



Die Immobilien-AG

Bewertung und Marktattraktivität

Herausgegeben
von
Universitätsprofessor
Dr. Heinz Rehkugler

R. Oldenbourg Verlag München Wien

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

© 2003 Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH
Rosenheimer Straße 145, D-81671 München
Telefon: (089) 45051-0
www.oldenbourg-verlag.de

Das Werk einschließlich aller Abbildungen ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Gedruckt auf säure- und chlorfreiem Papier
Gesamtherstellung: Druckhaus „Thomas Müntzer“ GmbH, Bad Langensalza

ISBN 3-486-27353-1

Vorwort

Das 1999 von der DVFA veranstaltete Symposium zu Immobilien-AGs ist auf großes öffentliches Interesse bei Immobilienunternehmen, Analysten und Beratungsgesellschaften gestoßen. Vor allem hat sich gezeigt, dass auf allen Seiten Bedarf an einheitlichen, international kompatiblen Bewertungsstandards besteht.

Die Arbeitsgruppe Immobilien der DVFA, die ich leite, hat daraufhin beschlossen, eine Veröffentlichung zu diesen Fragen zu erarbeiten und damit einen Beitrag zur Schaffung eines Bewertungsstandards zu leisten. Das nunmehr - deutlich später als ursprünglich geplant - vorliegende Buch ist die Dokumentation des Diskussionsstands der Arbeitsgruppe. Insbesondere war uns ein Anliegen, die Methode des Net Asset Value als eine der zentralen international gebräuchlichen Bewertungskonzeptionen in ihrer theoretischen Konzeption und ihrer praktischen Umsetzung einer breiteren Öffentlichkeit zu präsentieren.

Anfänglich beschränkte sich der Autorenkreis auf die damaligen Mitglieder der Arbeitsgruppe. An ersten Fassungen der Beiträge hat auch Herr Dr. Helmut Henschel, damals Geschäftsführer von WestLB Research, mitgearbeitet. Dafür sei ihm ganz herzlich gedankt. In späteren Entstehungsphasen haben wir uns dann zunehmend durch externe Fachleute verstärkt. Wir hoffen, dass das in gemeinsamer Arbeit entstandene Buch die Erwartungen der Leser erfüllt und bei Immobilienunternehmen, Analysten, der Beratungspraxis und auch der Theorie positive Resonanz findet.

Nach Fertigstellung des Buches verbleibt mir noch die Aufgabe, den Mitautoren für ihre Beiträge, die zahlreichen Diskussionsrunden und die immer wieder veränderten und aktualisierten Fassungen zu danken. Ebenso gilt mein Dank meinen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern (Dipl. Vw. Simone Glunz, Dipl. Vw. Isabelle Jandura, Dipl. Vw. Ulrike Jedem, Dipl. Vw. Jarek Morawski und Dipl. Vw. André Schenek) für umfangreiche Korrekturarbeiten sowie Herrn stud. rer. pol. Stefan Reinelt und Herrn stud. rer. pol. Matthias Schiestl, die sich in den letzten Wochen erfolgreich mit den Tücken und Unzulänglichkeiten von WORD auseinandersetzen und die Einzeltexte in eine einheitliche Form brachten.

Freiburg

Prof. Dr. Heinz Rehkugler

Die Immobilien-AG Bewertung und Marktattraktivität

1. Die Immobilien-AG – Chancen für Unternehmen und Investoren (Heinz Rehkugler)	S. 1
2. Bewertung der Immobilien-AG über das Unternehmensergebnis (Sigrid Krolle)	S. 33
3. Der Net Asset Value als Bewertungskonzept (Dieter Thomaschowski/Heinz Rehkugler/Ulrich Nack)	S. 55
4. Nationale und internationale Methoden der Immobilienbewertung (Christian Schulz-Wulkow)	S. 73
5. Vom Net Asset Value zum Börsenkurs (Heinz Rehkugler/Christian Schulz-Wulkow)	S. 97
6. Bewertung deutscher Immobilien-AGs: Praxisbeispiele (Georg Kanders/Dieter Thomaschowski)	S. 121
7. Die geeignete Benchmark für die Performancemessung: Indices deutscher und europäischer Immobilien-AGs (Michael Beck)	S. 133
8. Vergleich von offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften (Tilman Hickl)	S. 165
9. REITs: Ein Vorbild für deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften? (Alan Cadmus)	S. 195
10. Die Zukunft der Immobilien-AG in Deutschland (Heinz Rehkugler)	S. 217
Literaturverzeichnis	S. 221
Autoren	S. 229

KAPITEL 1

Die Immobilien-AG

Chancen für Unternehmen und Investoren

Heinz Rehkugler

Die Immobilien-AG
Chancen für Unternehmen und Investoren

Heinz Rehkugler

- 1. Einleitung**
- 2. Die Immobilien-AG – das (in Deutschland fast) unbekannte Wesen**
- 3. Die Attraktivität der Immobilien-AG für Anleger**
- 4. Die Attraktivität der Immobilien-AG für Emittenten**
- 5. Wert und Bewertung von Immobilien-AGs**
 - 5.1. Voraussetzungen der Erfüllung der Erwartungen
 - 5.2. Bewertungskonzepte
 - 5.3. Abweichungen des Börsenwerts vom NAV
- 6. Empirische Befunde zur Attraktivität von Immobilienaktiengesellschaften für Investoren**
 - 6.1. Rendite und Risiko deutscher Immobilienaktien
 - 6.2. Rendite und Risiko von Immobilien-AGs in anderen Ländern
 - 6.3. Diversifikationspotentiale von Immobilienaktien
- 7. Zusammenfassung und weiteres Vorgehen**

1. Einleitung

„Immobilien-Aktiengesellschaften – Neue Immobilienanlage vor dem Durchbruch?“¹; „Immobilienaktien – Wachsende Bedeutung“²; „Renaissance der Immobilien-AG“³; „Immobilienaktien wird eine große Zukunft vorhergesagt“⁴; „Warum liegen Immobilienaktiengesellschaften im Trend?“⁵; „Immobilienaktien bieten den Anlegern einige Vorteile“⁶; „Zehn Gründe für die Immobilienaktie“⁷; „Immobilienaktien bieten zu wenig Phantasie“⁸; „Immobilienaktien notieren unter ihrem Substanzwert“⁹; „Immobilienaktien – ein Produkt, das erklärt werden muss“¹⁰.

Zehn mehr oder wenig zufällig gegriffene Überschriften aus Zeitungen und Zeitschriften der letzten Jahre zur Einschätzung der Attraktivität und der künftigen Entwicklungsmöglichkeiten von Immobilienaktiengesellschaften. Sie lassen erkennen, dass Unternehmen im Zuge eines effizienteren Immobilienmanagements (CREM) in der Immobilienaktie zunehmend eine durchaus reizvolle, zukunftssträchtige Variante der Verbriefung von Anteilen an Immobilien(unternehmen) sehen. Auch der Kapitalmarkt begrüßt die Erweiterung der Kapitalanlagemöglichkeiten um die Immobilienaktie, so dass daher viele Marktkenner erwarten, dass – nach langen Jahren relativer Bedeutungslosigkeit der Immobilienaktie in Deutschland – „der Knoten endlich platzt“.

Spricht nicht in der Tat viel für die Immobilien-AG, eine Anlageform, die das gemeinhin als relativ sicher geltende Engagement in Immobilien mit der hohen Fungibilität einer börsennotierten Aktie verbindet und im Zuge der Steuerreform 1999/2000 noch an Attraktivität gegenüber anderen Formen des Engagements in Immobilien gewonnen hat? In zahlreichen Ländern, vor allem in den USA, Großbritannien, den Niederlanden oder Australien kommt solchen Beteiligungen an Property Companies bzw. Real Estate Investment Trusts (REITs) schon lange ein erhebliches Gewicht zu. In Deutschland dagegen ist dieses Marktsegment bislang wenig ausgeprägt. Erst in jüngerer Zeit ist, verstärkt durch teilweise spektakuläre Kursentwicklungen einiger Immobilienwerte, ein gewisses „Erwachen“ des Markts zu erkennen. Dennoch scheint allgemein die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Immobilienaktie, das Zögern vor dem Schritt in dieses Marktsegment, zu überwiegen. Viele Emittenten wie Investoren scheinen von der Attraktivität

¹ Deutsche Bank Research/Deutsche Grundbesitz (2000).

² Dühmann (2000).

³ Pilgrim (2000)

⁴ FAZ vom 2.2.1999, S. 29.

⁵ Leinemann (2000).

⁶ FAZ vom 4.7.2002, S. 29.

⁷ o. V. (1999).

⁸ FAZ vom 5.10.2001, S. 63.

⁹ FAZ vom 1.12.2000, S. 57.

¹⁰ Immobilien Zeitung vom 11.10.2001, S. 5.

von Immobilienaktiengesellschaften (noch) nicht überzeugt zu sein. Aus einigen der zitierten Überschriften wird diese Skepsis deutlich.

Für die Zurückhaltung, die die Angebots- wie die Nachfrageseite betrifft, mögen zahlreiche Gründe, vor allem auch die lange Zeit durchaus beträchtlichen steuerlichen Begünstigungen anderer Formen indirekter Anlagen in Immobilien, maßgebend sein. In den Jahren des Börsenbooms litten die (meisten) Immobiliengesellschaften darunter, dass sie verständlicherweise nicht die Traumrenditen wie die Dotcoms versprechen konnten. Allerdings blieb ihnen dafür auch der tiefe Absturz erspart. Ein gewisses Maß an „Kursphantasie“ muss jedoch auch eine Immobilienaktie bieten, will sie Investoren auf sich ziehen und in der Konkurrenz mit anderen Kapitalanlageformen bestehen.

Nicht zuletzt beklagen Emittenten wie Anleger aber ein ausgeprägtes Defizit an Informationen über die Besonderheiten des Finanzprodukts „Immobilien-Aktie“. Insbesondere die Frage der „fairen“ Bewertung spielt eine zentrale Rolle. „Faire“ Bewertung setzt zweierlei voraus: zum einen muss der Markt über ein allgemein akzeptiertes Verfahren zur „richtigen“ Bewertung von Immobilien-AGs verfügen, das auch erlaubt, gerechtfertigte positive und negative Abweichungen des Aktienkurses von den zugrunde liegenden Immobilienwerten von fundamental ungerechtfertigten, anders motivierten Marktbewegungen zu unterscheiden.

Zum ändern muss gesichert sein, dass sich der so bestimmte „faire“ Preis am Markt auch bildet, dass es also nicht zu größeren zufälligen Abweichungen oder gar zu systematischen Unterbewertungen kommt. Denn was soll ein Unternehmen bewegen, Immobilien in eine Aktiengesellschaft einzubringen und diese an der Börse notieren zu lassen, wenn es erwarten muss, dass dort die Aktien mit einem mehr oder weniger hohen (ungerechtfertigten) Abschlag auf den tatsächlichen Wert der eingebrachten Immobilien gehandelt werden.¹¹

In der Praxis sind beide Aspekte nicht leicht voneinander zu trennen: Das bisher relativ kleine Marktvolumen führt dazu, dass nur wenige Analysten das Marktsegment der Immobilienaktien beobachten, die zudem über keine einheitlichen Bewertungsmaßstäbe verfügen. Die Strategie und vor allem auch die zurückhaltende Informationspolitik einzelner Gesellschaften rechtfertigt aus Sicht des Marktes Abschläge auf den Wert der Immobilien. Die Marktenge führt zusätzlich zu teilweise beträchtlichen Abweichungen von Wert und Preis. Dies wiederum hemmt die Bereitschaft anderer Immobilienunternehmen, den Weg an die Börse zu wählen.

Um diesen Kreis zu durchbrechen und Voraussetzungen für eine „faire“ Marktbewertung zu schaffen, sind Investoren wie Emittenten daher

¹¹ Dies ist das mehrfach von Siemens Real Estate gegen eine Ausgliederung des Immobilienbereichs in eine börsennotierte AG vorgebrachte Argument, vgl. z.B. Wehnelt (2002), S. 75.

sinnvollerweise an der Entwicklung von Informations- und Bewertungsstandards interessiert, die sich an internationalen Grundsätzen orientieren.¹² Dieses Buch will einen wesentlichen Beitrag hierzu leisten. Es stellt die in den letzten Jahren entwickelten Überlegungen und Vorschläge des Arbeitskreises „Immobilien“ der DVFA, in dem Analysten, Vertreter von Immobilienunternehmen und Beratungsgesellschaften sowie Wissenschaftler vertreten sind, zur angemessenen Bewertungsmethodik für Immobilien-AGs vor.

Das einleitende Kapitel wird in die Gesamthematik einführen. Dazu ist zuerst die Immobilien-AG von anderen Anlageformen in Immobilien abzugrenzen. Anschließend gilt es, die Kriterien herauszuarbeiten, die aus der Sicht der Unternehmen und Investoren über die Attraktivität der börsennotierten Immobilien-AG entscheiden, und die für ihre Realisierung notwendigen Bedingungen zu benennen. Einen Schwerpunkt der Ausführungen bilden allgemeine Überlegungen zur Bewertung von Immobilien-AGs und zur Bestimmung „fairer“ Kurse, die dann in den folgenden Kapiteln weiter vertieft werden. Eine Übersicht über empirische Befunde zur Anlageperformance von Immobilien-AGs beschließt die Ausführungen dieses Kapitels.

2. Die Immobilien-AG – das (in Deutschland fast) unbekanntes Wesen

Die Immobilien-AG ist, im Gegensatz zu vergleichbaren Anlagen in anderen Ländern¹³, in Deutschland nicht gesetzlich definiert. Sie zeichnen auch keine spezifischen rechtlichen oder steuerlichen Besonderheiten gegenüber anderen Aktiengesellschaften aus. Es existiert daher in der Literatur und in der Praxis keine einheitliche Begriffsfassung. Abgrenzungen wie „Aktiengesellschaft, deren Börsenwert maßgeblich durch den Wert des eigenen Immobilienbestands beeinflusst wird“¹⁴, klingen zwar zweckmäßig, sind aber nicht trennscharf genug. Bei vielen Brauereien, der Telekom, der Bahn und anderen Gesellschaften finden sich umfangreiche Immobilienbestände mit maßgeblichem Einfluß auf den Unternehmenswert, ohne daß diese Unternehmen typischerweise zu den Immobilien-AGs gezählt würden.

Fruchtbarer erscheint eine Abgrenzung nach dem vorrangigen Unternehmenszweck. Immobilien-AGs sind danach Unternehmen, deren hauptsächlichster Zweck und dominante Ertragsquelle die Entwicklung

¹² Die European Public Real Estate Association (EPRA), eine Vereinigung europäischer Immobilienunternehmen, hat diesen Bedarf ebenso erkannt und für ihre Mitglieder „Best Practices Policy Recommendations“ zur Bewertung und vor allem zur Rechnungslegung und zur Veröffentlichung von Informationen für den Kapitalmarkt entwickelt; siehe dazu <http://www.epra.com>.

¹³ Vgl. z.B. zur gesetzlichen Definition von Real Estate Investment Trusts (REITs) Block (1998), S.52; Brueggeman/Fisher (1997), S. 661 f.; Väh (1999), S. 225 ff.

¹⁴ Schulte et al. (1998), S. 49, ähnlich Scharpenack/Nack/Haub (1998), S. 660.

und/oder die Verwaltung von Immobilien (sowie des Angebots dazu gehöriger Dienstleistungen) darstellt. Unternehmen, die ausschließlich Dienstleistungen „rund um die Immobilie“ anbieten (wie z. B. Reinigung, Hausverwaltung und andere Komponenten des Facility Management), sind damit ebenso ausgeschlossen wie Makler- oder Bauunternehmen sowie Gesellschaften als Betreiber von Immobilien (Hotels, Seniorenresidenzen, Sportanlagen etc.).

Vor allem für die Bildung von Branchenindices ist eine saubere qualitative und quantitative Abgrenzung nötig. Als erste Operationalisierung böte sich an, schon bei einem Umsatzanteil von mehr als 50 % aus solchen Tätigkeiten von einem Immobilienunternehmen zu sprechen. Der Deutsche Immobilienindex DIMAX des Bankhauses Ellwanger & Geiger, der in Kapitel 7 noch eingehend beschrieben wird, wählt eine deutlich engere Abgrenzung und setzt für die Aufnahme eines Unternehmens in den Index einen Ertragsanteil von mindestens 75 % aus dem Immobilienbereich voraus.

Wie Abb. 1-1 zeigt, werden die Immobilien-AGs üblicherweise nach der hauptsächlichen Quelle der Erträge in Projektentwickler (Developer), bei denen die Erträge aus der Entwicklung und (schnellen) Weiterveräußerung von Immobilien dominieren, und in Bestandshalter getrennt, die ihre Erträge überwiegend aus der Vermietung und Verpachtung eigener Immobilienbestände erzielen.

Die weiteren Überlegungen zur Bewertung von Immobilien-AGs orientieren sich vorrangig an den Bestandhaltern. In der Realität sind aber überwiegend Mischunternehmen zu beobachten, die neben der Bestandshaltung auch einen mehr oder weniger hohen Anteil an Erträgen aus der Immobilienentwicklung erwirtschaften.

Der weitaus überwiegende Teil der Bestandshalter ist nicht als Immobilien-AG gegründet worden, sondern ist aus anderen Gesellschaften hervorgegangen, die ihren ursprünglichen Geschäftszweck aufgegeben oder auf die Verwaltung der eigenen Immobilien reduziert haben¹⁵ (vor allem Brauerei-, Bergbau- und Textilbetriebe). Erst in den neunziger Jahren sind auch vermehrt Neugründungen als „reine“ Immobilien-AGs zu beobachten.

Zur Beurteilung der Attraktivität der Gesellschaften ist aber eine weitere Unterscheidung wichtiger, nämlich ob sie ausgegliederte Konzerntochtergesellschaften sind, d.h. „als Bestandteil eines Unternehmensverbundes die Liegenschaftsverwaltung für andere Gesellschaften des Verbundes übernehmen“¹⁶, oder ob sie darauf ausgerichtet sind, konzernunabhängig ein möglichst ertragsstarkes Immobilienportfolio aufzubauen und zu verwalten. Letztere orientieren sich damit in ihrer

¹⁵ Eine gute Darstellung der Historie einzelner Immobilien-AGs bietet Paulsen (1998).

¹⁶ Schlag (1995), S. 64.

Firmenphilosophie an den amerikanischen REITs. Wir wollen sie als „Portfolio“-AGs bezeichnen. Einige der bekannteren deutschen Immobilien-AGs sind in Abb. 1-1 den beiden Kategorien zugeordnet.

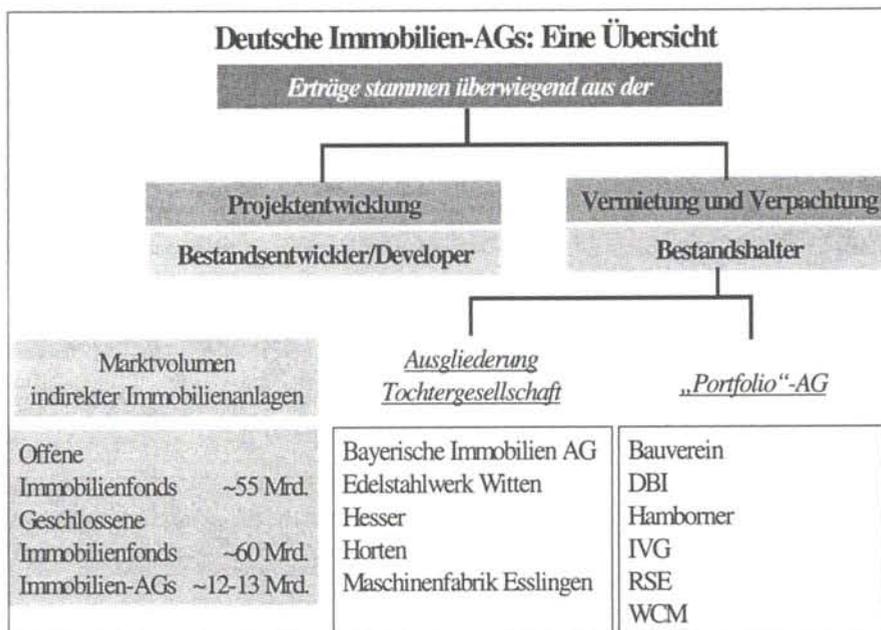


Abb. 1-1: Deutsche Immobilienaktiengesellschaften: Eine Übersicht

Ebenso sind aus der Sicht des Investors die Größe des Unternehmens und vor allem die Streuung der Anteile von Interesse. Die Marktkapitalisierung der meisten Immobilien-AGs liegt deutlich unter 0,5 Mrd. €. ¹⁷ Bei nur wenigen Gesellschaften übersteigt der Streubesitz 50 % der Anteile. Geringe Marktkapitalisierung und geringer Streubesitz, meist wiederum korrespondierend mit niedrigen Börsenumsätzen, schlagen sich darin nieder, daß im DAX 30 gar keiner und im M-DAX nur drei Immobilienwerte (AGIV Real Estate, IVG und WCM) enthalten sind.

Insgesamt gesehen kommt also der Anlage in Immobilien-AGs in Deutschland noch recht geringe Bedeutung zu. Der DIMAX enthält aktuell 59 Werte, deren gesamte Marktkapitalisierung sich auf ca. 13 Mrd. € (Januar 2002) beläuft. Dies entspricht nur etwas mehr als 1 % der Marktkapitalisierung aller deutschen Aktien. Auch in Relation zu den ca. 60 Mrd. €, die in geschlossenen Immobilienfonds angelegt sind, und zu ca. 56 Mrd. € Anlagen in offenen

¹⁷ Vgl. dazu im Detail Kapitel 7.

Immobilienfonds (Stand Dezember 2001) nimmt sich das Volumen der Immobilien-AGs eher bescheiden aus¹⁸.

3. Die Attraktivität der Immobilien-AG für Anleger

Welche Erwartungen knüpfen Kapitalanleger daran, sich an einer Immobilien-AG zu beteiligen? Unter welchen Bedingungen bzw. bei welcher Performance gilt eine Anlage in Immobilienaktien als erfolgreich? Es sind grundsätzlich die gleichen Überlegungen, wie sie für jedes Engagement am Wertpapiermarkt gelten. Sie erwarten also

- attraktive risikoadjustierte Renditen
- einen möglichst hohen Beitrag zur Risikodiversifikation
- einen Schutz vor inflationsbedingten Wertverlusten
- eine hohe Fungibilität der Anteile.

Die erzielbare **Rendite** muß sich an alternativ in Frage kommenden Kapitalanlagen, also den Renditen von anderen Wertpapieren und von anderen direkten und indirekten Immobilienanlagen messen lassen. Sinnvoll und für den Anleger letztendlich sicher am wichtigsten ist die Ermittlung der nominalen **Nettoperiodenrendite**, d.h. der jährlichen Rendite nach Steuern und Transaktionskosten, in Inlandswährung berechnet.

Ein **Renditevorteil** der Beteiligung an einer Immobilien-AG gegenüber der **Direktanlage** in Immobilien wäre aufgrund der schon angesprochenen Größen- und Professionalisierungseffekte plausibel, die tendenziell zu besseren Auswahlentscheidungen, effizienterem Gebäudemanagement und niedrigeren Verwaltungskosten führen (müssten). Vor allem ist zu beachten, daß Immobilien-AGs einen mehr oder weniger großen Teil ihrer Erträge aus der Entwicklung von Immobilienprojekten erzielen, also aus Aktivitäten, wo private und auch typische institutionelle Investoren keine vergleichbaren Möglichkeiten des Auffindens und der Realisierung attraktiver Projekte hätten.

Gegenüber **offenen Immobilienfonds**¹⁹ ist zum einen der Vorteil geringerer Transaktionskosten zu nennen. Viel bedeutender könnte aber sein, daß die Immobilien-AG in ihrer Anlagepolitik keinen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen ist und daher flexibler am Markt agieren kann. Sie ist auch nicht der Unsicherheit des von den Fonds kaum steuerbaren Mittelzu- und -abflusses ausgesetzt, braucht deshalb keine so hohe Liquiditätshaltung wie offene Fonds und hat keinen Anlagedruck „zur Unzeit“.

¹⁸ Demgegenüber betrug Ende 2001 die Marktkapitalisierung der amerikanischen REITs ca. 155 Mrd. USD. Im Vergleich zu direkt gehaltenen Immobilien deutscher Haushalte fallen die indirekten Anlagen ohnehin weit zurück. Vgl. dazu Rehkugler (2002), Sp. 1210 f.

¹⁹ Siehe hierzu ausführlicher Kapitel 8.

Der steuerliche Vorteil **geschlossener Immobilienfonds** (und auch der Direktanlage), daß der Anleger Verluste, die vorrangig aus der Vornahme von (Sonder-)Abschreibungen, aus Erhaltungsaufwendungen und sonstigen anrechenbaren Aufwendungen entstehen, mit seinen übrigen Einkünften verrechnen kann, ist nicht zu vernachlässigen. Viele Anlagemodelle „rechneten“ sich bisher nur aufgrund dieser Steuervorteile. Mit den Einschränkungen durch das Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 und insbesondere den neugeschaffenen Beschränkungen durch den § 2 b EStG hat sich dieser Vorteil aber deutlich relativiert.

Um die Renditen verschiedener Anlagen vergleichbar zu machen, ist zusätzlich das **Anlagerisiko** zu berücksichtigen. In kapitalmarkttheoretischen Modellen wird das Risiko einer Kapitalanlage gemeinhin über die Streuung der Renditen um den Erwartungswert gemessen.²⁰ Dies setzt aber voraus, daß die Wertbewegungen regelmäßig (z.B. bei Wertpapieren börsentäglich) erfaßt und bekanntgegeben werden. Dies ist bei den meisten Kapitalanlagen in Immobilien gerade nicht der Fall.

Seit den bahnbrechenden Arbeiten von Markowitz ist bekannt, daß ein Vermögensportfolio aus einer Mischung von Anlagen, deren Renditen möglichst wenig positiv miteinander korrelieren, zu nutzensteigernden Rendite-/Risikokombinationen führt. Die Auswahl von Kapitalanlagen hat daher nach ihrem Beitrag zur Reduzierung des Gesamtrisikos des Vermögensportfolios, also ihrem **Diversifikationspotential**, zu erfolgen.

In der Tat steht zu erwarten, daß Immobilien-AGs, wenn sie sich auch sicher der Gesamtbörsenentwicklung nicht ganz entziehen können, zumindest nicht in vollem Umfang die konjunkturbedingten Entwicklungen anderer Wertpapiere mitvollziehen. Dies gilt vor allem dann, wenn das Immobilienportfolio selbst über mehrere Länder, Regionen und Immobilien(nutzungs)typen (z.B. Mietwohnungen, Bürohäuser, Einkaufszentren, Hotels, Sport- und Erlebnisparks) mit unterschiedlicher Wertentwicklung streut.

Der Diversifikationseffekt ist für Anleger nur voll nutzbar, wenn die Anlagebeträge auch genügend teilbar sind. Während die Anlagebeträge für direkte Immobilieninvestitionen und oft auch bei geschlossenen Fonds recht hoch sind und damit dem einzelnen Privatanleger nur ein Engagement in einem oder wenigen Objekten erlauben, bieten Immobilien-AGs, ebenso wie offene Fonds, zum einen über ihr Immobilienportfolio schon eine implizite Diversifikation. Zum andern ist eine Beteiligung an ihnen schon mit sehr kleinen Beträgen möglich, womit dem Anleger die Option eröffnet wird, seine Anlagen nach seinen eigenen Präferenzen zusätzlich zu diversifizieren.

²⁰ Zu anderen Risikoverständnissen vgl. z.B. Schmidt-von Rhein (1996), S. 173 ff.

Als zusätzlicher besonderer Vorteil einer direkten oder indirekten Anlage in Immobilien wird oft ihr **Inflationsschutz** hervorgehoben, also die Erhaltung der realen Substanz bei nominalen Geldentwertungen („Flucht in die Sachwerte“).

Der Wunsch des Investors nach **Fungibilität** einer Anlage, also nach der Möglichkeit der jederzeitigen Beendigung des Engagements, ist verständlich, weiss er doch oft zum Zeitpunkt des Einstiegs nicht, wann und wie schnell er sein Kapital wieder liquidisieren möchte. Hohe Fungibilität ist gegeben, wenn die Anlagen an einem organisierten, liquiden Markt gehandelt werden, regelmäßig Marktpreise festgestellt werden und geringe Transaktionskosten anfallen.

Der regelmäßige Handel trifft grundsätzlich für börsengehandelte Immobilienaktien ebenso zu wie für offene Immobilienfonds aufgrund deren Verpflichtung der Rücknahme der Fondsanteile. Hier zeigt sich also wiederum ein deutlicher Vorteil gegenüber der direkten Anlage und den geschlossenen Immobilienfonds. Bei den offenen Fonds schlägt allerdings der hohe Ausgabeaufschlag negativ zu Buche, der ein kurzfristiges Wiederveräußern in aller Regel ökonomisch unattraktiv macht.

Einen ähnlichen Aspekt von „Fungibilitätsbremse“ bildet die Steuerbelastung auf realisierte Veräußerungsgewinne. Sie behindert die Beendigung einer Anlage in Immobilien nur mittelbar über ihre negative Rentabilitätswirkung. Die mit der Neueinführung des § 23, Abs. 1 Nr. 1 EStG auf 10 Jahre verlängerte „Spekulationsfrist“²¹ für Veräußerungsgeschäfte bei Grundstücken bringt insofern Vorteile für die indirekten Anlageformen der Immobilienaktie und der offenen Fonds. Sie werden als Wertpapiere behandelt, für die nach § 23, Abs. 1 Nr. 2 EStG Veräußerungsgewinne schon nach einer Haltefrist von einem Jahr steuerfrei bleiben.

Auch bei börsennotierten Werten findet die Fungibilität ihre Grenze bei marktengen Papieren, wo kein regelmäßiger Handel mit großen Stückzahlen und vielen Marktteilnehmern zustande kommt. Vor allem für Investments über höhere Anlagebeträge birgt dies das Risiko in sich, nicht sofort das gewünschte Volumen kaufen oder veräußern zu können bzw. dadurch massive Kurssprünge auszulösen. Wie schon erwähnt, laufen in der Tat bei zahlreichen Immobilien-AGs nur wenige Stücke um, so daß bei ihnen ein jederzeitiger Kauf und Verkauf zu „fairen“ Preisen nicht gesichert ist und daher nicht nur institutionelle Investoren zu recht mit Engagements zurückhaltend sind.

²¹ Streng genommen ist der Begriff der Spekulationsfrist nicht mehr zutreffend, da die §§ 22 f. EStG nicht mehr von Einkünften aus Spekulationsgeschäften, sondern von privaten Veräußerungsgeschäften reden.

4. Die Attraktivität der Immobilien-AG für Emittenten

Wie bei den Anlegern sind es auch auf Seiten der Emittenten grundsätzlich die gleichen Überlegungen, wie sie für jeden Börsengang und für jedes Engagement am Wertpapiermarkt gelten. Sie werden mit dem Gang an die Börse vor allem drei Erwartungen²² verknüpfen:

- Erweiterung der Kapitalbasis
- Senkung der Kapitalkosten
- Effizienzsteigerung durch marktorientiertes Immobilienmanagement.

Ein Börsengang bringt der Immobilien-AG eine **Erweiterung der Kapitalbasis** und schafft damit das **Potential** zu weiterem und schnellerem **Wachstum der Investitionen**. Wenn der Emissionspreis wenigstens in etwa die tatsächlichen Marktwerte bzw. das Ertragspotential der Immobilien widerspiegelt, stellt ein Börsengang auch eine elegante Form der Hebung und Nutzbarmachung der durch die Buchwerte verschleierte stillen Reserven dar, ohne die Immobilien selbst veräußern zu müssen.²³ Bei einer Ausgliederung des Immobilienbereichs in eine Tochtergesellschaft werden dadurch Mittel für die Finanzierung des Kerngeschäfts freigesetzt.

Ein Börsengang vermag gegenüber einer außerbörslichen Beschaffung von Eigenkapital auch die **Kapitalkosten** zu senken, weil das systematische Risiko von Immobilien-AGs gering ist (darauf wird noch zurück zu kommen sein) und weil durch die Fungibilität der Anteile Kapitalkostenaufschläge für Bindungsrisiken entfallen. Allein der höhere Bekanntheitsgrad als Börsenwert wird geeignet sein, kapitalkostensenkende Effekte auszulösen.

Ein besonders wichtiger Vorteil, den ein Börsengang von Immobilienunternehmen mit sich bringen kann, ist die Realisierung von **Effizienzvorteilen** durch konsequentes **marktorientiertes Immobilienmanagement**. So sind durch das Hineinwachsen in neue Größendimensionen zum einen **Größendegressionseffekte** erzielbar, zum andern läßt sich durch die Streuung der Anlagen auf mehrere Objekte eine bessere **Risikodiversifikation** erreichen. Dies erlaubt auch ein professionelleres Investitions- und Bestandsmanagement. Hinzu tritt die „**Disziplinierungsfunktion**“ des **Kapitalmarkts**, der einen effizienten Kapitaleinsatz „erzwingt“ bzw. nicht-effiziente Ressourcennutzung durch Kursabschläge sanktioniert.

Das letzte Argument trifft wiederum besonders für Ausgliederungen des Immobilienbereichs von Großunternehmen oder Konzernen in eine börsennotierte AG zu. Die konsequente **Geschäftsfeldtrennung** mit eigener

²² Vgl. Andersen/Mitropoulos (2000), S. 423; zu einer erweiterten Sicht von Vorteilen eines Going Public vgl. Blättchen/Jaquillat (1999).

²³ Vgl. Scharpenack/Nack/Haub (1998), S. 682.

Gewinnverantwortung für den Immobiliensektor vermag Kostenverrechnungen, die nicht an den tatsächlichen Nutzungen und Kapitalbindungen orientiert sind, und stillschweigende Quersubventionen anderer Sektoren zu verhindern und fördert somit die Lenkung des Kapitals in die effizienteste Verwendungsform. Dem Shareholder Value-Gedanken wird damit Rechnung getragen.

5. Wert und Bewertung von Immobilien-AGs

5.1. Bedingungen für die Erfüllung der Zielvorstellungen

Können die Immobilien-AGs den formulierten Erwartungen der Emittenten und Investoren an ein für beide Seiten attraktives Engagement gerecht werden? Welche Bedingungen in den Gesellschaften und im Umfeld müssten dafür erfüllt sein?

Abb. 1-2 stellt den noch einmal schlagwortartig aufgelisteten Erwartungen drei Bedingungen gegenüber.

Die Attraktivität der Immobilien-AG als Form der Kapitalbeschaffung für Unternehmen und der Anlage für private und institutionelle Investoren leidet, solange andere Formen der Kapitalanlage in Immobilien oder in Kapitalversicherungen über steuerliche Vergünstigungen besser gestellt und damit c.p. höhere Renditen versprechen können. Die Bedingung „**Staatliche Rahmenbedingungen**“ zielt daher vorrangig darauf ab, möglichst alle Anlageformen steuerlich gleich zu behandeln. Der inzwischen umgesetzte Abbau der Verlustverrechnung zeigt dabei in die richtige, die Verlängerung der „Spekulationsfrist“ für Immobilien in die falsche Richtung.

Die zweite Bedingung richtet sich an die Immobilien-AGs selbst. Die erhofften **Effizienzvorteile** durch Größeneffekte und zunehmende Professionalisierung des Managements stellen sich selbstverständlich nicht von selbst ein, sondern müssen erarbeitet werden.²⁴

²⁴ Zu divergierenden Resultaten über den Zusammenhang von Unternehmensgröße und Rendite bei REITs vgl. D'Arcy/Lee (1998), S. 113 ff. und Mueller (1998), S. 149 ff.

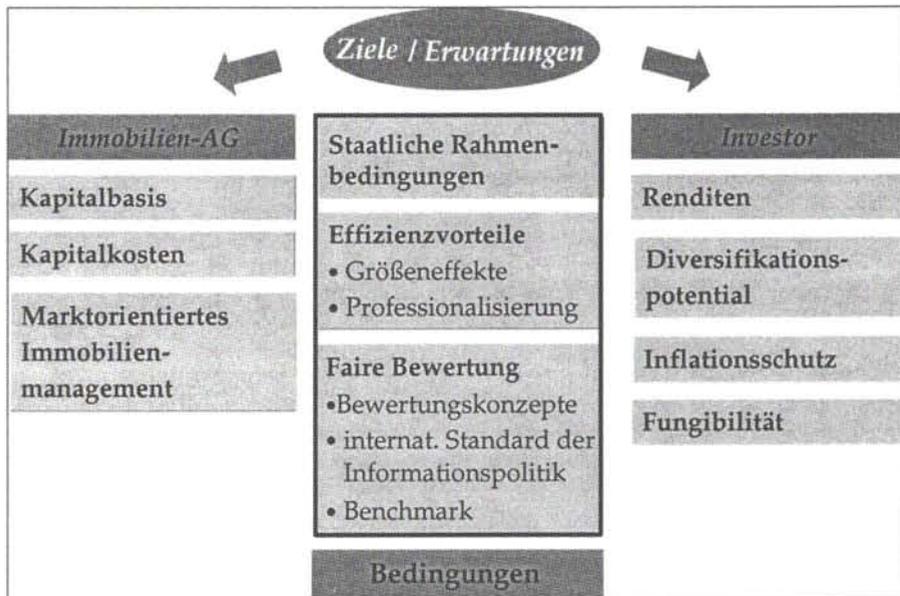


Abb. 1-2: Erwartungen der Marktteilnehmer und Bedingungen ihrer Realisierung

Die Diversifikation in ausländische Immobilienmärkte ist für die Erzielung auch international wettbewerbsfähiger Renditen und der Streuung von Risiken einerseits unumgänglich, andererseits wird die Analyse dieser Märkte und die Auswahl geeigneter Objekte zusätzliche Anforderungen an das Know How stellen, für die möglicherweise in Form zusätzlicher Kosten und/oder von Fehlgriffen „Lehrgeld“ bezahlt werden muss.

Die dritte hier formulierte Bedingung ist zentral: Emittenten und Anleger werden ihre Erwartungen nur realisiert sehen, wenn der Kapitalmarkt zu einer fairen Bewertung der Immobilien-AGs findet. Was soll ein **Unternehmen** veranlassen, seinen Immobilienbestand auszugliedern und als Immobilien-AG an die Börse zu bringen, wenn es erwarten muss, daß die Papiere nur mit einem Abschlag auf den „wahren“ Unternehmenswert am Markt unterzubringen sind? Muss eine Immobiliengesellschaft mit solchen Abschlägen rechnen, so wird sie kein Interesse haben, das Unternehmen an die Börse zu bringen, da sie dann ja weniger erzielt, als den Vermögenswerten entspricht. Andere Wege der Veräußerung von Immobilien bzw. der Beschaffung von Eigenkapital, z.B. über einen Spezialfonds²⁵, sind dann günstiger.

²⁵ Vgl. z.B. Kandlbinder (1999).

Warum soll ein **Anleger** ein solches Papier erwerben, wenn er die Alternative eines offenen Immobilienfonds hat, dessen Börsenwert sich unmittelbar aus der Summe der Werte der gehaltenen Immobilien (und des sonstigen Vermögens) ergibt?

Faire Bewertung bedingt dreierlei: Zum ersten bedarf es theoretisch fundierter Bewertungskonzepte, die dem Analysten Regeln an die Hand geben, wie er aus fundamentalen Ist- und Prognosedaten des Unternehmens und des Umfelds zu einer Abschätzung gerechtfertigter Kurse kommen kann. Zum zweiten kann der Markt nur fair bewerten, wenn er über verlässliche Informationen verfügt. Die Wertfindung ist also auch abhängig von der Informationspolitik des Unternehmens. Daher ist eine offensive Informationspolitik, die sich an internationalen Standards orientiert, unerlässliche Voraussetzung. Zum dritten bedarf es zur Messung der Performance von Unternehmen und Anlegern einer geeigneten Benchmark in Form eines Index der Immobilien-AGs.

5.2. Bewertungskonzepte

Was macht das Besondere der Bewertung von Immobilien-AGs aus? Wie bei anderen Unternehmen auch läßt sich der „**faire**“ Unternehmenswert als Summe aller mit dem Kalkulationszinsfuß **diskontierten künftigen Zahlungsüberschüsse** errechnen, die den Gesellschaftern voraussichtlich zufließen. Unabhängig davon, welche konkrete Methode der Unternehmensbewertung (entity- oder equity-orientierte Variante des Discounted Cash Flow-Verfahrens, Ertragswertverfahren²⁶) dabei eingesetzt wird, erfordert diese Vorgehensweise sehr viele Informationen über die geplanten Aktivitäten des Unternehmens zum Ausbau alter und zum Aufbau neuer Geschäftsfelder einerseits sowie über die erwartete Entwicklung der Faktor-, Absatzgüter- und Finanzmärkte andererseits. Abb. 1-3 skizziert mit den Säulen für alle künftigen Perioden die für die korrekte Ermittlung des Unternehmenswerts notwendigen Daten der erwarteten Einnahmenüberschüsse. Selbst bei Verfügbarkeit unternehmensinterner Datenquellen kommt man hier nicht ohne eine Vielzahl von vereinfachenden Annahmen über die Entwicklungen der einzelnen Märkte aus, die sich ex post als mehr oder weniger stark von der tatsächlichen Entwicklung abweichend herausstellen werden. Um so mehr ist einem Investor oder Analysten, der auf öffentlich zugängliche Informationen angewiesen ist, eine theoretisch und methodisch korrekte, alle künftigen Zahlungen berücksichtigende Bewertung erschwert, wenn nicht unmöglich gemacht.

²⁶ Einen guten Überblick über die Methoden bieten Drukarczyk (2001), Peemöller (2001).

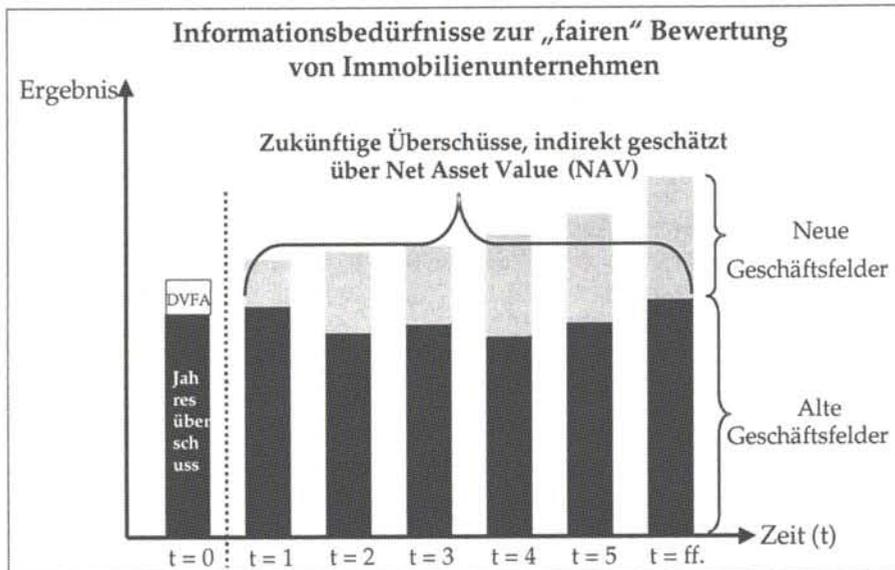


Abb. 1-3: Bewertungskonzepte und Informationsbedarfe

Daher behilft man sich oft mit einer vereinfachten Vorgehensweise: der Anwendung von **Enterprise Multiples**²⁷. Hierbei wird auf die explizite Schätzung künftiger Ertrags- oder Cash Flow-Entwicklungen verzichtet. Statt dessen werden bestimmte Größen des letzten verfügbaren, des für die laufende oder für die folgende Periode prognostizierten Jahresabschlusses herangezogen. Auf diese wird ein Multiplikator angewandt, der anhand einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen abgeleitet wurde. Dies sei in Abb. 1-3 durch die erste Säule angedeutet, die nur die Überschüsse der ersten Periode erfasst.

Die zentrale und sehr häufig herangezogene Größe stellt dabei der erwirtschaftete bzw. der erwartete Gewinn je Aktie dar, zu der dann der Kurs ins Verhältnis gesetzt wird (KGV). Der in den handelsrechtlichen Jahresabschlüssen ausgewiesene Jahresüberschuss stellt aber bekanntlich eine nur bedingt taugliche Basis zur Beurteilung des nachhaltigen Periodenerfolgs von Unternehmen dar, da er durch außerordentliche Erlöse und Aufwendungen und durch unterschiedliche Ausübung von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten beeinflusst sein kann. Daher wird in Deutschland üblicherweise zur Berechnung des KGV statt des Jahresüberschusses das Ergebnis nach DVFA/SG verwendet, das wesentliche Teile dieser außerordentlichen Ergebniseinflüsse herausrechnet.²⁸ Um dabei den

²⁷ Vgl. dazu Beninga/Sarig (1997), S. 305 ff.; Blättchen/Jaquillat (1999).

²⁸ Zur Methode der Ermittlung des Ergebnisses nach DVFA/SG vgl. Busse von Colbe et al. (2000).

besonderen Bedürfnissen und Gegebenheiten der bestandshaltenden Immobilienunternehmen Rechnung zu tragen, hat die Arbeitsgruppe „Immobilien“ der DVFA eine spezielle Berechnungsmethodik vorgeschlagen.

Sie betrifft in erster Linie die Behandlung von Veräußerungsgewinnen. Während bei Industrieunternehmen Gewinne und Verluste aus der Veräußerung von Immobilien i.d.R. als atypischer Ergebnisbestandteil zu bereinigen sind, gehört die Portfoliooptimierung und damit die Umschichtung des Bestands bei Immobilienunternehmen zur gewöhnlichen Geschäftstätigkeit. Die regelmäßige Eliminierung daraus entstehender Gewinne/Verluste ist deshalb nicht zu rechtfertigen.²⁹

In analoger Weise wie das (bereinigte) Jahresergebnis lassen sich Bruttogewinngrößen wie z.B. EBIT (earnings before interest and tax), und verschiedene Cash Flow-Varianten wie z.B. EBITDA (EBIT before depreciation and amortization) als Basis für Enterprise Multiples nutzen. In den USA kommt bei der Bewertung von REITs vor allem den Kennzahlen FFO (funds from operation), AFFO (adjusted FFO) sowie FAD (funds available for distribution) erhebliche Bedeutung zu.³⁰

Die Bewertung ausschließlich auf die Erfolgsgrößen eines Geschäftsjahres abzustellen, macht aber nur Sinn, wenn dieses Jahr für die weitere Zukunft des Unternehmens repräsentativ ist. Um auch erwarteten Veränderungen der Periodenerfolge Rechnung tragen zu können und damit die schon verfügbaren Informationen über künftige Entwicklungen in der Bewertung zu berücksichtigen, schlägt die Arbeitsgruppe Immobilien der DVFA vor, zusätzlich einer weiteren Bewertungsgröße besonderes Augenmerk zu schenken: dem Net Asset Value (NAV). Dies steht im Einklang mit den internationalen Bewertungsstandards, nach denen der NAV schon lange als eine zentrale Maßgröße der Bewertung von Immobiliengesellschaften gilt.³¹

Für die Bewertung von REITs in den USA bringt dies Block zum Ausdruck: „REITs are much more conducive than other companies to being valued on a net-asset-value (NAV) basis and many experienced REIT investors and analysts consider a REIT's NAV to be very important in the valuation process, either alone or in conjunction with other valuation models.“³² Auch das auf REITs spezialisierte amerikanische Analysehaus Greenstreet Advisors sieht im NAV die wichtigste Bewertungsbasis.³³ Vereinzelt zurückhaltendere Äußerungen über die Tauglichkeit des NAV sind vorwiegend durch die fehlende

²⁹ Zu Einzelheiten der Vorgehensweise vgl. Busse von Colbe et al. (2000), S. 121 sowie die entsprechenden Ausführungen und Berechnungsbeispiele in Kapitel 2.

³⁰ Vgl. z.B. Block (1997); S. 168 ff; Block (1998), S. 150 ff; Mullaney (1998), S. 239 ff.; Vath (1999), S. 246 ff.

³¹ Vgl. z.B. Block (1998), S. 222 ff; Green Street Advisors, Research Methodology, <http://www.greenst.com/pages/methodology.htm> vom 22.7.1999.

³² Block (1998), S. 222 f.

³³ Ähnliche Begründungen und Rechtfertigungen des NAV finden sich in der angelsächsischen Literatur z.B. bei Capozza/Lee (1995) und Moss (1991).