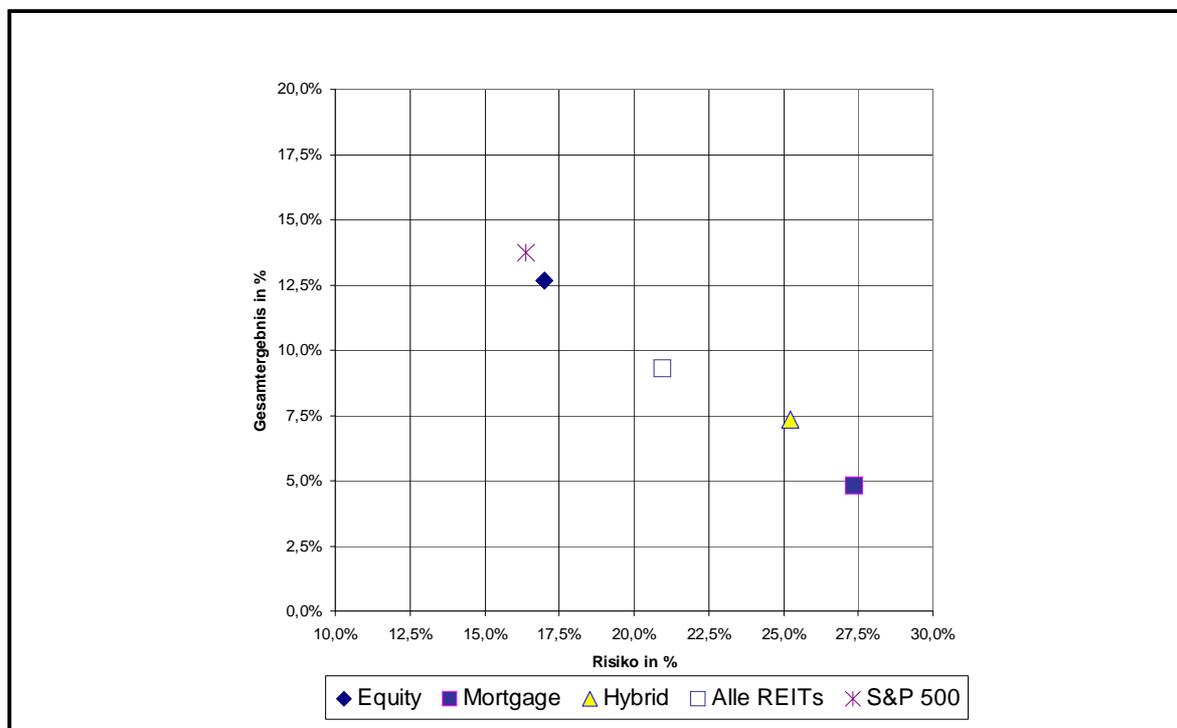
FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Im Durchschnitt der letzten 27 Jahre haben alle REITs einen total return von 9,3% p.a. erzielt. Die Standardabweichung der Erträge als Maß für das Risiko liegt bei relativ hohen 20,9%. Aussagefähig werden die Werte jedoch erst durch einen Vergleich mit einer ähnlichen Kapitalanlage, wie sie der S&P 500 als Index abbildet. Ein alternativer Kauf des Indexes (S&P 500) bringt mit 13,1% eine deutlich höhere Rendite bei signifikant niedrigerem Risiko.

Untersucht man die Performance nach REIT-Typen, zeigt sich deutlich, daß nur die Equity-REITs über alle Jahre ähnliche Renditen bei vergleichbarem Risiko wie der S&P 500 erzielen, den S&P 500 bis einschließlich 1997 sogar übertreffen. Mortgage- und Hybrid-REITs sind nicht wettbewerbsfähig. Die Entwicklung der REITs sowie die allgemeine Performance des mit dem S&P 500 abgebildeten US-Aktienmarktes insgesamt weisen eine mittlere Korrelation auf (Korrelationskoeffizient nach Pearson zwischen 0,55 und 0,63). **Das trägere Immobilieninvestment folgt dem übrigen Kapitalmarkt volatiler.** Der Grund ist die doppelte Zinsabhängigkeit von Immobilien und Kapitalmarkt bei den REITs.

Die folgende Abbildungen 9 bis 12 zeigen die Risk-Return-Struktur über den Gesamt Betrachtungszeitraum sowie in den einzelnen Dekaden in einer Portfoliodarstellung. Es wird klar ersichtlich, daß der S&P 500 nur im Zeitraum 1972-1980 von den Equity-REITs outperformt wird, bei jedoch geringerem Risiko. In allen anderen Perioden schneidet er klar besser ab als alle REITs, stets mit dem geringstem Risiko. Abbildung 13 unterstreicht dies durch die Betrachtung der Sharpe-Ratio in den unterschiedlichen Perioden: Das – relativ – risikoeffizienteste Portfolio bildet der S&P 500 im Zeitraum 1981 - 1998 ab.

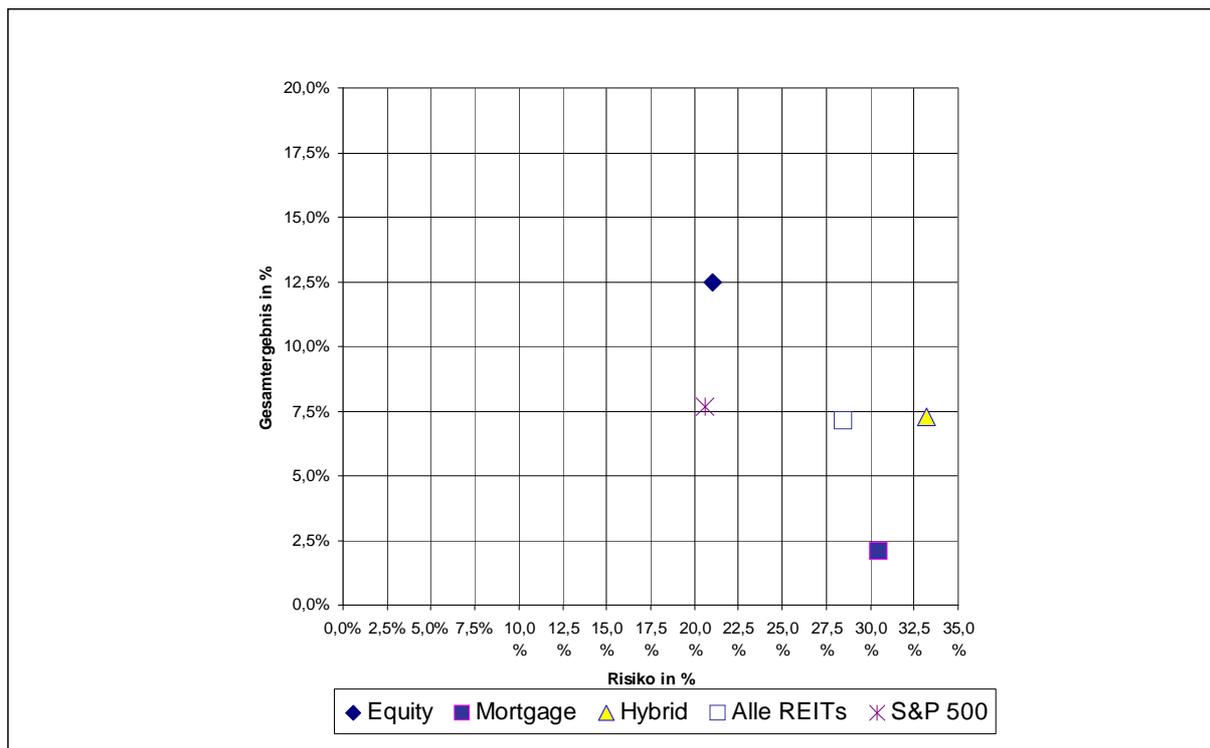
Abb. 9: Risk-Return-Struktur US-REITs von 1972 bis 1998



Quelle: NAREIT, Standard&Poor's, eigene Berechnungen und Darstellung

Stand: 31.12.1998

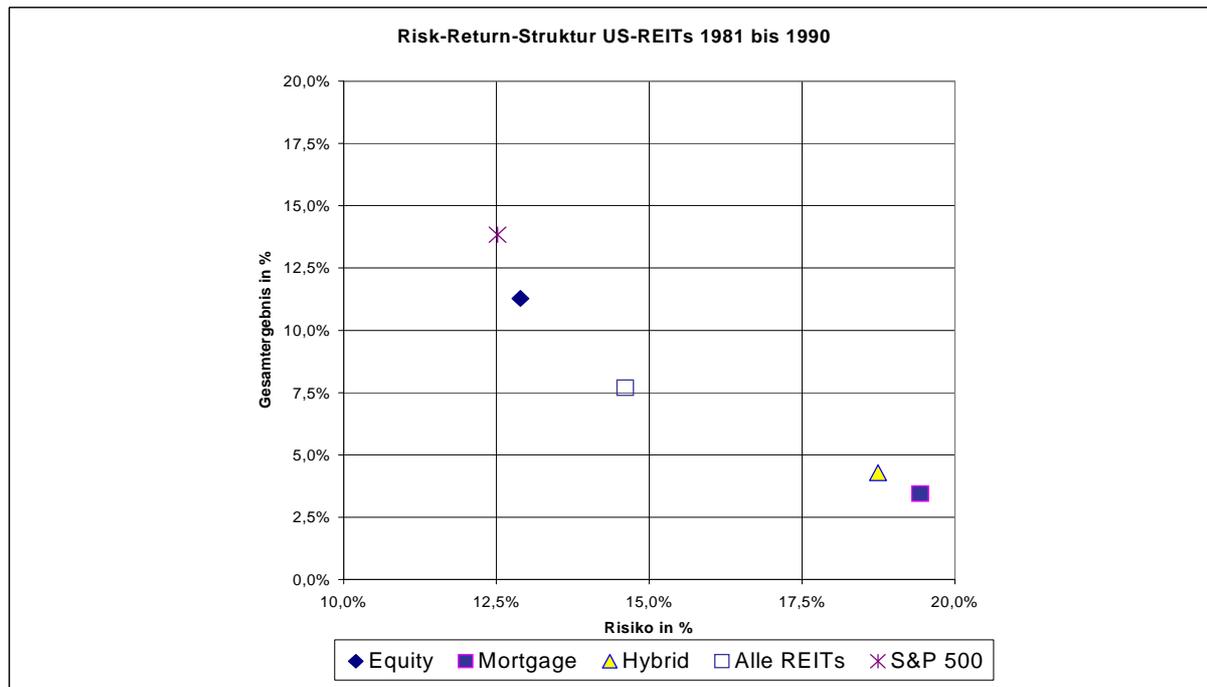
Abb. 10: Risk-Return-Struktur US-REITs von 1972 bis 1980



Quelle: NAREIT, Standard&Poor's, eigene Berechnungen und Darstellung

Stand: 31.12.1998

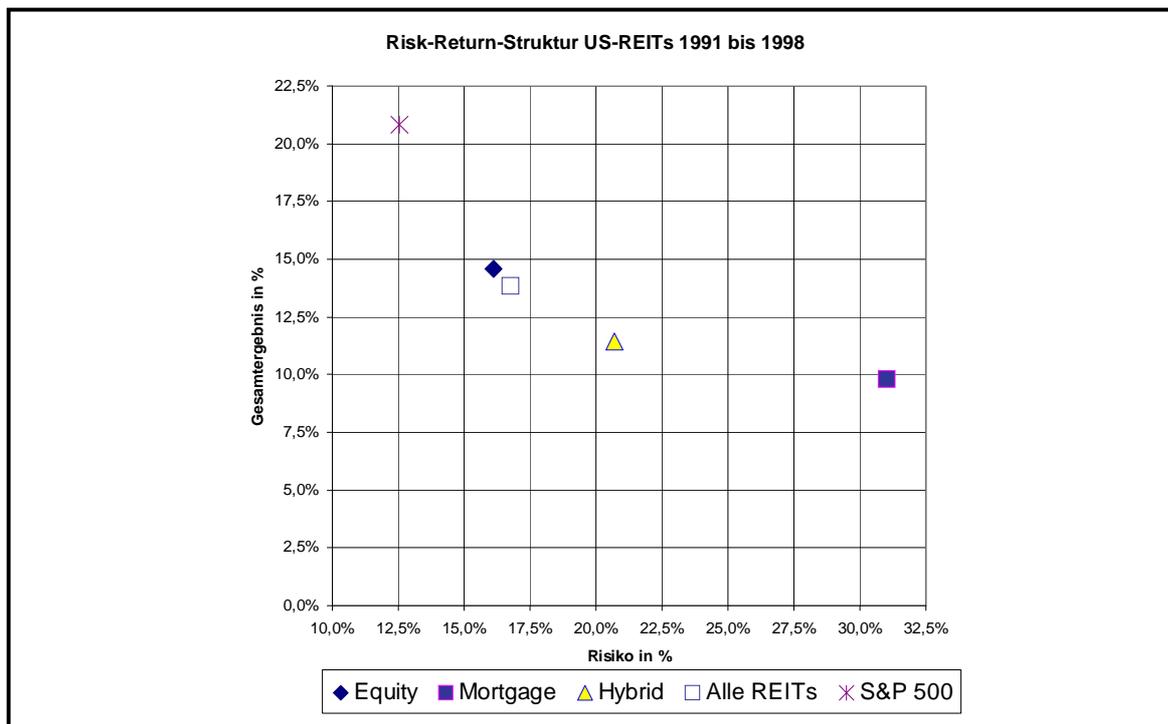
Abb. 11: Risk-Return-Struktur US-REITs 1981 bis 1990



Quelle: NAREIT, Standard&Poor's, eigene Berechnungen und Berechnungen

Stand: 31.12.1998

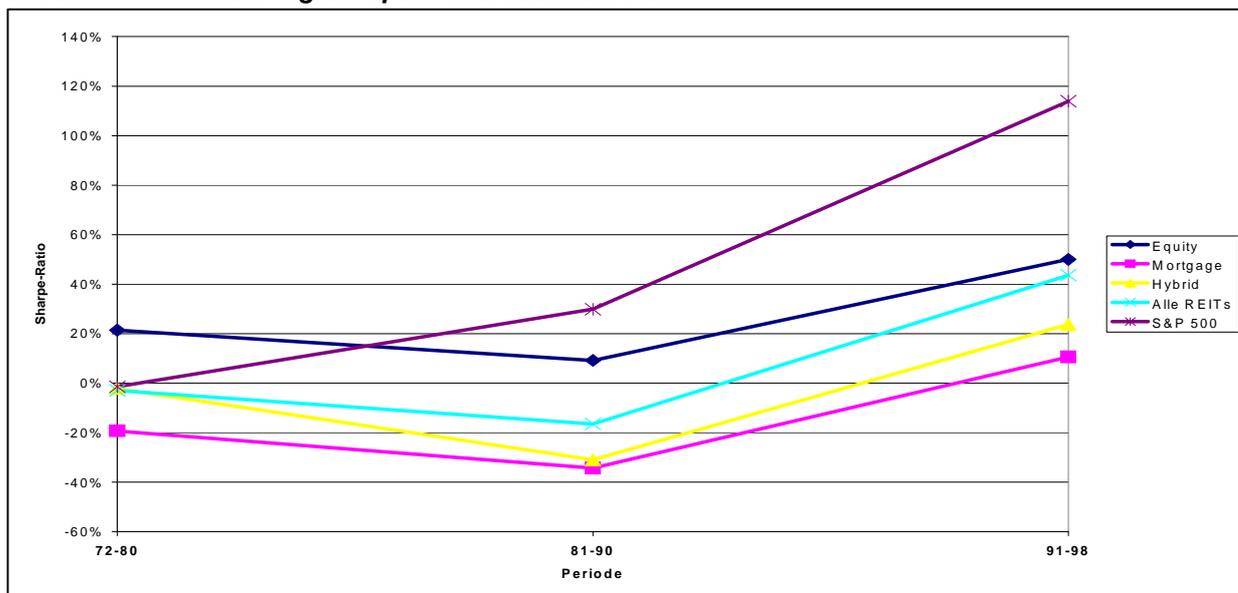
Abb. 12: Risk-Return-Struktur US-REITs 1991 bis 1998



Quelle: NAREIT, Standard&Poor's, eigene Berechnungen und Darstellung

Stand: 31.12.1998

Abb. 13: Entwicklung Sharpe-Ratio über Dekaden



Quelle: NAREIT, Federal Reserve Board, eigene Berechnungen und Darstellung

Anmerkung:
$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\text{Total Return} - \text{Kapitalmarktzins}}{\text{Standardabweichung}}$$

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

4.6 Dividendenrenditen

Die folgende Tabelle (Abb.14) zeigt die Entwicklung der jährlichen Dividendenrendite von 1972 bis 1998, differenziert nach den einzelnen REIT-Typen, zusammen mit der Entwicklung des Kapitalmarktzinssatzes und des Bruttoinlandsprodukts.

Abb. 14: Jährliche Dividendenrenditen, Kapitalmarktzins und BIP

Jahr	Equity	Mortgage	Hybrid	Alle REITs	Kapitalmarktzins	Wachstum BIP
1972	6,19%	7,23%	7,14%	6,97%	6,21%	9,90%
1973	7,84%	9,70%	8,52%	8,85%	6,85%	11,70%
1974	11,55%	19,30%	14,62%	15,29%	7,56%	8,30%
1975	10,75%	13,76%	10,96%	11,85%	7,99%	8,90%
1976	8,06%	9,53%	8,74%	8,78%	7,61%	11,50%
1977	7,38%	8,33%	7,90%	7,84%	7,42%	11,40%
1978	7,78%	9,74%	8,67%	8,60%	8,41%	13,00%
1979	7,66%	11,06%	8,52%	8,74%	9,43%	11,60%
1980	8,19%	12,43%	8,52%	9,26%	11,43%	8,90%
1981	8,08%	13,54%	8,62%	9,50%	13,92%	11,90%
1982	8,77%	12,91%	9,42%	10,20%	13,01%	4,10%
1983	7,41%	10,44%	7,87%	8,63%	11,10%	8,40%
1984	7,57%	11,53%	8,65%	9,24%	12,46%	11,00%
1985	8,25%	11,02%	8,27%	9,35%	10,62%	7,10%
1986	7,33%	10,38%	8,68%	8,73%	7,67%	5,80%
1987	7,83%	11,10%	10,10%	9,36%	8,39%	6,10%
1988	8,06%	12,22%	11,99%	9,87%	8,85%	7,60%
1989	8,15%	13,27%	8,71%	9,71%	8,49%	7,70%
1990	9,54%	15,31%	12,22%	11,43%	8,55%	5,60%
1991	8,22%	12,73%	9,63%	9,58%	7,86%	3,00%
1992	7,53%	12,52%	7,72%	8,54%	7,01%	5,50%
1993	6,30%	10,44%	7,28%	6,94%	5,87%	5,00%
1994	7,25%	11,61%	7,69%	7,60%	7,09%	5,90%
1995	7,75%	9,26%	8,14%	7,87%	6,57%	4,60%
1996	7,09%	9,03%	7,54%	7,23%	6,44%	5,10%
1997	5,90%	8,36%	7,47%	6,10%	6,35%	5,90%
1998	7,47%	10,49%	13,07%	7,81%	5,26%	4,90%
Ø p.a. (arithmet.)	7,9%	11,4%	9,1%	9,0%	8,5%	7,8%
Standard- abweichung	1,2%	2,4%	1,8%	1,8%	2,2%	2,8%
Korr.koeff. Kapmamins	0,24	0,32	-0,03	0,31	1,00	0,29
Korr.koeff. BIP	0,06	-0,13	-0,13	0,07	0,29	1,00

Quelle: Nareit, Federal Reserve Board, US-Regierung, Berechnungen W&P

Anmerkung:

Kapitalmarktzins: 10-jährige U.S. Regierungsanleihen (Treasury)

Wachstum BIP:

Prozentuale Veränderung des Bruttoinlandsproduktes gegenüber der Vorperiode; Quartalsdaten saisonbereinigt auf Jahresbasis.

Korrelationskoeffizient nach Pearson: Bezogen auf S&P500.

Genormt auf -1 bis +1:

1=vollständiger Zusammenhang, 0=völlig unabhängig, -1=völlig entgegengesetzt.

Im Durchschnitt aller REITs lag die Dividendenrendite bei 9,0% p.a.. Die höchsten Dividendenrenditen warfen mit durchschnittlich 11,4% p.a. die Mortgage-REITs ab, die geringsten die Equity-REITs (7,9%). Zur Erzielung eines möglichst hohen laufenden Ertrags waren in der Vergangenheit

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

somit die Mortgage-REITs am besten geeignet – wenn auch unter Inkaufnahme des höchsten Risikos (Standardabweichung 2,4%).

Die Korrelation der Dividendenrenditen mit Kapitalmarktzins und BIP ist äußerst gering ausgeprägt. Plausibel – aufgrund der Refinanzierungszusammenhänge - erscheint die verhältnismäßig stärkere Verbindung zwischen Mortgage-REITs und Zinssatz.

Nach einer aktuellen Merrill Lynch-Untersuchung¹ der Return-Korrelationen von Equity-REITs, langfristigen US-Staatsanleihen und S&P 500 reagieren Equity-REITs wesentlich unempfindlicher auf Veränderungen des Kapitalmarktzins als der Index S&P 500 (50% bis zwei Drittel der Korrelationswerte).

Hieraus lassen sich klare Risikodiversifizierungsvorteile der REITs für ein gemischtes Portfolio ableiten.

4.7 Performance nach Branchen /Sektoren und Größen

Abb. 15: Performance nach Branchen /Sektoren

Sektor/ Subsektor	Anzahl		Ø-Market Cap (Mio. US\$)		Dividenden- rendite (%)		Total Return (%)		
	1999	1998	1999	1998	1999	1998	YTD 99	1998	1997/98
Specialty	8	7	403,4	282,1	11,41	5,91	-23,56	-24,33	10,95
Health Care	14	14	587,7	888,2	10,23	8,01	-4,48	-25,72	5,92
Outlet Centers	3	3	392,0	455,0	9,91	10,41	6,75	-11,46	14,14
Lodging	16	14	644,2	1.319,6	8,54	7,85	3,61	-52,83	0,09
Free Standing	7	7	463,9	495,4	7,95	7,79	-2,06	-6,25	12,66
Regional Malls	11	11	1.095,7	979,9	7,93	7,28	-2,57	-2,62	8,03
Strip Centers	28	30	473,5	455,7	7,86	8,64	1,00	-6,99	12,44
Diversified	24	28	616,7	546,3	7,58	7,51	2,09	-22,09	16,81
Mortgage Backed	25	24	262,6	375,8	6,95	10,92	13,37	-29,34	6,44
Apartments	26	29	972,9	843,3	6,85	7,14	13,41	-8,75	8,77
Industrial	13	13	806,2	797,2	6,81	6,35	8,22	-11,74	1,75
Office	19	20	1.354,8	1.164,4	6,55	6,42	10,49	-17,35	12,40
Mixed Off/Ind	8	6	772,5	1.196,8	6,43	5,76	4,25	-8,85	23,10
Manufactured Homes	6	4	391,8	506,0	6,23	6,31	5,43	-0,87	5,47
Self Storage	4	6	1.444,1	1.022,0	4,87	6,47	5,86	-7,20	3,92
Ø (arithm.)	-	-	712,1	755,2	7,7	7,5	2,8	-15,8	9,5

Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen

Stand 30.6.1999 year to date (YTD); Werte 1998 per 30.6.1998

Anmerkungen:

Dividendenrendite: Die laufende Dividende auf Jahresbasis, geteilt durch den laufenden Aktienkurs

Veränderungen Dividende: Veränderung der laufenden Dividende auf Jahresbasis ggü. der Dividende auf Jahresbasis des Vorjahres

Total return: Total Return der letzten 4/12 Quartale bei quartalsweiser Wiederanlage der Dividenden

¹ vgl. NAREIT Quarterly Equity conference call, 13.7.1999

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Untersucht man die unterschiedlichen Sektoren auf Performance, so gewinnt man folgende Erkenntnisse:

- **Dividendenrendite**

Die höchsten Dividendenrenditen werden aktuell in den Sektoren Specialty, Health Care, Retail und Hotels verdient. Bis auf den Specialty-Sektor gehörten diese Sektoren bereits vor Jahresfrist zur Spitzengruppe. Die im letzten Jahr führenden Mortgage Backed REITs sind deutlich zurückgefallen, eine Erklärung dürfte in den stark gestiegenen Kursen, Vergleiche total return, year to date, liegen.

- **Total Return**

Die erfolgreichsten Sektoren nach dem Kriterium Gesamtleistung sind Apartments, Mortgage Backed und Büro. Dies sind exakt die Bereiche, die im Vorjahr mit die schlechteste Performance aufzuweisen hatten und im Lauf der letzten 12 Monate Boden gutgemacht haben. Diese Kennzahlen spiegeln den Immobilienzyklus sehr gut wider.

Abb. 16: Performance der Branchenbesten nach Dividendenrendite

Company	Sektor	Subsektor	Market Cap (Mio. US\$)	Dividendenrendite (%)	KGV	Total Return 1 Jahr(%)
LASER	MBS		65,7	43,4%	0,0	-0,7%
IMPAC	Diversified		53,7	26,4%	0,0	18,6%
Price Enterprises	Retail	Strip Centers	101,4	18,1%	16,7	45,9%
Prison Realty Trust	Specialty		1.463,9	17,4%	k.A.	-36,5%
Elder Trust	Health Care			15,0%	k.A.	-8,0%
Prime Retail	Retail	Outlet Centers	375,4	13,2%	k.A.	-2,7%
Associates Estates	Residential	Apartments	260,5	13,1%	17,8	30,0%
Equity Inns	Lodging/Resorts		342,1	13,0%	13,2	2,7%
Glimcher Realty Trust	Retail	Regional Malls	376,8	11,3%	18,4	11,5%
Captec Net Lease Realty	Retail	Free Standing	124,8	11,3%	10,9	14,0%
Commercial Assets	Residential	Manufactured Homes	59,8	9,9%	17,4	-9,4%
Monmouth	Industrial/Office	Industrial	38,6	9,9%	9,2	12,4%
Banyan Strategic	Industrial/Office	Mixed	79,9	9,4%	15,3	-4,3%
Corporate Office	Industrial/Office	Office	140,7	9,0%	15,0	15,4%
Sovran Self Storage	Self Storage		314,1	9,0%	13,2	4,0%
Ø (arithm.)	-	-	271,2	15,3%	12,3	6,2%

Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen, Darstellung

Stand: 30.4.1999

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Abb. 17: Performance der Branchenbesten nach Total Return (1 Jahr)

Company	Sektor	Subsektor	Market Cap (Mio. US\$)	Dividendenrendite (%)	KGV	Total Return 1 Jahr (%)
Clarion	MBS			11,2%	0,0	73,4%
Meridian Point	Industrial/Office	Industrial	252,2	0,0%	0,0	50,0%
Price Enterprises	Retail	Strip Centers	101,4	18,1%	16,7	45,9%
LaSalle Hotel Properties	Lodging/Resorts		238,1	10,7%	15,8	39,2%
Bando	Diversified		46,6	5,9%	11,2	31,1%
Mission West	Industrial/Office	Mixed	14,0	1,4%	k.A.	29,8%
Pinnacle Holdings	Specialty		736,6	0,0%	k.A.	28,2%
Berkshire Realty	Residential	Apartments	429,3	8,7%	k.A.	26,1%
Tanger Factory Outlet	Retail	Outlet Centers	205,1	9,7%	24,4	23,9%
Nooney Realty	Industrial/Office	Office	7,8	0,0%		22,4%
Asset Investors	Residential	Manufactured Homes	81,0	6,7%	414,3	20,8%
HRPT	Health Care		1.970,2	9,9%	11,9	15,0%
Mills Corporation	Retail	Regional Malls	498,3	9,1%	21,2	14,3%
Captec Net Lease Realty	Retail	Free Standing	124,8	11,3%	10,9	14,0%
Monmouth	Industrial/Office	Industrial	38,6	9,9%	9,2	12,4%
Ø (arithm.)	-	-	338,9	7,5%	48,7	29,8%

Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen, Darstellung

Stand: 30.4.1999

Richtet man den Fokus auf das Unternehmen jeder Branche mit der höchsten Dividendenrendite sowie dem höchsten Total Return, so gelangt man zu folgenden Erkenntnissen:

- **Typ / Sektor**
 - **Dividendenrendite**
Ein Mortgage REIT distanziert sämtliche Equity REITs der restlichen Sektoren deutlich. Nichts desto trotz liegen die Vertreter der führenden Branchen auch hier in der Spitzengruppe (Retail, Specialty, Health Care).
 - **Total Return**
Auch hier dominiert ein MBS REIT vor Vertretern der Branche Industrial / Office, Retail und Hotel.
- **Rendite**
Der Strip-Center REIT Price Enterprises ist klar führend, wenn man die Kriterien Dividendenrendite und Total Return zusammen betrachtet.
- **Größe**
Die nach dem Kriterium Dividendenrendite führenden REITs ihrer Branche weisen zumeist eine kleinere Marktkapitalisierung als ihr Sektor durchschnittlich auf. Nur jeweils ein Unternehmen (Prison Realty Trust und HRPT) erreicht eine Marktkapitalisierung von über US\$ 1 Mrd. Dies und die durchschnittlich unter den Equity-Segment-Werten

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

liegenden Total-Return-Werte relativieren die hohen Dividendenrenditen dieser kleinen Unternehmen.

Abb. 18: Performance der größten REITs

Company	Sektor	Market Cap (Mio. US\$)	Dividendenrendite (%)		KGV	Total Return 1 Jahr(%)	Total Return 1 Jahr (%)	
Crescent	Diversified	2.876,1	4.038,5	9,54	4,52	20,9	5,26	10,11
Simon Property Group	Shopping Center	4.972,1	3.590,2	6,91	6,21	26,6	6,43	7,90
Host Marriott	Hotel	2.812,5	-	6,72	-	52,5	-7,85	-
Archstone	Apartment	3.127,2	-	6,58	-	16,7	15,03	-
ProLogis	Industrial	3.315,3	3.072,7	6,41	5,08	69,4	1,53	21,80
Equity Residential	Apartment	5.691,8	4.634,0	5,92	5,65	25,1	20,99	4,92
Equity Office	Office	7.343,3	7.103,6	5,24	4,51	19,0	19,42	0,00
Vornado	Diversified	3.301,6	3.306,7	4,53	4,03	20,5	18,61	13,99
Public Storage	Self Storage	3.788,9	3.210,0	3,01	3,14	19,1	8,73	-2,10
Starwood Financial Trust	MBS	3.012,4	-	2,92	-	47,8	3,32	-
Ø (arithm.)	-	4.024,1	4.136,5	5,78	4,73	31,8	9,1	8,09

Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen und Darstellung

Stand: 30.04.1999, Werte 1998 per 30.6.1998

Aus der Untersuchung der nach Marktkapitalisierung größten REITs auf Performance lassen sich folgende Aussagen ableiten:

- **Sektor**
Die mit Abstand höchste Dividendenrendite weist der diversifizierte REIT Crescent auf, bei allerdings unterdurchschnittlichem KGV und Total Return.
- **Dividendenrendite / Total Returns**
Der zweitgrößte (nach Marktkapitalisierung) REIT im Markt Equity, Equity Residential, der sich auf Appartments spezialisiert hat, weist mit knapp 21% Total Return bei überdurchschnittlicher Dividendenrendite und unterdurchschnittlichem KGV den besten Wert auf. Auch bei den größten REITs dominieren generell die führenden Branchen Shopping Center, Hotel und Appartement, während der Starwood Financial Trust als einziger MBS-REIT hinter dem allgemeinen Branchentrend herhinkt.

4.8 Funds from Operations (FFO) als standardisierte Performance-Kennziffer und Problematik

Während in Deutschland die Ermittlung des Jahresüberschusses nach den Vorschriften des Bilanzrechts erfolgt, wird in den USA das sogenannte „net income“ üblicherweise nach den „General Accepted Accounting Principles (US-GAAP)“ ermittelt. Für die Bewertung von REITs, z.B. über die Bildung von Price/Earnings-Ratios ist diese Größe nach allgemeiner Auffassung jedoch ungeeignet, da die immobilienbezogenen Abschreibungen unrealistische Werte ergeben. Deshalb wurde speziell für die Beurteilung der Performance von REITs die Kennzahl „funds from operations (FFO)“ eingeführt, die zusätzlich zum „net income“ ermittelt und im jeweiligen Geschäftsbericht ausgewiesen wird. Die Idee ist, daß die immobilienbezogenen Abschreibungen bei einer marktbezogenen Bewertung keine Rolle spielen dürfen, da es die bilanzierten Wertminderungen häufig nicht gibt bzw. sogar Wertsteigerungen eintreten.

Um diese Tatsache sichtbar zu machen, wird zur Berechnung der FFO der Jahresüberschuß eines REIT um die Abschreibungen bereinigt, d.h. immobilienbezogene Abschreibungen, werden zum Jahresüberschuß wieder hinzuaddiert. Darüber hinaus werden noch weitere Bereinigungen vorgenommen, z.B. die Eliminierung von Veräußerungsgewinnen.

NAREIT definierte 1991 FFO wie folgt:

“FUNDS FROM OPERATIONS means net income (computed in accordance with generally accepted accounting principles), excluding gains (or losses) from debt restructuring and sales of property, plus depreciation and amortization, and after adjustments for unconsolidated partnerships and joint ventures. Adjustments for unconsolidated partnerships and joint ventures will be calculated to reflect funds from operations on the same basis.” (Quelle: NAREIT; siehe auch Anhang)

Aus Sicht von NAREIT ist die Kennzahl zum Vergleich des operativen Ergebnisses von REITs geeignet. In der Vergangenheit zeigte sich jedoch, daß die Zahl für die verschiedensten Analyse-zwecke wie z.B. die Beurteilung der Fähigkeit zu Dividendenzahlungen „mißbraucht“ wurde. Darüber hinaus wurde die Berechnung der FFO von den verschiedenen Gesellschaften sehr unterschiedlich gehandhabt. Manche Gesellschaften addierten nicht nur die immobilienbezogenen Abschreibungen sondern die gesamten Abschreibungen zum Jahresüberschuß wieder hinzu. Bei manchen Unternehmen waren darüber hinaus die Kalkulationsgrundlagen nicht exakt nachvollziehbar.

NAREIT hat auf diese Problematik 1995 reagiert und Vorschläge zur weiteren Standardisierung bzw. Verwendung der FFO gemacht. Im sogenannten „white paper“ (NAREIT White Paper on Funds from Operations, March 1995) wurde die Definition von 1991 weiter spezifiziert.

- Für die Ermittlung der FFO darf nicht von den Vorschriften der US-GAAP abgewichen werden. Vielmehr ist das gemäß US-GAAP ermittelte „net income“ der Ausgangspunkt für die Berechnung der FFO.
- FFO ist nicht gedacht zur Beurteilung der Fähigkeit eines REIT, Cash zu generieren oder für die Fähigkeit zur Zahlung von Dividenden.
- Es dürfen nur immobilienbezogene Abschreibungen zum „net income“ hinzuaddiert werden. Amortisation von Finanzierungskosten, Abschreibungen für EDV-Software sowie Büro- und Geschäftsausstattung der eigengenutzten Geschäftsräume sind explizit ausgeschlossen.
- Außerordentliche Erträge oder Aufwendungen sollen bei der Kalkulation der FFO nicht berücksichtigt werden. Auf jeden Fall muß die Behandlung außerordentlicher Vorgänge transparent dargestellt werden.
- Nicht konsolidierte Beteiligungen sollen - analog der Ermittlung der FFO für den eigentlichen REIT – ebenfalls berücksichtigt werden.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Sämtliche Kalkulationsschritte müssen klar und nachvollziehbar dargelegt werden. Die einzelnen Kalkulationspositionen sollen möglichst detailliert dargestellt und diskutiert werden.
- Gewinne bzw. Verluste durch Immobilienverkäufe von bereits abgeschriebenen Objekten dürfen nicht bei der Ermittlung der FFO berücksichtigt werden. Dieses Verbot gilt jedoch nicht, wenn Objekte, auf die keinerlei Abschreibungen vorgenommen wurden, veräußert werden.

NAREIT kritisiert die pauschale Berechnung von Kennzahlen durch Analysten, welche die Fähigkeit eines REIT zur Dividendenzahlung ausdrücken sollen. Solche "Funds Available for Distribution", "Cash Available for Distribution" oder „Adjusted Funds from Operations“ genannten Kennzahlen können nicht nach dem gleichen Algorithmus für alle REIT-Arten berechnet werden.

Zusätzlich macht NAREIT im „white paper“ Vorschläge für ergänzende Angaben:

- Die Kapitalkosten für Einzelmaßnahmen an Objekten, Vermietungsprovisionen, vollständige Objektrenovierungen bzw. -modernisierungen und Objekterweiterungen sollen einzeln nach absoluten Kosten sowie nach Kosten je Square Foot dargestellt werden. Bei Wohnimmobilien sollen die Angaben nach absoluten Kosten und nach Kosten je Wohneinheit dargestellt werden.
- Wenn Mieterträge in Übereinstimmung mit den Richtlinien nach US-GAAP "geglättet" werden (z.B. bei mietfreien Zeiten), empfiehlt NAREIT detailliert zu erläutern, welche Non-Cash-Effekte daraus in welchem Umfang das jeweilige Periodenergebnis berühren.

Die Verwendung der FFO als Bewertungsgrundlage ist aus zwei Gründen kritisch zu sehen:

- Die pauschale Annahme, daß kein Werteverzehr stattfindet, kann, muß aber nicht richtig sein. Es kann durchaus sein, daß der Marktwert einer Immobilie oder eines Portfolios sinkt und somit reale Wertminderungen erfährt. In solchen Fällen versagt die Kennzahl FFO, da keine Ermittlung des Marktwertes stattfindet. Dies trifft insbesondere für ältere Immobilien und für langsam wachsende Immobilienmärkte sowie für Spezialimmobilien (z.B. Health-Care) zu.
- Die Anwendung der Vorschläge von NAREIT ist für die Unternehmen nicht zwingend vorgeschrieben. Vor einer Interpretation der Kennzahl muß also überprüft werden, inwiefern die Ermittlung dem NAREIT-Standard gefolgt ist.

Die beschriebene Problematik hat NAREIT im Sommer 1999 veranlaßt, seine Mitglieder zu Vorschlägen aufzufordern, wie die Kennzahl FFO zu optimieren ist¹. Ziel ist es, eine klare, konsistente und glaubwürdige Meßgröße für die finanzielle Performance zu entwickeln, die sich speziell an die große Mehrheit der Investoren richtet, die REITs noch nicht kennen und/oder in nicht ausreichendem Maße verstehen und deswegen noch keine Aktionäre sind.

Die Kennzahl soll auch bei nicht REIT-orientierten Investoren Akzeptanz finden. Angestrebt wird insbesondere aus Gründen der Vergleichbarkeit eine Größe möglichst nahe am net income nach GAAP; im einzelnen sollen mögliche Änderungen der FFO-Definition nachfolgend beschriebene Ziele verfolgen:

- Großes Maß an Akzeptanz,
- Maximale Glaubwürdigkeit,
- Konsistenz,
- Vergleichbarkeit mit anderen Branchen,
- Gewinn- statt Cash-Flow-Maß,

¹ Vgl. Best Financial Practices Council, Washington, 22.6.1999

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Akzeptanz bei unabhängigen Wirtschaftsprüfern.

Konkret diskutiert werden derzeit folgende Änderungen der existierenden Performance-Kennzahl:

- Einberechnung neutraler Positionen, sofern nicht außerordentlich nach GAAP,
- Einberechnung von Erträgen und Aufwendungen aus Immobilienverkäufen und Umschuldungen (debt restructurings), sofern nicht außerordentlich nach GAAP,
- Klarere Regelungen bezüglich Hinzurechnung von Abschreibungen zum net income nach GAAP.

Eine mögliche Neudefinition von FFO könnte demnach lauten ¹:

“FUNDS FROM OPERATIONS [OR THE CHANGED NAME OF THE REIT INDUSTRY’S SUPPLEMENTAL PERFORMANCE BENCHMARK] means net income (computed in accordance with generally accepted accounting principles) plus qualifying depreciation and amortization.”

Der Erörterungs- und Definitionsprozeß innerhalb des Verbandes wird bis nach Redaktionsschluß dieser Auflage andauern, läßt jedoch nach den bisher vorliegenden Vorschlägen eine Optimierung der Kennzahl erwarten.

4.9 Cash Available for Distribution (CAD) als geeignete Kennziffer?

Die mit Funds from Operations verbundene Problematik (s. oben) versuchen Paine Webber ² mit der Kennzahl CAD zu umgehen. Zur Ermittlung des ohne Substanzverzehr ausschüttbaren Cash Flows (Cash Available for Distribution) werden die für Instandhaltung notwendigen Aufwendungen geschätzt. Als Maßzahl für die Bewertung eines REIT wird dann der Quotient aus Aktienkurs zu CAD herangezogen.

PaineWebber kommen für 1997 (3. Quartal) zu dem Ergebnis, daß die REITs verglichen mit FFO durchschnittlich um 13,5% höher bewertet sind.

Obwohl CAD weiter greift als FFO, ist auch diese Kennziffer mit Schwächen behaftet:

- Vergleichbar („Apples-to-Apples Comparative Analysis“) sind nur REITs innerhalb einer Subbranche aufgrund unterschiedlich hoher Instandhaltungsaufwendungen (siehe auch vorangehendes Kapitel).
- Der Ausweis von CAD ist für die Unternehmen keine bindende Vorschrift.
- Nicht alle REITs kooperieren mit den Analysten bei der Ermittlung von CAD.

¹ Zitiert nach Financial Practices Council, Discussion, Potential Modifications and Requests for Comment Concerning the REIT Industry's Supplemental Performance Benchmark, Washington, 22.6.1999, S. 12

² Siehe Litt, Jonathan, Adornato, Paul 1998: REIT Apples-to-Apples Comparative Analysis, Herausgeber: Paine Webber, Real Estate Research, 6.1.1998

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

4.10 Bilanzstruktur

4.10.1 Gesamtmarkt historisch

Abb. 19: Bilanzstruktur Gesamtmarkt (1972 – 1998, Werte in Prozent)

Jahr	Total Assets					Total equity / liability	
	Land Development & Construction Loans	Mortgages & Mortgage Backed Securities	Property Owned	Loss Reserves	Other Assets	Liabilities and Mezzanine Financing	Shareholders' Equity
1972	53,35	21,67	17,43	0,00	7,55	63,94	36,06
1973	53,97	20,75	16,53	0,00	8,74	70,95	29,05
1974	46,24	33,11	19,82	-3,56	4,39	77,25	22,75
1975	32,14	27,31	39,47	-6,33	7,41	73,69	26,31
1976	20,31	27,53	52,37	-6,60	6,39	72,78	27,22
1977	16,23	27,66	55,06	-4,81	5,84	66,10	33,90
1978	14,31	27,92	54,88	-2,89	5,78	64,24	35,76
1979	14,86	25,69	53,89	-1,94	7,50	61,25	38,75
1980	11,86	27,00	53,86	-0,86	8,14	58,29	41,71
1981	10,04	27,30	55,02	-0,71	8,35	56,29	43,71
1982	9,56	27,62	55,11	-0,93	8,63	53,65	46,35
1983	9,40	26,09	53,77	-0,53	11,26	50,20	49,80
1984	6,01	43,38	38,67	-0,49	12,43	55,32	44,68
1985	6,20	46,14	37,47	-0,48	10,66	49,94	50,06
1986	5,95	51,67	36,86	-0,55	6,07	59,47	40,53
1987	4,80	57,18	31,17	-0,32	7,18	65,91	34,09
1988	4,19	58,47	29,86	-0,37	7,84	67,45	32,55
1989	3,12	55,60	33,86	-1,29	8,71	65,80	34,20
1990	1,31	53,22	37,65	-1,08	8,90	65,12	34,88
1991	0,69	49,52	40,80	-0,99	9,98	63,86	36,14
1992	0,37	47,46	45,64	-1,08	7,62	62,60	37,38
1993	0,36	41,23	50,93	-0,84	8,32	61,00	39,00
1994	1,10	26,85	65,07	-0,23	7,20	62,21	37,79
1995	0,52	25,31	66,38	-0,33	8,11	61,00	39,00
1996	0,00	21,70	73,49	-0,06	4,86	57,48	42,52
1997	0,00	0,00	94,33	-0,05	5,72	59,57	40,43
1998	0,00	0,00	93,04	-0,03	6,99	60,96	39,04
Ø p.a. (arithm.)	5,51	38,91	48,13	-0,76	8,11	60,08	39,92

Quelle: NAREIT, Berechnungen W&P

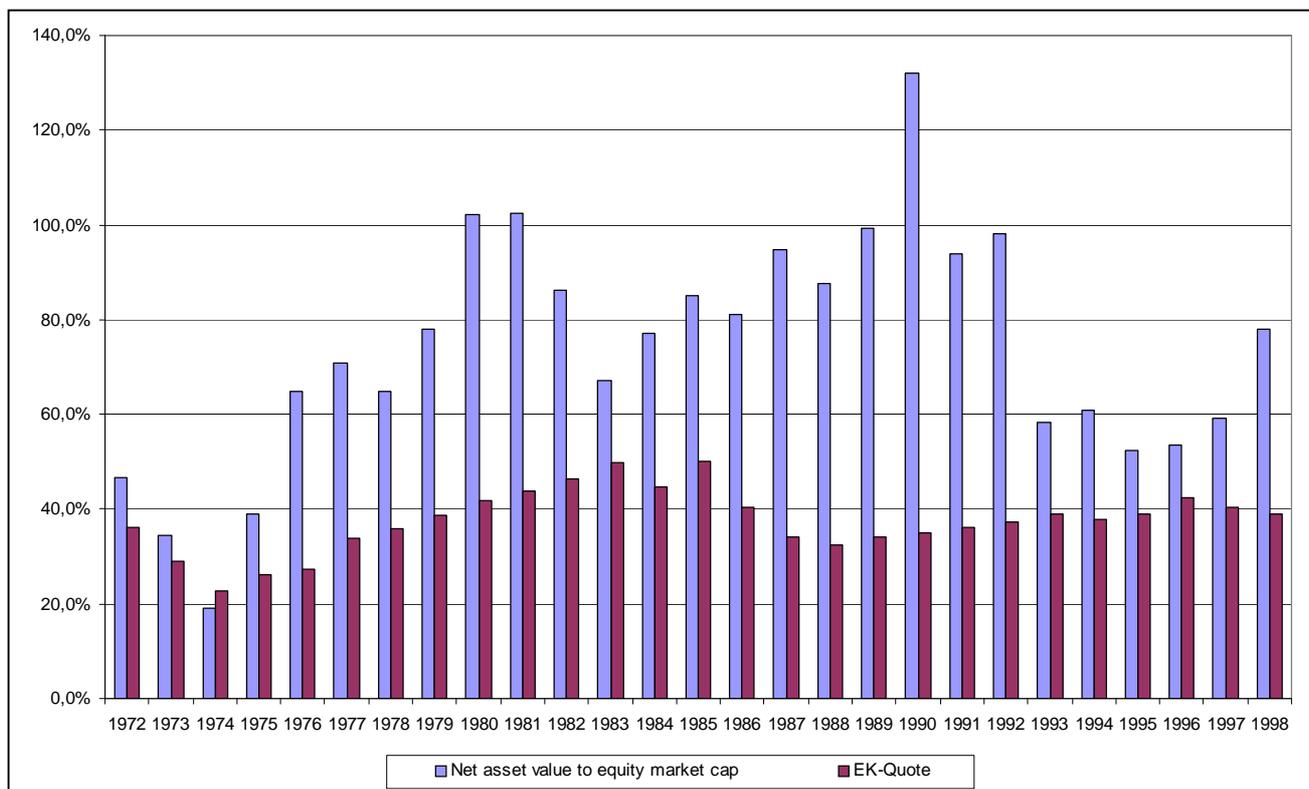
Anmerkung: Werte für 1996 nur bis 3. Quartal

Die Entwicklung der Bilanzstruktur des Gesamtmarktes spiegelt im wesentlichen die Verschiebungen zwischen den einzelnen REIT-Typen wieder (s. o.):

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Während im Jahr 1972 Ausleihungen mit 75% das Eigentum an Immobilien mit 17% noch klar dominierten, hat sich das Verhältnis bis 1998 fast ins Gegenteil verkehrt.

Abb. 20: EK-Quote und Net Asset Value zu Marktkapitalisierung im Gesamtmarkt



Quelle: NAREIT, Berechnungen und Darstellung W&P

Anmerkung: 1996 nur erste 3 Quartale; Net Asset Value hier: Total Assets minus other Assets minus Total liabilities

Die EK-Quote liegt heute um 3 Prozentpunkte über derjenigen des Jahres 1972; ihre positive Entwicklung in den 90er Jahren reflektiert nicht zuletzt den Immobilienzyklus dieses Zeitraumes und die zunehmende Gewichtung der Equity-REITs.

Die Entwicklung der Kennzahl Net Asset Value (NAV) ¹⁾ zu Marktkapitalisierung im vorgenannten Zeitraum ist ebenfalls ein Abbild der Börsenentwicklung der Gesamt-REIT-Branche sowie des Immobilienzyklus; in den Spitzenjahren 1995, 1996 und 1997 sinkt die Kennzahl durchschnittlich deutlich unter 60%, um danach analog zur Börsenentwicklung wieder Werte von fast 80% zu erzielen. Gleichzeitig wird deutlich, daß High-leverage-Konstruktionen die Kennzahl NAV zu Marktkapitalisierung zwar ex definitione abnehmen lassen, niedrige Börsenbewertungen jedoch diesen Zusammenhang konterkarieren (vgl. insbes. das Jahr 1990, Höhepunkt der Immobilienkrise). In solchen Fällen ist der Wert des Eigenkapitals niedriger als der Net Asset Value.

1) "Total assets minus intangible assets(...) minus current liabilities minus any longterm liabilities and equity issues. That have a prior claim..." nach Dictionary of Finance and Investment Terms, 4th Edition, Hauppauge, 1995, S. 58

2.10.2 Ausgewählte Unternehmen

Abb. 21: Jahresabschlusskennzahlen 1998 der zehn größten REITs (konsolidiert)

Company	Typ	Sektor	BS-Anteil Real Estate, net			EK-Quote			EK-Rendite 1998			FFO zu EK			NAV to Equity market cap (%)
			1998 (%)	1997 (%)	+/- ggü. Vj. (BP)	1998 (%)	1997 (%)	+/- ggü. Vj. (BP)	1998 (%)	1997 (%)	+/- ggü. Vj. (BP)	1998 (%)	1997 (%)	+/- ggü. Vj. (BP)	
Vornado	Equ.	Diversified	69,8	55,1	14,7	40,3	52,0	-11,8	8,6	4,6	3,9	12,3	5,5	6,8	13,5
Archstone	Equ.	Apartment	99,2	88,2	4,0	51,9	54,9	-3,0	7,5	4,7	2,8	8,6	9,2	-0,6	71,4
Public Storage	Equ.	Self Storage	90,6	89,6	1,0	91,6	86,0	5,6	7,3	6,3	1,0	10,8	9,6	1,2	68,5
Crescent	Equ.	Diversified	74,2	75,2	-1,0	48,0	52,6	-4,5	6,8	5,3	1,5	14,9	9,8	5,1	39,0
Starwood Financial Trust	Mor.	MBS	97,8	0,0	97,8	47,1	47,3	-0,1	6,2	0,2	6,0	6,5	22,5	-15,9	30,7
Equity Office	Equ.	Office	93,5	93,4	0,1	49,4	54,5	-5,1	5,0	2,1	2,9	9,4	4,3	5,1	83,4
ProLogis	Equ.	Industrial	78,6	93,4	-14,9	52,1	65,2	-13,1	4,9	8,8	-3,9	16,0	26,7	-10,7	24,2
Simon Property Group	Equ.	Shopping Center	83,8	83,6	0,2	25,7	20,3	5,4	7,9	8,8	-3,9	16,0	26,7	-10,7	24,2
Equity Residential	Equ.	Apartment	95,5	94,1	1,4	49,8	52,0	-2,2	4,8	4,8	0,1	8,6	7,3	1,3	85,3
Host Marriott	Equ.	Hotel	87,1	75,5	11,6	15,9	19,5	-3,7	3,6	4,2	-0,6	28,5	23,8	4,8	8,7
$\bar{\emptyset}$ (arithmet.)			86,3	74,8	11,5	47,2	50,4	-3,2	6,0	4,3	1,7	12,6	12,7	-0,1	46,5

Quelle: Geschäftsberichte 1998, Berechnungen W&P

Stand NAV to equity market cap 30.4.1999

Aus den untersuchten Konzern-Jahresabschlüssen der zehn größten REITs ergeben sich folgende Feststellungen und Ableitungen:

- **Typ**
Bis auf einen REIT handelt es sich ausschließlich um Equity REITs.
- **Ständige Spitzengruppe**
Von den zum Jahresende 1997 zehn größten REITs befinden sich ein Jahr später zum 31.12.1998 noch 7 unter den Top Ten (ProLogis ist der ehemalige Security REIT).
- **Sektor**
Die Schwerpunkte der Investments sind unter den Unternehmen unsignifikant breit gestreut (8 Sektoren wie im Vorjahr).
- **Real Estate**
Der Anteil der Immobilien des Sachanlagevermögens an der Bilanzsumme liegt mit durchschnittlich deutlich über 80% sehr hoch und hat sich gegenüber dem Vorjahreswert um 11,5° Basispunkte signifikant erhöht.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- **Eigenkapital**
Die deutlich über dem Schnitt der Gesamtbranche liegende EK-Quote hat sich infolge rückläufigen Börsenentwicklung leicht reduziert.
- **Renditen**
Bezieht man das net income auf das EK (Total Shareholders Equity), so ergeben sich verhältnismäßig niedrige Renditewerte. Gleichzeitig erkennt man jedoch den deutlichen Anstieg der Renditen gegenüber dem Vorjahr. Gründe liegen sowohl in den gesunkenen Aktienkursen als auch in den reduzierten Einstandskursen für direkt erworbene Immobilien nach dem Durchschreiten der Zyklusspitze sowie schlußendlich in den gegenüber den Vorjahren gedämpften Fusionsaktivitäten.
Wählt man die Kennziffer FFO zu EK (Funds from Operations zu Eigenkapital), ergeben sich im Durchschnitt deutlich bessere Werte. Insgesamt läßt sich feststellen, daß die EK-Renditekennziffern der Unternehmen im Gegensatz zu den Vorjahren die Gesamtperformance (Total Return) nunmehr wieder übertreffen (s. o.), wie dies nach der Korrektur der Aktienkurse im Gesamtmarkt festzustellen ist.
- **NAV zu Equity Market Cap**
Der Marktwert des Eigenkapitals liegt bei den größten REITs durchschnittlich 40% über dem Net Asset Value (entsprechend 70% NAV to Equity market cap). Dieser Wert ist höher als derjenige des Gesamtmarktes (vgl. Abbildung 20), ein weiteres Indiz dafür, daß die größten REITs auch insgesamt höher bewertet werden (Ausnahme: der naturgemäß stärkere fremdfinanzierte Mortgage REIT Starwood).

2.10.3 Unternehmensbeispiele

2.10.3.1 Host Marriott

- **Typ**
Equity-UPREIT (umbrella Partnership , REIT) mit Servicegesellschaften als Operating Partnerships.
- **Sektor**
Hotel

Geschäftsfelder

- Hotelvermietung über Crestline Capital Corporation
(Markennamen: Marriott, Ritz-Carlton, Four Seasons, Swissôtel und Hyatt)
- Hotel-Services (Operating Partnerships und Beteiligungen)
- **Portfolio**
 - 113 Marriott und Ritz-Carlton Hotels
 - 4 Hyatt
 - 2 Four Seasons
 - 4 Swissôtel
 - 3 weitere Markenhotels
alle in den bedeutendsten Metropolen (gateway cities) und Touristenzentren.
 - Beteiligungen an Servicegesellschaften

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- **Geographische Schwerpunkte**
Konzentration auf ausgewählte Spitzenstandorte in Business und Erholung.
- **Kennzahlen**

	1998 (Mio. US\$)	1997 (Mio US\$)	Veränderung (%)
Total Assets	8.268	6.141	+35
Real Estate net	7.201	4.634	+55
Beteiligungen	33	13	+154
Total Shareholders Equity	1.311	1.200	+9
Acquisitions	2.796	1.674	+67
Total revenues	3.564	2.875	+24
Total expenses	3.237	2.724	+19
Operating Income	327	151	+117
REIT-Umwandl.aufwand	64	–	–
Net Income	47	50	–6
Net Income per Share (\$)	0,22	0,23	–4
FFO	374	285	+31

Host Marriott ist spezialisiert auf das Eigentum an First-Class-Hotels an ausgewählten Standorten in Nordamerika. Die Umwandlung in einen REIT wurde erst 1998 vollzogen, um Vorteile bei Kapitalbeschaffung und –kosten zu erzielen. Betrachtet man die Zahlen, so ist dies gegenüber 1997 auch gelungen, da ausschließlich Einmalaufwand für die Konversion das Ergebnis belastet.

2.10.3.2 Simon Property Group

- **Typ**
Equity-REIT
- **Sektor**
Shopping Center
- **Geschäftsfelder**
 - Management
 - Development
 - Leasing
 - Acquisition
- **Portfolio**
 - 153 Regional Malls
 - 77 Community Shopping Centers
 - 3 Specialty Retail Centers
 - 6 Office und mixed-use Properties

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- 3 Super Regional Malls
- 6 Entwicklungsprojekte
- 12 Entwicklungsgrundstücke

- **Kennzahlen**

	1998 (Mio. US\$)	1997 (Mio US\$)	Veränderung (%)
Total Assets	13.277	7.663	+74
Real Estate net	11.128	6.405	+74
Beteiligungen	1.317	615	+114
Total Shareholders Equity	3.409	1.557	+119
Acquisitions	4.830	1.239	+290
Total revenues	1.406	1.054	+33
Total expenses	1.183	865	+37
Operating Income	222	189	+17
Beteiligungsergebnis	-	-	-
Net Income	167	137	+22
Net Income per Share (\$)	1,06	1,08	-2
FFO	545	415	+31

Simon Property Group konzentriert sich voll und ganz auf den Retailbereich. Das große Wachstum der letzten Jahre wurde erreicht durch Unternehmenskäufe (der Erwerb von CPI 1998 war der größte Deal, der jemals in der Branche durchgeführt wurde), Development und erste Investitionsschritte im Europa (Einkaufscenter in Krakau).

2.10.3.3 Crescent Real Estate

- **Typ**
Equity-UPREIT
- **Geschäftsfelder**
 - Property Management
 - Development Wohnen (5 Beteiligungsgesellschaften)
 - Kühlhäuser (2 Beteiligungsgesellschaften)
 - Hotel (Management über Beteiligungen)
 - Heilanstalten (Management über Beteiligung)
- **Portfolio**
 - 89 Bürogebäude
 - 89 Heilanstalten
 - 9 Hotels
 - 13 Developmentprojekte für Wohnen über 5 Beteiligungen

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- 7 Retail-Immobilien
- 101 Kühlhäuser über 2 Beteiligungen
- **Geographische Schwerpunkte**
Dallas/Fort Worth, Houston mit 72% Portfolioanteil gemessen an der Nettomietfläche für Büro.
- **Kennzahlen**

	1998(Mio. US\$)	1997 (Mio US\$)	Veränderung (%)
Total Assets	5.043	4.180	+20
Real Estate net	3.742	3.145	+19
Beteiligungen	744	602	+24
Total Shareholders Equity	2.423	2.197	+10
Acquisitions	581	1.644	-65
Total revenues	698	447	+56
Total expenses	554	336	+65
Operating Income	144	111	+30
Beteiligungsergebnis	39	24	+63
Net Income	166	117	+42
Net Income per Share (\$)	1,26	1,25	+0,8
FFO	360	214	+68

Crescent ist ein über die erfolgreichsten Produkttypen stark diversifizierter REIT, der die nicht angestammten Geschäftsfelder und Servicebereiche ausgegliedert hat. Die enormen Wachstumsraten und die Anstrengungen im Development haben sich nach 1997 auch 1998 sowohl beim Gewinn als auch beim Total Return ausgezahlt (s. bereits oben).

2.10.4 Bewertung Immobilien

Immobilien werden im Anlagevermögen zu Anschaffungs- und Herstellkosten bilanziert („Real Estate at Cost“), vermindert um lineare Abschreibungen über den erwarteten Zeitraum der wirtschaftlichen Nutzung. Zu den Anschaffungs- und Herstellkosten zählen auch Steuern und Gebühren und sonstige Nebenkosten des Erwerbs.

Bei Eintritt wertbeeinflussender Umstände wird der bilanzielle Ansatz überprüft. Hierzu vergleicht man die Summe der undiskontierten laufenden und projektierten Operating Cash Flows der betroffenen Objekte mit ihren jeweiligen Buchwerten. Wenn notwendig wird eine Wertminderung in der Bilanz vollzogen.

Der bereits beschriebene Analyseansatz der CAD untersucht in diesem Zusammenhang die Frage, ob die Unternehmen bei der Planung ihrer Ausschüttungen notwendige Objektaufwendungen in ausreichendem Umfang berücksichtigt haben.

4.11 Klassifizierung der REITs nach Größe

Der derzeit (Stand: 31. März 1999)* größte börsennotierte REIT, der Equity Office REIT, verfügt mit einer Marktkapitalisierung von über 7,3 Mrd. US\$ über einen Marktanteil von ca. 5,6%.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die 10% größten REITs (21 von insgesamt 214 gegenüber 22 von insgesamt 220 im Vorjahr) besitzen zusammen eine Marktkapitalisierung von gegenüber dem Vorjahr unveränderten 43%, die 21% größten REITs (45 von insgesamt 214) von nahezu 2/3 des Marktes. Unter den größten REITs sind fast ausschließlich Equity-REITs zu finden.

Eine Liste der öffentlich notierten REITs sowie deren Marktkapitalisierung befindet sich im Anhang.

Die folgenden Abbildungen 21 und 22 zeigen die prozentuale Verteilung der REITs nach Größenklassen, sowohl nach Anzahl der REITs, als auch nach der Marktkapitalisierung sowie im Vorjahresvergleich.

Abb. 22: Öffentlich notierte REITs, klassifiziert nach Marktkapitalisierung

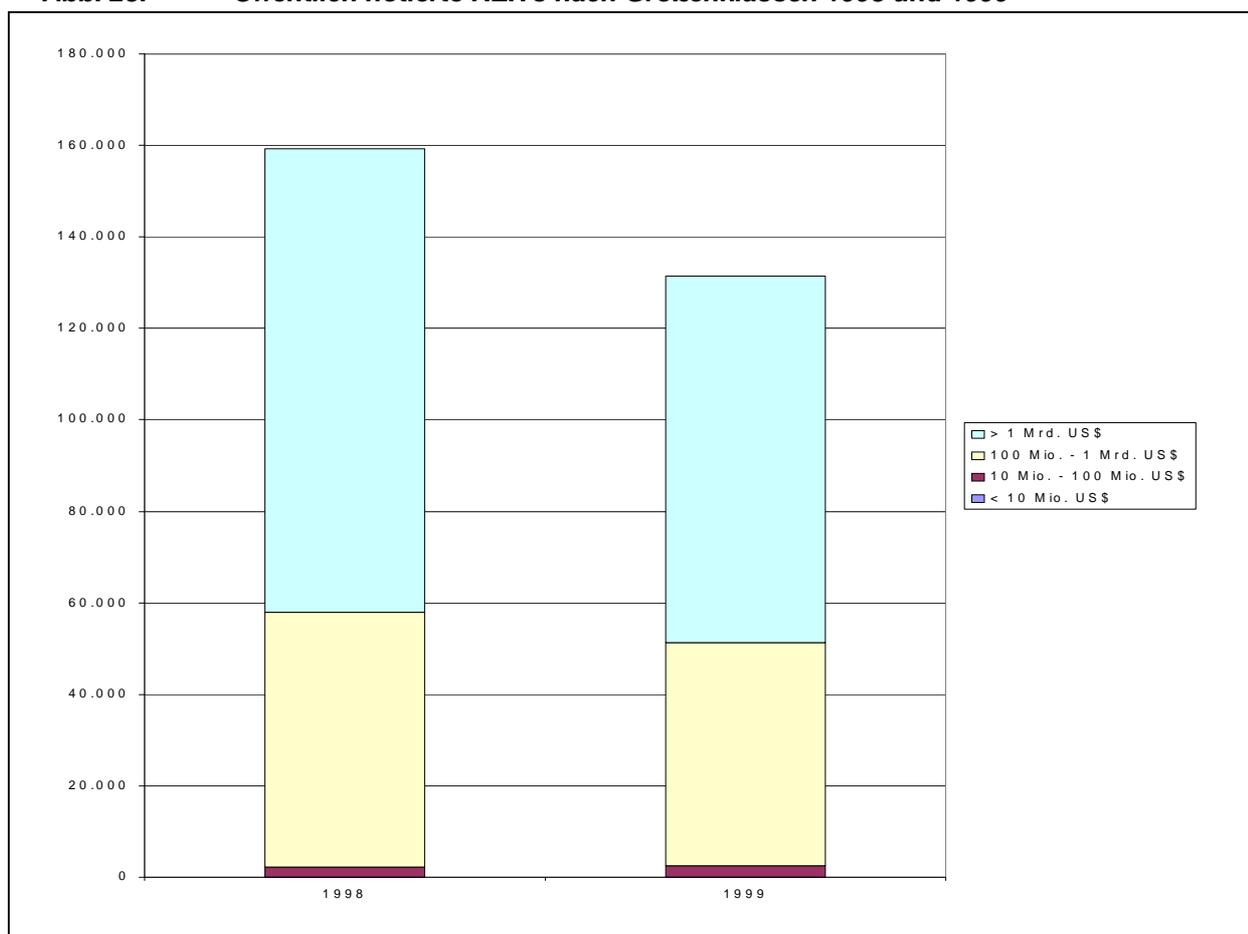
Größenklassen nach Marktkapitalisierung	Anzahl REITs				Summe Marktkapital in Mio US\$			
	1999		1998		1999		1998	
	abs	in %	abs	in %	abs	in %	abs	in %
> 1 Mrd. US\$	39	18%	48	22%	79.952	61%	101.259	64%
100 Mio. - 1 Mrd. US\$	125	58%	129	59%	48.881	37%	55.819	35%
10 Mio. - 100 Mio. US\$	46	21%	36	16%	2.478	2%	2.099	1%
< 10 Mio. US\$	4	2%	7	3%	20	0%	44	0%
Gesamt	214	100%	220	100%	131.331	100%	159.221	100%

Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen

Stand: 31.03.1999 bzw. 30.4.1998 für 1998

* *Redaktionschluss*

Abb. 23: Öffentlich notierte REITs nach Größenklassen 1998 und 1999



Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen

Stand: 31.03.1999 bzw. 30.4.1998

Die große Mehrheit der REITs besitzt eine Marktkapitalisierung zwischen 100 Mio. und 1 Mrd. US\$, die größte Marktkapitalisierung besitzen aber die REITs mit mehr als einer Mrd. US\$. Deren Anteil ist im Zuge der allgemein rückläufigen Tendenz der Marktkapitalisierung von 1998 auf 1999 signifikant zurückgegangen. Trotz dieses Börsenkapitalisierungsrückgangs zeigt sich eindeutig, daß Volumensgröße neben Performance von der Börse klar honoriert wird.

Begründung: Die Volumensgröße stabilisiert den Cash Flow und ermöglicht Risikodiversifizierungen in der Asset Allocation.

4.12 Anzahl und Volumen von Börseneinführungen

Im Zeitraum von 1982 bis Ende 1998 wurden in 1.356 Initial Offerings bzw. Secondary Offerings fast 115,5 Mrd. US\$ Eigenkapital von den REITs eingesammelt. Die folgende Tabelle zeigt die zeitliche Verteilung aufgeteilt nach Initial und Secondary Equity. Es zeigt sich, daß der weitaus größte Teil des Eigenkapitals von bereits etablierten Unternehmen im Rahmen von Secondary Offerings gewonnen wurde.

Auch hier spiegelt sich das für die REITs schlechte Börsenjahr 1998 in Form von gegenüber dem Vorjahr 1997 signifikant niedrigeren IPO- bzw. SPO-Werten wider.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Abb. 24: Entwicklung der Aktienemissionen (Historical offerings of securities by REITs: 1982 bis 1998)

Jahr	Eigenkapital								
	INITIAL EQUITY			SECONDARY EQUITY			SUMME EK		
	Anzahl	Total (\$ Mio)	Anteil an Summe EK in %	Anzahl	Total (\$ Mio)	Anteil an Summe EK in %	Anzahl	Total (\$ Mio)	Anteil an Gesamt in %
1982	3	315	73,3	5	115	26,7	8	430	0,4
1983	4	159	26,6	15	438	73,4	19	597	0,5
1984	6	140	44,7	8	173	55,3	14	313	0,3
1985	29	2.792	87,1	17	413	12,9	46	3.205	2,8
1986	20	1.204	65,9	17	624	34,1	37	1.828	1,6
1987	12	634	46,4	15	733	53,6	27	1.367	1,2
1988	13	1.374	63,6	13	785	36,4	26	2.159	1,9
1989	11	1.075	59,8	15	722	40,2	26	1.797	1,6
1990	10	882	69,4	8	389	30,6	18	1.271	1,1
1991	8	808	50,7	20	786	49,3	28	1.594	1,4
1992	8	919	46,6	24	1.055	53,4	32	1.974	1,7
1993	50	9.335	70,8	50	3.856	29,2	100	13.191	11,4
1994	45	7.176	64,5	53	3.945	35,5	98	11.121	9,6
1995	7	914	11,1	93	7.321	88,9	100	8.235	7,1
1996	6	1.108	9,0	139	11.201	91,0	145	12.309	10,7
1997	26	6.297	19,3	292	26.378	80,7	318	32.675	28,3
1998	17	2.129	9,9	297	19.354	90,1	314	21.483	18,6
Gesamt	275	37.261	32,2	1.081	78.288	67,8	1.356	115.549	100,0

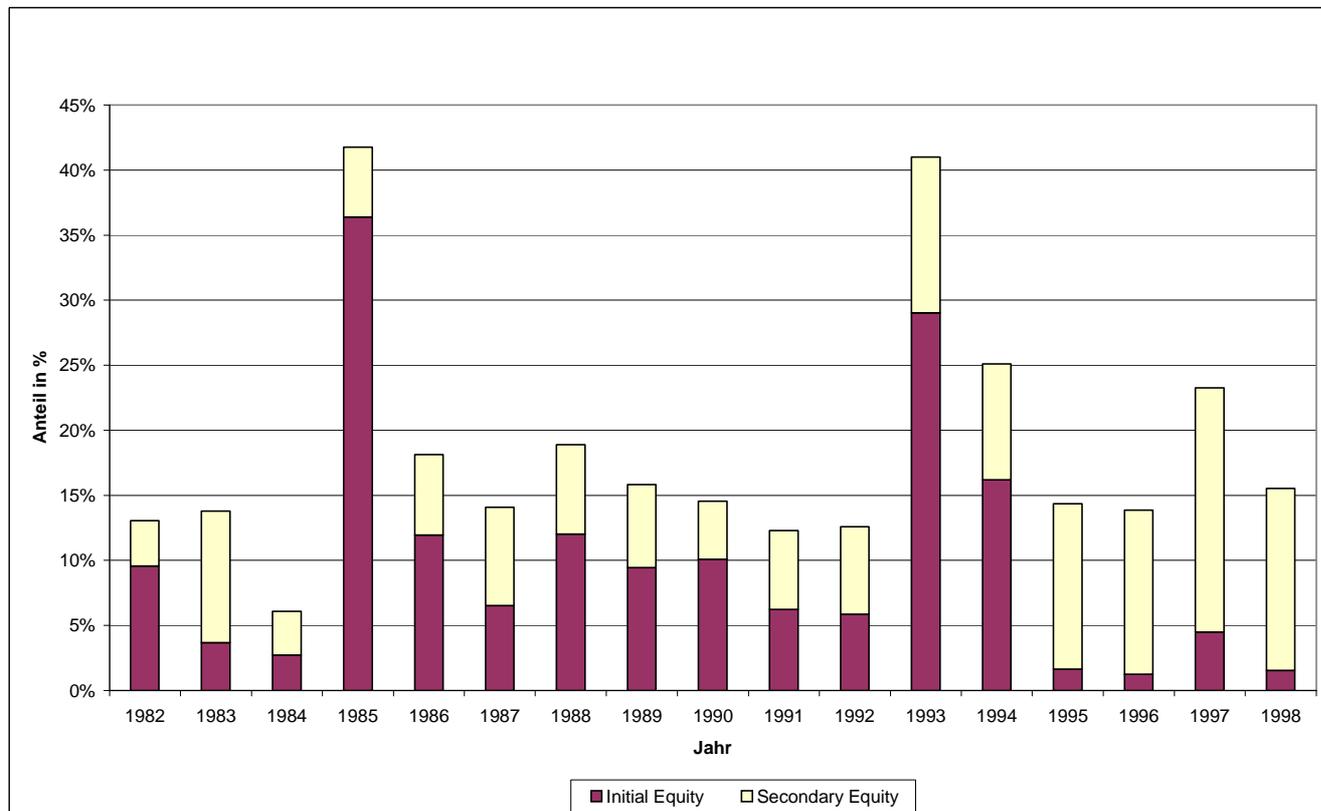
Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen und Darstellung

Stand: 31.12.1998

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die nachfolgende Grafik zeigt den Anteil des neuen Eigenkapitals gemessen an der Börsenkapitalisierung aller REITs.

Abb. 25: Anteil der Emissionen an Börsenkapitalisierung aller REITs, 1982-1998



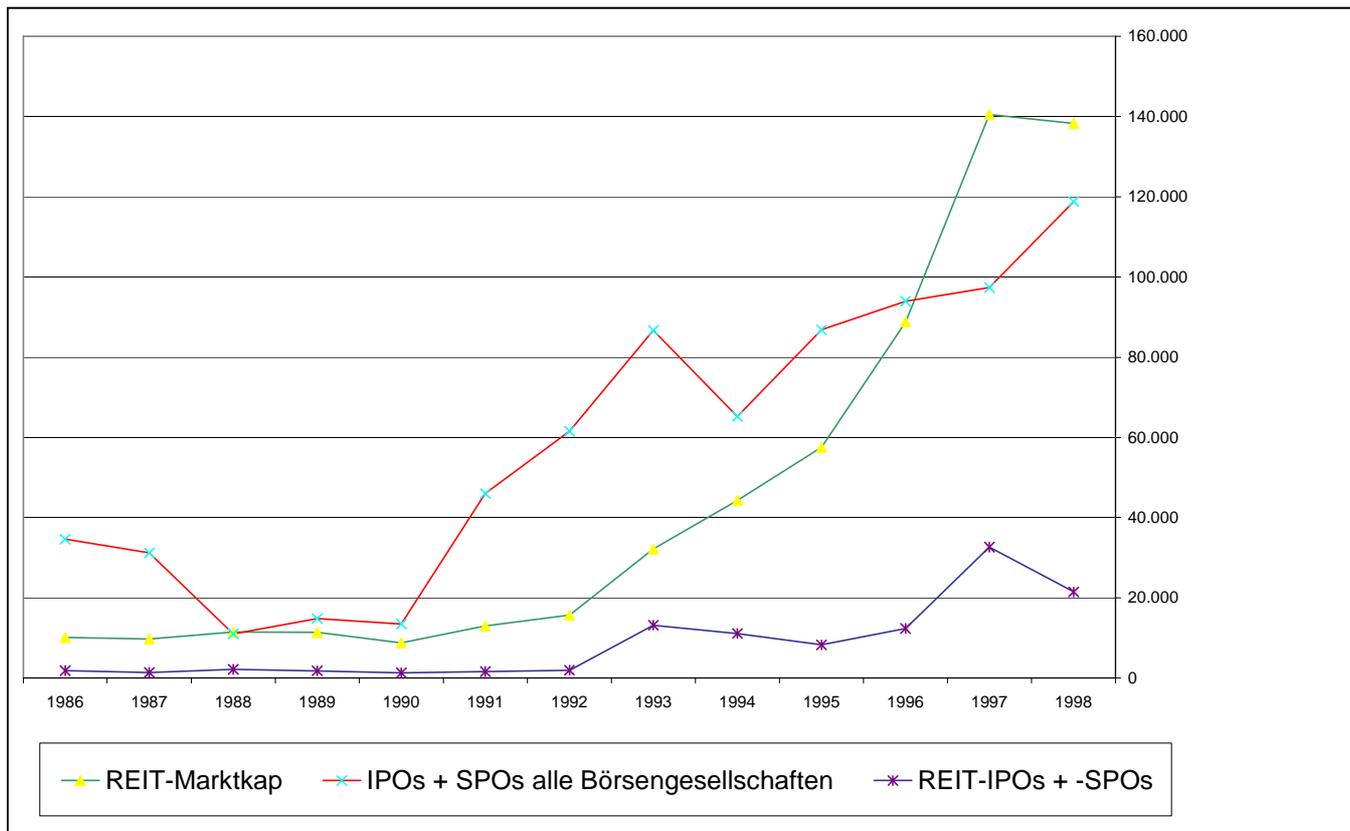
Quelle: NAREIT, eigene Berechnungen und Darstellung

Stand: 31.12.1998

Die relativ und absolut stärksten Emissionsaktivitäten waren in den Jahren 1985 und 1993 zu verzeichnen. In beiden Jahren war der Anteil der IPOs sehr hoch, d.h. in diesen Jahren sind viele REITs neu am Kapitalmarkt angeboten worden. Die hohen Anteile von Kapitalerhöhungen bei bestehenden REITs seit 1995 sind ein deutlicher Hinweis darauf, daß die existierenden Gesellschaften durch Akquisitionen neuer Immobilien einerseits und durch Ausnutzung des Börsenbooms andererseits gewachsen sind. Um diese Möglichkeiten nutzen zu können, bedurfte es ausgefeilter Kapitalmarktkenntnisse sowie eines überzeugenden Investor-Relation-Konzeptes. Insbesondere wurde die Börsennotierung als „eigene Währung“ bei Akquisitionen eingesetzt. Im Jahr 1998 fällt der Anteil der Offerings an der Börsenkapitalisierung stark zurück, besonders ausgeprägt für Initial Equity.

In der nachfolgenden Abbildung 25 werden alle REIT Emissionen seit 1986 den gesamten Börsenemissionen gegenübergestellt. Es wird der hohe Anteil der REITs an allen Emissionen der großen Aktienbörsen der USA deutlich.

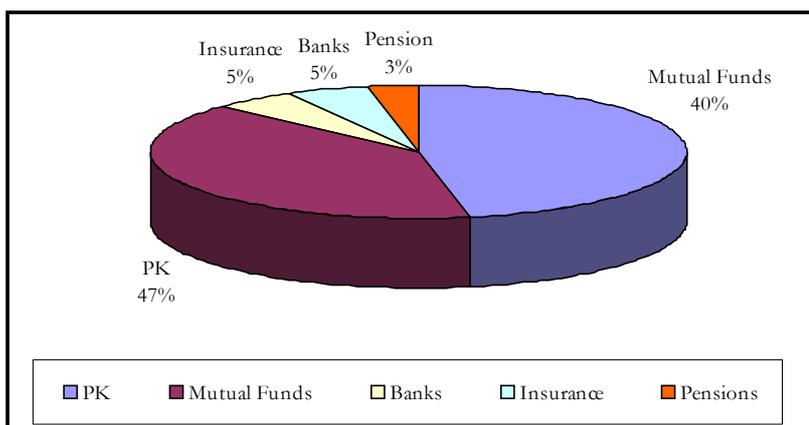
Abb. 26: REIT-Emissionen und Börsenemissionen gesamt



Quelle: NAREIT, Standard & Poors, NASDAQ, AMEX, NYSE

4.13 Eigentümerstruktur / Investorenanalyse

Abb. 27: Anteilseignerstruktur

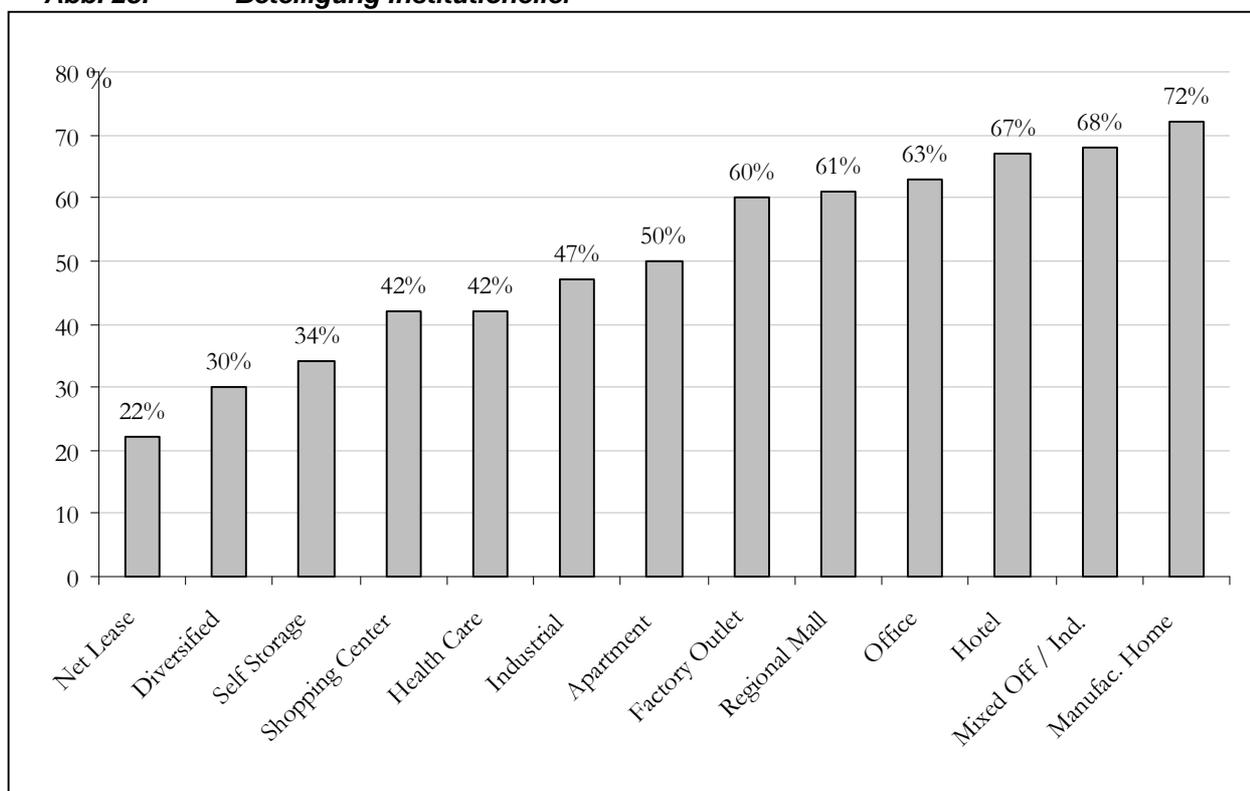


Quelle: Paine Webber, CDA / Spectrum

Stand 31.03.1998

Die Untersuchung der Anteilseignergruppen im Gesamtmarkt zeigt, daß Private mit 47 % fast ebenso hoch investiert sind wie die Institutionellen mit 53 %. Dies kann als Beleg für den Erfolg der REIT-Konzeption und erfolgreicher Investor-Relations gewertet werden.

Abb. 28: Beteiligung Institutioneller



Quelle: Paine Webber

Stand 1996

4.14 Zulassungskriterien und -kosten

Die Darstellung der Zulassungskriterien und -kosten erfolgt beispielhaft anhand der Bedingungen des Börsensegmentes NASDAQ, da dort weitaus die meisten Unternehmen notiert sind (über 5.000) und der Großteil aller Neuemissionen durchgeführt wird (393 IPOs im Schnitt der letzten 12 Jahre).

4.14.1 Kriterien

Exemplarisch werden die Listing Requirements des Untersegments NASDAQ SmallCap Market dargestellt:

- Net Tangible Assets¹ von mind. US\$ 4 Mio (alternativ US\$ 50 Mio. Market Cap oder US\$ 750.000 Net Income)
- Public Float² von mind. 1 Mio Aktien
- Marktwert des Public Float muß mind. US\$ 5 Mio. erreichen
- Minimum Bid Price von US\$ 4
- Mindestens 300 Round Lot Holders¹

¹ Bilanzsumme, exklusive Goodwill, minus Verbindlichkeiten

² Aktien, die weder von Führungskräften der Gesellschaft gehalten werden, noch von Aktionären mit einem Anteilsbesitz von mehr als 10 Prozent.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Unternehmensbestand seit mind. 1 Jahr oder alternativ US\$ 50 Mio. Market Capitalization
- 3 Market Maker sind für die Betreuung zu verpflichten
- Rechnungslegung nach US-GAAP: Zwischenberichtspflicht
- Ad-hoc-Publizität

4.14.2 Kosten

- Zugangsgebühren
 - US\$ 5.000 einmalig
 - Max. US\$ 5.000 variabel (Maximum von US\$ 1.000 oder US\$ 0,001 pro Aktie)
- Jährliche Gebühren
 - US\$ 4.000 für die 1. Kategorie
 - US\$ 1.000 für jede folgende Kategorie

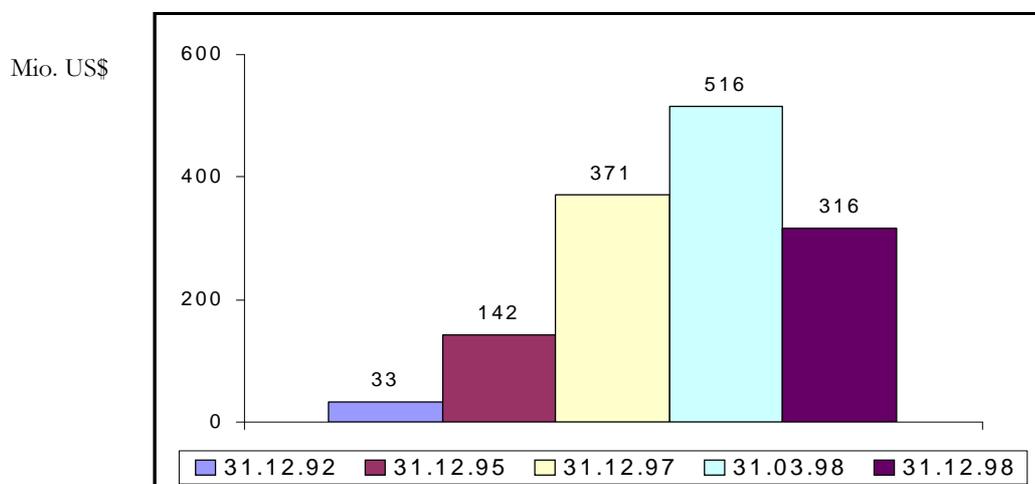
4.15 Erfolgsfaktoren

Die Attraktivität des REIT ergibt sich aus seinen Erfolgsfaktoren Liquidität, Sicherheit und Performance, Größe, Risikodiversifizierung, Konzentration auf Kernkompetenzen und Kapitalmarktzugang.

- **Liquidität**

Im Gegensatz zu jeder anderen Immobilieninvestmentart sind REIT-Anteile als Aktien durch ihre Notierung und Handel an großen Börsenplätzen hochfungibel bei geringen Transaktionskosten und ohne Liquiditätsrisiken einer Depotbank wie bei den Fonds. Dies erleichtert vor allem den Zugang für Kleinanleger. Die Preisfindung findet am Kapitalmarkt effizient und kostengünstig statt. Die Bedeutung der Größe des Börsenplatzes ist speziell für Zulassungsüberlegungen im stark fragmentierten Europa von Bedeutung. Nur wenige Börsenplätze bieten sich an.

Abb. 29: Entwicklung des täglichen Handelsvolumens in Mio US\$



¹ Inhaber von 100 und mehr Aktien

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Quelle: NAREIT, Berechnungen W&P

- **Sicherheit**

1. **Transparente Aktienmärkte und institutionalisierte Kontrollmechanismen**

Der Investor beteiligt sich an einem Pool von Sachanlagen, der auf transparenten und liquiden Märkten permanent bewertet wird. Er kann sich bei seinen Entscheidungen auf einen hohen Grad an Informationen stützen, der sich vor allem aus der Rechtsform der Aktiengesellschaft mit ihren transparenten Berichtspflichten, aber auch aus dem generell (verglichen zu Europa) transparenten US-Immobilienmarkt ergibt. Die Ergebnisse der Gesellschaft werden von Wirtschaftsprüfern kontrolliert und sind der SEC vorzulegen. Hinzu kommt eine Vielzahl von Analystenberichten, die im Internetzeitalter auch Kleinanlegern zugänglich sind.

2. **Niedriger Verschuldungsgrad und Rating**

Der niedrige Verschuldungsgrad der REITs (35-40% für die REIT-Industrie gegenüber 80% für die gesamte US-Immobilienbranche) trägt außerdem zur Risikoabsenkung bei: Einerseits federt der hohe EK-Anteil Marktschwankungen ab, andererseits verfügen über 64% aller REITs (gemessen an der Marktkapitalisierung) über ein Debt-Rating und werden somit streng konservativ und unabhängig analysiert.

3. **Management als Co-Investor**

Die wesentliche Beteiligung des Managements an den Unternehmen fördert den Interessensgleichklang zwischen Anteilseignern und Vorstand, der unter einem öffentlichen Disziplinierungsdruck steht.

- **Performance**

Auf die sehr gute Performance ist weiter oben bereits eingegangen worden. Zwei wesentliche Faktoren tragen neben der Entwicklung von Immobilienmarkt und Börse dazu bei: Dies ist erstens die Steuerbefreiung der Gesellschaft. Der zweite Faktor ergibt sich aus der (derzeit noch gültigen) Anforderung der 95%igen Mindestausschüttung: Ein REIT, der nicht performt, vergeblich entscheidet komparative Vorteile beim Kapitalmarktzugang.

- **Risikodiversifizierung**

Wie bereits oben erläutert (vgl. unter 2.6) können die REITs in einem gemischten Portfolio einen nennenswerten Hedgingbeitrag leisten, ohne – wie dies bei alternativen Immobilienanlageformen der Fall ist – infungibel zu sein.

- **Konzentration auf Kernkompetenzen**

Wie die Analysen der großen Gesellschaften gezeigt haben (vgl. o.) konzentrieren sich die REITs auf vorhandene Kernkompetenzen. Sie sind hinsichtlich ihrer strategischen Geschäftsfelder klar strukturiert. Entweder man konzentriert sich auf Nutzungsarten oder auf Regionen, in denen man über lange Jahre Marktgefühl und –kenntnisse aufgebaut hat. Angrenzende und ergänzende Aufgaben werden von Beteiligungen wahrgenommen oder insgesamt outgesourced.

- **Kapitalmarktzugang**

Der Zugang zur Börse hilft wesentlich bei der Optimierung der Kapitalkosten. Belegt wird dies durch die Tatsache, daß auch in der jüngsten Vergangenheit noch sehr große Immobilienvermögen exakt aus diesem Grund in REITs umgewandelt haben (aktuellstes Beispiel: der Top 10-REIT Host Marriott).

- **Größe**

Um auf dem „Radarschirm“ der institutionellen Investoren aufzuscheinen, bedarf es einer Mindestgröße: Die Top 75 REITs haben per 31.3.1999 eine Marktkapitalisierung von größer US \$ 500 Mio.. Dies ist eine wesentliche Voraussetzung für den großen Anteil institutioneller

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

in der gesamten Branche (53%, s.o.). Größe ermöglicht die Schaffung einer „eigenen Währung“ in Form von Aktien zur Finanzierung von Beteiligungen und Portfolioaufbau.

4.16 Anforderungen an das Management

Ein REIT wird nur dann erfolgreich sein, wenn neben günstigen rechtlichen, steuerlichen und Marktbedingungen das Management kompetent und unternehmerisch agiert. Die oben beschriebenen Erfolgsfaktoren stellen hohe Anforderungen an das REIT-Management:

- **Führung**
Zur laufenden Überwachung des operativen Geschäfts sind auf Top-Management-Ebene fundierte Kenntnisse in den Bereichen Führung, Investment und Corporate Finance erforderlich.
- **Strategie**
Investoren erwarten sich FFO-Wachstum aus einer Portfolio-Politik mit guten Anfangsrenditen und langfristigen Wachstumsperspektiven. Das Management muß die geeigneten Entscheidungen über internes und/oder externes Wachstum treffen.
- **Research**
Marktresearch-Knowhow und -kapazitätsanteile sind eine notwendige Voraussetzung für die Strategieentwicklung.
- **Akquisition**
Die Durchführung rentabler Akquisitionen erfordert neben Verhandlungsgeschick auch Kompetenz für due diligence.
- **Operating**
Internes Wachstum basiert auf Steigerung der Vermietungserlöse (durch Preiserhöhungen und/oder Steigerung der Belegungsquoten) sowie auf Nutzung der Roll-Over Potentiale. Professionelles Asset-Management und Dienstleistungs-Know-how vor Ort rund um die Immobilie sind hierfür essentiell.
- **Development**
Internes Entwicklungs-Know-how und die Fähigkeit, entsprechende Potentiale zu erkennen, ermöglichen einen höheren Wertschöpfungsanteil bei neuen Investitionsvorhaben. Nach der begrenzten Möglichkeit zu steuerbegünstigtem Portfolioverkauf nach 4 Jahren können hier wesentliche Wettbewerbsvorteile erarbeitet werden.
- **Capital Markets**
Die Erfahrung und Kompetenz bei der Mittelbeschaffung und Kapitalstrukturierung (Eigen- und Fremdkapital) an den Kapitalmärkten bestimmen die Kosten der Finanzierung. Dazu gehört auch sehr wesentlich eine professionelle Investor Relation-Abteilung.
Das Management wird an diesen Anforderungen permanent gemessen von den Anteilseignern, unterstützt von Analysten und Rating-Agenturen.

4.17 Ausblick weitere Entwicklung

Sieht man von kurzfristigen Schwankungen der Kapitalmärkte ab, so läßt sich die Zukunft der REITs beschreiben als Funktion der Entwicklung der Immobilienmärkte, der steuerlichen Rahmenbedingungen, der Strategien der Branche und nicht zuletzt der Kapitalmärkte. Eine direkte Abhängigkeit zur volkswirtschaftlichen Gesamtentwicklung läßt sich nur schwach nachweisen.

Auf den wichtigsten Immobilienteilmärkten der USA hat sich die Lage zuletzt deutlich verbessert: In einer Umfrage der Federal Deposit Insurance Corporation (veröffentlicht in der Aprilausgabe 1999 des Survey of Real Estate Trends)¹⁾ sahen 69% der Befragten ihre Märkte ausgewogen bei Angebot und Nachfrage, 87% die Leerstandsrate im Durchschnitt oder darunter und 32% betrachteten die Nachfrage nach Büroraum größer oder deutlich größer.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Diese Entwicklung wird begleitet von sich wieder lockernden Bedingungen der Banken für Immobilienkredite, nachdem die Ausfallquote gewerblicher Immobilienkredite im Januar 1999 mit 1,87% den niedrigsten Wert seit Beginn der Datenerfassung im Jahr 1991 erreicht hat ¹.

Die folgende Abbildung bestätigt diesen Trend für die REITs.

Abb. 30: Jüngste Performance-Zahlen nach REIT-Typen per 23.7.1999 (alle Angaben in %)

Typ	Period to Date Performance				Period to Prior Month's Close			Compound Annual Returns Through Prior Month's Close					
	23.07.99	M-T-D Return	Y-T-D Return	Div.-Rendite	Previous Month	3 Month	6 Month	1 Year	3 Year	5 Year	10 Year	15 Year	20 Year
All	-0,42	-2,73	2,07	7,70	-1,38	10,58	4,94	-10,18	8,66	9,59	8,75	8,70	11,09
Equity	-0,29	-2,58	2,07	7,64	-1,62	10,08	4,78	-8,98	9,59	9,69	10,22	11,59	13,39
Mortgage	-3,00	-5,42	7,35	7,54	3,72	21,35	13,51	-19,06	2,81	11,77	5,67	5,67	6,77
Hybrid	-0,34	-3,86	-9,84	11,38	-1,59	10,51	-6,22	-28,34	-5,15	1,56	2,92	2,92	8,26

Quelle: NAREIT

Die Abbildung 30 verdeutlicht, daß sich die Performance des gesamten Marktes im laufenden Jahr sowie insbesondere im letzten Quartal von ihrer Schwächephase im Jahr 1998 deutlich erholt hat und nur im Juli analog zum allgemeinen weltweiten Börsentrend eine leichte Kurskorrektur hinnehmen mußte.

Verhalten der Branche:

- **Public Relations:**

Der Verband und seine Mitglieder haben bereits 1998 eine Medien-Kampagne gestartet, die sich sowohl an die Investoren und Finanzadressen (Investor Relations für die Gesamtindustrie) als auch an die Politiker (Wahrung des Steuerprivilegs) richtet, um den langjährigen Erfolg der REITs zu sichern und auszubauen.

Diese Bemühungen sind zum Teil bereits belohnt worden:

1. Die Talfahrt des Jahres 1998 ist gestoppt worden und hat im ersten Halbjahr 1999 zu einer sehr guten Performance-Entwicklung geführt.
2. Die Politik hat sich den Anforderungen der Branche gewidmet und bereitet mit den vorliegenden Gesetzesvorhaben (s.o.) wettbewerbliche Verbesserungen vor.
3. Das wachsende Interesse für REITs im Ausland wird in den USA als Herausforderung und Chance verstanden. Dies betrifft zum einen den erhofften Zufluß ausländischen Kapitals für US-REITs, zum anderen den Export der Konzeption vor allem auf den amerikanischen Kontinent. PR-Aktionen in Kanada und Lateinamerika haben bereits im letzten Jahr stattgefunden.

Darüberhinaus steigt das Interesse am europäischen Immobilienmarkt, aus mehreren Gründen:

1. Attraktive cap rates und antizyklische Einstiegsmöglichkeiten,

¹ zitiert nach NAREIT, *Quarterly Equity REIT Conference Call, 13.7.1999, S.3.*

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

2. Währungs-Zinskonvergenz infolge der EURO-Einführung, dadurch reduzierte Investmentrisiken
3. Notwendigkeit der globalen Begleitung der bestehenden US-Kundschaft
4. Hedging-Zwänge und -Möglichkeiten gegenüber dem US-Immobilienzyklus.
5. Wettbewerbsvorteile durch überlegene und bewährte Managementkonzepte in den bisher regulierten und wenig wettbewerbsgeprüften europäischen Märkten

- **Strategie:**

Vor dem Hintergrund nunmehr langsam wieder ansteigender Immobilienpreise und zunehmender Kundenanforderungen sind Wachstumsschübe bei den FFO ausschließlich durch Akquisitionen nicht mehr ertragseffizient.

Die REITs werden daher vermehrt dazu übergehen,

1. die Wertschöpfung durch Development (intern oder in joint ventures) zu erhöhen,
2. die Kundenbindung mit Dienstleistungen rund um die Immobilie zu verstärken, soweit das erlaubt ist,
3. Economies of scale durch Fusionen anzustreben (laut einer NAREIT-Umfrage vom Frühjahr 1999 rechnen 71% der Befragten damit, daß ihr Unternehmen in den nächsten fünf Jahren an einem Merger teilnehmen wird)¹,
4. neue Nutzungsarten zu entdecken,
5. die zunehmenden Möglichkeiten des Portfoliomanagements nutzen,
6. die Einstiegs- und Entwicklungspotentiale im europäischen Immobilienmarkt realisieren,
7. den Wettbewerbsvorteil durch Notierung am weltweit größten Kapitalmarkt behaupten.

Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Branche die begonnene Erholung der Immobilienmärkte und bei den Kursen fortsetzen kann. Positiv dürften sich die abschbaren Gesetzesänderungen sowie die von der Mehrheit der Marktteilnehmer erwartete starke Zunahme der Beteiligung von Fonds auswirken. Wie sich eine mögliche Zinserhöhung unmittelbar auf die amerikanischen Immobilienmärkte und mittelbar über den Kapitalmarkt auf die Leistungsfähigkeit und Performance der REITs auswirken wird, ist nur schwer zu prognostizieren.

¹ 1) *vg. NAREIT, NAREIT ONLINE, REIT CEOs Forecast, more mergers, 16.3.1999, S. 1*

3 Immobilienaktiengesellschaften in Deutschland

3.1 Ausgangslage

Zwar existieren derzeit börsennotierte Immobilien AGs in Deutschland, jedoch sind diese aus stark historisch geprägten Rahmenbedingungen gewachsen und befinden sich im Vergleich zur Kapitalmarktentwicklung in einer nicht wettbewerbsfähigen Position.

Die wesentlichen Gründe liegen

1. in der Entstehungsgeschichte dieser Gesellschaften – zwei Drittel sind nach Abspaltung der Immobilienaktivitäten oder durch Aufgabe des originären Geschäftszweckes aus Industrieunternehmen hervorgegangen und nur knapp 5% über Neugründungen. Dies führt in der Mehrzahl der Fälle zu von Großaktionären dominierten Gesellschaften mit hohem Altbestand.
2. in der Geschäftstätigkeit: Fast die Hälfte der Gesellschaften betätigen sich als reine Bestandshalter und lediglich ca. 25% kombinieren Bestandsverwaltung, Development und Dienstleistungen.
3. in dem unterentwickelten Börsensegment „Immobilie“, das von geringem Marktvolumen und der Dominanz einiger weniger „big player“ geprägt ist.

Die deutschen Wettbewerber befinden sich noch am Anfang des Anpassungsprozesses an die sich verändernden Rahmenbedingungen der Anforderungen der deutschen und internationalen Kapitalmärkte und die Herausforderungen des europäischen Binnenmarktes. Hier sind besonders die nach der EURO-Einführung wegfallenden DM-Vorteile zu nennen: Niedrigere Anforderungen an die EK-Rendite infolge künstlicher EK-Renditen aufgrund von wegfallenden Steuervorteilen, die hohen DM-bedingten Markteintrittsbarrieren und die nicht unerheblichen Wechselkursrisiken für deutsche Investoren haben bisher die Anpassung an internationale Märkte und Maßstäbe verhindert. Mit dem Ersatz der DM durch den EURO ist eine wesentliche bisherige Markteintrittshürde weggefallen, mit der Folge, daß europäische Wettbewerber verstärkt versuchen diesen Markt zu erobern. Umgekehrt entsteht auch für deutsche Gesellschaften die Notwendigkeit, in den europäischen Wettbewerb einzutreten, um dort bereits existierende Renditevorsprünge einzuholen und im Portfolio zu nutzen.

Um diese Hypothese zu verifizieren und einen „Deutschen REIT“ strategisch richtig, d.h., produkt-, vertriebs-, und zielgruppenorientiert zu konzipieren und aufzusetzen, ist es nötig, die traditionellen deutschen Immobilien AGs bzgl. ihrer Leistungsmerkmale sowie Wettbewerbsposition gegenüber offenen und geschlossenen Immobilienfonds zu analysieren.

Während die Konkurrenzsituation jahrelang durch Steuerbegünstigungen und mit dem Fördergebietsgesetz gekennzeichnet war, ist mit dem Inkrafttreten des Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002 sowie durch das Auslaufen des Fördergebietsgesetzes eine Neuorientierung für Investitionen in und Vermarktung von Immobilien notwendig.

Das Investment „Immobilienaktie“ muß sich dabei jedoch gegen alternative direkte und indirekte Immobilienanlagen behaupten sowie gegen Alternativenanlagen am Kapitalmarkt .

Die entscheidenden Kriterien werden von der Direktinvestition vorgegeben ¹. Kriterien sind a) das hohe Diversifikationspotential innerhalb eines Porfolios, b) hoher Inflationsschutz, c) gutes Rendite-/ Risiko-Verhältnis und d) hohe notwendige Eigenmittelauslastung, e) Transaktionskosten und f) Spezialknowhow bei Nutzungsarten.

¹ vgl. Maurer, 1997, S. 350

3.1.1 Rechtlicher und steuerlicher Rahmen, bilanzielle Behandlung

Den rechtlichen Rahmen einer Immobilien AG bildet grundsätzlich das Handelsgesetzbuch (HGB) und das Aktiengesetz (AktG). Jede Gesellschaft legt in ihrer Satzung die Normen fest, denen die Organe der AG und die Aktionäre unterworfen sind, wie z.B. Gesellschaftszweck (in der Regel handelt es sich um Investitionen in Immobilien und Dienstleistungen rund um die Immobilie sowie um Beteiligungen an Gesellschaften mit Immobilien im Kompetenzzentrum), Kapitalausstattung, Zahl der Aktien, Anzahl Vorstandsmitglieder etc..

Grundsätzlich ergeben sich keine Steuervorteile aus der Wahl der Rechtsform, jedoch ist die AG für den Zweck der Immobilieninvestition bestens geeignet, da sie eine in den zentralen Bereichen geregelte Rechtsform mit fungiblen Anteilen ist.¹

Die ertragsteuerliche Behandlung der Kapitalgesellschaft und Anteilseigner ist im wesentlichen in den entsprechenden Steuergesetzen für Körperschaftsteuer (KStG), Gewerbesteuer (GewStG) und Einkommensteuer (EStG) geregelt.

Folgende Grob-Struktur und immobilienpezifische Besonderheiten ergeben sich aus diesen gesetzlichen Rahmenbedingungen:

- Gewinne der AG sind grundsätzlich körperschaftsteuer- und gewerbsteuerpflichtig. Dies betrifft sowohl laufende Erträge aus den Immobilien als auch realisierte Wertsteigerungen (Veräußerungsgewinne).
- In der AG entstehende Verluste können mit Gewinnen der Gesellschaft (soweit vorhanden) verrechnet werden. Eine Verlustzuweisung auf Gesellschafterebene ist nicht möglich.
- Die Immobilien AG hat im wesentlichen folgende körperschaftsteuerrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten:
 - Nutzung der Möglichkeiten des § 6b EStG, d.h. keine Sofortbesteuerung des Gewinns aus der Veräußerung stiller Reserven, sondern Versteuerung über Abschreibungszeitraum des Ersatzwirtschaftsgutes (bis zu 50 Jahre)
 - Schütt-aus-hol-zurück-Politik, d.h. Nutzung der niedrigeren KSt-Belastung bei Ausschüttung und Reinvestition des Kapitals durch Anteilseigner (in etwa vergleichbar mit Ausschüttungspolitik und Kapitalerhöhung der US-REITs)
- Eine gewerbsteuerliche Gestaltungsmöglichkeit besteht in der Beantragung der erweiterten Kürzung der gewerbsteuerlichen Bemessungsgrundlage gem. § 9 Nr. 1 GewStG. Damit sind Ergebnisse aus Grundstücksverwaltung (einschließlich gelegentlicher Veräußerungsgewinne) gewerbsteuerfrei. Da diese Befreiung bei Ausübung gewerblicher Nebenaktivitäten wie z.B. gewerblichen Dienstleistungen und Grundstückshandel entfällt, ist diese Gestaltungsmöglichkeit nicht für alle Gesellschaften anwendbar. Beim disuktierten Wegfall der Gewerbesteuer im Rahmen der Steuerreform entfällt diese Optimierungsmöglichkeit.
- Ausgeschüttete Gewinne der AG (Dividenden) sind ab dem Jahr 2000 mit dem individuellen Einkommensteuersatz des Anteilseigners zu versteuern (Einkünfte aus Kapitalvermögen, Freibetrag incl. Werbungskostenpauschbetrag 3.100/ 6.200 DM). Veräußerungsgewinne bei Akti-

¹ vgl. Loritz, Karl-Georg 1998

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

enverkäufen bleiben beim Anteilseigner einkommensteuerfrei, sofern die Spekulationsfrist von 12 Monaten nicht unterschritten wird.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Die Bilanzierung der Immobilien erfolgt maximal zu Anschaffungs- und Herstellungskosten. Durch die Inanspruchnahme von Abschreibungen wird in der Bilanz der niedrigere Buchwert ausgewiesen, was eine Bewertung der Gesellschaft durch Externe (Analysten, Investoren) wesentlich erschwert. Da sich der Börsenkurs u.a. aus künftigen Ertragsersparungen der Investoren ergibt, sollte diese Informationslücke geschlossen werden (Transparenz!) und im Rahmen einer freiwilligen Information die Auswirkungen einer Marktpreisbewertung auf die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung dargelegt werden. Ein Zusammenschluß von Fachleuten arbeitet zusammen mit der DVFA an einem Kennzahlensystem, das auch für Immobiliengesellschaften aussagekräftig ist und die Verkehrswerte von Immobilien berücksichtigt. Dies entspricht auch den Anforderungen der Vorschriften der internationalen Rechnungslegung (z.B. GAAP).

3.2.1 Deutsche Immobilien(aktien)indizes

Während die Deutsche Börse AG für mehrere Marktsegmente minütlich aktuelle Indexstände berechnet und publiziert, existiert ein fortgeführter Index für Immobilienaktiengesellschaften nicht. Auch im CDAX-Bau sind nur wenige deutsche Immobilienaktiengesellschaften enthalten.

Dies und das wachsende Interesse an renditeorientierten Anlagen – insbesondere Aktien – hatte das Bankhaus Ellwanger & Geiger dazu veranlaßt, einen Immobilienaktienindex zu entwickeln, den DIMAX: Dieser sollte ursprünglich börsennotierte Publikumsgesellschaften zusammenfassen, die mindestens 75% der Erlöse aus dem Immobiliengeschäft (Vermietung und Verpachtung, Immobilienverwaltung, Immobilienhandel, Projektentwicklung, Immobilienberatung) erzielen.

Im Zuge der Globalisierung der Kapitalmärkte kam es 1998, ebenfalls durch Ellwanger & Geiger zur Entwicklung des European Property Stock Index „E&G- Epix“, der fortan die Performance von europäischen Immobilienaktien bewertet¹. Die Aufnahmekriterien sollen eine ausgewogene Zusammensetzung des Indexes sicherstellen, sind in ihrer Definition teilweise aber sehr ungenau:

- Sitz der AG in der EU, Schweiz oder Norwegen
- mind. 75 % der Erlöse aus dem Immobiliengeschäft
- Schwerpunkt Bestandsimmobilien
- Marktkapitalisierung über 100 Mio. DM
- ausreichende(r) Liquidität/Börsumsatz
- bereits in einem nationalen Index notiert
- max. die fünf größten AGs pro Land

Darüber hinaus wird in Deutschland einmal jährlich der Deutsche Immobilien Index „DIX“ von der Deutschen Immobilien Datenbank GmbH erstellt. Er soll die Ertrags- und Wertänderungen von Immobilien in Deutschland messen. Als Datenbasis dienen ca. 10% des von institutionellen Investoren gehaltenen Immobilienbestandes in Deutschland.¹ Analysiert werden aber im wesentlichen nur Büroimmobilienbestände und weniger die Leistungsfähigkeit des Managements. Das hat zur Folge, daß die Ergebnisse in eingeschränktem Maße als Benchmarks für die Immobilienbewirtschaftung herangezogen werden können, für Kapitalmarktzwecke in jeder Hinsicht aber untauglich sind.

¹ Quelle: Immobilien Manager Nr. 1 und Nr. 2 1999

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

In dieser Studie wird lediglich auf den DIMAX Bezug genommen, da der EPIX **noch** kein markt-gängiger Index ist und der DIX aufgrund sehr beschränkter Datenbasis für Kapitalmarkt-betrach-tungen untauglich ist.

3.2 Beschreibung, Zusammensetzung des DIMAX Differenzierung in „echte“ und „unechte“ Immobilien AGs

Der DIMAX existiert seit 1995 und bestand 1996 aus 39 Immobilien-Aktiengesellschaften, im Juni 1999 sind 52 AGs im DIMAX gelistet.

Trotz der relativ einfach einzuhaltenden Eingangskriterien (börsennotierte Publikumsgesellschaft mit 75%igem Ertragsbestandteil aus Immobilien) des DIMAX, sind diese nicht in allen Fällen er-füllt. Zum Teil wird der überwiegende Ertrag nämlich aus anderen Geschäftsfeldern generiert. Dies führt ex-ante zu fehlender Akzeptanz des Indexes auf dem Kapitalmarkt.

Die gesamte Börsenkapitalisierung der nach dem DIMAX kategorisierten deutschen Immobilien AGs beträgt im Juli 1999 lediglich 23,7 Mrd. DM (in Großbritannien beträgt der Vergleichswert 67 Mrd. DM, in Frankreich rund 25 Mrd. DM). Betrachtet man die Größenstruktur der 52 im DIMAX notierten Gesellschaften, so ist deutlich die Dominanz einiger weniger großer Aktienge-sellschaften zu erkennen: Allein WCM, IVG und die BIAG repräsentieren mehr als 40 % der Marktkapitalisierung, während umgekehrt die vierzig kleinsten Gesellschaften lediglich 16% der Börsenkapitalisierung auf sich vereinen können.

Diese Konstellation spiegelt sich auch in der Indexgewichtung wieder: Die drei umsatzstärksten Werte sind mit insgesamt ca. 66% gewichtet. Eine Auf- bzw. Abwärtsbewegung des Indexes muß somit nicht von der Breite des Marktes getragen werden, sondern kann durch Sonderbewegungen der „Big Three“ ausgelöst werden. Hinzu kommt der teilweise sehr geringe free-float, wodurch Markt- und Index Manipulationen erleichtert werden. Der Index ist somit nur bedingt branchen-representativ.

In den USA repräsentieren die 10% größten Unternehmen mit 43% deutlich weniger Gesamt-marktkapitalisierung, besitzen jedoch einen Börsenwert von 5 Mrd. pro Gesellschaft.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Abb. 31: Geschäftsfelder, Nutzungsarten, geographischer Schwerpunkt der fünfzehn größten Immobilien AGs

Gesellschaft	Sektor	Nutzungsarten	Schwerpunkt/ Zielregionen	Weitere Geschäftsfelder
WCM	Bestand	Wohnen	M'gladbach Bremen Osnabrück Kiel	Beteiligungshandel/ strategische Unternehmensbeteiligungen
IVG	Gemischt Bestand/ Development	Wohnen Gewerbe Putzdienste Kasernen Standortmanagement	Bundesweit West- und Zentral-europa	Projektentwicklung/ Finanzdienstleister Service)/ Verkehrslogistik
Bayer. Immobilien (BIAG)	Bestand	Büro Wohnen Gastronomie Einzelhandel Hotel	München Dresden Eschborn	keine
Harpen	Gemischt Bestand/ Development	Gewerbe Wohnen Energie, Kraftwerk	NRW Hamburg Ost-Deutschland	Umwelt/ Energie/ Verkehr/ Service
Horten	Bestand	Kaufhäuser	bundesweit	keine
RSE	Bestand	Wohnen Gewerbe Spezialimmobilien	Deutschland (Wohnen) Europa (Gewerbe)	Strategische Unternehmensbeteiligungen
Maschinenfabrik Esslingen	Bestand	Gewerbe	Großraum Stuttgart	keine
Monachia	Gemischt Bestand/ Development	Wohnungen Gewerbe Parkplätze	München Oberbayern	keine
Nymphenburger Immobilien	Bestand	Wohnen Gewerbe	München Bayern	keine

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Gesellschaft	Sektor	Nutzungsarten	Schwerpunkt/ Zielregionen	Weitere Geschäftsfelder
		Gastronomie		
Dibag Industriebau	Development/ (Bestand)	Gewerbe Wohnen	Großstädte bundesweit	keine
Concordia Bau und Boden	Gemischt Bestand/ Fonds/ Development	Wohnen Gewerbe	bundesweit	keine Angabe
GBWAG	Gemischt Bestand/ Development	Wohnen	Großraum München	keine
GBH Grundstücks- und Baugesellschaft	Bestand	Wohnen	Heidenheim Rheinland-Pfalz	keine
Hamborner	Bestand	Wohnen Gewerbe	bundesweit; Schwerpunkt NRW	keine
Edelstahlwerk Witten	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe

Quelle: Geschäftsberichte 1998

Darstellung: W&P

3.2.1 „echte/ unechte“ Immobilien (Publikum) AGs - Differenzierungskriterien:

Obwohl das Bankhaus Ellwanger & Geiger klare Kriterien (s.o.) für die Aufnahme von Aktien in den DIMAX definiert hat, kann man nicht von einem marktgängigen, **homogenen** Index sprechen. Vielmehr findet man eine Summe von verschieden ausgerichteten, öffentlich notierten Aktiengesellschaften vor, die ihren Tätigkeitsschwerpunkt im Bereich der Immobilie definieren bzw. definiert hatten. Zur Einteilung dieser Gesellschaften werden „echte“ und „unechte“ Immobilien AGs sowie „echte“ und „unechte“ Publikums AGs unterschieden.

Während sich eine „echte“ **Immobilien** AG u.a. durch einen hohen Immobilienbestand im Anlage- (oder Umlaufvermögen) qualifiziert, erkennt man eine „echte“ **Publikums** AG u.a. an deren Akzeptanz durch den Kapitalmarkt.

Die Klassifizierung und Analyse wird, gemessen an der Börsenkapitalisierung, für die größten Gesellschaften durchgeführt und anhand folgender Unterscheidungskriterien vorgenommen:

- **Anteil der Immobilien des Sachanlagevermögens an der Bilanzsumme**

Die Höhe des Immobilienbestandes des Sachanlagevermögens in Relation zur Bilanzsumme kann einen ersten Aufschluß über die Hauptaktivität einer Immobilien AG geben und anzeigen, in welchem Bereich der Hauptertrag langfristig generiert werden soll. Rein bestandsverwaltende Immobilien AGs, wie z.B. die Monachia AG oder die Maschinenfabrik Esslingen weisen die höchsten Anteile des SAV (93,21% bzw. 98,82%) an der Bilanzsumme auf.

Sie dürften durch die überragende Stellung eines bzw. zweier Großaktionäre (Hochtief/Allianz zu insgesamt 97,32% bzw. Daimler Chrysler zu 93,3%) in ihrer Geschäftstätigkeit durch diese dominiert werden. Die Monachia AG fungiert als reiner Bestandshalter.

Diese Kennzahl kann jedoch nicht allein zur abschließenden Bewertung über die Immobilienaktivität einer Gesellschaft herangezogen werden, sondern lediglich einen langfristig gehaltenen Immobilienbestand identifizieren und zur Abgrenzung „reiner Bestandshalter vs. Bestands-/Projektentwickler“ beitragen.

Ein Beispiel für die eingeschränkte Aussagekraft ist die DIBAG, die als reiner Projektentwickler ihren überwiegenden Immobilienanteil im Umlaufvermögen hält (Anteil des Immobilien SAV an der Bilanzsumme lediglich 9,67%) und trotzdem als „reinrassige“ Immobilien AG einzustufen ist.

FAZIT: Die relative Höhe des Immobilien SAV ist als Indikator für eine Klassifizierung hilfreich. Aber auch Gesellschaften mit unterdurchschnittlichem Anteil des Immobiliensachanlagevermögens können sich als „echte“ Immobilien AGs erweisen.

- **Entwicklung des Immobilienbestandes/Art der Geschäftsfelder/Ertragsstruktur¹**

Die langfristig gehaltenen Immobilienbestände entwickeln sich **im Durchschnitt** deutlich nach oben. Dieser Aufwärtstrend ist aber allein auf Sonderentwicklungen bei RSE und BIAG zurückzuführen. Während die BIAG ihren Immobilienbestand bedingt durch die Konzentration fast aller nicht betriebsnotwendigen Immobilien des Schörghuber Konzerns in dieser Gesellschaft erhöhte, kam es bei der RSE im abgelaufenen Geschäftsjahr zu einer Steigerung des SAV um 1.300%. Bereinigt um diese „Ausreißer“, kann man einen durchschnittlich abnehmenden, langfristigen Immobilienbestand konstatieren. Über die beiden genannten Gesellschaften hinaus hat lediglich noch die Grundstücks- und Baugesellschaft Heidenheim ihr Portfolio ausgeweitet.

¹ vgl. auch tabellarische Übersicht S. 59 f.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Während sich die meisten der TOP 15 auf die Bestandsverwaltung und/oder die Projektentwicklung konzentrieren, kann man v.a. bei den beiden größten Gesellschaften Diversifizierung in andere Bereiche neben dem Immobiliensektor beobachten: Die WCM betätigt sich im Beteiligungshandel und auf dem Feld der strategischen Unternehmensbeteiligungen, die IVG hat weitere Standbeine in der Verkehrslogistik und bei Kavernen.

Mit Ausnahme von Harpen, IVG und WCM resultieren die Erträge der fünfzehn größten Gesellschaften zum überwiegenden Teil aus dem Immobilienbereich: Diese setzen sich hauptsächlich aus Mieterlösen und Erträgen aus dem Verkauf des Anlagevermögens zusammen.

Obwohl der Immobiliensektor bei Harpen mit 31% immer noch den größten Umsatzanteil beisteuert, ist der Gesamtbeitrag der Nicht-Immobilien-Bereiche Energie (22%), Umwelt (15%) und Verkehr (32%) dominierend. Bei der IVG stammen ebenfalls nur ca. 40% der Umsätze aus dem Immobilienbereich, der restliche Anteil entfällt zu 50% auf den Logistiksektor und zu 10% auf den Beteiligungsverkauf. Einen „extremen Ausreißer“ stellt die WCM dar, bei der nur noch 28% der Umsätze aus dem Immobiliensektor stammen und 72% aus dem Beteiligungsverkauf.

FAZIT: Das Immobilienportfolio der betrachteten Gesellschaften nimmt, von Sonderbewegungen abgesehen, ab. Gerade bei den Indexschwergewichten ist eine Diversifizierung in andere Geschäftsfelder festzustellen, die Ertragslage korrespondiert mit dieser Entwicklung. Das „75% Ertragskriterium“ ist zumindestens bei Harpen, IVG und WCM nicht mehr erfüllt. Es handelt sich also keineswegs um „echte“ Immobilien AGs.

- **Marktkapitalisierung/Streubesitz**

Bei den untersuchten Unternehmen weisen die BIAG, die IVG sowie WCM die höchste Marktkapitalisierung auf. Während die IVG und die WCM jedoch die Börsenindizes DAX und MDAX outperformten, bewegt sich der Kurs der BIAG in ganz engen Grenzen. Die anderen Immobilienaktien führen, gemessen an der Marktkapitalisierung, ein Schattendasein, teilweise sogar an Regionalbörsen.

Lediglich WCM und IVG haben mit über 30% des Aktienkapitals einen nennenswerten Streubesitz, der einen großvolumigen Handel auch unter Einbindung von institutionellen Anlegern ermöglicht. Die anderen Gesellschaften werden überwiegend von Industriekonzernen (Harpen, Monachia, Maschinenfabrik Esslingen) oder von großen Einzelaktionären (BIAG, DIBAG, GBWAG) dominiert. Ein nennenswerter Handel entwickelt sich in diesen Papieren nicht, teilweise werden bei einem Streubesitzanteil von weniger als 5% nur einige Stück am Tag gehandelt. Extrembeispiel ist die BIAG mit einem public free float von 0,9 %.

FAZIT: Unter den fünfzehn größten Immobilien AGs in Deutschland erreichen nur die IVG und die WCM eine Kapitalmarktakzeptanz und können somit als Publikumsaktiengesellschaften bewertet werden. Bei den anderen Unternehmen verhindert v.a. die Gesellschafterstruktur einen funktionierenden Handel.

Anhand der obigen Differenzierungskriterien kommt man bei den zu untersuchenden Ausprägungen

Immobilien AG- „echt/ unecht“- Publikums AG

zu folgendem Ergebnis:

Die einzigen Aktien in diesem Börsensegment, die dem Anspruch eines „echten“ Publikumswertes an der Deutschen Börse gerecht werden, sind die Werte IVG und WCM: Beide Unternehmen sehen jedoch den Schwerpunkt ihrer Tätigkeit nicht im (bestandsverwaltenden) Immobiliensektor, sondern vornehmlich im Beteiligungshandel (WCM) bzw. im Bereich Service/Logistik (IVG).

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Gesellschaften mit dem (alleinigen) Schwerpunkt Immobilien existieren, sind jedoch ausnahmslos durch minimalen Streubesitz, wenige Hauptaktionäre und zu vernachlässigenden Börsenhandel gekennzeichnet.

*„Echte“ Immobilienaktien werden zur Zeit in nennenswerter Bedeutung nicht an deutschen Börsen gehandelt. Die „echten“ Immobilienwerte sind existent, sind jedoch **keine liquiden Publikumsaktien** und werden nur an Regionalbörsen gehandelt!*

Dieser Zustand einer nicht existierenden „echten“ Immobilien Publikumsgesellschaft kann auf zwei Wegen geheilt werden: Entweder die Publikumsgesellschaften erhöhen den Immobilienanteil ihres Portfolios und trennen sich von anderen Geschäftsfeldern oder aber die „echten“ Immobiliengesellschaften erlangen durch eine geänderte Gesellschafterstruktur und durch eine moderne Investorrelations-Strategie die Kapitalmarktakzeptanz in Form eines liquiden Börsenhandels.

Diese beiden Möglichkeiten werden u.a. im Rahmen des Kapitels „3.5 Unternehmensbeispiele“ beleuchtet.

Abb. 32: Vermögens-/ Ertrags-/ Gesellschaftsstruktur sowie Umsatz/ Marktkapitalisierung der fünfzehn größten Immobiliengesellschaften

Gesellschaft	Marktkapitalisierung (in DM Mio)	Umsatz (in DM Mio)	Vermögensstruktur	Umsatzstruktur	Gesellschafterstruktur; Public free float
WCM	5.850	120	56% Anlagevermögen; davon 82% bebaute/ unbebaute Grundstücke, 18% Beteiligungen/ Anteile (UV 44% v.a. Liquidität/ WP)	28% aus dem Immobilienbereich; 72% aus Beteiligungsverkauf/ WP	66,7% Familie Ehlerding; 33,3% im Streubesitz in Fusionsverhandlungen mit RSE
IVG	2.714	759	64% Anlagevermögen; davon 64% bebaute/ unbebaute Grundstücke, 30% Anteile/ Ausleihungen an verbundene Unternehmen	40% aus Immobilienbereich, 50% aus Logistiksektor; 10% aus Verkauf AV bzw. Beteiligungen	31,8% Sirius GmbH, 33% Institutionelle, 35,2% privater Streubesitz
Bayer. Immobilien	2268	56	69% Anlagevermögen, davon 93% bebaute/ unbebaute Grundstücke (31% UV, v.a. Forderungen geg. verbundene Unternehmen).	86% aus Mieterlösen, 14% aus Verkauf Anlagevermögen/ Auflösung Sonderposten	direkt oder indirekt zu 99,10% Stefan Schörghuber, 0,90% Streubesitz
Harpen	1.263	407	75% Anlagevermögen, davon 70% bebaute/ unbebaute Grundstücke; 11% Beteiligungen; 19% Immaterielle Vermögensgegenstände (UV 25% v.a. Forderungen und Liquidität)	31% aus Immobilienbereich; 22% aus Energiebereich; 15% aus Umweltsektor; 32% aus Verkehrsbereich	69,8% VEW; 23,3% RAG 6,9% im Streubesitz
Horten	1.183	138	57% Anlagevermögen; davon 99% bebaute/	88% aus Mieterlösen; 12% aus	96,54% Metro AG 3,46% im Streubesitz

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Gesellschaft	Marktkapitalisierung (in DM Mio)	Umsatz (in DM Mio)	Vermögensstruktur	Umsatzstruktur	Gesellschafterstruktur; Public free float
			unbebaute Grundstücke (43% UV, Forderungen gegen Metro AG)	Rückstellungsaufösungen/ Nebenkostenerstattung	
RSE	1.144	57	79% Anlagevermögen, davon 95% bebaute/unbebaute Grundstücke (UV 21%, v.a. Liquidität und Grundstücke zum Verkauf)	98% aus Immobilienbereich, davon entfallen 16% auf das Ausland	58% Familie Ristow; 42% Streubesitz in Fusionsverhandlungen mit WCM
Maschinenfabrik Esslingen	866,4	65,1	Fast 100% Anlagevermögen, davon 99% bebaute/unbebaute Grundstücke	99% aus Mietentnahmen	93, 3% bei Daimler-Chrysler AG; 6,7% im Streubesitz
Monachia	685	72	94% Anlagevermögen, Beteiligungen, bebaute/unbebaute Grundstücke (UV 6% v.a. Liquidität)	Fast ausschließlich aus Beteiligungen (Miet- und Pächterlöse)	Jeweils 48,66% bei Hochtief und Allianz; 2,68% im Streubesitz
Nymphenburg Immobilien	550	5	42% Anlagevermögen, davon 69% bebaute/unbebaute Grundstücke, 31% Beteiligungen (58% UV, Liquidität und Forderungen gegen verbundene Unternehmen)	85% aus dem Immobilienbereich, 15% aus Beteiligungen/Kapitalanlagen	85,71% der Aktien bei Custodia Holding AG; 14,29% im Streubesitz
Dibag Industriebau	505	482	10% Anlagevermögen, davon 95% bebaute/unbebaute Grundstücke (90% UV, v.a. Grundstücke und Forderungen)	93% aus Immobilienbereich (Development), 7% aus Rückstellungsauflösung usw.	98,18% Doblinger Industriebeteiligung AG; 1,82% Streubesitz
Concordia Bau und Boden	489	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe
GBWAG	374	79	80% Anlagevermögen, davon 99% bebaute/unbebaute Grundstücke (20% UV, v.a. Liquidität und Grundstücke zum Verkauf)	98% aus Immobilienbereich, 2% u.a. aus Beteiligungen/ Wertpapieren	75% Bayerische Landesbank Girozentrale, 25% Streubesitz
GBH Grundstücks- und Bau-gesellschaft	332,5	53	80% Anlagevermögen, davon 99% bebaute Grundstücke (20% UV, hälftig Liquidität und Grundstücke zum Verkauf)	95% aus dem Immobilienbereich, 5% u. a. aus Kapitalanlagen	34% Stadt Heidenheim, 35,5% JM Voith AG, 10,5% Gesellschaft für Unternehmensbeteiligungen, 20% im Streubesitz
Hamborner	307,1	23	87% Anlagevermögen, davon 89% bebaute/unbebaute Grundstücke, 11% Wertpapiere (13% UV, Liquidität und Forderungen)	93% aus Immobilienbereich, 7% u.a. aus Kapitalanlagen, Rückstellungsauflösung	Direkt und indirekt 49,3% bei Thyssen´sche Handelsgesellschaft mbH; 50,7% im Streubesitz
Edelstahlwerk Witten	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe	keine Angabe

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Quelle: Geschäftsberichte 1998, Marktkap. Stand Dez. 1998, Umsatz 1998

Darstellung: W&P

3.2.2 Analyse-Zusammenfassung

Im Vergleich zum Vorjahr kann man eine leicht veränderte Zusammensetzung des DIMAX bzw. der Anzahl der im DIMAX enthaltenen AGs feststellen:

Während Gesellschaften wie die Dahlbusch AG, die Dierig Holding, die Kolb & Schüle AG usw. nicht mehr im Index vertreten sind, haben andere Unternehmen wie z.B. die Hasen Bräu AG, die Bayerische Immobilien AG oder auch die Wohnbau Schwarzwald AG Aufnahme gefunden. Zum Stichtag 28.12.1998 sind im Vergleich zum vorhergehenden Jahr neun Gesellschaften ausgeschieden und sechs neue Immobilien AGs hinzugekommen. Die Gesamtzahl der im Index notierten Werte beläuft sich somit auf 52 Unternehmen.

Trotz der fehlenden Identität des DIMAX mit dem des Vorjahres wurde auf eine erneute, detaillierte Analyse des **Gesamtindex** bezüglich der Eigentümerstrukturen, des Ursprungs und des Typs der Gesellschaften, der EK-Rendite, des Streubesitzanteils und der Nutzungsart der Immobilien verzichtet.¹, weil nach Auskunft des Bankhauses Ellwanger & Geiger² sich sämtliche obigen Kennziffern nur minimal verändert haben. Alle Kernaussagen zum DIMAX haben weiterhin unverändert Bestand.

Untersucht man die Konzernabschlüsse der 15 größten Immobilien Aktiengesellschaften, so gelangt man zu folgenden Aussagen:

- **Anteil des Immobilien SAV an der Bilanzsumme:**

Der Anteil des langfristig gehaltenen Immobilienvermögens an der Bilanzsumme ist insgesamt niedrig. Deutlich unter dem Durchschnitt liegen DIBAG (Developer), IVG (Diversifizierung in mehrere Geschäftsfelder) und Nymphenburg (hoher Beteiligungs- und Liquiditätsbestand).

Nur die Monachia und die Maschinenfabrik Esslingen weisen Werte auf, die mit REIT-Quotienten vergleichbar sind.

- **Wachstum Immobilienbestand:**

Wie bereits in Kapitel 3.3.1 dargestellt, ist abgesehen von Sonderbewegungen bei RSE und BIAG, ein Rückgang der langfristigen Immobilienwerte festzustellen.

- **EK-Quote:**

Die Eigenmittel liegen durchschnittlich signifikant über den Vergleichswerten für deutsche Unternehmen, jedoch klar unter denjenigen für REITs (s.oben). Ausreißer nach unten bilden v.a. DIBAG als Developer, aber auch die über den Immobilienbereich hinaus diversifizierenden Harpen und IVG. Besonders hohe EK-Quoten weisen reine Bestandhalter wie Horten und Nymphenburg auf.

- **EK-Rendite:**

Der durchschnittliche Wert liegt bei 16,54%. Die Kennziffer EK-Rendite spiegelt die Geschäftstätigkeit zum Teil durchaus wieder: Die nach diesem Kriterium beste Gesellschaft (DIBAG) betätigt sich im Development, die zweitplatzierte vornehmlich im Beteiligungshandel (WCM)

¹ Die ausführliche Analyse dieser Kennzahlen auf Basis der Geschäftsberichte 1997 finden Sie im Anhang

² Interview mit Herrn Leibold im Juli 1999

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Insgesamt muß festgestellt werden, daß unter den fünfzehn am stärksten kapitalisierten Immoaktiengesellschaften nur zwei existieren, die sich hinsichtlich Geschäftstätigkeit, Anteil der langfristig gehaltenen Immobilien und Renditen bedingt mit einem US- REIT vergleichen lassen (Monachia und Maschinenfabrik Esslingen). Von einer detaillierten Analyse wird jedoch abgesehen, weil die Gesellschafterstruktur beider Unternehmen mittelfristig keinen nennenswerten Börsenhandel erwarten läßt.

Abb. 33: Bilanzanalyse der Top 15 Immobilien AGs für 1998 nach Börsenkapitalisierung

Gesellschaft	Immo SAV/Bisu	Veränd.geg. Vorjahr	EK-Quote	Veränd.geg. Vorjahr	EK-Rendite	Veränd. geg. Vorjahr
WCM	45,19%	-0,1%	53,51%	31,96%	33,87%	23,27%
IVG	28,61%	-16,47%	35,54%	-18,65%	14,00%	39,03%
BIAG	64,13%	290,83%	23,02%	43,43%	4,55%	-65,66%
Harpen	38,01%	-25,50%	32,40%	-7,08%	4,92%	-32,79%
Horten	56,32%	-1,84%	78,76%	-3,59%	10,26%	0,0%
RSE	75,02%	1300%	6,51%	-75,36%	4,2%	142,76%
Maschinenfabrik Esslingen	98,82%	-2,82%	39,89%	7,84%	20%	8,28%
Monachia	93,21%	-31,17%	45,14%	87,46%	27,14%	12,23%
Nymphenburg	28,90%	-8,02%	76,06%	3,26%	1,57%	2,61%
Dibag	9,67%	0,05%	9,78%	0,1%	73,37%	4,61%
Concordia	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
GBWAG	79,72%	-2,27%	25,02%	-2,75%	5,59%	20,28%
GBH	80,93%	35,56%	40,97%	-16,22%	7,92%	0,68%
Hamborner	77,99%	0,45%	53,57%	- 1,72%	7,69%	1,18%
Edelstahlwerk Witten	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
Ø (arithm.)	59,73%	118,37%	40,01%	3,74%	16,54%	12,04%

Quelle: Geschäftsberichte 1998, Berechnungen W&P

Anmerkungen:

EK: Wirtschaftliches EK (inkl. 50% Sopo, abzügl. Gewinnausschüttung)

JÜ: Ergebnis nach Steuern

Veränderung Immobilien ggü. Vorjahr: Veränderung der absoluten Beträge in %

3.3 Performance

Abb. 34: DIMAX zu DAX zu Zinsentwicklung

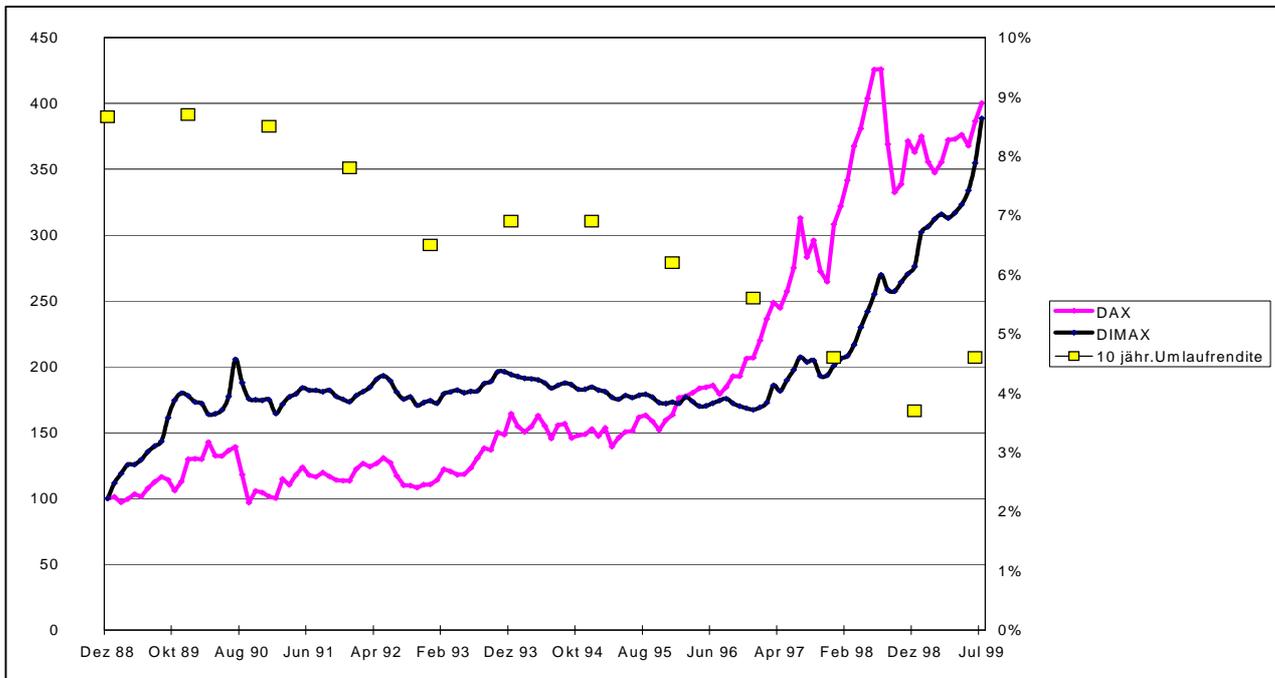
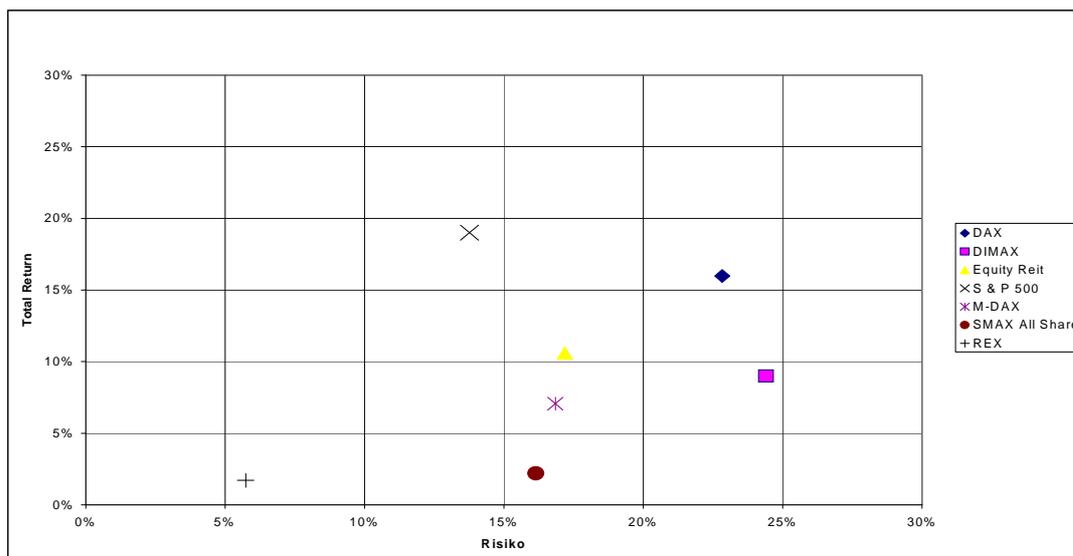


Abb. 35: DIMAX im Risk/ Return-Portfolio 1989 - 98



Anmerkung: Total Return = durchschnittliche Erträge, berechnet nach dem geometrischen Mittel, gemessen an den Indexständen zum Jahresende

Risiko = Standardabweichung, ausgehend von der Gesamtheit der Erträge

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die Abbildungen 34 und 35 verdeutlichen für die Vergangenheit zweierlei:

- **Korrelation**

Der DIMAX korreliert über den Gesamtbetrachtungszeitraum von 10 Jahren stark mit dem DAX. Der Korrelationskoeffizient beträgt für die Totalperiode 0,82. Die allgemeine Verfassung des Aktienmarktes wirkte sich bis 1995 auch auf die Immobilienwerte an der Börse aus. Zwischen 1995 und 1998 hat der DIMAX die DAX-Entwicklung allerdings nicht mehr begleitet, weil vor allem die Immobilienmarktprognose nicht mit der Marktprognose der DAX-Werte identisch war. Danach kann man jedoch eine deutlich bessere Entwicklung des DIMAX beobachten:

Seit Jahresbeginn 1998 bis Juli 1999 konnte der DIMAX seinen Wert fast verdoppeln, während der DAX seinen Wert lediglich um 30% steigern konnte. Grund war zum einen die außergewöhnliche Performance von IVG und WCM (diverse Übernahmeaktivitäten), die aufgrund ihrer Indexgewichtung den gesamten Markt nach oben zogen. Zum anderen gaben bessere Aussichten für die inländische Immobilienwirtschaft, ein besseres Marketing sowie bessere Investors Relations vieler Gesellschaften positive Impulse.

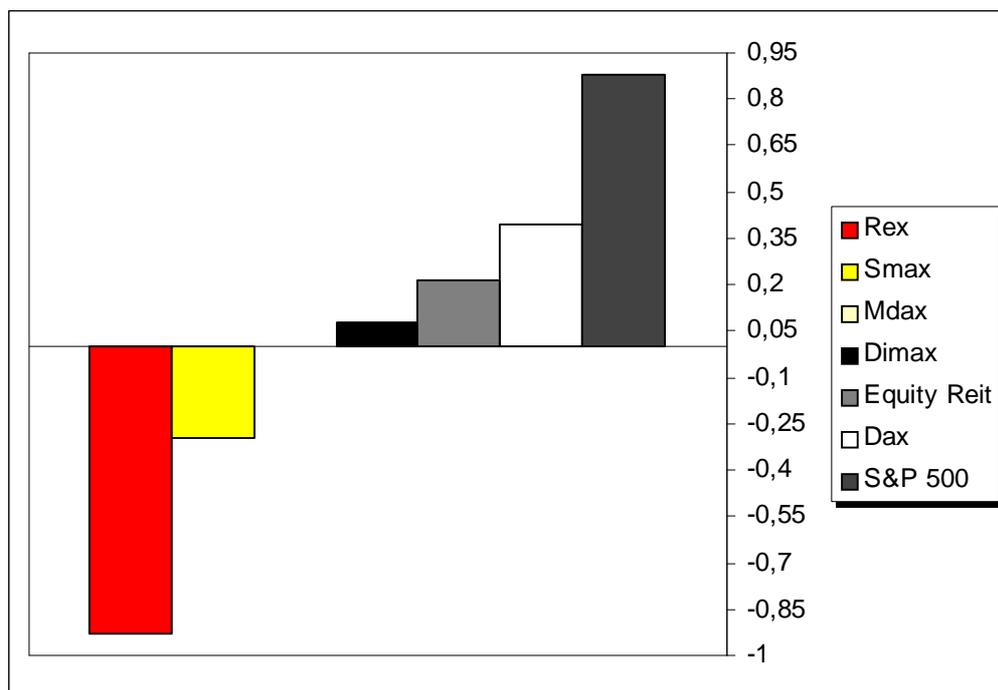
Die Korrelation zwischen DIMAX und der Zinsentwicklung ist entsprechend der Marktgesetze (bei hohem Zinsniveau fließt die anzulegende Liquidität vorzugsweise in festverzinsliche Anlagen statt in Aktien) negativ, der Korrelationskoeffizient beträgt $-0,67$. Noch höher, wenn auch negativ, korreliert der DAX mit der Zinsentwicklung bei einem Korrelationskoeffizienten von $-0,9$.

- **Performance und Risiko**

Im betrachteten Zeitraum bezahlte man beim DIMAX für einen sowohl im Vergleich zum DAX, zum Equity REIT als auch zum S&P 500 niedrigeren Total Return einen höheren Preis in Form von Risiko. Diese Feststellung pervertiert die allgemeine Unterstellung und auch Markt-Perception, daß geringere Rendite mit geringerem Risiko korreliert.

Der DIMAX stellt sich im Return/Risiko- Profil lediglich besser als der Smax All Share und der REX dar. An dieser Stelle machen sich fehlende Qualitäten des Managements in der Beherrschung der Marktprobleme, der fehlenden Konzentration auf Kernkompetenzen und nicht zuletzt eine unzureichende Investor- Relations- Politik bemerkbar. Hinzu kommt eine Gesellschafterstruktur der Immobilien AGs, die eine Kapitalmarktakzeptanz im Keim erstickt. Schließlich hat auch der Markt erkannt, daß die Investierung vor allem der Marktschwergewichte weniger mit Immobilien, aber mehr mit Risiko zu tun hat als – oberflächlich gesehen – unterstellt wird.

Abb. 36: Sharpe Ratio



$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{\text{Return in \%} - \text{risikoloser Zins (durchschnittlich in \%)}}{\text{Standardabweichung (durchschnittlich in \%)}}$$

Die Überlegenheit des S&P 500, des DAX und der Equity REITs im Return-/ Risikoprofil gegenüber dem DIMAX läßt sich auch an der Sharpe Ratio ablesen. Diese stellt die Überschußrendite pro Risikoeinheit.

Gemessen an dieser Kennzahl performten lediglich der Rex, der Smax und der MDax schlechter als der DIMAX. Während sich jedoch über den Betrachtungszeitraum von 10 Jahren der DIMAX leicht besser entwickelte als eine risikolose Anlage, wäre eine Investition in risikolose (Staats-) Anleihen rentierlicher als in Rex- bzw. Smax-Papieren gewesen.

3.4 Neuemissionen

1998 wurden fünf Gesellschaften mit einer minimalen Gesamtindexgewichtung von 1,66% in den E&G-DIMAX aufgenommen:

- GB/AG
- HBAG Real Estate AG
- Hasenbräu AG
- Wohnbau Schwarzwald AG
- Harpen AG- Junge-

Während die GB/AG eine im Immobilienbereich tätige Gesellschaft für Beteiligungen ist und lediglich im Freiverkehr der Börse Stuttgart eingeführt ist, ist die HBAG Real Estate AG ein interessanter Börsenneuling, der sich als reine Immobilien AG formiert (vgl. Kap. 3.4.3).

Die Hasenbräu AG und die Wohnbau Schwarzwald AG haben zusammen eine Börsenkapitalisierung von 45 Mio. DM. Nach dieser Klassifizierung ist die Wohnbau Schwarzwald AG der kleinste DIMAX- Wert, tätig im Wohnungs- und Gewerbebau. Sämtliche Aktien dieses Unternehmens befinden sich in der Hand von ca. 350 Aktionären¹. Diese Anteilseigner waren auch schon vor der Börseneinführung in Stuttgart Gesellschafter: Obwohl die Börseneinführung die Handelbarkeit der Aktien erhöhen sollte, findet kein nennenswerter Handel statt, Kapitalerhöhungen sind nicht geplant.

Die Harpen AG hat ihr Kapital durch die Ausgabe junger Aktien erhöht.

Die sechste Neueinführung in den DIMAX ist mit der Bayerischen Immobilien AG ein Indexschwergewicht mit einer Gewichtung von 7% und wird in Kap 3.4.5 analysiert: Nach Verschmelzung mehrerer Firmen aus dem Schörghuber Konzern wurde im August 1998 eine Kapitalerhöhung durchgeführt und die Aktien zum Börsenhandel zugelassen. Mit dem frischen Kapital soll die Ertragskraft der bestehenden Immobilien erhöht werden bzw. sollen rentierlichere Investitionen getätigt werden.

3.5 Unternehmensbeispiele

Im folgenden werden sechs im DIMAX gelistete Unternehmen beschrieben und analysiert. Dabei wird insbesondere anhand der oben (vgl. Kap.) beschriebenen Differenzierungskriterien zwischen „echter“ bzw. „unechter“ Immobilien- Publikums AG unterschieden.

Die IVG wird untersucht, weil sie zum einen aufgrund ihrer Marktkapitalisierung zu den Indexschwergewichten zählt, zum anderen durch neuerworbene internationale Beteiligungen ihr Immobilienportfolio diversifiziert und vergrößert.

Die WCM ist, gemessen an der Kursentwicklung und der Börsenkapitalisierung, die erfolgreichste Aktie des DIMAX: Als Marktschwergewicht kann sie ihre überragende Position durch eine mögliche Fusion mit RSE sowie ggf. durch Mehrheitsübernahme bei der IVG weiter ausbauen.

Die HBAG gehört (noch) nicht zu den größten Immobilien AGs; bei ihrer Überführung in eine Immobilien AG verfügte sie jedoch ausschließlich über freie Liquidität ohne jeglichen Altbestand

¹ Interview mit der Wohnbau Schwarzwald AG am 9.8.99

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

und kann so ein international gestreutes Immobilienportfolio aufbauen. Ihr wesentlicher Nachteil ist die Notierung an einem zu kleinen Börsenstandort.

Die Bau-Verein AG besticht durch Konzentration auf Wohnimmobilien in deutschen Großstädten; hohe Liquidität u.a. durch die neue Gesellschafterstruktur könnte eine positive Entwicklung nach sich ziehen.

Eine Analyse der BIAG ist u.a. aufgrund deren Neustrukturierung und Marktkapitalisierung lohnend; sämtliche nicht betriebsnotwendigen Immobilienaktivitäten einer Unternehmensgruppe wurden in einer Gesellschaft konzentriert.

Abschließend wird die Horten AG dargestellt, die als reiner Bestandsverwalter für die Kaufhof AG ohne jegliche Dynamik im Markt agiert.

Unternehmen	Marktkapitalisierung		Kurs (Euro)		gehandelte Stück pro Tag		
	(in Euro Mio)		52 Wochen		Ø	Ø	
	Dez 98	aktuell	aktuell ¹⁾	Tief -- Hoch	aktuell ¹⁾	20 Tage	52 Wochen
IVG	1.388	1.764	56,9	32,47 -- 59,30	38.691	54.000	15.000
WCM	2.991	6.047	38	11,29 -- 40,40	121.761	123.000	41.000
HBAG	53	196	51	14,50 -- 61,50	240,0	1.302	k.A.
Bau-Verein	75	107	15,3	10,25 -- 15,53	20.967	12.000	2.000
BIAG ²⁾	1.160	1.192	150	130 -- 1.790	10,0	64.000	9.000
Horten	605	590	118	116,50 -- 124	40,0	6,0	8,0

Quelle: Teledata, Geschäftsberichte, eigene Darstellung W&P

1) Schlusskurs per 20.7.99

2) Umstellung der Börsennotierung auf 5 DM Nennbetrag im Berichtszeitraum/ Umstrukturierung/ Umfirmierung der Hacker-Pschorr AG

Unternehmen	Handelsvolumen pro Tag			Dividendenrendite ²⁾	KGV 98	KGV 99 (e)	KCFV (e)	KBV (e)
	Ø							
	aktuell ¹⁾	20 Tage	52 Wochen					
IVG	2.200.000	2.710.000	652.000	1,80%	29,7	25,9	14,55	6,1
WCM	4.830.000	4.140.000	763.000	0,19%	21,6	33,0	28,15	10,0
HBAG	12.480	67.000	k.A.	0,40%	42,9	463,6	k.A.	7,6
Bau-Verein	322.513	161.000	27.000	3,30%	10,2	11,3	10,8	1,6
BIAG	1.490	9.000	4.000	1,60%	46,9	k.A.	k.A.	k.A.
Horten	4.720	700	1.000	4,00%	28,2	26,5	12,4	2,7

Quelle: Teledata, Geschäftsberichte, eigene Darstellung W&P

1) Schlusskurs per 20.7.99

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

2) per 20.7.99 ohne Steuergutschrift, auf Basis der Gewinnschätzung für 1999

3.5.1 Unternehmensbeispiel IVG HOLDING AG (IVG)

Die IVG investiert über ihren ursprünglichen Schwerpunkt Immobilien hinaus seit Jahren vermehrt auch in die Bereiche Service und Logistik; der Konzernbereich Immobilien trägt noch ca. 40 % zum Unternehmensergebnis bei.

Im Immobiliengeschäft stehen sowohl die Umschichtung des Bestandes als auch eine fortschreitende Internationalisierung im Vordergrund: Im Inland ist mittelfristig eine Konzentration von derzeit 34 auf 10 Standorte in Ballungsgebieten geplant. Objekte ohne nachhaltige Wirtschaftlichkeit stehen zum Verkauf; so kann auch der Rückgang der Immobilien im Sachanlagevermögen von 1997 auf 1998 um 14 % erklärt werden.

Durch die Akquisition der Stodieck sowie der Asticus wurde die Internationalisierung des Portfolios weiter vorangetrieben. Man verfügt nun über ein Immobilienvermögen von über 5 Mrd. DM, das zu 50 % auf europäische Hauptstädte außerhalb Deutschlands verteilt ist

- **Geschäftsfelder (im Bereich Immobilien):**

Bestandsentwicklung/-verwaltung; Projektentwicklung; Kapitalvertrieb/Finanzierung

- **Portfolio/ geographischer Schwerpunkt:**

bundesweit, mit Schwerpunkten in Berlin, München, Kassel

Zentral- und Westeuropa

Historisch bedingt kann man bisher eine starke Konzentration (97 %) auf gewerbliche Gebäudenutzflächen feststellen. Dieses Spektrum wird zukünftig auf Wohnimmobilien ausgedehnt.

- **Kennzahlen**

Abb. 37: IVG HOLDING AG

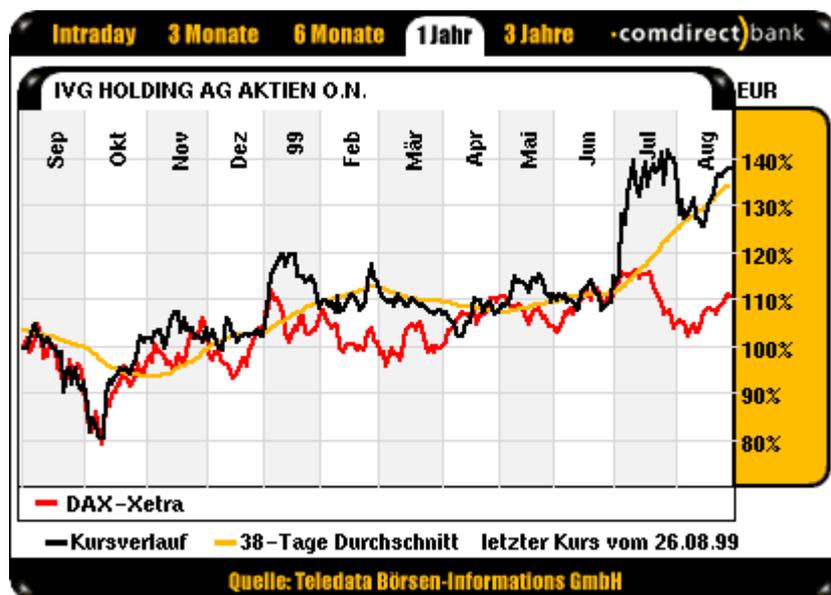
IVG HOLDING AG	1998 (in DM Mio.)	1997 (in DM Mio.)	Veränderung (in %)
Bilanzsumme	1845,2	1424,6	29,5%
Immobilien im SAV	636,6	740,2	-14,0%
Eigenkapital	720,7	689,6	4,5%
Eigenkapitalquote	39,1%	48,4%	-19,3%
Net Asset Value ¹⁾	46%	k.A.	
Marktkapitalisierung ²⁾			
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	118,4	88,6	33,6
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	91,8	62,7	46,4%

1) Net Asset Value ergibt sich aus der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens, vermindert um immaterielle Vermögensgegenstände, abzüglich der Verbindlichkeiten.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

2) Auf Basis der Schlußkurse Dezember 1998

Abb. 38: Chart IVG Holding AG



Die IVG Aktie gehörte 1998 zu den Outperformern der Börse, verzeichnete im Jahresverlauf einen Kurszuwachs um fast 78 % und erreichte eine deutlich bessere Wertentwicklung als DAX und M-DAX. Ebenso konnte die DIMAX- wie auch die EPIX- Performance übertroffen werden. Ursache sind die Gerüchte zur Übernahme der WCM.

Die IVG kann eine seit Jahren stetig steigende Liquidität und Marktkapitalisierung vorweisen, verbunden mit kontinuierlichen Dividendensteigerungen seit 10 Jahren. Der für DIMAX Werte sehr hohe Streubesitzanteil von über 30 Prozent sowie die auch international ausgerichtete Investor-Relations Arbeit machen diese Aktie auch für ein breiteres Börsenpublikum interessant. Als reine Immobilien Aktiengesellschaft kann man die IVG jedoch nicht bezeichnen, bei Umsatz- und Ergebnisanteilen von Nicht-Immobilien in Höhe von 37 % bzw. 60 %.

3.5.2 Unternehmensbeispiel WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- Aktiengesellschaft (WCM)

Die WCM konzentriert sich auf zwei klar definierte Geschäftsfelder, den Beteiligungshandel (mit vorzugsweise Immobiliengesellschaften) sowie das Immobiliengeschäft. Während sie sich bei ihren Beteiligungen weitgehend auf Unternehmen mit „Immobilienhintergrund“ (z.B. u.a. IVG, HBAG, RSE) beschränkt, ist im anderen Kerngeschäftsbereich Immobilien der Fokus auf den Bereich Wohnen gerichtet. Durch den kürzlichen Kauf der Kieler Wohnungsbaugesellschaft mbH verfügt die WCM über mehr als 60.000 Wohneinheiten. Dennoch hat der Beteiligungshandel einen Umsatzanteil von ca. 75%. Vor diesem Hintergrund erscheint die WCM als „Immobilien-Raider“ und weniger als klassische Immobilien AG.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Geschäftsfelder/ Portfolio/geographischer Schwerpunkt:

Beteiligungshandel,

Bestandsverwaltung von Wohnimmobilien in Kiel/ Bremen/ Osnabrück/ M'gladbach

- Kennzahlen

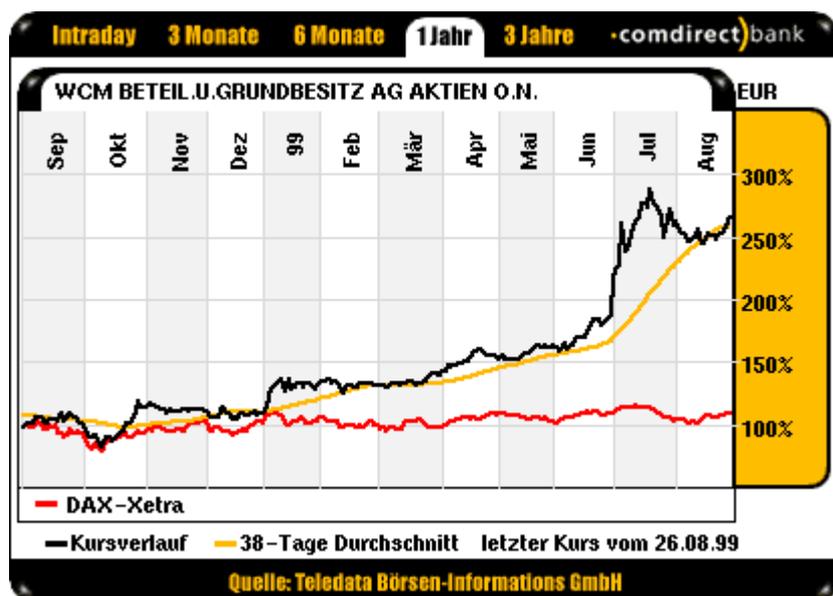
Abb. 39: WCM Beteiligungs/ Grundbesitz AG

WCM Beteiligungs/Grundbesitz AG	1998 (in DM Mio.)	1997 (in DM Mio.)	Veränderung (in %)
Bilanzsumme	2217,7	1964,4	12,9%
Immobilien im SAV	1002	1003	-0,1%
Eigenkapital	1200,4	804,8	49,2%
Eigenkapitalquote	54,1%	41,0%	32,1%
Net Asset Value ¹⁾ /	21%	k.A.	
Marktkapitalisierung ²⁾			
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	414,1	237,7	74,2%
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	401,9	218,6	83,9%

1) Net Asset Value ergibt sich aus der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens, vermindert um immaterielle Vermögensgegenstände, abzüglich der Verbindlichkeiten.

2) Auf Basis der Schlusskurse Dezember 1998

Abb. 40: Chart WCM



Die WCM verfügt über die höchste Marktkapitalisierung aller im DIMAX notierten Werte und kann eine fullminante Börsenkursentwicklung vorweisen. Seit August 1998 hat sich der Kurs um

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

über 150% erhöht. Durch die im Juni bekanntgegebenen Fusionspläne mit der RSE Beteiligungs- und –Grundbesitz AG würde eine Immobiliengesellschaft mit einem Bestand von über 100.000 Wohnungen entstehen. Durch die starke Präsenz der RSE auch im europäischen Ausland würde ein diversifiziertes Wohn/Gewerbeimmobilien-Portfolio aufgebaut.

Darüber hinaus würde ein „WCM-Konzern“ entstehen, der bezüglich ihrer Marktkapitalisierung derzeit an 28. Position der DAX-Werte rangieren würde. Da der Bereich Immobilien im DAX bisher noch nicht vertreten ist, wäre die fusionierte WCM/RSE ein möglicher Aspirant bei der „Neuordnung“ dieses Indexes.

Die WCM stellt sich aufgrund der Marktkapitalisierung, der Liquidität und seiner Ertragsentwicklung als der Outperformer unter den DIMAX- Werten dar. Eine Fusion mit der RSE würde diese Position nur verstärken. Der Streubesitzanteil mit über 30% macht diese Aktie auch für institutionelle Investorengruppen interessant. Die WCM hat sich zu einer wettbewerbsfähigen Aktiengesellschaft entwickelt: Sie kann aufgrund ihrer Größe Kostenvorteile und Bankenunabhängigkeit in vielen Bereichen generieren (Kapitalmarkttransaktionen, wie z.B. bei Emission von Schuldverschreibungen) sowie günstig Beteiligungen durch Aktientausch eingehen.

WCM ist eine erfolgreiche Publikums AG, aufgrund ihres großen Ertragsanteils aus dem reinen Beteiligungsgeschäft aber nur bedingt eine Immobilien AG.

3.5.3 Unternehmensbeispiel HBAG Real Estate Aktiengesellschaft (HBAG)

In Ihrer heutigen Form entstand die HBAG 1998 aus der Kühltransit-Aktiengesellschaft und investiert als Holding eines Immobilien Konzerns vornehmlich in Beteiligungen an Immobilienanlage- und –dienstleistungsgesellschaften. Wichtigste Beteiligungsgesellschaft ist die Deutsche Real Estate AG, die sich ausschließlich auf innerdeutsche Projekte konzentriert. Andere Tochtergesellschaften sind auf den europäischen bzw. nordamerikanischen Immobilienmarkt fokussiert.

- **Geschäftsfelder:**

- Portfolioaufbau/- management im Gewerbe-/Wohnbereich
- Beteiligung an immobiliennahen Dienstleistungsgesellschaften
- Development Wohnen und Gewerbe

- **Portfolio/ geographischer Schwerpunkt:**

- insgesamt 7 Objekteinheiten in Norddeutschland
- Geschäftshäuser/Einkaufszentren/Wohnanlagen/Baumärkte

In diesem Jahr sollen Investitionen im Mietwohnungs- und im Gewerbebereich (Einzelobjekte zwischen 10 DM Mio. und 50 DM Mio.) in Höhe von insgesamt 500 Mio. DM in den Großstädten der alten Bundesländer folgen. Im Jahr 2000 soll dieses Volumen verdoppelt werden.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Kennzahlen

Abb. 41: HBAG REAL ESTATE AG

HBAG REAL ESTATE AG	1998 (in DM Mio.)	1997 (in DM Mio.)	Veränderung (in %)
Bilanzsumme	194,2	k.A. ³⁾	
Immobilien im SAV	78 ¹⁾	k.A.	
Eigenkapital	83	k.A.	
Eigenkapitalquote	43%	k.A.	
Net Asset Value ⁴⁾	74%	k.A.	
Marktkapitalisierung ⁵⁾			
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	-325,2 ²⁾	k.A.	
Geschäftstätigkeit			
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	-325,2	k.A.	

1) Dies entspricht lediglich 40% der Bilanzsumme und ist somit untypisch für einen bestandshaltenden Immobilienkonzern; bei einem kürzlich gegründeten Unternehmen sollte man die in der Bilanz ausgewiesene Liquidität zur Beurteilung der Immo AG jedoch mit heranziehen; nur so kann man das Entwicklungspotential bedingt einschätzen.

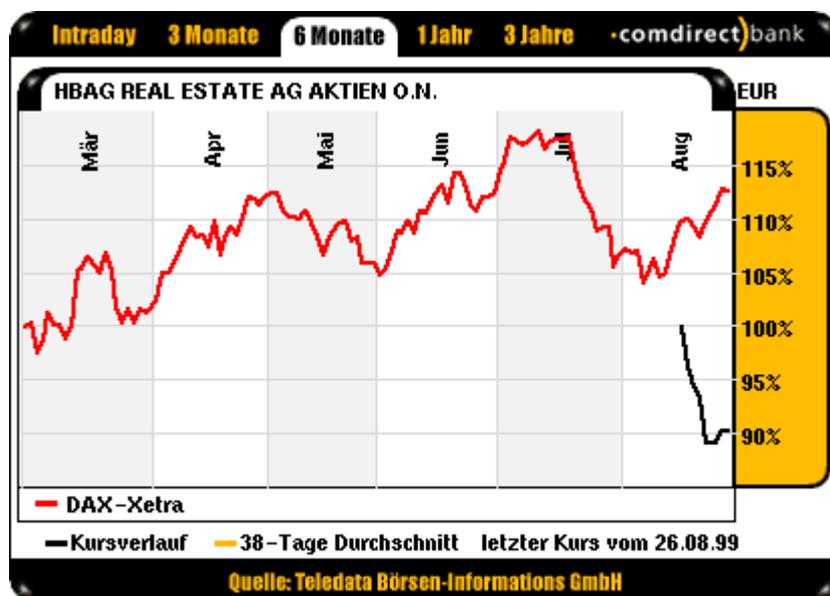
2) Im Einzelabschluß der Gesellschaft wird ein Bilanzgewinn von 1 Mio. DM ausgewiesen. Im Rahmen der Konsolidierung sind jedoch die Beteiligungserträge zu eliminieren.

3) Keine Vergleichszahlen, da Erstkonsolidierung.

4) Net Asset Value ergibt sich aus der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens, vermindert um immaterielle Vermögensgegenstände, abzüglich der Verbindlichkeiten.

5) Auf Basis der Schlusskurse Dezember 1998

Abb. 42: Chart HBAG REAL ESTATE AG



FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die Bilanzanalyse belegt, daß es sich um eine reine Immobilienholding handelt, die am Beginn ihrer Investitionstätigkeit steht: Die Kapitalerhöhung um 14,4 DM Mio. im abgelaufenen Geschäftsjahr, die freie Gesamtliquidität des Konzerns am Jahresende in Höhe von über 100 DM Mio. machen ein kurzfristiges Wachstum des Immobilienbestandes möglich.

Obwohl die vorliegende Bilanz die geplanten Aktivitäten naturgemäß nur im Ansatz abbilden kann, hat die neugegründete HBAG die Möglichkeit, ohne Behinderung durch Vergangenheitsaktivitäten mittelfristig ein nach Risikogesichtspunkten diversifiziertes Immobilienportfolio aufzubauen. Dabei beabsichtigt sie über spezialisierte Tochtergesellschaften unterschiedliche Länder- und Produktschwerpunkte zu setzen. Der aktuellen Steuergesetzgebung trägt sie Rechnung, indem sie u.a. vorsieht, den Anteilseigner in Form von Gratisaktien (an Stelle von Dividendenzahlungen) am Unternehmenserfolg teilhaben zu lassen. Darüber hinaus gliedert sie einzelne Objekte in Kommanditgesellschaften aus (Gewerbesteuerersparnis).

Obwohl die HBAG per Dezember 1998, gemessen an der Marktkapitalisierung, lediglich im Mittelfeld aller DIMAX-Werte zu finden ist, zeigt sie Potential, eine echte Publikums-Immobilien AG zu werden. Die wachsende Marktkapitalisierung, der zunehmende Streubesitz (13 % in 1998, 25 % im Juli 1999) können die Aktie mittelfristig auch für eine breitere Anlegergruppe interessant machen. Die klare Gliederung der Geschäftsbereiche sowie deren Ausrichtung auf bestimmte Teilmärkte dienen ebenso wie eine umfassende Investor Relations Politik der Transparenz für den Anleger.

Vorraussetzung ist jedoch, daß der planmäßige Aufbau eines risikogestreuten Immobilienbestandes gelingt

3.5.4 Unternehmensbeispiel BAU-VEREIN ZU HAMBURG (Bau Verein)

Der Bau-Verein ist ausschließlich in deutschen Großstädten als Bestandsverwalter und zunehmend auch als Bestandsentwickler tätig. Während der Sektor Gewerbeimmobilien bei ca. 16% der Bestandsflächen stagniert, ist im Bereich Wohnimmobilien eine zunehmende Tätigkeit v.a. im Bereich Privatisierung/Städtebauliche Fortentwicklung zu verzeichnen.

- **Geschäftsfelder:**

- Wohnen: Bestands-/Hausverwaltung
 - Altbausanierung
 - Privatisierung
 - Neubau
 - Städtebauliche Fortentwicklung

- Gewerbeimmobilien

- **Portfolio/ geographischer Schwerpunkt:**

- ausschließlich in München, Berlin, Hamburg
- Wohnanlagen/Einfamilienhäuser/Gewerbeimmobilien

Nach der mehrheitlichen Trennung vom Wünsche Konzern und der Neuplazierung der Aktien im Jahr 1998 verfügt der Bau-Verein über eine im Vergleich zum Vorjahr um 59 Mio. DM auf 73 Mio. DM erhöhte Liquidität, bei gleichzeitigem Rückgang des Sachanlagevermögens um 22 %.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Nach der um 52 % reduzierten Beteiligung der Wünsche AG 1998 wurde das restliche Aktienpaket von 48 % im August 1999 bei einer niederländisch-amerikanischen Investorengruppe plaziert.

Die Aktivseite der Bilanz ist geprägt von den zum Verkauf bestimmten Grundstücken (64 % der Bilanzsumme). Das SAV machte 1998 lediglich 15 % der Bilanzsumme aus, nach 55 % im Vorjahr. Hauptgrund ist der Verkauf von 1730 Wohnungen, bei gleichzeitigem Erwerb von 546 Einheiten. In den nächsten Jahren plant der Vorstand, den Wohnungsbestand von derzeit 4600 Einheiten auf mindestens 10000 zu erhöhen.

- Kennzahlen

Abb. 43: BAUVEREIN ZU HAMBURG AG

BAU- VEREIN	1998	1997	Veränderung
ZU HAMBURG AG	(in DM Mio.)	(in DM Mio.)	(in %)
Bilanzsumme	789,2	584,2	35,1%
Immobilien im SAV	115,5	148,9	-22,4%
Eigenkapital	137,3	59,3	131,5%
Eigenkapitalquote	17,4%	10,2%	71,4%
Net Asset Value ¹⁾	115%	k.A.	
Marktkapitalisierung ²⁾			
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	20,3	14,6	39,0%
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	16,4	8,9	84,3%

1) Net Asset Value ergibt sich aus der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens, vermindert um immaterielle Vermögensgegenstände, abzüglich der Verbindlichkeiten

2) Auf Basis der Schlusskurse Dezember 1998

Abb. 44: Chart BAUVEREIN ZU HAMBURG AG



Sowohl das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit als auch der Jahresüberschuss erhöhen sich nach dem neuerlichen Gesellschafterwechsel kräftig um 39% bzw. 84,3%. Die Aktie des Bau-Vereins profiliert sich bei stetig steigender Marktkapitalisierung sowie zunehmendem Handelsvolumen als reine Immobilienaktie (Schwerpunkt Immobilienhandel) unter den TOP 20 des DIMAX. Das deutlich definierte Geschäftsfeld, die Konzentration auf Wohnimmobilien in deutschen Großstädten bei zunehmendem public free float lassen diese Aktie auch für Anleger mit größerem Anlagebedarf mittelfristig interessant erscheinen.

Voraussetzung sind jedoch eine Bestätigung der Ertragslage als auch eine Umsetzung der ehrgeizigen Wachstumsziele in den kommenden Jahren.

3.5.5 Unternehmensbeispiel BAYERISCHE IMMOBILIEN AG (BIAG)

Nach Übernahme des wesentlichen nicht betriebsnotwendigen Bestandsimmobilienbesitzes der Schörghuber Unternehmensgruppe, incl. deren Schwestergesellschaft Paulaner-Salvator-Beteiligungs-AG im Sommer 1998, wurde die Hacker-Pschorr Beteiligungs AG im März diesen Jahres in die BIAG umfirmiert.

Als vermögensverwaltende Immobilien AG betätigt sich die BIAG fast ausschließlich als Bestandsverwalter, möchte aber zukünftig, zusammen mit der Schwestergesellschaft Bayerischer Hausbau, auch als Projektentwickler auftreten.

- **Geschäftsfelder:**

- Bestandsverwaltung der Wohn- und Gewerbeimmobilien

- **Portfolio/ geographischer Schwerpunkt:**

- Büros, Wohnungen, Nebenflächen, Hotels, Gastronomie Einzelhandel

- mehrheitlich Oberbayern sowie Großräume Frankfurt, Dresden, Leipzig, Berlin

Obwohl sich die Bilanzsumme durch die Verschmelzung innerhalb der Unternehmensgruppe fast verdreifacht hat, sind die wesentlichen Bilanzrelationen fast unverändert geblieben. Die Aktivseite wird dominiert vom SAV bzw. den Forderungen gegen verbundene Unternehmen.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Kennzahlen

Abb. 45: Bayerische Immobilien AG

Bayerische Immobilien AG ³⁾	1998 (in DM Mio.)	1997 (in DM Mio.)	Veränderung ⁴⁾ (in %)
Bilanzsumme	2426,00	757,00	220,5%
Immobilien im SAV	1556,00	398,00	291,0%
Eigenkapital	732,27	209,66	249,3%
Eigenkapitalquote	30,20%	27,7%	9,0%
Net Asset Value ¹⁾	35%	k.A.	
Marktkapitalisierung ²⁾			
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	39,20	17,20	127,9%
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	25,40	16,10	57,8%

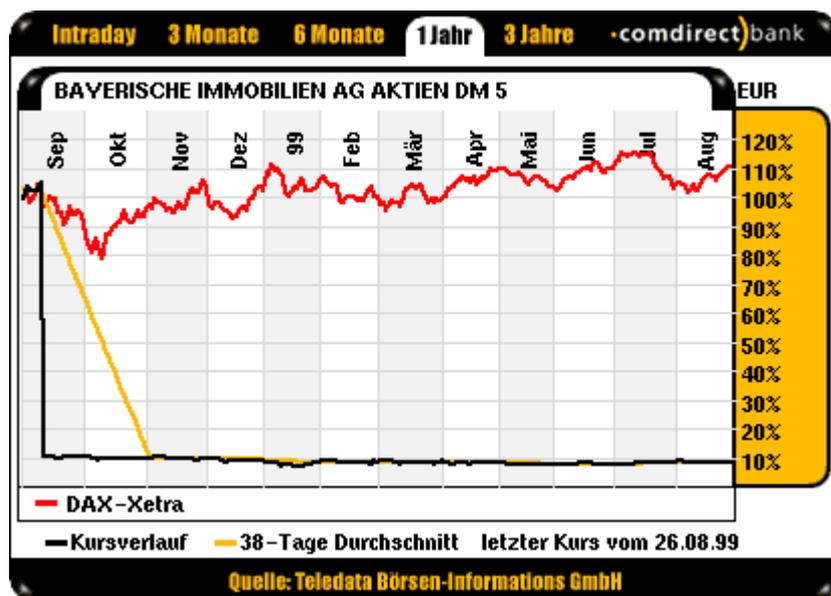
1) Net Asset Value ergibt sich aus der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens, vermindert um immaterielle Vermögensgegenstände, abzüglich der Verbindlichkeiten

2) Auf Basis der Schlusskurse Dezember 1998

3) Wirtschaftsjahr vom 1.10. bis 30.9.; die Zahlen beinhalten die verschmolzenen Gesellschaften nur für 9 Monate

4) Nur bedingt aussagekräftig, da Verschmelzungsvorgang innerhalb der Schörghuber-Gruppe unterjährig erfolgte

Abb. 46: Chart Bayerische Immobilien AG



Aufgrund des, im Rahmen der Verschmelzungen von Gutachtern bestimmten Verkehrswerts ergibt sich für die BIAG einen Net Asset Value von 4,6 Mrd. DM. Zur Gewährleistung der Vergleichbarkeit wurde der Net Asset Value jedoch auf Basis der Buchwerte (1,5 Mrd. DM) für obige Kennziffer bestimmt.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die Diskrepanz zwischen Buchwert und Verkehrswert spiegelt ein generelles Problem v.a. bei der Bewertung von Immobilien AGs wieder. Deshalb entwickeln Fachleute z.Zt. zusammen mit der DVFA ein speziell auf die Immobilienwerte zugeschnittenes System, das der besonderen Ertragssituation der Branche gerecht wird. Schwerpunkt dieses Ansatzes kann eine regelmäßige gutachterliche Bewertung des Immobilienbestandes sein.

Die BIAG gehört aufgrund Ihres Bestandsvolumens zu den größten Immobilien AGs Deutschlands, ist aufgrund ihrer Beteiligungsverhältnisse und eines Streubesitzes von momentan 0,9% für Investoren aber völlig uninteressant; es findet kein erwähnenswerter Handel statt. Fraglich ist, ob die Kapitalerhöhung im Jahr 2001 oder Jahr 2002 diesen Zustand heilen kann, da der Streubesitz auf maximal ca. 25% steigen soll.

3.5.6 Unternehmensbeispiel HORTEN AG (Horten)

Horten befindet sich zu fast 100 % im Besitz der Metro AG und dient lediglich als Bestandshalter für einen Teil der Konzernimmobilien. Sämtliche Objekte von Horten sind langfristig an die Kaufhof Warenhaus AG vermietet.

Geschäftsfelder/ Portfolio/ geographischer Schwerpunkt:

37 einzelhandelsgenutzte Innenstadtimmobilien, bundesweit verteilt

- Kennzahlen

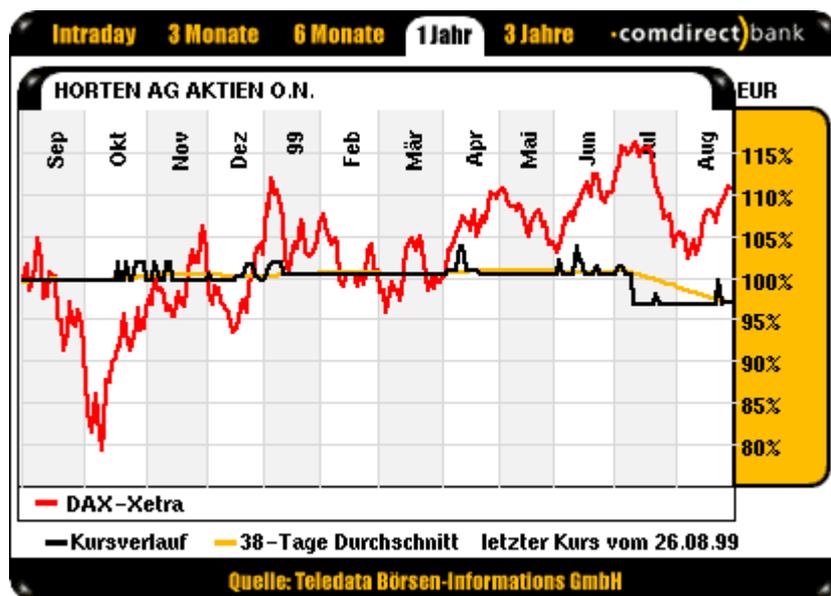
Abb. 47: HORTEN AG

HORTEN AG	1998 (in DM Mio.)	1997 (in DM Mio.)	Veränderung (in %)
Bilanzsumme	556,7	536,8	3,7%
Immobilien im SAV	313,6	319,5	-1,8%
Eigenkapital	443,5	443,5	0,0%
Eigenkapitalquote	79,7%	82,6%	-3,6%
Net Asset Value ¹⁾	38%	k.A.	
Marktkapitalisierung ²⁾			
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	93,3	60,5	54,2%
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	45	45	0,0%

1) Net Asset Value ergibt sich aus der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens, vermindert um immaterielle Vermögensgegenstände, abzüglich der Verbindlichkeiten.

2) Auf Basis der Schlusskurse Dezember 1998

Abb. 48: Chart HORTEN AG



Die Größe und die Zusammensetzung des Portfolios ist seit Jahren unverändert. Sowohl die Absolutzahlen als auch die Kennzahlen der Bilanz bewegen sich in den letzten beiden Geschäftsjahren in sehr engen Spannen. Diese fehlende Dynamik/Perspektive, der geringe free float sowie die Abhängigkeit von Alleinmieter Metro/Kaufhof spiegeln sich auch in der Aktienkursentwicklung und im Handelsvolumen wieder. Ein Tagesumsatz von nur einstelliger Stückzahl ist die Regel.

Horten ist ein typisches Antibeispiel für eine Publikums Immobilien AG: Sie fungiert als reine Bestandsverwalterin ohne jegliche eigene Aktivität, eingebunden in einen Konzern.

3.6 Auswahl in Deutschland öffentlich notierter REITs

Abb. 49: Öffentlich notierte REITs in Deutschland

Gesellschaft	Typ	Sektor (Subsektor)	Marktkapitalisierung (in Mio US\$)	Anteil Markt-kap. (in %)	Rang	Börsenplatz USA	Börsenplatz Deutschland
Cornerstone Properties	Equity	Industrial/ Office (Office)	1.875,1	1,428 %	17	NYSE	Frankfurt D´dorf (Berlin)
Prison Realty-Corporation	Equity	Specialty	1.835,7	1,398 %	19	NYSE	Frankfurt (Berlin)
General Growth Properties	Equity	Retail (Regional Malls)	1.265,1	0,963 %	32	NYSE	Berlin
CBL & Associates Properties	Equity	Retail (Regional Malls)	562,7	0,428 %	69	NYSE	Berlin
Home Properties of New York	Equity	Residential (Apartments)	407,8	0,311 %	89	NYSE	Berlin
Pacific Gulf Properties	Equity	Industrial / Office (Industrial)	360,1	0,274 %	97	NYSE	Berlin

Quelle: NAREIT, Darstellung W&P

Die hier aufgeführten US-REITs – davon sind drei aus den Top 40 – haben eine US-Marktkapitalisierung von zusammen über 6 Mrd. US-Dollar; dies entspricht einem Anteil an der gesamten Marktkapitalisierung der US-REITs (Stand März 1999) von knapp 5 Prozent. Allerdings finden bis auf Cornerstone keine nennenswerten Umsätze statt.

Cornerstone ist ein Sonderfall:

Die Gesellschaft verfügt seit 1981 über den REIT-Status. Sie wurde als „ARICO America Real Estate Investment Company“ gegründet. Financier und Emissionshaus war die Deutsche Bank, an deren Kunden die Anteile in Form von Anteilen an einer US-limited partnership als geschlossener Fonds ausgegeben wurden. Nach einer Quasi-Pleite Anfang der 90er Jahre wurde der Fonds in eine US-Corporation (AG) umgewandelt und über die Börse neu plziert. Obwohl zunächst nur in Deutschland und Luxemburg notiert, berichtete die Gesellschaft an die SEC, um ihren REIT-Status zu erhalten. Nach einer Umstrukturierung fand 1997 der Gang an die NYSE statt.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

3.7 Vergleich der Anlageformen Immobilien AG, Offener Immobilienfonds, Geschlossener Immobilienfonds

Abb. 50: Vergleich der Anlageform Immobilien AG, Offener/ geschlossener Immobilienfonds

Kriterium	Immobilien AG	Offener Immobilienfonds	Geschlossener Immobilienfonds
Rechtsform	Aktiengesellschaft	KAG als AG oder GmbH (Sondervermögen nicht rechtsfähig)	KG oder GbR
Emissionsprinzip	Durch stufenweise Kapitalerhöhung	Keine Beschränkung des Zeichnungsvolumens	Plazierungsprinzip, d. h. Fonds wird bei voller Zeichnung geschlossen
Publizitätspflicht	Gemäß AktG und PubiG	Gemäß KAGG	Gemäß GoB und Steuerrecht
Anlegerschutz	<ul style="list-style-type: none"> • Publizitätspflichten unterschiedlich nach Börsensegment • Freie Anlagepolitik, keine Offenlegungspflicht von Verkehrswerten, Transaktionen und Bestandsentwicklungen 	<ul style="list-style-type: none"> • KAGG regelt Publizität und Anlagepolitik (unter Aufsicht des BAKred) 	<ul style="list-style-type: none"> • Direkte gesetzliche Bestimmungen fehlen • Prospekthaftung
Fungibilität	Börsentäglicher Aktienverkauf möglich	jederzeit gesetzliche Rücknahmegarantie, aber bei kurzer Haltezeit starker negativer Einfluß des Aufgabenaufschlags	De facto infungibel / bestehender Sekundärmarkt ohne nennenswerte Umsätze; Steuerrisiken bei Anteilsübertragung
Immobilienbewertung	<ul style="list-style-type: none"> • Bilanziell: Buchwerte • Börsenbewertung des Unternehmens 	Sachverständigenauschuß bewertet den Bestand einmal jährlich nach Wert-V sowie alle An- und Verkaufsobjekte; keine Bewertung durch den Markt	Keine laufende Bewertung; gewisse Transparenz durch geringe Anzahl von Objekten

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	Immobilien AG	Offener Immobilienfonds	Geschlossener Immobilienfonds
Anteilsbewertung	Börse	Depotbank berechnet täglich den Zertifikatswert = Wert des Sondervermögens dividiert durch Anzahl der Anteile	Keine laufende Bewertung. Beim Anteilsverkauf wird der innere Wert geschätzt durch den Initiator.
Beleihungsmöglichkeit	Ja, i.d.R. 50 %	Ja, i.d.R. 50 %	Eingeschränkt durch i.d.R. hohe Fremdfinanzierung der Objekte
Besteuerung	Besteuerung auf Gesellschafts- sowie Gesellschafterebene (Einkünfte aus Kapitalvermögen). Verluste können nicht an die Gesellschafter durchgereicht werden, Gewinne aus Aktienveräußerung sind nach einer Frist von zwölf Monaten steuerfrei für den (privaten) Anteilseigner; Dividenden zum persönlichen Steuersatz steuerpflichtig	Grundstückssondervermögen steuerneutral bis auf Grund- und Grunderwerbssteuer. Der Anleger muß Einkünfte aus Kapitalvermögen versteuern. Gewinne aus der Anteilscheinveräußerung sind nach einer Frist von zwölf Monaten steuerfrei für private Anleger. Veräußerungsgewinne (Grundstückssondervermögen) sind nach einer Spekulationsfrist von zehn Jahren steuerfrei.	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung. Besteuerung lediglich der Gesellschafter. Beschränkung der Verlustverrechnung bei Haftungsbegrenzung, eingeschränkte Verrechnbarkeit von Verlusten aus Beteiligung an Verlustzuweisungsgesellschaften mit anderen positiven Einkünften. Veräußerungsgewinne (Grundstückssondervermögen) sind nach einer Spekulationsfrist von zehn Jahren steuerfrei. Grundsätzlich besteht die Gefahr der steuerlichen Nichtanerkennung von Dauerverlusten (wg. Liebhaberei und ungerechtfertigter Werbungskosten; Nichtanerkennung der Mitunternehmerschaft).
Körperschaftsteuer	Ja, aber reduziert gemäß Steuerentlastungsgesetz	Nein, dafür ESt	Nein, dafür ESt
Gewerbsteuer	Ja	Nein	Nein

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	Immobilien AG	Offener Immobilienfonds	Geschlossener Immobilienfonds
Gesetzliche Anlagevorschriften	Ohne Beschränkung	<p>Uneingeschränkt erwerbsfähig sind Mietwohn-, Geschäfts- und gemischt genutzte Grundstücke innerhalb der EU. Jeweils maximal 20% des Grundstücksondervermögens dürfen ausmachen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Grundstücke im Zustand der Bebauung (mit der Baufertigstellung muß in absehbarer Zeit zu rechnen sein) • Unbebaute Grundstücke (muß für baldige Bebauung bestimmt und geeignet sein) • Grundstücke außerhalb der EU 	Uneingeschränkt möglich
Anlagesteuerung	Uneingeschränkt möglich, jedoch bei den meisten Immobilien AGs historisch gewachsen	<ul style="list-style-type: none"> • in der Regel großvolumige Gewerbeobjekte, Investitionen in Wohnimmobilien fast bedeutungslos. <p>Gesetzlich geregelt:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mindestens 10 Grundstücke im Grundstücksondervermögen • Ein Grundstück darf maximal 15% des Grundstücksondervermögens ausmachen • Keine Streuungsvorschriften nach Anlageklassen (Nutzungsarten, 	<ul style="list-style-type: none"> • In der Regel besteht ein Fonds aus lediglich einem Investitionsobjekt, daher liegt in der Regel keine Streuung vor • In letzter Zeit streuen jedoch sog. Megafonds mit Anlagen über 1 Mrd. DM in mehrere Objekte und Objekttypen sowie Länder

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	Immobilien AG	Offener Immobilienfonds	Geschlossener Immobilienfonds
		Regionen etc.)	
Immobilienanteil am Fonds-Vermögen	Extreme Unterschiede innerhalb der Immobilien AGs (s.o.)	Immoanlagen max. 95%, min. 51%	Lediglich geringe Liquiditätsreserven üblich (5-10%). Bei Erstemission bis zu 25% „weiche Kosten“.
Fremdfinanzierung	Variiert analog sonstigen deutschen AGs	Maximal 50% des Verkehrswertes erlaubt	Bei steuerorientierten Fonds 70-85 %, bei sog. Eigenkapitalfonds (0-30 %)
Liquiditäts-erfordernis	Hoch, um Marktchancen wahrnehmen zu können	Hoch, aufgrund permanenter Rücknahmeverpflichtung für Anteile	Relativ gering, wird reguliert über Neuverschuldung.
Eigenes Development	Möglich und üblich	Maximal 20% des Grundstücksonvermögens	In ca. 50 % der Fälle üblich in Startphase
Beteiligung an Gesellschaften	Möglich	Gesetzlich erlaubt, sofern reine Immobilien-gesellschaft (vgl. 3. Finanzmarktförderungsgesetz)	Eher selten (da Gefährdung der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung)
Vertriebsweg Plazierungssystem	<ul style="list-style-type: none"> • Emission über Banken • Handel über Börse 	<ul style="list-style-type: none"> • Plazierung über Banken, Anlageberater- und Vertriebsgruppen 	<ul style="list-style-type: none"> • Plazierung über Banken, Anlageberater- und Vertriebsgruppen
Zielgruppe	<ul style="list-style-type: none"> • Private (auch Kleinanleger) • Institutionelle 	<ul style="list-style-type: none"> • Inländische Private (auch Kleinanleger) • Zukünftig AS-Fonds 	<ul style="list-style-type: none"> • Privatkunden mit hoher Steuerprogression • Zukünftig renditeorientierte Einzelanleger
Zielgruppenbeschränkung	Keine (Inländer und Ausländer)	<ul style="list-style-type: none"> • Institutionelle • Ausländer (wegen Steuerbefreiung des Fonds im Inland müssen Steuer-Ausländer nachversteuern, dadurch sinkt die Rendite um 40%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kleinanleger, weil Produkt zu teuer und zu steuerorientiert und infungibel • Institutionelle, weil Publikumsfonds zu teuer und zu hohen Abstimmungsaufwand haben. Geschlossene Spezialfonds sind an der

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	Immobilien AG	Offener Immobilienfonds	Geschlossener Immobilienfonds
			Tagesordnung
Vertriebsweg (Kosten für Anleger)	<ul style="list-style-type: none"> • Relativ am günstigsten (1-2%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Teuer (4,5-6,5%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Teuer (ca. 9%)
weiter Vertriebsweg (Kosten für Anleger)	<ul style="list-style-type: none"> • Erstemission 4-10% • Folgeemission 1-2% 		

Quelle: frei nach Stephan Bohne-Winkel 1996, up-date und Ergänzungen W&P 1999

Fazit und Ausblick

Der Offene Immobilienfonds ist aufgrund hoher Liquiditätserfordernisse in seinem Handlungsspielraum gegenüber den Anlagealternativen deutlich eingeschränkt. Die hohen Anforderungen an die Errichtung einer Kapitalanlagegesellschaft und die steuerlich bedingte Unattraktivität für Steuer-Ausländer machen ihn vor dem europäischen Hintergrund zu einem Auslaufmodell, weil im Ausland unvertreibbar und nicht wettbewerbsfähig. Die Immobilien AG könnte das Ersatzprodukt werden.

Der bislang vorwiegend steuerlich optimierte Geschlossene Immobilienfonds wird auch zukünftig als Renditefonds, jedoch mit deutlich reduziertem Marktvolumen existieren. Dazu müssen die Infungibilität der Anteile durch eine Fungibilität der Objekte ersetzt und das Bemühen um eine Börsenfähigkeit des Zweitmarktgeschäfts fortgesetzt und verstärkt werden.

Die Immobilien AG hat ihre wichtigsten Wettbewerbsvorteile in der Fungibilität der Anteile, der transparenten Börsenbewertung, der Unabhängigkeit von Depotbank und Kontrolle durch das BAKred, den vergleichsweise niedrigen Vertriebsprovisionen, der breiten Zielgruppe und der Wachstumsmöglichkeiten durch Schaffung einer „eigenen Währung“ und des damit möglichen Aktientausches bei Akquisitionen.

Diese Vorteile gilt es zu nutzen.

3.8 Zulassungskriterien und Kosten

Für den amtlichen Handel bestehen sehr hohe Zulassungsanforderungen. Daher empfiehlt sich für junge Unternehmen als Einstiegssegment der geregelte Markt mit wesentlich geringeren Anforderungen. Der neue Markt zeichnet sich im wesentlichen durch Publikationsanforderungen aus, die deutlich über den gesetzlichen Anforderungen liegen. Die niedrigsten Zulassungsvoraussetzungen sind im Freiverkehr zu finden.

Zulassungsvoraussetzungen in verschiedenen Börsensegmenten:

Abb. 51: **Zulassungsvoraussetzungen**

Kriterium	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Neuer Markt	Freiverkehr
Zulassungsverfahren	<ul style="list-style-type: none"> förmliches Zulassungsverfahren (öffentlich-rechtlich) 	<ul style="list-style-type: none"> förmliches Zulassungsverfahren (öffentlich-rechtlich) 	<ul style="list-style-type: none"> Vorstand Deutsche Börse AG (privat-rechtlich) 	<ul style="list-style-type: none"> geregelt durch privatrechtliche Richtlinien der Vereinigung Frankfurter Effektenhändler e.V. kaum formale Zulassungsvoraussetzungen
Unternehmensbestand seit	<ul style="list-style-type: none"> 3 Jahren 	<ul style="list-style-type: none"> k.A. 	<ul style="list-style-type: none"> 3 Jahren (Sollvorschrift) 	<ul style="list-style-type: none"> k.A.
Publizitätspflicht	<ul style="list-style-type: none"> Prospekt Jahresabschlüsse für die letzten drei Geschäftsjahre Regelmäßige Zwischenberichte 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmensbericht Jahresabschlüsse für die letzten drei Geschäftsjahre Regelmäßige Zwischenberichte 	<ul style="list-style-type: none"> Prospekt nach internationalem Standard incl. Unternehmensbericht Publikationen in Deutsch und Englisch <ul style="list-style-type: none"> Folgepflichten: Jahresabschluß nach IAS, US-GAAP oder GoB mit Überleitung Veröffentlichung Jahresabschluß spätestens nach 4 Monaten 	<ul style="list-style-type: none"> Verkaufsprospekt

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Neuer Markt	Freiverkehr
weiter Publizitätspflicht			<ul style="list-style-type: none"> – Quartalsberichte mit wichtigen Kennziffern, Veröffentlichung innerh. von 2 Monaten – jährliche Analystentreffen 	
Mindestnennwert bzw. Mindestkurswert	<ul style="list-style-type: none"> • 2,5 Mio DM (Kurswert) 	<ul style="list-style-type: none"> • 0,5 Mio DM (Nennwert) 	<ul style="list-style-type: none"> • 5 Mio EUR (Kurswert) 	<ul style="list-style-type: none"> • Einzelfallregelung.
Streubesitz	<ul style="list-style-type: none"> • mindestens 25 % 	k.A.	<ul style="list-style-type: none"> • mindestens 20 % (besser 25 %) 	<ul style="list-style-type: none"> • Einzelfallprüfung; Handel muß gewährleistet sein.
Anteilstyp	<ul style="list-style-type: none"> • Vorzugs- und / oder Stammaktien 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorzugs- und / oder Stammaktien 	<ul style="list-style-type: none"> • nur Stammaktien 	<ul style="list-style-type: none"> • gehandelt werden überwiegend Optionscheine und ausländische Aktien
Übernahmekodex	<ul style="list-style-type: none"> • für Aufnahme in DAX oder M-DAX ist die Akzeptanz des Übernahmekodex erforderlich 	k.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Akzeptanz notwendig 	k.A.
Sonstiges	k.A.	k.A.	<ul style="list-style-type: none"> • Haltepflicht der emittierenden Aktionäre mindestens 6 Monate 	k.A.

Quelle: Deutsche Börse AG, Darstellung W&P

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die Gebühren für die Zulassung und Einführung von Wertpapieren – und hier Aktien – an der Deutschen Börse in Frankfurt a.M. variieren mit dem gewählten Marktsegment.

Abb. 52: Gebühren bei Zulassung und Einführung von Wertpapieren

Gebührenarten	Gebühren in EUR			
	Amtlicher Handel	Geregelter Markt	Neuer Markt	Freiverkehr
Grundmindestgebühr	1.000,-	1.000,-	1.000,-	—
bis zu 5 Mio	1.000,-	500,-	500,-	—
bis zu 10 Mio	1.400,-	700,-	700,-	—
bis zu 20 Mio	2.800,-	1.400,-	1.400,-	—
bis zu 50 Mio	6.000,-	3.000,-	3.000,-	—
bis zu 100 Mio	8.500,-	4.250,-	4.250,-	—
ab 100 Mio EUR für jeden angefangenen Betrag von weiteren je 50 Mio	+500,-	+250,-	+250,-	—
je Emission	—	—	—	750,-
Handel (jährlich zu entrichten)	—	—	7.500,-	—

Quelle: Deutsche Börse AG, Darstellung W&P

Ausnahmeregelungen bestehen vorrangig im Segment Amtliche Notierung für Kapitalerhöhungen und ausländische Emittenten.

3.9 Drittes Finanzmarktförderungsgesetz

Mit dem seit 1998 geltenden Dritten Finanzmarktförderungsgesetz verfolgt der Gesetzgeber drei zentrale Ziele:

1. Private Altersversorgung durch Investmentfonds
2. Förderung der privaten Anlage in Form von Investmentfonds
3. Stärkung der Aktien- und Risikokapitalmärkte

In dem hier untersuchten Kontext konkretisieren sich diese Ziele vor allem in der Zulassung neuer Fondstypen:

1. Gemischte Wertpapier- und Grundstückssondervermögen mit einem Immobilienanteil bis zu 30%.
2. Vorsorge-/Pensions-Sondervermögen mit einem 51%igen Mindestanteil an Substanzwerten (Aktien und Immobilien)

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Aus der Konkurrenzsituation mit den Versicherern ergibt sich somit ein enormer Performance-Druck auf die Verwalter dieser neuen Kapitalanlagegesellschaften: Underperforming Assets sind bei sinkenden Margen und Renditen zukünftig kaum mehr denkbar.

Das Management benötigt eine fungible und kostengünstige Immobilienanlageform, diese Kriterien lassen sich durch Immobilienaktienanlagen besser erfüllen als durch Anlagen in offene Immobilienpublikumsfonds.

3.10 Steuerreform

Das im März 1999 vom Bundestag und Bundesrat verabschiedete Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 wirkt sich durch Neuregelungen im Einkommensteuergesetz bzw. im Handelsgesetzbuch auch auf den Immobilienbereich aus. Während es die Rentierlichkeit von Immobilienfonds beeinträchtigt, stärkt es auf der anderen Seite die Attraktivität der Anlage in Immobilienaktien:

- **Verbreiterung der Bemessungsgrundlage**

Die bislang noch zahlreichen und vom Gesetzgeber in Ihrer Mehrheit auch gewollten Möglichkeiten von Abschreibungen und Sonderabschreibungen werden spürbar reduziert oder entfallen gänzlich.

Während steuerfreie Kursgewinne bei einem Aktieninvestment bereits nach einem Jahr realisiert werden können, verlängert sich die allgemeine Spekulationsfrist für Immobilien von zwei auf zehn Jahre.

Dieses Maßnahmenbündel betrifft sowohl private Direktinvestitionen in Immobilien als auch die Beteiligung über Personengesellschaften oder offene Immobilienfonds negativ.

- **Rendite- vor Verlustzuweisungsorientierung**

Die Möglichkeit, Verluste aus der Beteiligung an Verlustzuweisungsgesellschaften mit anderen, positiven Einkünften steuermindernd zu verrechnen, entfällt weitestgehend (§ 2b EStG).

Die Est-Tarife sollen beginnend mit dem Jahr 2000 über 51% auf 48,5% im Jahr 2002 abgesenkt werden. Der Eingangssteuersatz fällt im Jahr 2000 auf 22,9% . Langfristig kann dies weiter mit einem Verzicht auf die Erhebung des Solidaritätszuschlages gerechnet werden

Auch im Bereich der gewerblichen Einkünfte kommt es zu einem tiefgreifenden Einschnitt- die hälftige Besteuerung von Veräußerungsgewinnen bei Betriebsaufgabe wird abgeschafft (§ 34 Abs.1/2 EStG).

Schließlich sollen die Körperschaftsteuern auf voraussichtlich 36% gesenkt und die Gewerbesteuer abgeschafft werden.

Durch die Einführung des §2b EStG, der Änderung des §34 EStG sowie der Veränderung der Steuertarife wird allen steuerlich orientierten (Immobilien)-Fonds weitestgehend die Grundlage entzogen; die Generierung von Verlusten durch hohe AfA-Potentiale sowie deren Übertragung auf den Fondszeichner soll durch die aktuelle Gesetzgebung nachdrücklich eingeschränkt werden. Der novellierte § 34 EStG wird sogar zu einem fast kompletten Wegfall des Steuerspareffektes bei geschlossenen Fondskonstruktionen führen.

Der Anleger wird somit vermehrt dasjenige Anlageprodukt präferieren, das die höchsten Vorsteuerrenditen aufweist- die (IMMOBILIEN)AKTIE.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Selbst ein vermeintlicher Nachteil der Aktiengesellschaft gegenüber o.g. Investitionsalternativen in Immobilien (z.B. beim Aktionär zu versteuernde Dividendenzahlungen, Gewerbesteuerzahlungen) kann durch geeignete Strukturmaßnahmen (Gratisaktien, KG-Konstruktion) vermieden werden.

4 Synopse USA – Deutschland

Abb. 53: Vergleich REIT/ Immobilien AG

Kriterium	REIT	Immobilien AG
Entstehungsgeschichte	<ul style="list-style-type: none"> • Vom Gesetzgeber im Jahr 1960 normierter Status zum Zweck der steuerlichen Gleichbehandlung mit Mutual Funds • Nach Einbruch der US-Immobilienmärkte Anfang der 90er Jahre starker Anstieg der Marktkapitalisierung • Starke Lobby in der Politik 	<ul style="list-style-type: none"> • Größtenteils aus anderweitigen Konstellationen hervorgegangene Immobilienvermögen in einer Aktiengesellschaft • Aufgabe des ursprünglichen, zu meist industriellen Geschäftszwecks • Abspaltung vom Kerngeschäft • Börsenplatzierung großer Privatvermögen • Der gezielte strategische Aufbau einer Immobilien AG als Neugründung ist bis jetzt nicht aufgetreten (Ausnahme: die HBAG Real-Estate AG verfügte bei Ihrer Übernahme lediglich über freie Liquidität ohne jeglichen Immobilienaltbestand).
Rechtlicher und steuerlicher Rahmen	<ul style="list-style-type: none"> • REIT ist keine Rechtsform sondern ein steuerlich normierter Status mit wichtigen Auswirkungen auf Gesellschaftsebene: <ol style="list-style-type: none"> 1. Bilanzstruktur 2. Ergebnisstruktur 3. Ergebnisverteilung und damit Thesaurierungsfähigkeit sowie Mittelbeschaffung 	<ul style="list-style-type: none"> • Wird durch Normen geregelt, die auch die sonstigen Aktiengesellschaften betreffen; somit existieren – mit Ausnahme des Gewerbeertragssteuer-Kürzungsvorbehaltes – keine Unterschiede zu anderen AGs.
Erfolgsfaktoren weiter	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidität: Fungible Anlage auf äußerst liquiden Märkten Sinkende Transaktionskosten • Sicherheit: Beteiligung an gestreuten, von Profis mit geringem FK-Anteil gemangten Sachanlagepool Handel an effizienten Märkten Sehr gute Informationslage Wesentliche Beteiligung des 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidität: Bedingt durch niedrigen Streubesitzanteil relativ wenig fungible Anlage bei umsatzschwachen Märkten (Ausnahmen bilden die IVG-Holding AG sowie die WCM Beteiligungs- und Grundbesitzaktiengesellschaft, die sich aufgrund Ihrer Marktkapitalisierung und Liquidität am deutschen Aktienmarkt etabliert haben).

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	REIT	Immobilien AG
Erfolgsfaktoren	<p>Managements</p> <ul style="list-style-type: none"> • Performance Steuerbefreiung der Gesellschaft privilegiert REITs gegenüber anderen US-AGs • Risikodiversifizierung Hedgingbestandteil für gemischte Portfolios aufgrund niedriger Korrelation mit Kapitalmarktzinsen • Kapitalmarktzugang optimiert Kapitalbeschaffung und –kosten • Größe ermöglicht 1. Beteiligungen institutioneller sowie 2. Schaffung einer eigenen Währung 	<ul style="list-style-type: none"> • Sicherheit: Aufgrund häufig (bekannte Ausnahmen: WCM, HBAG, BIAG) fehlender wesentlicher Managementbeteiligung an der Gesellschaft und geringerer Markttransparenz verbesserungsfähig. Zu kleine Börsenkapitalisierung, geringer Streubesitz und ineffiziente Regionalbörsen verursachen i.d.R. hohe Kursunsicherheit. • Performance: Keinerlei komparative Vorteile gegenüber anderen AGs. Im Gegenteil höheres Risiko bei geringerer Ertragserwartung infolge konzeptioneller Fehler und nicht immer ausreichend qualifiziertem Management.
Marktkapitalisierung / Liquidität	<ul style="list-style-type: none"> • Starker Anstieg auf über US\$ 145 Mrd. im Mai 1999 • Signifikanter Rückgang der Mortgage REITs • Vervielfachung des täglichen Handelsvolumens 	<ul style="list-style-type: none"> • Im DIMAX repräsentierte AGs haben eine Marktkapitalisierung von nur ca. DM 23,7 Mrd. (in Großbritannien beträgt der Vergleichswert rund 67Mrd. DM, in Frankreich rund 25 Mrd. DM und selbst in den Niederlanden sind es 16 Mrd. DM). DIMAX selbst nicht aussagefähig und als Benchmark ungeeignet. • Nur sehr geringe Umsätze
Typisierung	<ul style="list-style-type: none"> • Unterscheidung nach Art der Investoren-Position in <ol style="list-style-type: none"> 1. Equity REITs 2. Mortgage REITs 3. Hybrid REITs 	<ul style="list-style-type: none"> • Keine Typisierung praktiziert • Möglich wäre eine Einteilung in echte bzw. unechte Immobilien AGs: während die „echten“ Immobilien AGs sich zu 100 % auf den Immobilienbereich konzentrieren, betätigen sich die „unechten“ Immobilien AGs auch auf anderen Geschäftsfeldern.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	REIT	Immobilien AG
Sektoren / Geschäftsfelder / Zielregionen	<ul style="list-style-type: none"> • Dominanz von vier Nutzungsarten/Sektoren im Gesamtmarkt: Einzelhandel, Gewerbe, Büro und Wohnen • Konzentration der Unternehmen im wesentlichen auf Kernsektoren und Wachstumsregionen • Zusätzliche Geschäftsfelder und Development werden i.d.R. über Beteiligungen abgewickelt 	<ul style="list-style-type: none"> • Differenzierung des Gesamtmarktes beschränkt sich auf Nutzungsarten Wohnen und Gewerbe • In der Regel keine eindeutige Struktur bei Festlegung auf Nutzungsarten, Geschäftsfelder oder Zielregionen (bei einigen Immobilien AGs ist erst neuerdings eine Konzentration auf z.B. Großstädte, Zentraleuropa oder aber auf den rein gewerblichen Bereich festzustellen).
Bilanzstruktur	<ul style="list-style-type: none"> • Für die Gesamtbranche gilt: Starker Anstieg der direkten Equity-Investments, entsprechend dem Rückgang der Mortgage-Engagements, sowie eine üppige Eigenmittelausstattung. • Für die Großen der Branche gilt: <ol style="list-style-type: none"> 1. Bis auf eine Ausnahme sämtlich Equity REITs 2. Sehr hoher Bilanzanteil Real Estate 3. Unverändert hohe Wachstumsraten 4. Eigenkapitalquote deutlich über dem Branchendurchschnitt 	<ul style="list-style-type: none"> • Für die Gesamtbranche wie auch für die größten Gesellschaften gilt: <ul style="list-style-type: none"> – Niedrige Bilanzanteile des Immobilienvermögens – Geringes Wachstum oder sogar Rückgang der Immobilienwerte – Starke Unterschiede bei der Eigenkapitalausstattung – hohe Schwankung bei der erzielten EK-Rendite
Eigentümerstruktur	<ul style="list-style-type: none"> • Anteile Privater (47%) und Institutioneller (53%) halten sich nahezu die Waage • Großer Free Float bedingt durch US-Börsenzulassung und REIT-Bedingungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Niedriger Streubesitzanteil bei den meisten AGs • Zumeist in Konzerne eingebunden • So gut wie keine Institutionellen bei echten Publikums AGs
Wettbewerbsstrukturen	<ul style="list-style-type: none"> • Hohe Wachstumsraten unter den größten Companies durch anhaltende Fusionswelle 	<ul style="list-style-type: none"> • Bislang keine erhöhten Konzentrationstendenzen feststellbar (Ausnahme bildet die geplante Fusion zwischen WCM/RSE und die übrigen Beteiligungsaktivitäten der WCM bei IVG, HBAG).
Streubesitz	<ul style="list-style-type: none"> • USA-typisch und durch Börsenzulassungs- wie auch REIT-Normen bedingt hoch 	<ul style="list-style-type: none"> • Insgesamt im Durchschnitt niedrig, jedoch mit einer großen Schwankungsbreite in Abhängigkeit von der Entstehungsgeschichte

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	REIT	Immobilien AG
Finanzierung	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher Eigenkapitalanteil • Starke Beanspruchung der Börse durch Emissionen • Bessere Finanzierungsbedingungen als konkurrierende Immobilienanlageformen 	<ul style="list-style-type: none"> • Sehr unterschiedliche Eigenkapitalanteile • Wenige Neuemissionen und Kapitalerhöhungen
Organisation	<ul style="list-style-type: none"> • Eindeutige Geschäftsfeldorientierung: Kerngeschäftsfelder werden mit Service- und Developmentbereichen ergänzt, die häufig über Beteiligungen gehalten werden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Geschäftsfeldorganisation ist auch in Deutschland vorzufinden, häufig jedoch eingebettet in Mischkonzerne.
Anforderungen an das Management	<ul style="list-style-type: none"> • Es werden – vor allem von Analytenseite – sehr hohe Anforderungen an die Erfahrungen und die Kompetenzen der Executives in folgenden Bereichen gestellt: <ul style="list-style-type: none"> – Führung – Strategie – Research – Akquisition und Due Dilligence – Assetmanagement – Dienstleistungen rund um die Immobilie – Development – Capital Markets (Normierte Ausschüttungsmindesthöhe und daher geringe Innenfinanzierungskraft setzt Management unter enormen Performedruck) • Diese Kompetenzen werden in den meisten Fällen unmittelbar vorgehalten, im Fall von outgesourcten Geschäftsfeldern stehen sie in Beteiligungen oder über Joint Ventures zur Verfügung. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vom Grundsatz her ist das Management der deutschen Gesellschaften analog den REIT-Verhältnissen zu beurteilen; aufgrund geringerer Beanspruchung des Kapitalmarktes jedoch marktseitig noch nicht so gefordert • Investor Relations-Bemühungen und Kapitalmarktbetreuung befinden sich insgesamt noch in einem Anfangsstadium. Die an der Börse „wirklich“ gehandelten Immobilien AGs zeichnen sich inzwischen auch durch ein aktives und intensives Investor Relations Management aus, darüber hinaus wird auch die Bestimmung des Net-Asset-value anhand von Verkehrswerten (im Gegensatz zum bisher verfolgten Buchwertanzstz) von einigen Immobilien AGs verfolgt.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Kriterium	REIT	Immobilien AG
Dividendenpolitik	<ul style="list-style-type: none"> REIT-Status verlangt sehr hohen Ausschüttungsanteil (95%) des Jahresergebnisses 	<ul style="list-style-type: none"> Keinerlei Normierung der Ausschüttungshöhe Praktizierte Dividendenpolitik ähnelt derjenigen der meisten deutschen AGs: Orientierung an Kontinuität (Ausnahme bildet die IVG die sich bedingt am Geschäftsergebnis orientiert und Ihre Rendite in den letzten 10 Jahren kontinuierlich erhöhte).
Dividendenrenditen	<ul style="list-style-type: none"> Die höchsten Dividendenrenditen werden derzeit in den Bereichen Specialty, Retail, Hotel und Health Care erzielt 	<ul style="list-style-type: none"> Die Dividendenrenditen liegen unter denjenigen für die REITs Ein Zusammenhang zwischen Geschäftstätigkeit und Höhe der Dividende läßt sich für die Immobilien AGs nicht erkennen.
Performance und Risiko	<ul style="list-style-type: none"> Equity REITs outperformten im Risk/Return bis 1997 sowohl alle anderen REITs als auch den S&P 500 Die besten Total Returns der letzten Monate weisen die wieder genesenden Sektoren Büro, Apartments und MBS auf 	<ul style="list-style-type: none"> DIMAX wird von DAX und S&P 500 als auch von Equity REITs in Risk/Return outperformt. Seit Beginn 1988 konnte sich der DIMAX aufgrund von Sonderbewegungen der Schwergewichte WCM und IVG besser als der DAX entwickeln. <p>Anmerkung <i>DIMAX ist als Branchenindex völlig ungeeignet (s.o.)</i></p>

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Die Abbildungen 34 und 35 zeigen, daß Anlagen weder im DIMAX noch im DAX international wettbewerbsfähig sind. Die Überwindung dieses Zustands des Underperforming deutscher Kapitalanlagen muß als Herausforderung begriffen werden.

Abb. 54: *DIMAX und Equity REITs zu DAX und S&P500 (Indexdarstellung)*

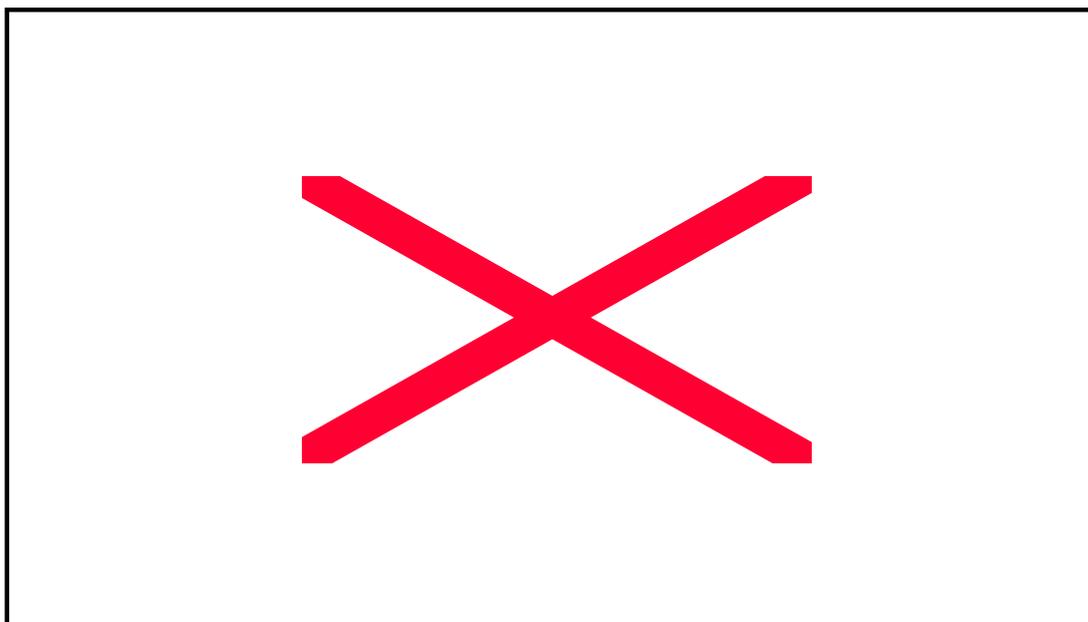
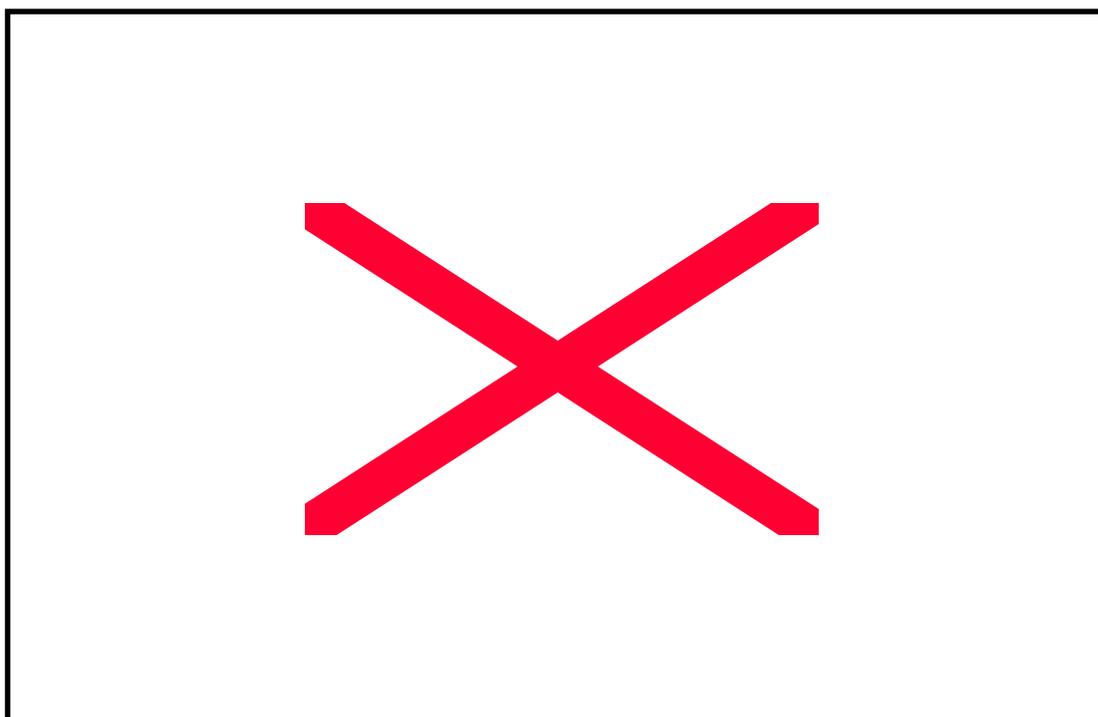


Abb. 55: *DIMAX und Equity REITs im Risk- / Return-Portfolio 1989-97*



5 Strategie EUREIT

5.1 Ausgangslage

Die deutsche Immobilienwirtschaft muß sich erhöhten Anforderungen an künftige Risk-Return Strukturen von Immobilieninvestitionen stellen. Die durch die EWU bereits erkennbar entstehende weitgehende Renditekonvergenz bei Immobiliendirektanlagen zwischen den Mitgliedstaaten sowie eine erhöhte Markttransparenz werden zu einem verstärkten Wettbewerb der Immobiliendirektanlagen mit anderen Anlagen an den europäischen Kapitalmärkten führen. Die Immobilien AG muß sich dabei auf dem internationalen Kapitalmarkt doppelt behaupten - als Investor und als Emittent. Der absehbare Wegfall des deutschen Steuerprivilegs sowie die Internationalisierung der Immobiliendirektinvestments und Aktienanlagestrategien der Investoren schaffen eine ideale Ausgangslage für die Bildung eines deutschen bzw. europäischen REITs (nachfolgend kurz "EUREIT" genannt).

Wie die bisherige Analyse gezeigt hat, sind nicht sämtliche Faktoren, die den amerikanischen REIT in den USA überaus erfolgreich gemacht haben, auf Deutschland bzw. Europa übertragbar. Für die Entwicklung einer Erfolgsstory des EUREIT müssen die Erfolgsfaktoren aus den USA und Deutschland gemeinsam optimiert werden und eine Einordnung in die spezifischen Gegebenheiten des europäischen Marktes erfolgen, um maximalen Nutzen für Management und Anteilseigner zu erreichen. Dabei können die jeweiligen Vorteile eines EUREIT bei der Gestaltung und Nutzung für unterschiedliche Zielgruppen von unterschiedlicher Priorität sein.

Ein Großteil des Erfolgs der REITs in den USA ist auf das optimale Zusammenwirken mehrerer Faktoren zurückzuführen:

1. Kapitalmarkt- und Immobilienmarktentwicklung seit Anfang der 90er Jahre,
2. Wechselwirkung zwischen statutarisch bedingten Unternehmensstrukturen und US-Steuerprivileg und
3. Managementqualitäten und -techniken.

Im folgenden gehen wir auf diese Faktoren näher ein und stellen die sich daraus ergebenden Möglichkeiten und Chancen des EUREIT dar.

5.2 Kapitalmarkt

Die Mindestausschüttungsverpflichtung für US-REITs in Höhe von mindestens 95% des Jahresergebnisses beschränkt die Innenfinanzierungsmöglichkeiten der Gesellschaft drastisch. Mittel für neue Akquisitionen und weiteres Unternehmenswachstum müssen daher im wesentlichen über den Kapitalmarkt beschafft werden. Die Performance des S&P 500 seit 1992 (durchschnittlich 15% Total Return)¹ hat dafür sehr günstige Bedingungen geschaffen. Hierdurch wurden die US-REITs in die Lage versetzt, über eine erleichterte Eigenkapitalbeschaffung flexibel und schnell

¹ Geomittel

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

auch bei großen Investitionsentscheidungen zu reagieren. Die vorhandene Liquidität und die Reaktionsfähigkeit haben sich positiv auf die Verhandlungspositionen, speziell in der Einkaufsphase und damit auf die Performance ausgewirkt:

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

- Weniger Wettbewerber
- Günstigere Einstandspreise
- Größere Unabhängigkeit von Banken und damit schnellere Reaktionsgeschwindigkeit

Der Kapitalmarktzugang ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor und Wettbewerbsvorteil auch für den EUREIT. Dieser bedingt jedoch die Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG). Im Vergleich zu anderen gesellschaftsrechtlichen Konstruktionen war diese Rechtsform in der Vergangenheit für Immobilienanlagen vor dem Hintergrund der steuerlichen Förderungspolitik für Immobilieninvestitionen nicht unbedingt geeignet. Die deutsche Steuergesetzgebung hat sich jedoch von der einseitigen Förderung von Immobilieneigentum für Privatpersonen (möglicher Ausgleich von (Buch-)verlusten, keine Wertzuwachsbesteuerung) abgewandt und die grundsätzliche steuerliche Förderung von Immobilien für alle Investoren auf ein Minimum reduziert. Damit treten die Immobilie und deren professionelles Management wieder mehr in den Vordergrund.

Wer die Vorteile einer effizienten Bewertung durch die Börse und deren hohen Liquidität für Immobilienanlagen in Anspruch nehmen will, setzt voraus, daß ein entsprechender Markt für dieses Börsensegment existiert. Das bisher in Deutschland existierende Segment „Immobilien“ und dessen Bewertung durch den Markt reicht dafür nicht aus. Die nicht optimale Betriebsgröße der meisten Gesellschaften, die Investitionsstruktur (Asset Allocation), der geringe Streuungsgrad und das kleine tägliche Handelsvolumen der Anteile gewährleisten keine ausreichende und nachhaltige Performance. Wie die Emissionswelle in den USA gezeigt hat, sind kleine AGs nur für ein Übergangsstadium wettbewerbsfähig. Wichtig für den Erfolg sind Größe und Marktanteil (Marktmacht). Um entsprechende Größenordnungen in Deutschland realisieren zu können, muß dieses Börsensegment aktiv entwickelt werden. Dazu ist es notwendig, den potentiellen Investorengruppen wie auch der breiten Masse der Privatanleger die Vorteile der Immobilienaktie transparent zu machen. Je nach Interessenschwerpunkt haben an der Börse gehandelte Immobilienaktien folgende Vorteile:

1. Die Kursentwicklung der Aktie wird bestimmt durch Angebot und Nachfrage und liegt damit in der Beurteilung der Potentiale durch die Investoren (laufende Bewertung von Unternehmenspolitik und Geschäftsführung)
2. Fungibilität der Anteile
3. Geringe Vertriebsgebühren (Transaktionskosten) für Anleger (institutionell und privat)
4. Nachhaltiger Renditedruck auf AG (insbesondere durch Analysten)
5. Breites Anlegerpotential sowohl im Inland als auch im Ausland
6. Eignung für Altersvorsorge (Immobilie inflationsausgleichendes Element), insbesondere auch im Sinne des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes
7. Verbesserte Fusionsmöglichkeiten und Attraktivität für Partner: eigene Währung
8. Erhöhte Unternehmenstransparenz, Investor Relations

Die Bewertung durch den Kapitalmarkt bietet somit sehr viele Chancen, birgt aber auch Risiken. Je nachdem, in welchem Stadium sich das für eine Immobilienaktiengesellschaft in Frage kommende Unternehmen befindet (derzeitige Rechtsform, Anzahl Anteilseigner – Streuung der Anteile, Größe, Tätigkeitsschwerpunkte etc.) muß für jede Gesellschaft eine individuelle Lösung der unternehmerischen Zukunft erarbeitet werden. Jeder einzelne Schritt, der richtige Zeitpunkt und die Reihenfolge sowie geeignete Partner zur Durchführung sind wichtig für den Gesamterfolg. Als wesentliche Aufgaben für eine Going-Public-Strategie sehen wir:

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

1. Klare Unternehmensstrategie (und die Fähigkeit, diese umzusetzen)
2. Erarbeitung eines unabhängigen Börsen- und Kapitalmarktkonzeptes
3. Prüfung der Börsenreife und Bewertung
4. Festlegung der Einzelschritte an die Börse
5. Steueroptimierung des IPO - Konzeptes
6. Rechtliche Strukturierung
7. Börsenzulassungs- und Einführungsverfahren mit Preisbildung

Der Börsengang ist dabei nicht als Ausstiegsstrategie sondern als Kapitalquelle und Motor für unternehmerische Expansion anzusehen. Die vielseitige Einsetzbarkeit des EUREIT ist eine wichtige Erfolgskomponente. Je nach Nutzungsorientierung des Investors / der Zielgruppe kann ein EUREIT unterschiedlich strukturiert und eingesetzt werden:

Marktteilnehmer	Nutzen
Universal-, Immobilien- und Investmentbanken	<ul style="list-style-type: none"> • Abrundung der jeweiligen Strategie rund um die Immobilie • Erschließung neuer Investmentmärkte • Sehr interessantes Produkt für alle Privatanlegergruppen • Als Mortgage REIT sinnvolles Instrument für Workouts; ggf. bessere Alternative als Mortgage Backed Securities (MBS) • Ablöse für Offene Fonds als „Equity REIT“ zur Entpflichtung von der Anteilrücknahme durch Depotbank und zur Ausweitung der Vertriebsgebiete von Deutschland und Schweiz auf globale Kapitalmärkte
Versicherungen und Pensionsfonds	<ul style="list-style-type: none"> • Ergänzung des Kapitalanlagespektrums • Umwandlungsprodukt für eigene illiquide Immobilienanlagen • Ergänzungs-Produkt für Altersvorsorgekonzepte im Rahmen des 3. Finanzmarktförderungsgesetzes
Kapitalanlagegesellschaften und Fondsinitiatoren	<ul style="list-style-type: none"> • Erweiterung des Gesamtportfolios • Wettbewerbs- und Alternativprodukt zum Offenen Immobilienfonds • Ablöse-Produkt des Offenen Immobilienfonds als Equity-REIT (s.o.)
Öffentliche Hand und Private Immobilienunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> • Privatisierungs- und Fusions-Vehikel • Zugang zu den Kapitalmärkten zur EK-Beschaffung • Finanzierung von Unternehmens-Nachfolgestrategien • Exit und Fusionsvehikel für geschlossene Fonds
Industrie und Dienstleistungsunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> • Als Alternative oder Ergänzung zu Corporate Real Estate-Strategien (Endphase) • Verhinderung von hostile takeovers durch eigene (teilweise) Liquidierung und Bewertung stiller Reserven und Erhöhung des Shareholder Value

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Marktteilnehmer	Nutzen
weiter Industrie und Dienstleistungsunternehmen	<ul style="list-style-type: none"> • Auswirkung der Marktbewertung auch auf nicht im Freefloat befindlichen Anteile (z.B. bei Bilanzierung des Anteils bei der Muttergesellschaft) und Erhöhung deren Shareholder Value .
Börsen- und Kapitalmarktteilnehmer	<ul style="list-style-type: none"> • Ermöglichung der Derivate-Bildung und Schaffung eines sich aus Börsenhandelsergebnissen ergebenden Immobilienindex

5.3 Immobilienmarkt

Der Anstieg der Marktkapitalisierung der US-REITs verläuft nahezu parallel mit der Entwicklung der Immobilienwerte. Nach dem Immobiliencrash Anfang der 90er Jahre in den USA haben sich Preise und damit Immobilienrenditen überdurchschnittlich positiv entwickelt. Dieser Kompetenznachweis (Performance) hat sich wiederum positiv auf die Aktienbewertung und damit den Eigenmittelzufluß für die Gesellschaften ausgewirkt, was wiederum die Einkaufsmacht, größere Volumina und damit eine Streuung des Risikos ermöglicht hat.

Gleichzeitig hat eine klare strategische Ausrichtung der REITs zur Schaffung von relativen Wettbewerbsvorteilen gegenüber anderen Immobilienanlageformen geführt und damit zum Erfolg in globalen Märkten. Wie die Analyse gezeigt hat, spezialisieren und konzentrieren sich die einzelnen US-REITs auf Segmente und Märkte, in denen sie eindeutige Kernkompetenzen besitzen. Diese können entweder im Produkt liegen (z.B. Hotels, Shopping Malls), die in nationalen und internationalen Märkten realisiert werden, oder in der Marktcompetenz (zumeist national oder auf Bundesstaatenebene), die dazu genutzt wird, diesen Markt mit geeigneten und benötigten Produkten zu versorgen bzw. dort zu investieren.

Überträgt man die sich für den US-REIT ergeben Chancen Anfang der 90er Jahre auf Deutschland und Europa Ende der 90er Jahre, so bietet ein derzeit noch niedrig bewerteter deutscher und (bis auf UK und Benelux) europäischer Immobilienmarkt eine gute Basis für Investitionen und Renditechancen. Gleichzeitig befinden sich die derzeitigen Aktienbewertungen auf einem sehr hohen Niveau, d.h. die im Markt vorhandene hohe Liquidität sucht nach geeigneten alternative Anlagemöglichkeiten. Diese Rahmenbedingungen bilden ideale Voraussetzungen für den EUREIT.

Die hohen Renditeanforderungen des Marktes erfordern eine klare Produkt- und / oder Marktfokussierung und die adäquate Finanzierung der Investitionen in Abhängigkeit von der Asset Allocation. Weiterhin sollten die Kernkompetenzen Module beinhalten, die zur Wahrnehmung von Marktarbitragen geeignet sind.

Die Asset Allocation und Dienstleistungsstruktur eines erfolgreichen EUREIT muß um Kernkompetenzen herum aufgebaut werden und sollte unter Risk-Return-Gesichtspunkten eine wettbewerbsfähige Eigenkapitalrendite erwirtschaften, sowie Platz für strategische Beteiligungen lassen.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Dienstleistungs- und Produkt-segmente / SGFs	Risikospannweiten (%)	Nötige EK-Renditen nach Steuern (%)
Gewerbeimmobilien	7 - 20	9 - 15
Wohnimmobilien	3 - 12	7 - 12
Development	10 - 35	20 - 35
Immobilienvertrieb	10 - 35	25 - 40
Strat. Beteiligungen	10 - 30	10 - 40
Gesamtstruktur	8 - 20	15 - 20

Quelle: Eigene Recherchen und Darstellung W&P

Um diese Renditen erwirtschaften zu können, ist eine nach nationalen und internationalen Standorten differenzierte Investitionspolitik notwendig, wo Arbitragen mit kalkuliertem Risiko im Rahmen einer internationalen Portfolio-Politik erzielbar sind. Eine solche Investmentpolitik unterstellt in der Regel Markttransparenz. Die ist bei den Immobilienmärkten zunehmend mehr, aber noch lange nicht ausreichend gegeben.

Für die Auswahl des geeigneten Marktes / Standortes aus strategischer Sicht, spielen u.a. neben dem Stand der gesamtwirtschaftlichen Konjunktur, die Marktgröße und Marktliquidität eine erhebliche Rolle. Beispielsweise machen in Europa Märkte wie Deutschland, Großbritannien, Frankreich und Italien ca. 80% des europäischen Immobilienmarktvolumens aus.

Abb. 56: Vergleich ausgewählter europäischer Immobilienmärkte

Land (Anteil am europ. Transaktionsvol. in %)	Segmentierung	Dispersität	Liquidität
Deutschland (ca. 35%)	<ul style="list-style-type: none"> 15 Großräume vereinen ca. 1/3 des Marktes Kein Großraum hat mehr als 4,5% Marktanteil Ca. 80 Mittelstädte über 100.000 EW haben ein weiteres 1/3 Marktanteil Das restliche Drittel verteilt sich auf das flache Land 	sehr hoch	<ul style="list-style-type: none"> hoch in Großräumen ausreichend in Mittelstädten gering im flachen Land
Großbritannien (ca. 17%)	<ul style="list-style-type: none"> 45% Großraum London 35% Industrieregion Mittelengland 10% Schottland 10% übriges Großbritannien 	relativ gering	<ul style="list-style-type: none"> nur in London sehr hoch mittel bis gering in Mittelengland gering im Rest
Frankreich (ca. 17%)	<ul style="list-style-type: none"> 50% des Marktes sind im Großraum Paris vereint 15% Côte d'Azur 20% Regionen Bordeaux, Lille, Lyon, Straßburg, Toulouse 	sehr gering	<ul style="list-style-type: none"> nur in Paris sehr hoch gering bis gar nicht im Rest

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

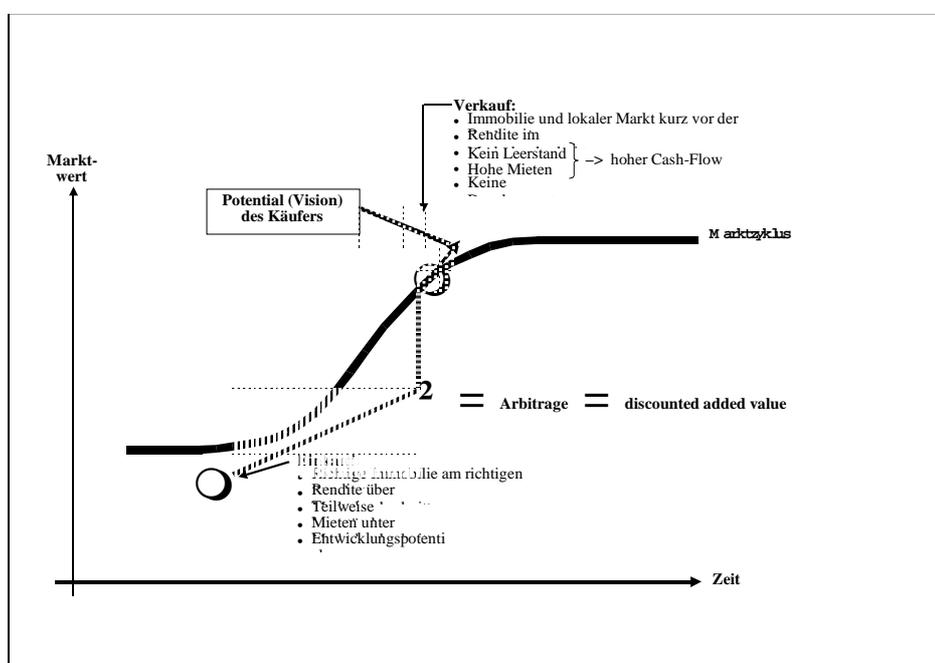
Land (Anteil am europ. Transaktionsvol. in %)	Segmentierung	Dispersität	Liquidität
Italien (ca. 15%)	<ul style="list-style-type: none"> • 15% im flachen Land • 15% Mailand, Rom • 60% in 30 Großstädten • 25% in Klein- und Mittelstädten 	hoch	<ul style="list-style-type: none"> • mittel in Rom und Mailand • in Großstädten gering • quasi keine im Rest

Quelle: Research W&P, Zahlen für 1996

Der professionelle Investor braucht sich im großen Europa letztlich nur auf ca. 25 Großräume zu konzentrieren, um zwei wichtige (nicht die ausschließlichen!) Investmentkriterien Marktdispersität und Marktliquidität erfüllt zu sehen.

Wie Marktanalysen in den wichtigsten europäischen Großräumen gezeigt haben, unterliegen diese nach Zeitpunkt, Nutzungsart, Dauer und Ausprägung unterschiedlichen und differenziert zu betrachtenden Zyklen. Auf Basis eines strukturierten europaweiten Researches muß das Management in der Lage sein, diese zu erkennen und durch einen gezielten Einkauf von Immobilien am Zyklustiefpunkt und einem Verkauf nahe dem Höchstpreis (der Käufer benötigt noch Wertsteigerungsvision) Arbitragegewinne zu erzielen.

Abb. 57: Arbitragetechnik



Quelle: Eigene Darstellung W&P

Eine differenzierte und an Wertsteigerungspotentialen ausgerichtete Strategie, die in wettbewerbsfähige und vermarktbarere Immobilien (variable und funktionelle Nutzungskonzepte) investiert, bildet die Voraussetzung für eine nachhaltige Performance. Produkte, die diesen Anforderungen an Rendite und Liquidität nicht gerecht werden können, können in dieser Asset Allocation eine nur sehr untergeordnete Rolle spielen.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Gerade die Anwendung von klassischen Portfolio- und Arbitragetechniken kann einen EUREIT in eine relativ oder auch absolut bessere Wettbewerbssituation im Vergleich zum US-REIT versetzen, weil letzterer nur 5% seiner Erträge aus Portfoliomanagement generieren darf und deshalb von der Ausschüttung lebt. Dagegen kann sich ein EUREIT über klassische Performance mit wenig Ausschüttung profilieren.

5.4 Finanzierungsstrukturen

Kennzeichnend für den US-REIT ist eine risikoadäquate und den Möglichkeiten des Kapitalmarktes angepaßte Finanzierungsstruktur für Projekte und die im Bestand befindlichen Immobilien. Neben Produkt- und Marktcompetenz hat die strategie- und geschäftsfeldadäquate Finanzierung der Investitionen bzw. des Portfolios einen wesentlichen Einfluß auf die erzielbare Eigenkapitalrendite. Kompetenz in Corporate Finance ist also ein weiteres wesentliches Erfolgskriterium auch für den EUREIT.

Geschäftsfeld	bisher nötige EK-Spanne typisch deutsche Immobiliengesellschaft (in %)	nötige EK-Spannen für wettbewerbsfähigen EUREIT (in %)
Gewerbeimmobilien	25 - 40	40 - 100
Wohnimmobilien	30 - 40	35 - 100
Development	10 - 20	20 - 50
Immobilienvertrieb	10 - 15	20 - 35

Quelle: Research W&P 1996-1999

Diese Erfordernisse können durch klassische Techniken des Corporate-Finance wie ABS, Mezzanine Finance, Bonds, Mischkonzepte etc. in Zusammenarbeit mit Investmentbankern oder Investmentberatern gesellschaftsspezifisch optimiert werden. Steuerliche Fragen und die richtige Mischung aus Eigenkapital und Fremdkapital mit strategischen und Finanzinvestoren spielen eine entscheidende Rolle.

5.5 Unternehmensstruktur

Die Investition in US-REITs ist für die amerikanischen Anleger aufgrund der Befreiung der Gesellschaft von Ertragsteuern und damit dem Wegfall der Doppelbesteuerung des Aktionärs von Aktiengewinnen interessant. Diese Steuerbefreiung ist an gewisse Voraussetzungen geknüpft, deren Erfüllung wesentliche Auswirkungen auf die Unternehmensstruktur (Strategie, Bilanz, Ergebnis) und die Tätigkeitsfelder der US-REIT hat. Dem US-REIT ist es aufgrund seines Status (noch) nicht erlaubt, umfassende Dienstleistungen für seine Immobilien zu erbringen. Diese müssen von Drittfirmen eingekauft werden. Die REITs besitzen somit ein Netzwerk von Partnern vor Ort, mit denen sie kooperieren.

Diese Restriktionen treffen in dieser Form nicht auf die deutsche AG zu. Aufgrund des im Körperschaftsteuergesetz verankerten Anrechnungsverfahrens kommt es in Deutschland zu keiner Doppelbesteuerung des Aktionärs. Die erhöhte Steuerbelastung nach deutschem Steuerrecht ist auf die Gewerbesteuer zurückzuführen. Wie die Analyse gezeigt hat, ist unter bestimmten Voraussetzungen eine Vermeidung der Gewerbesteuer möglich. Um die vom Kapitalmarkt geforder-

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

ten Renditen erwirtschaften zu können, ist diese Beschränkung auf reine Bestandsverwaltung jedoch nicht ausreichend.

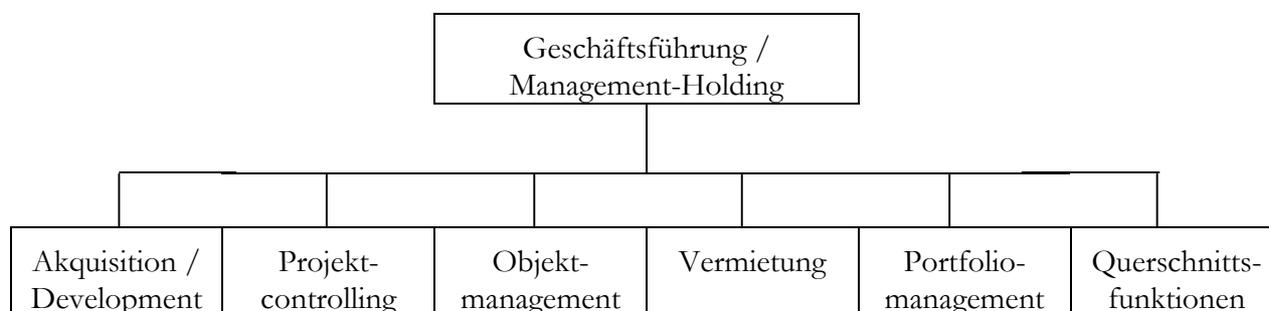
Im Mittelpunkt einer aktiven und professionellen Immobiliengesellschaft muß die optimale Geschäftsstruktur (Produkte, Märkte, Dienstleistungen) und die davon abgeleitete Organisation stehen. Um den Cash-flow- und Renditeanforderungen gerecht zu werden, sollte ein klassischer EUREIT Erträge aus der Bewirtschaftung von Bestandsimmobilien, aus realisierten Arbitragen durch Development und Portfoliomanagement und, soweit notwendig, aus Dienstleistungen für Dritte (Beratung, Facility- und Portfoliomanagement für Dritte) erzielen.

Die AG unterliegt keinen Restriktionen hinsichtlich weiterer, mit der Immobilie im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen. Inwieweit der EUREIT Leistungen selbst erbringt, oder outsourct bzw. mit Verbundgesellschaften zusammenarbeitet, hängt ausschließlich von den vorhandenen Kernkompetenzen, von optimalen Betriebsgrößen, Ertrags- und Kosteneffizienz sowie der Unternehmenspolitik ab. Eine breite Leistungspalette gewährleistet jedoch eine größere Partizipation an der gesamten Wertschöpfungskette rund um die Immobilie, allerdings mit dem Risiko, sich in der Mittelmäßigkeit und in zu hohen Managementkosten zu verlieren.

Neben den klassischen Dienstleistungsgeschäftsfeldern rund um die Immobilie kann es für einen EUREIT interessant sein, seine Immobilienkompetenz (insbesondere das Development) für den Workout-Bereich der Immobilienbanken einzusetzen. Über die Ablösung zu einem angemessenen Kaufpreis (z.B. Anbieterspreis bei Zwangsversteigerung) besteht für die Bank somit die Möglichkeit, kunden- und damit imageschädigende notwendige Maßnahmen durch Dritte durchführen zu lassen und gleichzeitig ihr Eigenkapital zu entlasten, ihr Rating und ihren Cash-Flow zu verbessern.

Um die unterschiedlichen Fach- und Dienstleistungsbereiche zielorientiert und flexibel zu gestalten, sind klare und transparente Organisationsstrukturen notwendig. Diese werden am besten durch eine an der Wertschöpfungskette der Immobilien entwickelte strategische Geschäftsfeld-Organisation abgedeckt. Die Geschäftsfelder werden ergebnisverantwortlich unter Risk-Return Gesichtspunkten geführt. Aus steuerlichen und Risiko-Gesichtspunkten kann es sinnvoll sein, diese strategischen Geschäftseinheiten in separate Gesellschaften auszugliedern, die von einer Holding gesteuert werden, die gleichzeitig Querschnittsfunktionen wie Controlling, Investor Relations, Interne Verwaltung (Rechnungswesen, Organisation, EDV etc.) übernimmt.

Abb. 58: Klassische Geschäftsfeldorganisation



5.6 Managementqualität und Systemeffizienz

Kooperationsnetzwerke mit Immobilienpartnern, die die gesamte Produktpalette rund um die Immobilie abdecken, sind einerseits aufgrund ihrer Tätigkeitsbeschränkung bei US-REITs notwendig, schaffen aber andererseits die Voraussetzungen für die starke unternehmerische Ausrichtung der Partner (entrepreneurs) und damit für Effizienz, Flexibilität und Wertschöpfung.

Die Managementkompetenz der REIT-Gesellschaften konzentriert sich auf die wesentlichen Erfolgsbereiche des US-REIT

- Transaktions- und Arbitrageorientierung (mittelfristiger Planungshorizont)
- Financial Engineering / Investor Relations

Der Geschäftsbereich bzw. das Denken in der Systematik des Portfoliomanagements ist weniger stark ausgeprägt, was hauptsächlich auf die rechtlichen Restriktionen des REITs zurückzuführen ist.

Durch die starke Kapitalmarkttransparenz und -orientierung spielen Investor Relations eine große Rolle, insbesondere die Betreuung und Versorgung der Anteilseigner / potentiellen Investoren mit regelmäßigen und ausführlichen Unternehmens-, Markt- und Wettbewerbsinformationen. Eine Angleichung an den amerikanischen Standard kann deutschen Unternehmen erhebliche Wettbewerbsvorteile bringen. Diesen Informationsanforderungen können die REITs nur aufgrund ihrer effizienten Verwaltungssysteme (Objektverwaltung, Controlling, Rechnungswesen) gerecht werden.

Die hohen Qualitätsanforderungen der Kapitalmärkte (insbesondere von Analystenseite) erfordern von der deutschen Immobilienindustrie einen grundlegenden Wandel der Unternehmens- und Managementkultur. Neben der Immobilienkompetenz in der AG sind die Kompetenzen im Corporate Finance und Börsenerfahrung von wesentlicher Bedeutung

Immobilienkompetenz

- Immobilienmarkt und -produkt im Einkauf, Verkauf und Development
- Produkt
- Vermietung (Erst- und Folge-)
- Objektmanagement
- Projektcontrolling (Planung, Durchführung, etc.)

Corporate Finance

- Investmentbanking, Börse
- Unternehmens- und Projektfinanzierung
- Investor-Relations

Die dringend notwendigen Fachkompetenzen für Immobilien und Finanzen müssen durch anerkannte Managementkompetenz unterlegt werden. Um eine effiziente und strategierorientierte Unternehmensführung zu gewährleisten sind wichtige DV-gestützte Instrumentarien für Research / Marktinformationen, Portfoliomanagement, Assetmanagement, Objektmanagement, Controlling, Rechnungswesen Voraussetzung.

Die erhöhten Publizitätsanforderungen gemäß Börsenzulassungsvoraussetzungen erfordern eine Professionalisierung der Publizitäts- und Informationspolitik des Unternehmens sowie eine Veränderung der Managementkultur zum „Immobilien-Investment-Manager / -Banker“.

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Abb. 59: Wesentliche Anforderungen von externen Investoren (Börse, Finanz- und strategische Investoren):

Unternehmensstrategie	Finanzen	Information (Investor-Relations)
<ul style="list-style-type: none"> • Klare strategische Ausrichtung • Schaffung einer breiten Managementbasis • Investition in wachsende Märkte, in denen Kernkompetenzen vorhanden ist • Ggf. Übernahme von Aufgaben für Dritte, sofern hierdurch ein Value Added entsteht • Verzicht auf SGFs²⁾ ohne Kernkompetenzen (Outsourcing oder Verkauf) • Führung einzelner SGFs durch Vorgabe von risikoadäquaten EK-Renditen • Aufbau eines Managementinformationssystems und von Investor Relations • Mitarbeiterbeteiligungs und Management-Anreizmodelle 	<ul style="list-style-type: none"> • Erzielung einer unter Risiko-Aspekten angemessenen EK-Rendite (RAROC)²⁾ • Wachstumspotential • Nutzung von Kostensenkungspotentialen • Generierung eines konstanten positiven Cash-Flows • Regelmäßige Dividendenausschüttung • Optimierung der Kapitalallokation • Schaffung von Flexibilität für Zusammenarbeit / Zusammenschluß mit externen Partnern in einzelnen SGFs 	<ul style="list-style-type: none"> • Schaffung von Transparenz ➔ Regelmäßige Berichterstattung über Geschäftsergebnisse, Strategie, Planungen • Ermittlung von EK-Renditen für einzelne SGFs • Zeitnahe Ermittlung von Quartals- und SGF-Ergebnissen • SGF-bezogene Planung

Quelle: Research and Darstellung W&P

¹ Risk adjusted return on capital

²⁾ Strategische Geschäftsfelder

5.7 Marktkapitalisierung

Um von den beschriebenen Vorteilen einer Bewertung der Unternehmensleistung durch den Markt profitieren zu können, ist es wichtig, die wesentlichen Einflußgrößen der Bewertung und die Auswirkungen auf die Marktkapitalisierung zu kennen. Die Bestimmung des Unternehmenswertes erfolgt in der Regel durch die Discounted-Cash-Flow Methode, d.h. in Abhängigkeit der in Zukunft nachhaltig zu erwartenden Erträge sowie eines zu bestimmenden Vervielfachers und Diskontierungsfaktors.

Klassische Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswertes einer bisher nicht börsen-gehandelten Gesellschaft:

1. Erstellung eines Geschäftsplans für die kommenden 4-6 Jahre in Abhängigkeit der Un-ternehmensstrategie
2. Ermittlung des Vervielfachers für den Terminal Value anhand der aktuellen Marktbewer-tung bzw. des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) des relevanten Börsensegments. Be-stimmung des KGV unter Berücksichtigung der Unternehmensgröße sowie des zu erwar-tenden Gewinn- und Branchenwachstums.
3. Ableitung des risikoadäquaten Diskontierungsfaktors über das Capital Asset Pricing Mo-del (CAPM). Die Bewertung des Unternehmensrisikos hängt im wesentlichen von der primären Geschäftsorientierung der Gesellschaft ab. Die Volatilität (im Vergleich zum Markt) eines Unternehmens mit überdurchschnittlichem Development-Anteil (hohes Ri-siko = hohes β , derzeit bei ca. 1,7 – 1,9¹ wird durch den Markt im Gegensatz zu Unter-nehmen mit Schwergewicht Bestandsverwaltung (β = ca. 1,2-1,3)¹⁾ unterschiedlich bewert-et.

5.8 Modell-Beispiele

Zur Darstellung der finanziellen Auswirkungen unterschiedlicher Tätigkeits-, Ertrags- und Finan-zierungsstrukturen haben wir für vier idealtypische Modellgesellschaften einen Geschäftsplan über fünf Jahre erstellt (Detailannahmen siehe Anhang) und die sich daraus ergebenden Kapital-marktbewertungen ermittelt. Wir gehen dabei von einer positiven Kapitalmarktentwicklung aus.

5.5.1 EUREIT als Bestandsgesellschaft mit gelegentlichen Developmentaktivi-täten

Dieses Modell beschreibt den Fall eines vorwiegend seine Bestände verwaltenden Unternehmens: Das Portfolio setzt sich zusammen aus ca. 40 - 50 im wesentlichen gewerbliche Objekte im Ge-samtvolumen von ca. 1 Mrd. Im Schnitt werden zusätzlich durchschnittlich alle 2 Jahre kleinere Developmentprojekte incl. Refurbishment durchgeführt.

Erträge fließen laufend aus Mieten und Objektmanagement sowie aus der Realisierung stiller Re-serven und dem Development.

(Die Entwicklung des Total Return wird unter 5.8.4 dargestellt.)

1) Kapitalmarktverhältnisse Mitte 1999

5.8.2 EUREIT als Bestands- und Developmentgesellschaft (inkl. Portfoliomanagement)

Diese Variante ist vorstellbar im Rahmen einer CRE-Strategie oder zum Management großer Immobilienbestände z.B. von Versicherungen, Pensionskassen, oder als Ersatz offener Immobilienfonds.

Neben einem vorwiegend aus gewerblichen Objekten bestehenden Portfolio der Größenordnung von insgesamt DM 800 Mio. werden Nach-Developments bzw. Refurbishments der Bestandsobjekte durchgeführt sowie das Development von ca. 5 - 6 Neuprojekten pro Jahr. Zusätzlich werden im Rahmen des Portfoliomanagements ca. 10% des Bestandes jährlich umgeschichtet.

Die Erträge werden erwirtschaftet aus Mieten und Objektmanagement, durch Realisierung stiller Reserven, aus dem Development sowie aus der Wertsteigerung im Rahmen des Portfoliomanagements.

(Die Entwicklung des Total Return wird unter 5.8.4 dargestellt.)

5.8.3 Banken-/ Workout EUREIT

Diese Variante ist denkbar als Bankenbeteiligung zum Development und zur Entsorgung von Non-Performing-Loans (Workouts).

Modelliert ist ein Bestand von DM 1 Mrd, der mit 70% des Verkehrswertes günstiger als bei Mortgage Backed Securities ersteigert wird; er setzt sich zusammen aus 40 - 50 schwerpunktmäßig gewerblichen Objekten, die je zur Hälfte halb und gar nicht entwickelt sind. Sämtliche Objekte werden innerhalb von 3 - 4 Jahren entwickelt und verkauft, wobei ein Ertragspotential von insgesamt 30% zugrunde gelegt wird; laufende Mieten und Einnahmen aus Objektmanagement werden mit 1% jährlich netto kalkuliert.

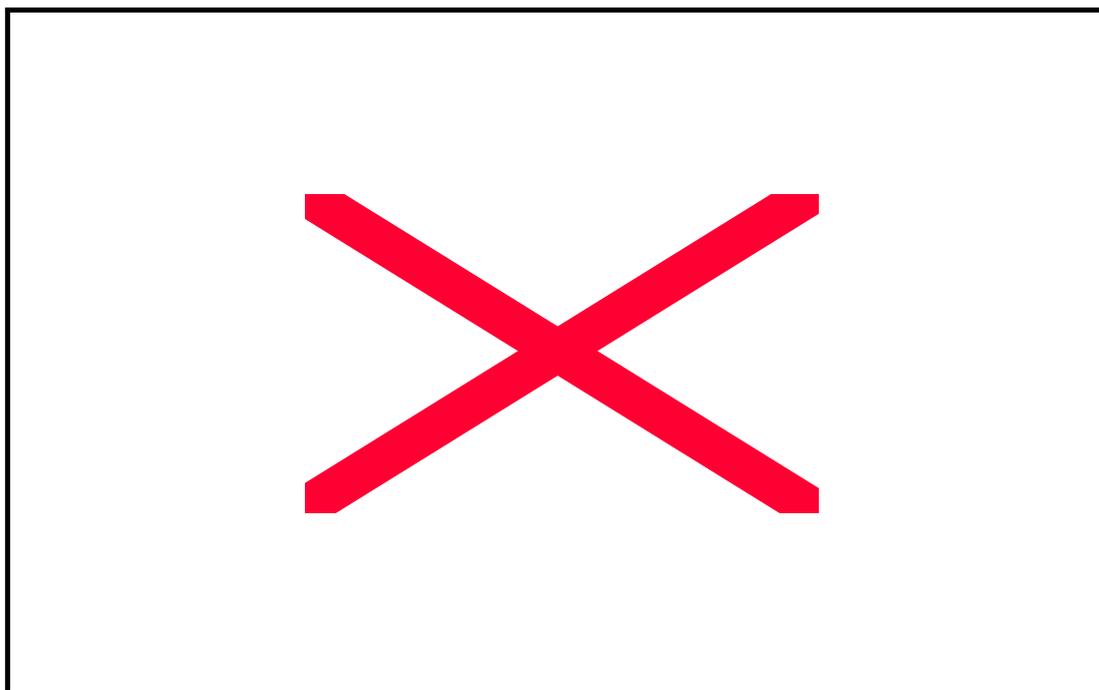
Für die Bank ist insbesondere vorteilhaft, daß sie das in Non-Performing-Loans blockierte Kapital wieder im Neugeschäft investieren kann.

(Die Entwicklung des Total Return wird unter 5.8.5 dargestellt.)

5.8.4 Total Return der Modellbeispiele 5.8.1 - 5.8.3

Die Beurteilung der Modellgesellschaften erfolgte durch Gegenüberstellung der jährlichen Return's die sich aus Dividendenrendite und Wertsteigerung des Eigenkapitals ergeben.

Abb. 60: *Entwicklung Total Return des Modell-EUREIT nach Tätigkeitsschwerpunkten*



Quelle: eigene Berechnungen und Darstellung

Wie aus der Grafik zu ersehen ist, erwirtschaftet die Gesellschaft B (5.8.2) mit den Tätigkeitsschwerpunkten Development und Portfoliomanagement die höchsten Renditen vor Steuern (ca. 16-18% p.a.). Aufgrund des in diesen Geschäftsfeldern erhöhten Risikos können überdurchschnittlich hohe Dividendenrenditen erzielt werden (ca. 13-16%), jedoch bewertet der Markt diese Erträge mit einem hohen Abschlag. Um das Risiko für die Gesellschaft zu streuen, kann es vorteilhaft sein, einen Finanzinvestor an der Gesellschaft zu beteiligen oder aber mit einem höheren Anteil an die Börse zu gehen (über 50%). Je nachdem, wie „fit“ die Gesellschaft ist, kann dies über ein Stufenkonzept erfolgen.

Die bei reiner Bestandstätigkeit (Gesellschaft A) geringeren Gesamtrenditen (ca. 9-13% p.a.) sind auf das geringe Risiko zurückzuführen. Solche Gesellschaften, die zumeist als Tochtergesellschaften im Rahmen eines Konzernverbundes gehalten werden, können über eine Börsenbewertung stille Reserven „aktivieren“, was sich wiederum über die Beteiligung auf den Shareholder Value der Muttergesellschaft auswirken kann.

Der EUREIT als Bankbeteiligung zum Zweck des Developments und der Entsorgung von Non-Performing-Loans (Gesellschaft C) erwirtschaftet im Modell die zweitbeste Gesamtrendite (ca. 12-16% p.a.). Dies ist vor dem Hintergrund der dringenden aber ruhigen Marktberreinigung und den Bilanzinteressen der betroffenen Bank zu sehen. Die Entlastung der Bankgrundsätze, die Zufuhr von „fresh money“ und die Möglichkeit, weniger problematisches und rentables Neugeschäft zu machen, stehen dabei bankseitig im Vordergrund. Unter diesen Voraussetzungen ist diese REIT-Konzeption vergleichbar deutlich effizienter als ein MBS für Workouts in Deutsch-

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

land, zumal der zyklisch maximale Preisverfall aufgrund der dispersen Marktstruktur um Größenordnungen geringer ist als der notwendige Preisabschlag für ein Workout-MBS. Die aufgrund des starken Developmentanteils hohe Dividendenrendite macht die Gesellschaft für einen Finanzinvestor interessant.

Bei den dargestellten Firmen handelt es sich um idealtypische Modellbeispiele, die nur in den Grundsatzstrukturen auf einzelne Unternehmen übertragbar sind. Die Erarbeitung und Umsetzung einer erfolgreichen Kapitalmarktstrategie erfordert individuelle und detaillierte Markt- und Unternehmensanalysen und muß die Interessen der Anteilseigner berücksichtigen. Alles in allem ist mit einer Projektdauer von mindestens einem Jahr zu rechnen.

5.8.5 Industrie EUREIT

Das Modellbeispiel zeigt die Möglichkeiten größerer Industrieunternehmen auf, sich hoch profitabel von ihren nicht betriebsnotwendigen Immobilienvermögen zu trennen: Modelliert wird der Verkauf der nicht betriebsnotwendigen Immobilien an eine bereits vorhandene 100%-ige Immobiliendienstleistungstochter zum Verkehrswert; letztere fungiert als Center of Competence Immobilien im Konzern mit folgenden Aufgaben: Corporate Real Estate Management der bei der Mutter verbleibenden betriebsnotwendigen Immobilien sowie Management der übernommenen ehemals nicht betriebsnotwendigen Immobilien. Die bei der Muttergesellschaft arbeitenden Mitarbeiter werden sämtlich von EUREIT übernommen. Die bestehenden stillen Reserven werden über einen Zeitraum von 10 Jahren linear aufgelöst. 30% des EUREITs werden an der Börse platziert; vom Veräußerungserlös werden 50% durch die Mutter im Rahmen einer Kapitalerhöhung zur EK-Unterlegung der vom EUREIT erworbenen ehemals nicht betriebsnotwendigen Immobilien wieder eingelegt.

Für die industrielle Muttergesellschaft ergeben sich durch die Umsetzung dieser Vorgehensweise erhebliche Vorteile:

1. Konzentration auf Kernkompetenzen,
2. Steigerung des Share-Holder-value, im einzelnen
 - Entlastung von Fremdfinanzierungszinsen für nicht betriebsnotwendige Immobilien,
 - Entlastung von immobilienbezogenem Personalaufwand,
 - Anlageerträge aus Buchgewinnveräußerung nicht betriebsnotwendiger Immobilien;
 - Anlageertrag aus Zuflußgeldern IPO des EUREIT sowie
 - erhöhte Beteiligungserträge EUREIT,
4. Verbesserter Schutz vor Übernahme (als direkte Folge der Steigerung des Unternehmenswertes)

Abschließend wird ein von den vorbeschriebenen Beispielen abweichendes (Sonder-)Beispiel beschrieben, das sich aktuell für zahlreiche Konzerne anbietet.¹

Ein Fallbeispiel für dieses Modell befindet sich im Anhang.

¹ beispielsweise VEBA

6 Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Entwicklung der jährlichen Marktkapitalisierung von US-REITs (absolut, in Mio US\$).....	7
Abb. 2:	Veränderungsrate der jährlichen Marktkapitalisierung der US-REITs (relativ, Veränderung zum Vorjahr in %).....	9
Abb. 3:	Verteilung der Marktkapitalisierung der REITs nach Investmenttypen.....	10
Abb. 4:	REIT-Typen nach Anzahl 1998.....	10
Abb. 5:	Verteilung der REITs nach Produkttypen/ Sektoren	11
Abb. 6:	Veränderung Produkttypenverteilung 1997/ 99	12
Abb. 7:	Produkttypen, geographischer Schwerpunkt und Lagen der zehn größten REITs.....	19
Abb. 8:	Jährliches Gesamtergebnis (Total Return).....	19
Abb. 9:	Risk-Return-Struktur US-RrEITs von 1972 - 1998.....	24
Abb. 10:	Risk-Return-Struktur US-REITs von 1972 - 1980.....	21
Abb. 11:	Risk-Return-Struktur US-REITs 1981 - 1990	25
Abb. 12:	Risk-Return-Struktur US-REITs 1991 - 1998	26
Abb. 13:	Entwicklung Sharpe-Ratio über Dekaden	27
Abb. 14:	jährliche Dividendenrenditen, Kapitalmarktzins und BIP.....	23
Abb. 15:	Performance nach Branchen/ Sektoren.....	24
Abb. 16:	Performance der Branchenbesten nach Dividendenrendite	25
Abb. 17:	Performance der Branchenbesten nach Total Return (1 Jahr).....	26
Abb. 18:	Performance der größten REITs.....	27
Abb. 19:	Bilanzstruktur Gesamtmarkt (1972 - 1998, Werte in Prozent)	31
Abb. 20:	EK-Quote und Net Asset Value zu Marktkapitalisierung im Gesamtmarkt.....	32
Abb. 21:	Jahresabschlusskennzahlen 1998 der zehn größten REITs (konsolidiert)	33
Abb. 22:	Öffentlich notierte REITs, klassifiziert nach Marktkapitalisierung	
	Stand: 31. März 1999.....	38
Abb. 23:	Öffentlich notierte REITs nach Größenklassen 1998 und 1999.....	39
Abb. 24:	Entwicklung der Aktienemissionen (Historical offerings of securities by REITs 1992 bis 1998).....	40
Abb. 25:	Anteil der Emissionen an Börsenkapitalisierung aller REITs, 1982 - 1998.....	41
Abb. 26:	REIT-Emissionen und Börsenemissionen gsmat	42
Abb. 27:	Anteileignerstruktur.....	42
Abb. 28:	Beteiligung Institutioneller	43
Abb. 29:	Entwicklung des täglichen Handelsvolumens in Mio US\$.....	44
Abb. 30:	Jüngste Performance-Zahlen nach REIT-Typen per 23.7.1999.....	47
Abb. 31:	Geschäftsfelder, Nutzungsarten, geographischer Schwerpunkt	
	der fünfzehn größten Immobilien AGs.....	52

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Abb. 32:	<i>Vermögens-/ Ertrags-/ Gesellschaftsstruktur sowie Umsatz/ Marktkapitalisierung der fünfzehn größten Immobiliengesellschaften</i>	55
Abb. 33:	<i>Bilanz der Top 15 Immobilien AGs für 1998 nach Börsenkapitalisierung</i>	58
Abb. 34:	<i>DIMAX zu DAX zu Zinsentwicklung.....</i>	59
Abb. 35:	<i>DIMAX im Risk/ Return - Portfolio 1989 - 98.....</i>	60
Abb. 36:	<i>Sharp Ratio</i>	61
Abb. 37:	<i>IVG HOLDING AG.....</i>	64
Abb. 38:	<i>Chart IVG HOLDING AG</i>	65
Abb. 39:	<i>WCM Beteiligungs/ Grundbesitz AG</i>	66
Abb. 40:	<i>Chart WCM Beteiligungs/ Grundbesitz AG</i>	66
Abb. 41:	<i>HBAG REAL ESTATE AG.....</i>	68
Abb. 42:	<i>Chart HBAG REAL ESTATE AG.....</i>	68
Abb. 43:	<i>BAUVEREIN ZU HAMBURG AG.....</i>	70
Abb. 44:	<i>Chart BAUVEREIN ZU HAMBURG AG.....</i>	70
Abb. 45:	<i>Bayerische Immobilien AG.....</i>	72
Abb. 46:	<i>Chart Bayerische Immobilien AG.....</i>	72
Abb. 47:	<i>HORTEN AG.....</i>	73
Abb. 48:	<i>Chart HORTEN AG.....</i>	74
Abb. 49:	<i>Öffentlich notierte REITs in Deutschland.....</i>	75
Abb. 50:	<i>Vergleich der Anlageform Immobilien AG, Offener/ geschlossener Immobilienfonds.....</i>	76
Abb. 51:	<i>Zulassungsvoraussetzungen.....</i>	81
Abb. 52:	<i>Gebühren bei Zulassung und Einführung von Wertpapieren.....</i>	83
Abb. 53:	<i>Vergleich REIT/ Immobilien AG.....</i>	86
Abb. 54:	<i>Vergleich ausgewählter europäischer Immobilienmärkte.....</i>	96
Abb. 55:	<i>Arbitragetechnik.....</i>	97
Abb. 56:	<i>Klassische Geschäftsfeldorganisation.....</i>	99
Abb. 57:	<i>Wesentliche Anforderungen von externen Investoren (Börse, Finanz-, und strategische Investoren):.....</i>	101
Abb. 58?:	<i>Entwicklung Total Return des Modell-EUREIT nach Tätigkeitsschwerpunkten.....</i>	104
Abb. 59:	<i>Modellbeispiel Industrie-EUREIT (Werte in DM Mio.).....</i>	106

7 Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AMEX	American Stock Exchange
arithm./arithmet.	arithmetisch
AuslInvestmG	Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen vom 28.7.1969
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
bez.	bezogen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CAD	Cash Available for Distribution
CRE	Corporate Real Estate
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
DM	Deutsche Mark
Dr.	Doktor
EK	Eigenkapital
Emissionsvol.	Emissionsvolumen
Equ.	Equity
FFO	Funds from Operations
FK	Fremdkapital
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
ggü.	gegenüber
Inc.	Incorporated
Ind/Off	Gewerbe/Büro
IPO(s)	Initial Public Offering(s)
IRC	Internal Revenue Code
k.A.	keine Angabe
Kapmazins	Kapitalmarktzins
KESt	Kapitalertragssteuer
Korrel.koeff.	Korrelationskoeffizient
Market Cap	Marktkapitalisierung
Marktkap	Marktkapitalisierung
Mio.	Million(en)

FREIHERR VON WEICHS & PARTNER GMBH

Mrd.	Milliarde(n)
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NYSE	New York Stock Exchange
p.a.	per annum
Prof.	Professor
REIT(s)	Real Estate Investment Trust(s)
S&P 500	Standard & Poor's 500
s.	siehe
S.	Seite
s.o.	siehe oben
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section
SPO(s)	Secondary Public Offering(s)
Std.abw.	Standardabweichung
US\$	Amerikanische Dollar
US/USA	United States of America
Veränd.	Veränderung
vgl.	vergleiche
W&P	Freiherr von Weichs & Partner
YTD	Year to date
z.B.	zum Beispiel