

Immobilien im Mixed-Asset-Portfolio und ihre Besonderheiten

Referent: Prof. Dr. Felix Schindler

Münster, den 29.10.2011

Fakten zum Immobilienmarkt

- Weltweit größter Vermögensanlagemarkt:
 - Rund 50 Prozent des Vermögens US-amerikanischer Haushalte ist in Immobilien investiert (Campbell and Cocco, 2003)
 - Immobilienvermögen in Deutschland beträgt inkl. Bauland rund 9,1 Billionen Euro (destatis, 2010), davon rund 6,9 Billionen Euro Bauten und rund 2,2 Billionen Euro Bauland.

- Verbriefte Immobilienmärkte vergleichsweise klein:
 - Globale Marktkapitalisierung von REITs und Immobilien-AGs beträgt rund 600 Mrd. Euro (EPRA, Mai 2011)
 - Volumen offener Immobilienfonds beträgt rund 84,9 Mrd. Euro (BVI, Juli 2011)

- Als Realvermögensgut werden Immobilien oft als Inflationsschutz gesehen:
 - Mietrendite (Inflationsschutz?)
 - Wertänderungsrendite

Zentrale Fragen im Rahmen der Asset Allocation unter Berücksichtigung von Alternative Investments (am Beispiel von Immobilien)

- Worin liegen die Besonderheiten von Alternative Investments?
- Wie verhalten sich Immobilien gegenüber klassischen Anlagen in Aktien und Anleihen?
- Wie lassen sich die Nachteile bei Immobilienanlagen zumindest langfristig (teilweise) lösen?

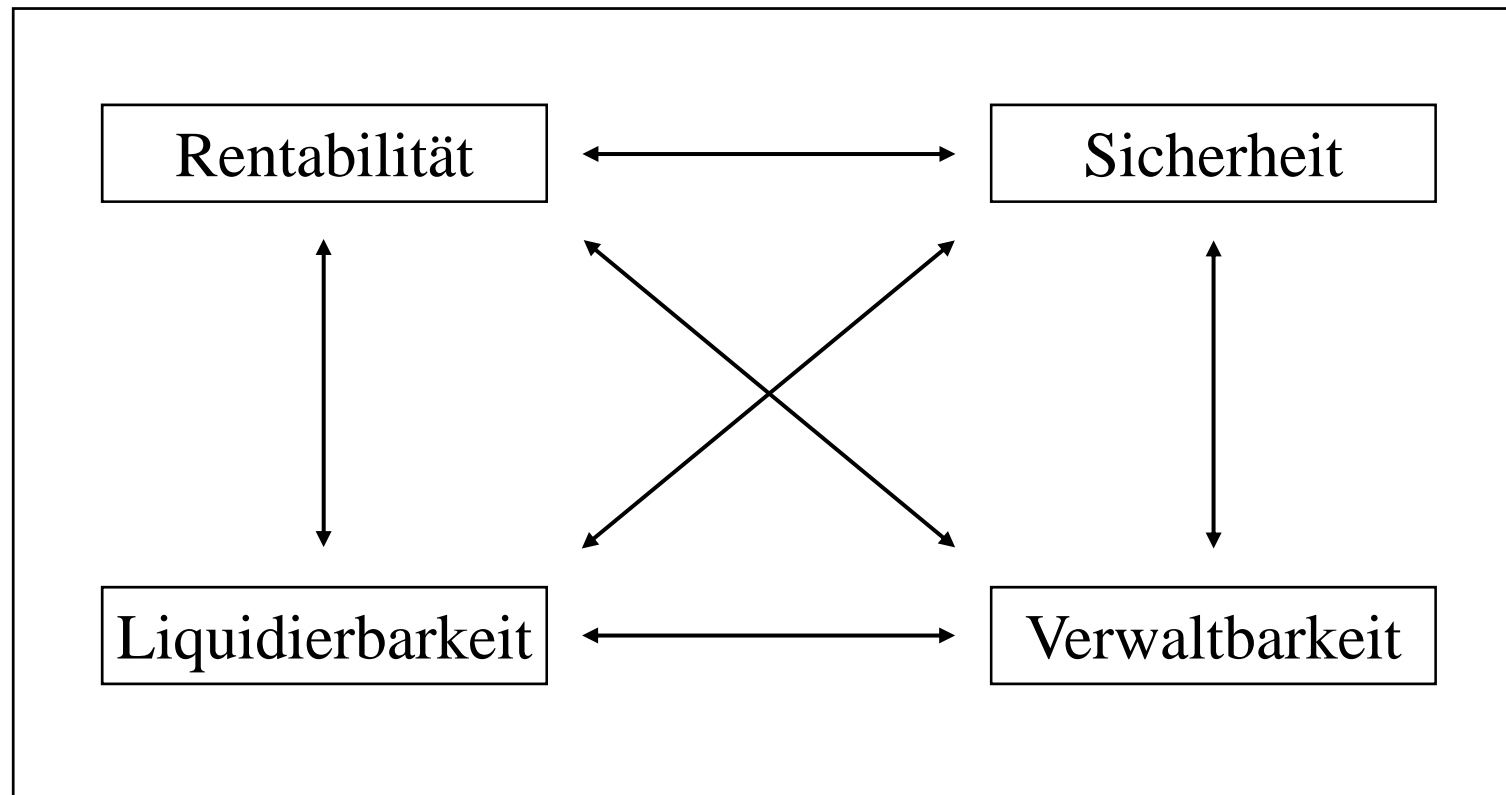
Gliederung

- **Besonderheiten von Alternative Investments**
- Rendite-Risiko-Verhalten von Immobilien gegenüber klassischen Anlagen in Aktien und Anleihen
- Vorschlag zur Überwindung der Nachteile von direkten Immobilienanlagen in der langen Frist
- Zusammenfassung

Besonderheiten

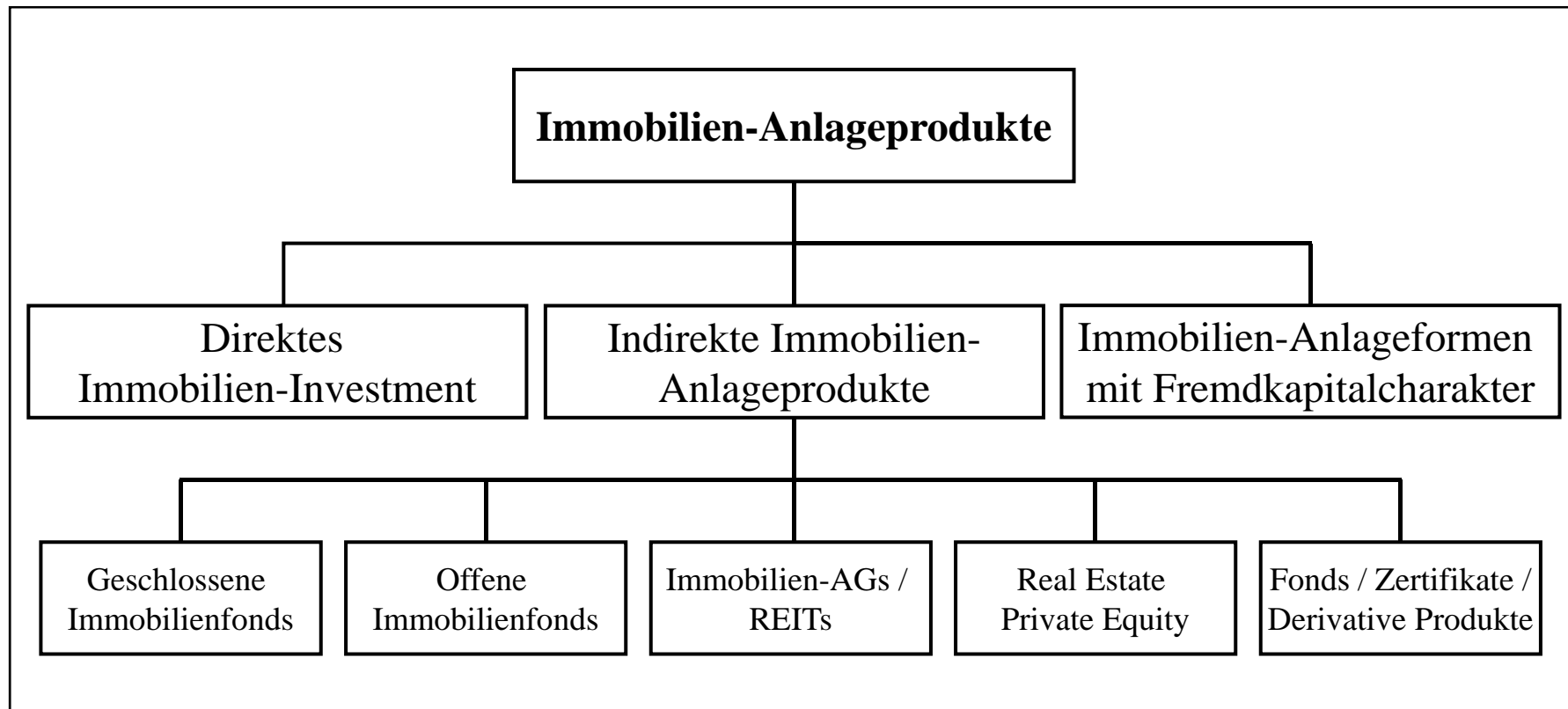
- der ökonomischen Einheit “Immobilie”:
 - z. B. Lageabhängigkeit, Heterogenität, komplexe Investition, begrenzte Liquidität, lange Lebensdauer, hohe Investitionskosten, hohe Transaktionskosten, begrenzte Teilbarkeit
- des Immobilienmarktes:
 - z. B. Geringe Markttransparenz und asymmetrische Informationsverteilung, hohe Abhängigkeit von anderen Märkten, lang andauernder Anpassungsprozess an sich verändernde Marktbedingungen, geringe Fungibilität, Zyklizität, hohe Regulierung, Teilung in sektorale (Büro, Wohnen, Einzelhandel, Logistik etc.) und regionale Teilmärkte (Länder, Regionen, Städte etc.)

Das magische Viereck (der Kapitalanlage)



(Wie) Kann der Zielkonflikt überwunden werden?

Welche Immobilien-Anlageprodukte gibt es?



Vorteile von verbrieften Immobilien-Anlageprodukten

- Geringere Informationskosten durch aktuelle Marktbewertung
- Größentransformation: geringere Mindestanlagevolumina
- Fristentransformation: höhere Liquidität, bessere Liquidierbarkeit
- Risikodiversifikation einfacher umsetzbar
- Skalenerträge in der Verwaltung und beim Immobilien-Management
- Professionelles Immobilien-Management mit Informations- und Kostenvorteilen

Nachteile von verbrieften Immobilien-Anlageprodukten

- Geringere Mitspracherechte
- Zusätzliche Management- / Overheadkosten
- Möglicherweise keine Anrechnung auf Immobilienquote (bei Versicherungen)
- Hohe Abhängigkeit von Finanzmärkten (insbesondere in der kurzen Frist) => siehe Finanzmarktkrise

Einordnung der Immobilien-Anlageprodukte in die vier Quadranten der Immobilienwirtschaft

	Eigenkapital (Equity)	Fremdkapital (Debt)
Nicht börsengehandelt (Private)	<ul style="list-style-type: none"> - direkte Immobilienanlagen - offene Immobilien-Fonds - geschlossene Immobilien-Fonds - Real Estate Private Equity 	<ul style="list-style-type: none"> - Traditionelle langfr. Darlehen - Projektentwicklungskredite - (Bau-) Zwischenkredite
Börsengehandelt (Public)	<ul style="list-style-type: none"> - Immobilien-Aktiengesellschaften - REITs - Immobilienaktien-Fonds 	<ul style="list-style-type: none"> - Hypotheken-Pfandbriefe - Mortgage Backed Securities

Was sind Real Estate Investment Trusts (REITs)?

- Steuertransparentes, weltweit bekanntes Immobilien-Anlageprodukt
- Nationale REIT-Gesetze regeln z. B. Anlage-Vorschriften
- Hohe Transparenz
- Geringe Mindestanlagevolumina
- Hoher Streubesitz vorgeschrieben => hohe Fungibilität
- Unterliegen kurzfristig stark den Einflüssen der Finanzmärkte

Anforderungen an Real Estate Investment Trusts (REITs), die sich national allerdings unterscheiden können:

- Vermögensanforderungen / Anlage-Vorschriften
- Einkommensanforderungen
- Ausschüttungsanforderungen
- Organisationsanforderungen / Aktionärsstruktur
- Maximaler Verschuldungsgrad teilweise definiert (z. B. in Deutschland)
- Börsennotierung teilweise vorgeschrieben (z. B. in Deutschland)
- Bei Verstoß kann der REIT-Status aberkannt werden

Wichtigste Eckpunkte des deutschen REIT-Gesetzes (I)

- Befreiung von der Körperschafts- und von der Gewerbesteuer
- Besteuerung von Veräußerungsgewinnen beim Verkauf an einen REIT mit der Hälfte des Einkommens- bzw. Körperschaftssteuersatzes („Exit Tax“)
- Voraussetzungen:
 - Fokus auf dem passiven Immobiliengeschäft (Bestandshalter) mit Ausnahme von Bestandsmietwohnimmobilien
 - Börsenzulassung
 - Mindeststreuung der Aktien

Wichtigste Eckpunkte des deutschen REIT-Gesetzes (II)

I. Regulatorische Rahmenbedingungen

- Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland
- Mindestnennbetrag des Grundkapitals von € 15 Mio.
- Ausschließlich stimmberechtigte Aktien gleicher Gattung
- Keine Produkt- und Management-Aufsicht durch die BaFin
- Ausschüttung von mindestens 90% des nach HGB berechneten ausschüttungsfähigen Gewinns
- $\geq 75\%$ der Bruttoerträge müssen aus Mieten und Immobilienmanagement stammen
- $\geq 75\%$ der Aktiva müssen unbewegliches Vermögen sein
- Das Halten von inländischen Mietwohnimmobilien ist nicht zulässig, wenn diese vor dem 1. Januar 2007 errichtet wurden

Quelle: REIT-Gesetz

Wichtigste Eckpunkte des deutschen REIT-Gesetzes (III)

II. Entry Charge

- Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland
- Mindestnennbetrag des Grundkapitals von € 15 Mio.
- Stille Reserven werden bei Einbringung in G- oder Vor-REIT zur Hälfte versteuert

III. Aktionärsstruktur

- Direkte Beteiligungen von 10% oder mehr am G-REIT sind unzulässig
- Mindestens 15% der Aktien müssen sich dauerhaft im Streubesitz befinden (bei Börsenzulassung mind. 25%)

IV. Beschränkung der Fremdfinanzierung

- Eigenkapital darf 45% des Wertes des unbeweglichen Vermögens (Zeitwert nach IAS 40) nicht unterschreiten

Quelle: REIT-Gesetz

Gliederung

- Besonderheiten von Alternative Investments
- **Rendite-Risiko-Verhalten von Immobilien gegenüber klassischen Anlagen in Aktien und Anleihen**
- Vorschlag zur Überwindung der Nachteile von direkten Immobilienanlagen in der langen Frist
- Zusammenfassung

Renditeentwicklung verschiedener Vermögensanlageklassen

Jährliche Performance (in jeweiliger Währung), sortiert in absteigender Reihenfolge

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Rohstoffe 29,5%	Bonds Asien 15,9%	Rohstoffe 28,6%	Aktien EM 54,0%	Aktien EM 24,6%	Aktien EM 34,8%	Aktien EM 32,2%	Aktien EM 39,1%	Bonds USA 15,2%	Aktien EM 77,4%	Aktien EM 18,6%	+ ↑ P e r f o r m a n c e ↓ -
Bonds EM 14,4%	Bonds Europa 6,8%	Bonds Global 18,5%	Aktien Asien 36,7%	Aktien Asien 17,1%	Aktien Europa 26,8%	Aktien Europa 23,1%	Rohstoffe 16,1%	Bonds Global 13,1%	Wandelanl. Global 41,3%	Aktien Asien 17,7%	
Bonds USA 13,9%	Bonds USA 6,2%	Bonds Asien 14,5%	Aktien Global 32,7%	Aktien Global 14,9%	Aktien Asien 24,5%	Aktien Global 20,9	Wandelanl. Global 11,2%	Bonds Europa 5,9%	Aktien Asien 33,9%	Aktien USA 15,1%	
Bonds Asien 8,2%	Immo-Fonds 5,3%	Bonds EM 12,9%	Aktien USA 28,8%	Aktien Europa 12,3%	Rohstoffe 20,4%	Wandelanl. Global 17,9%	Bonds Global 10,6%	Immo-Fonds 3,9%	Aktien Global 31,1%	Rohstoffe 14,9%	
Bonds Europa 6,4%	Bonds EM 1,0%	Bonds USA 12,2%	Bonds EM 25,5%	Bonds EM 3,5%	Bonds Asien 11,3%	Aktien USA 16,3%	Aktien Global 10,0%	Bonds Asien -7,0%	Bonds Asien 28,2%	Bonds Asien 12,2%	
Immo-Fonds 4,9%	Bonds Global -0,8%	Bonds Europa 6,9%	Wandelanl. Global 24,0%	Aktien USA 11,0%	Aktien Global 10,8%	Aktien Asien 14,1%	Aktien Asien 9,7%	Bonds EM -11,0%	Bonds EM 28,1%	Aktien Global 12,0%	
Bonds Global 2,0%	Aktien EM -4,1%	Immo-Fonds 4,5%	Rohstoffe 23,8%	Rohstoffe 9,6%	Bonds EM 10,7%	Bonds Asien 11,6%	Bonds USA 8,8%	Wandelanl. Global -31,6%	Aktien USA 27,8%	Bonds EM 11,9%	
Aktien Europa -5,0%	Wandelanl. Global -6,3%	Wandelanl. Global - 1,1%	Aktien Europa 20,1%	Bonds Global 9,3%	Bonds Europa 6,0%	Bonds EM 9,9%	Aktien Europa 7,3%	Rohstoffe -37,7%	Aktien Europa 27,6%	Wandelanl. Global 11,3%	
Aktien USA -8,1%	Aktien USA -11,2%	Aktien EM -4,4%	Bonds Global 14,1%	Wandelanl. Global 9,0%	Aktien USA 5,4%	Bonds Global 5,8%	Aktien USA 6,2%	Aktien USA -37,9%	Rohstoffe 19,2%	Bonds USA 5,7%	
Wandelanl. Global -10,4%	Aktien Global -16,5%	Aktien Asien -8,9%	Bonds Asien 8,9%	Bonds Europa 7,4%	Bonds USA 3,0%	Immo-Fonds 3,4%	Bonds EM 6,2%	Aktien Asien -39,8%	Bonds Europa 4,6%	Bonds Global 5,6%	
Aktien Global -12,9%	Rohstoffe -18,4%	Aktien Global -20,4%	Immo-Fonds 3,1%	Bonds Asien 6,4%	Immo-Fonds 2,6%	Bonds USA 3,1%	Bonds Asien 6,0%	Aktien Global -40,6%	Immo-Fonds 2,5%	Bonds Europa 4,3%	
Aktien Asien -27,3%	Aktien Europa -19,2%	Aktien USA -22,5	Bonds USA 2,6%	Bonds USA 3,1%	Wandelanl. Global -0,1%	Rohstoffe 1,9%	Immo-Fonds 4,7%	Aktien Europa -44,6%	Bonds Global 1,9%	Aktien Europa 3,1%	
Aktien EM -30,7%	Aktien Asien -23,9%	Aktien Europa -33,8%	Bonds Europa 1,5%	Immo-Fonds 2,5%	Bonds Global -6,3%	Bonds Europa 0,1%	Bonds Europa 0,8%	Aktien EM -53,3%	Bonds USA -3,5%	Immo-Fonds -0,7%	

Quelle: Lipper Hindsight

Stand: Januar 2011

Renditen US-amerikanischer Immobilienaktien vs. Aktien und Anleihen

NCREIF Property Index

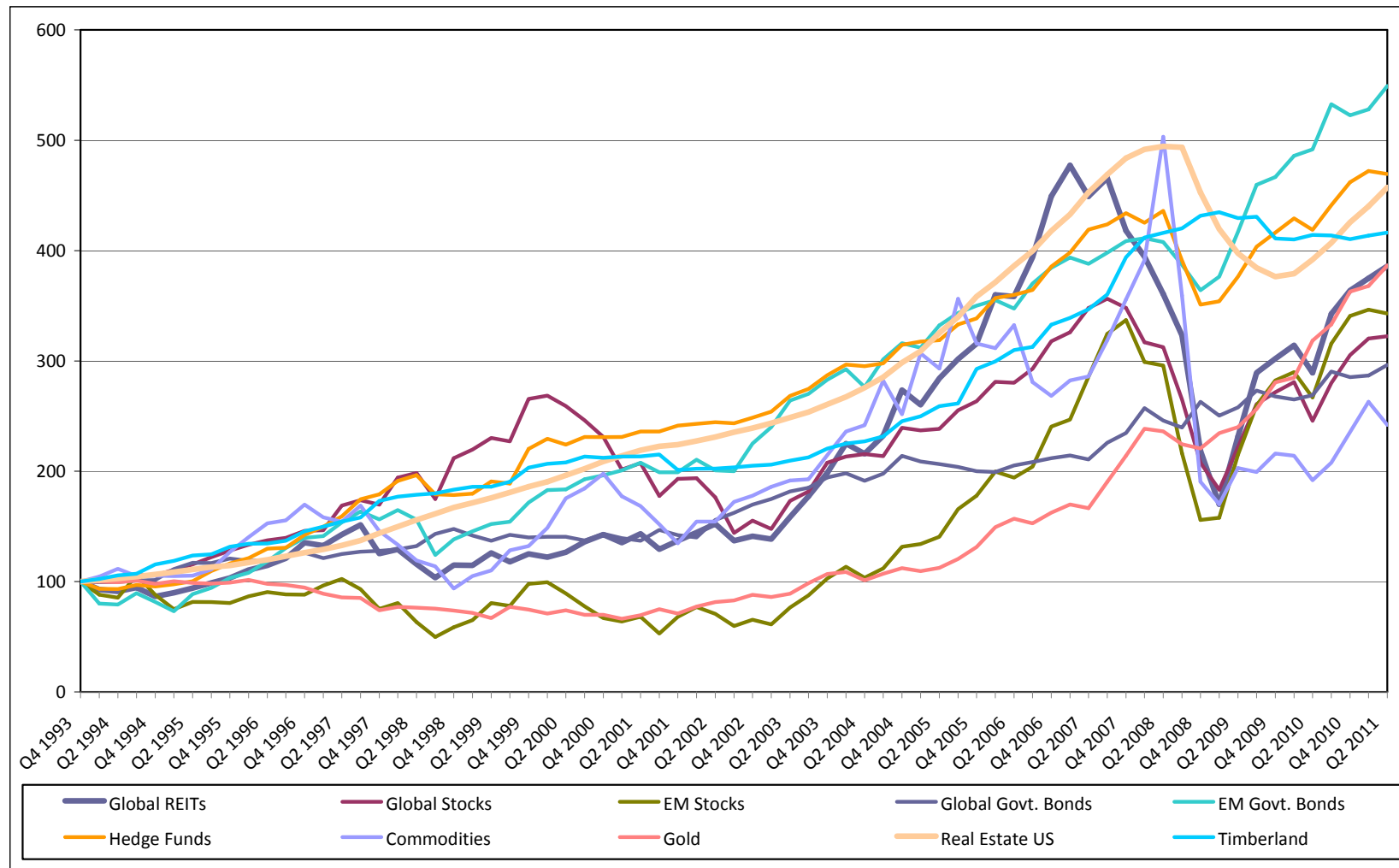
Data through June 30, 2011

Market Indexes		Annualized Returns (%)													Begin Qtr
		1 Yr	2 Yrs	3 Yrs	4 Yrs	5 Yrs	6 Yrs	7 Yrs	8 Yrs	9 Yrs	10 Yrs	15 Yrs	20 Yrs	Incept	
NCREIF Property Index	Total:	16.73	7.24	-2.56	.26	3.45	5.84	7.50	7.91	7.88	7.64	9.34	7.43	8.99	1977/4
S&P 500 Index	Total:	30.69	22.29	3.34	-1.05	2.94	3.87	4.21	5.97	5.32	2.72	6.51	8.75	11.40	1977/4
Barclays Capital Govt Bond	Total:	2.26	4.34	5.10	6.22	6.09	4.85	5.10	4.27	5.03	5.41	5.88	6.38	7.32	1984/4
Barclays Capital U.S. Govt/Credit	Total:	3.68	6.62	6.17	6.43	6.35	4.99	5.31	4.54	5.46	5.74	6.28	6.83	8.17	1977/4
T-Bills (90 day)	Total:	.14	.13	.33	1.07	1.86	2.20	2.18	2.03	1.96	2.01	3.07	3.40	5.59	1977/4
NAREIT Equity REIT Index	Total:	34.09	43.65	5.38	.26	2.61	5.18	8.73	10.87	10.08	10.68	10.80	11.55	12.98	1977/4
Consumer Price Index	Total:	3.56	2.30	1.04	2.02	2.15	2.51	2.51	2.61	2.55	2.40	2.46	2.57	3.93	1977/4

Quelle: NCREIF (2011)

**“The NAREIT Equity Index has consistently performed well against its peer
in the short term and long term”**

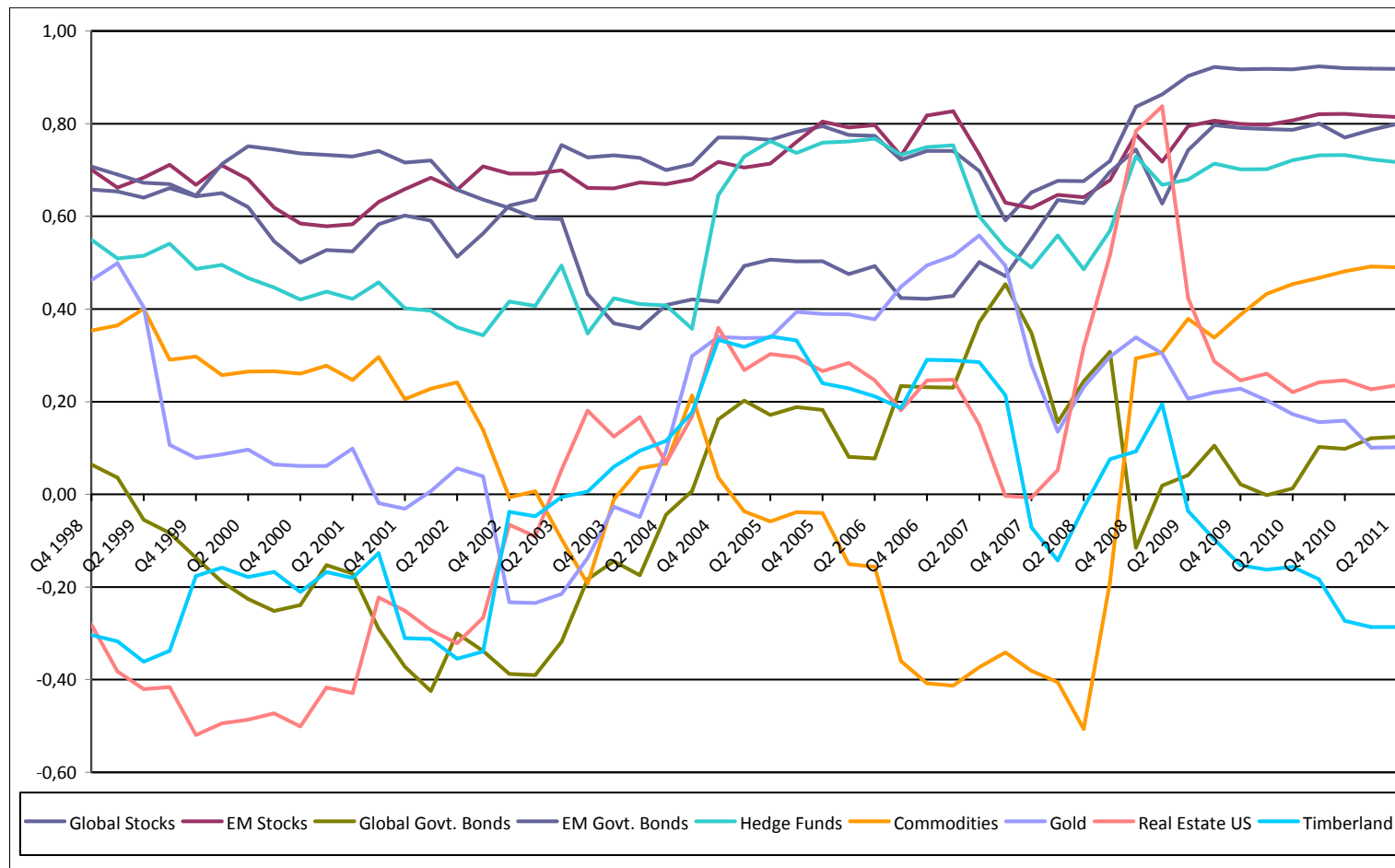
Entwicklung verschiedener Assetklassen



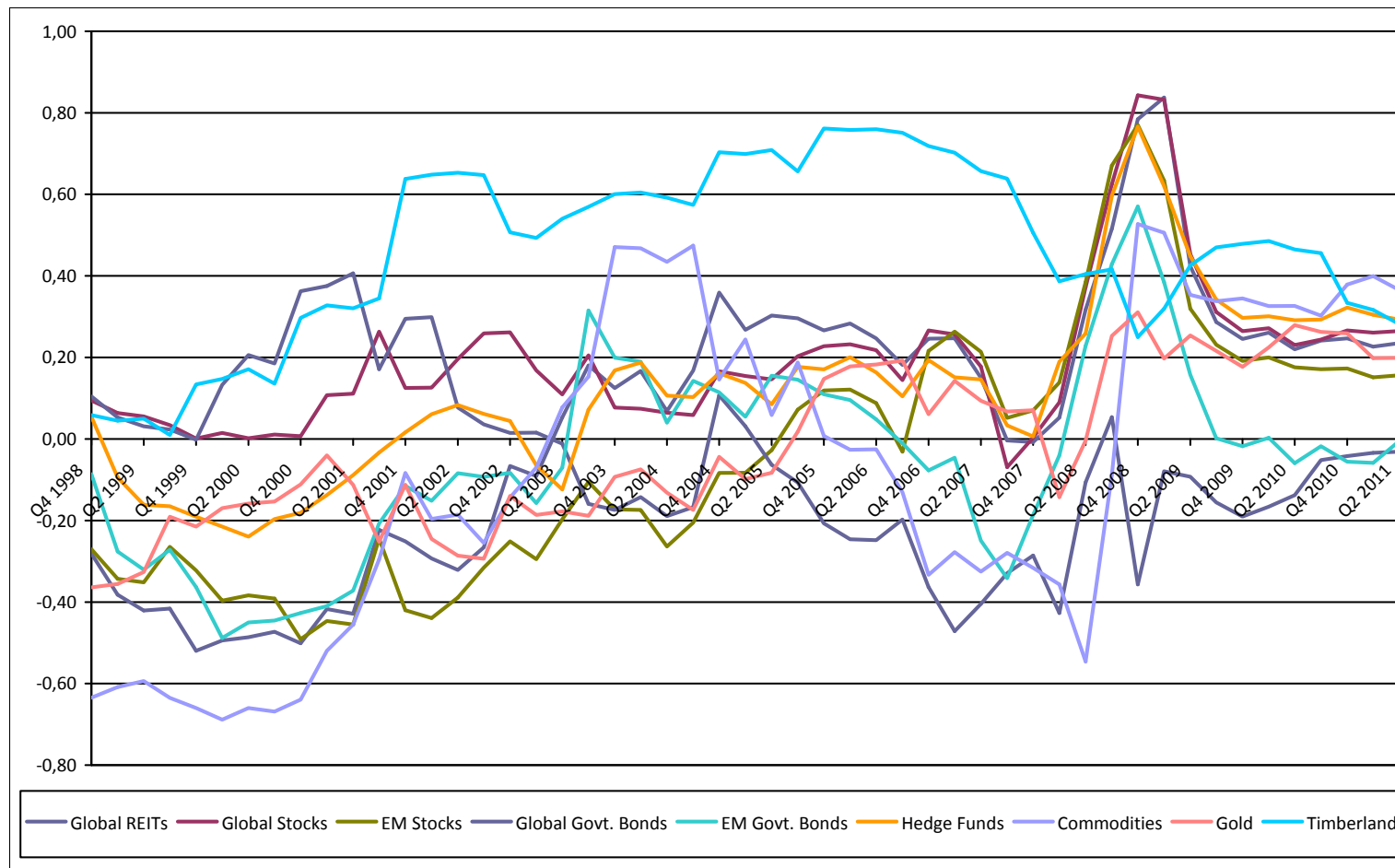
Korrelationen zwischen verschiedenen Assetklassen

	Global REITs	Global Stocks	EM Stocks	Global Govt. Bonds	EM Govt. Bonds	Hedge Funds	Commodities	Gold	Real Estate US
Global REITs	1.0000								
Global Stocks	0.7585	1.0000							
EM Stocks	0.7117	0.7733	1.0000						
Global Govt. Bonds	0.0747	-0.0653	-0.1942	1.0000					
EM Govt. Bonds	0.5384	0.4854	0.6129	-0.0481	1.0000				
Hedge Funds	0.5718	0.6744	0.6089	-0.1637	0.5903	1.0000			
Commodities	0.3212	0.2386	0.2596	-0.1278	0.1660	0.3500	1.0000		
Gold	0.1824	0.0354	0.1956	0.3204	0.0545	-0.0297	0.2282	1.0000	
Real Estate US	0.1938	0.2061	0.0454	-0.0568	-0.0026	0.2068	0.2241	0.0105	1.0000
Timberland	-0.1351	0.0242	-0.1189	0.1371	0.009	0.1130	-0.0813	0.0315	0.3130

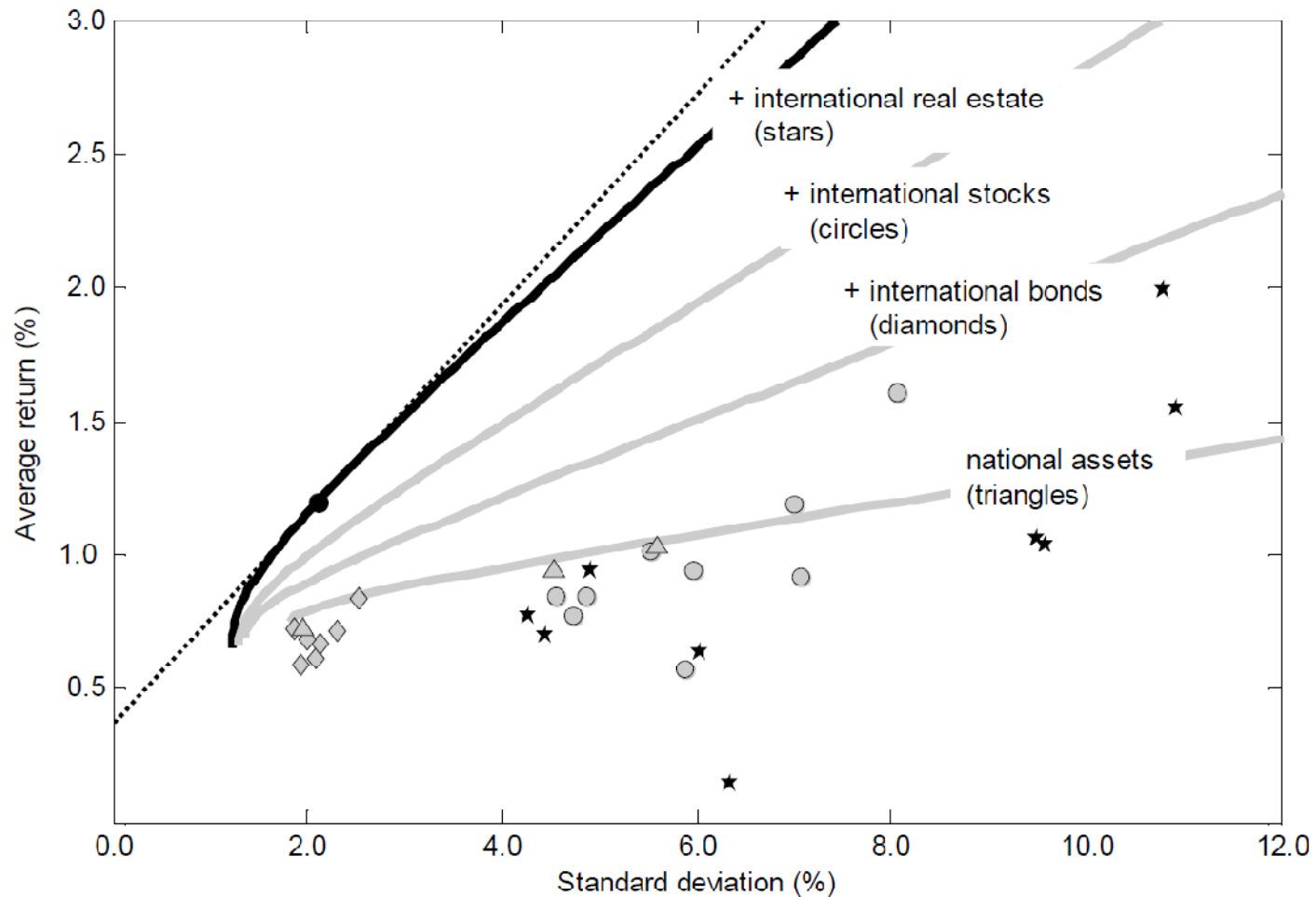
Rollierende Korrelationen (5 Jahre) gegenüber dem US-amerikanischen REIT-Markt



Rollierende Korrelationen (5 Jahre) gegenüber dem US-amerikanischen Immobilien-Markt



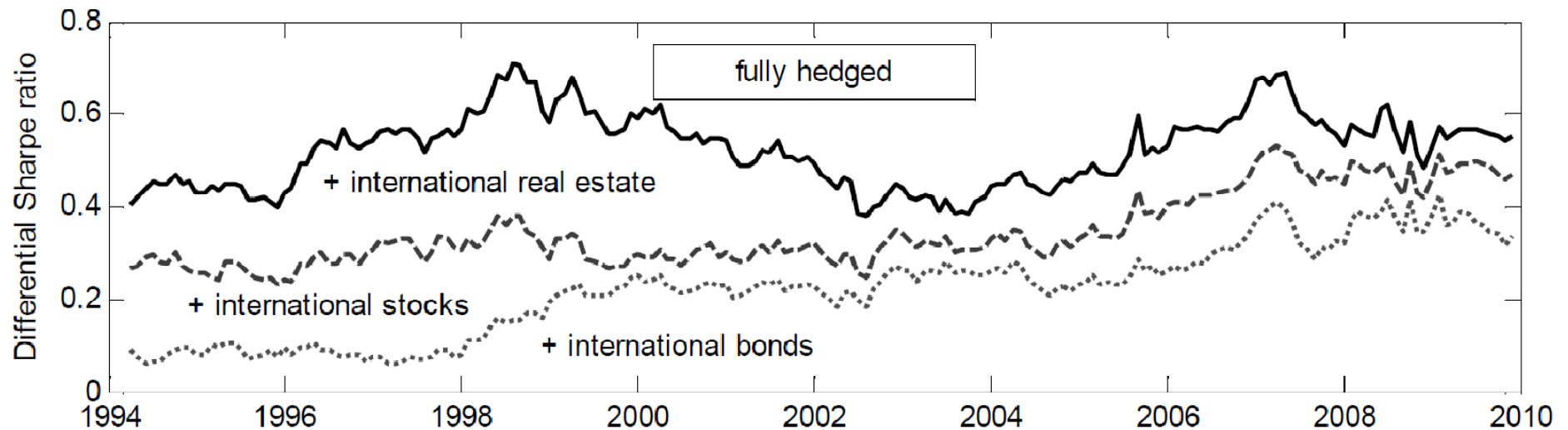
Diversifikationseffekte durch Immobilien-Investments



Die Standardabweichung stellt ein Risikomaß dar.

Quelle: Kröncke und Schindler (2011)

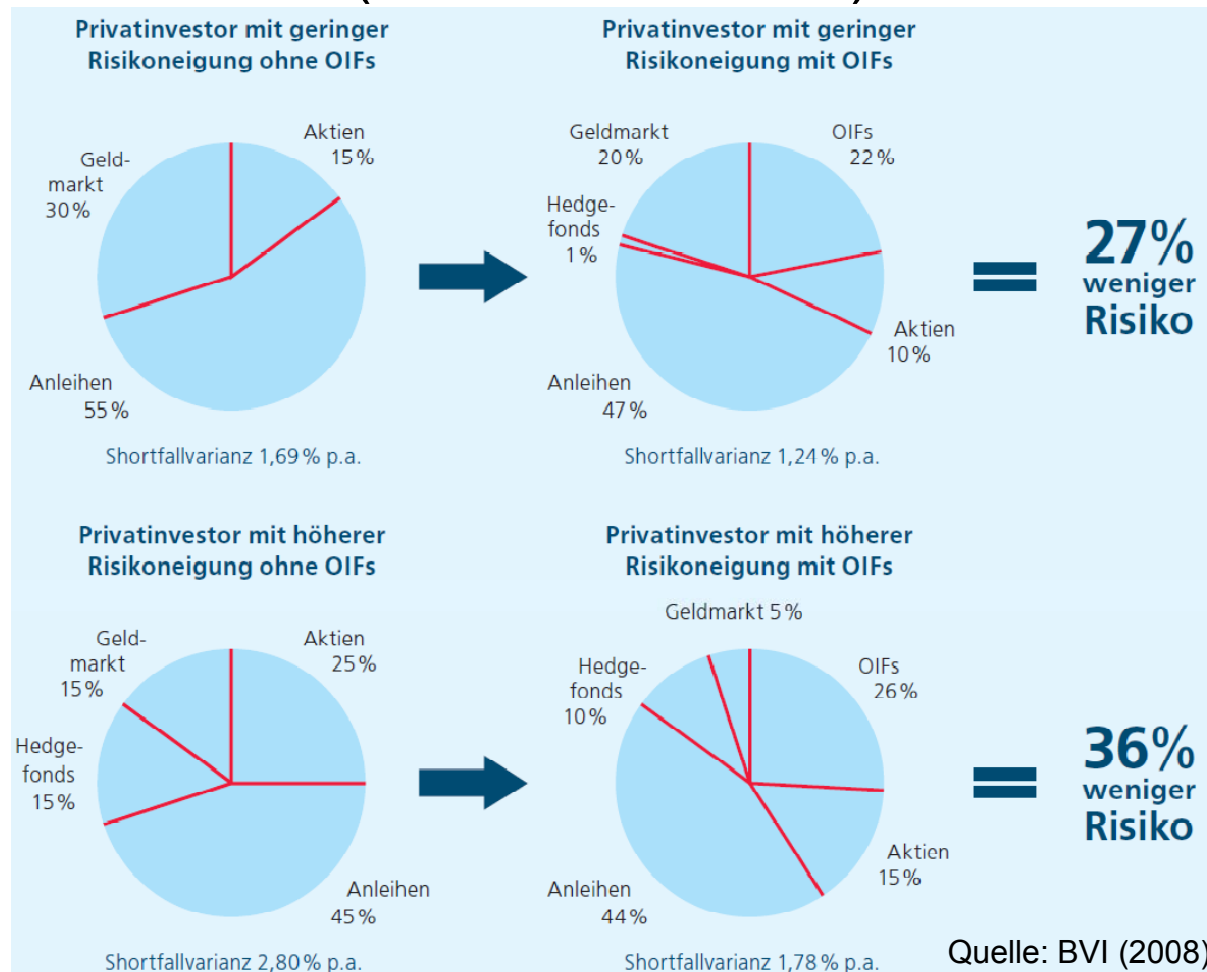
Diversifikationseffekte durch Immobilien-Investments



Sharpe-Ratio = risikoadjustierte Rendite = $(\text{Rendite des Wertpapiers} - \text{Rendite einer risikolosen Anlage}) / \text{Risiko des Wertpapiers}$

Quelle: Kröncke und Schindler (2011)

Risikoreduktion durch Offene Immobilienfonds (Downside-Risiko)



Langfristige versus kurzfristige Zusammenhänge zwischen Assetklassen

- Auf längere Frist (= bei längeren Haltedauern) verhalten sich die Korrelationen von Assets und Assetgruppen teilweise deutlich anders als bei Annahme kurzer Anlagehorizonte.
- Kurzfristig dominieren oft allgemeine Marktbewegungen (z. B. in Folge der Finanzkrise).
- Langfristig dagegen dominieren Assetklassen spezifische Faktoren die einzelnen Renditeentwicklungen, wodurch die Korrelationen zwischen den Assetklassen sinken.
- Ebenso schlagen dann verzögerte gemeinsame Entwicklungen (Leads / Lags) stärker zu Buche.

Gliederung

- Besonderheiten von Alternative Investments
- Rendite-Risiko-Verhalten von Immobilien gegenüber klassischen Anlagen in Aktien und Anleihen
- **Vorschlag zur Überwindung der Nachteile von direkten Immobilienanlagen in der langen Frist**
- Zusammenfassung

Zentrale Fragestellungen bei REIT- und Immobilien- Investments:

- Worein investiert ein REIT-Anleger eigentlich? In den Aktienmarkt oder in den Immobilien-Markt?
- Spielt der Anlagehorizont für den Investor bei der Entscheidung über ein REIT-Investment eine Rolle? Wenn ja, welche?
- Besteht eine zeitliche Struktur zwischen der Entwicklung der REIT-Märkte und der Immobilien-Märkte?
- Wie sieht die empirische Evidenz zu den aufgeworfenen Fragestellungen aus?

Theoretische Überlegungen (I)

- Was spricht für einen starken Zusammenhang von REITs mit Aktien?
 - REITs und Aktien sind an Wertpapierbörsen gelistet und unterliegen somit den Marktschwankungen an den Aktienmärkten.
 - hohe Liquidität und geringe Transaktionskosten in beiden Märkten
 - schnelle Informationsverarbeitung

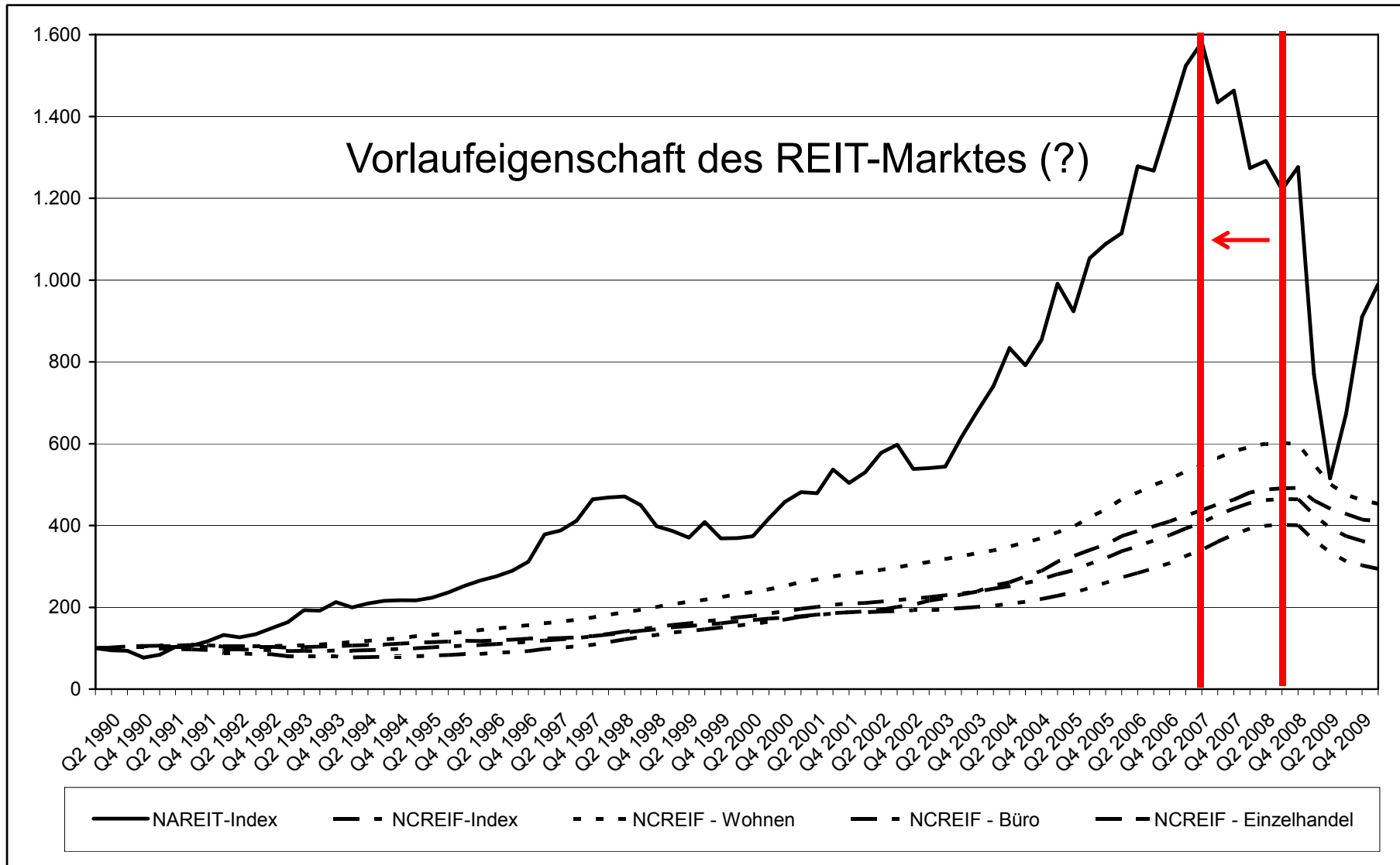
- Was spricht für einen starken Zusammenhang von REITs mit Immobilien?
 - Sowohl REITs als auch Indizes für direkte Immobilienanlagen sind am Immobilien-Markt investiert.
 - Langfristig sollten die Erträge daher dominant aus dem Immobilien-Markt generiert werden.

Theoretische Überlegungen (II)

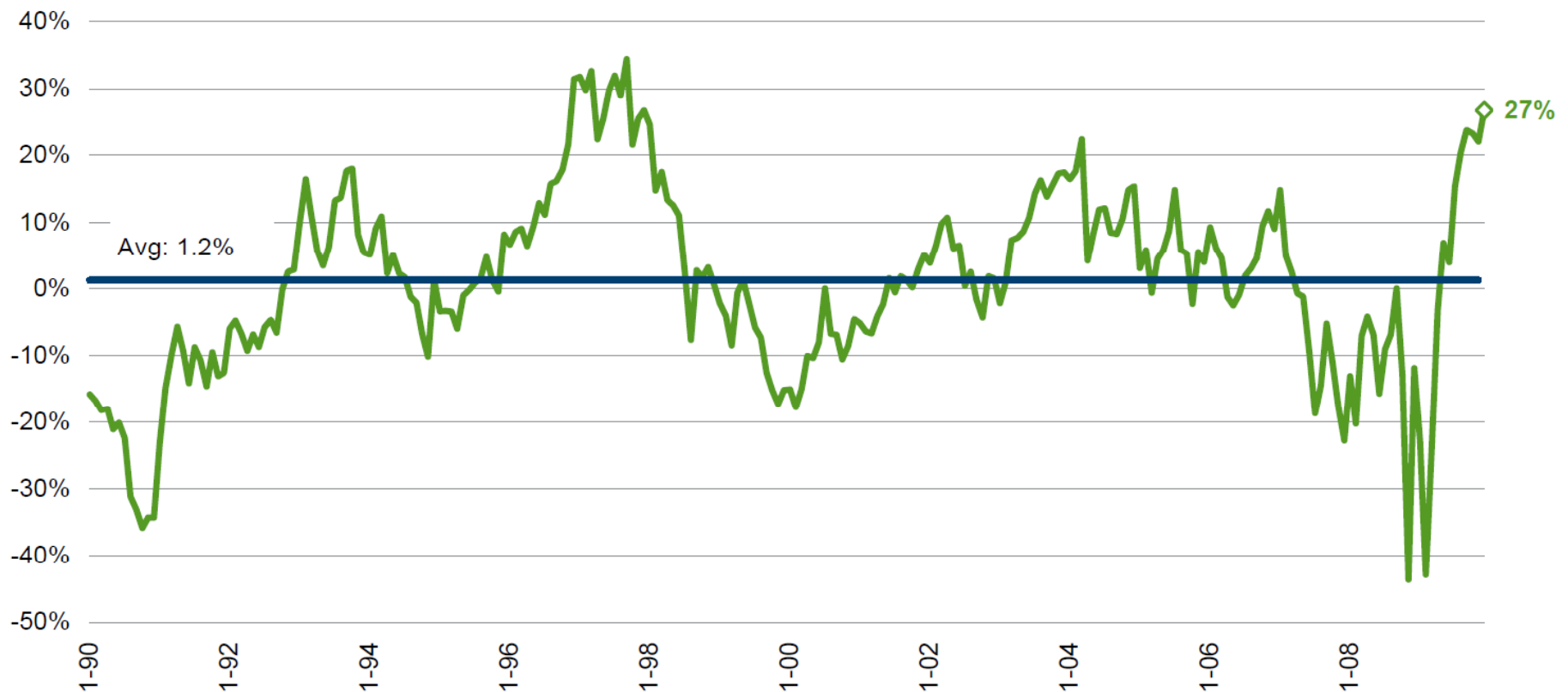
- Weitere Aspekte:
 - Informationseffizienz: REIT-Markt (liquide, geringe Transaktionskosten, marktbasierende Transaktionen) vs. Immobilien-Markt (geringe Liquidität, hohe Transaktionskosten, häufig bewertungs-basierte Indizes) => resultiert daraus evtl. sogar eine Prognosekraft des REIT-Marktes für den Immobilien-Markt?
 - REIT-Markt ist in der Finanzmarktkrise bereits ein Jahr vor den Immobilien-Märkten eingebrochen
 - Welche Rolle spielt die zeitliche Dimension?
 - Hypothese: Kurzfristig dominiert der Zusammenhang zwischen Aktien und REITs, während langfristig REITs und Immobilien einen größeren Gleichlauf aufweisen sollten.

Was gilt es bei einem Vergleich von Rendite und Risiko zwischen REITs und direkten Immobilienanlagen zu berücksichtigen?

- Leverage bei REITs
- Asset-Mix
 - geographisch (z.B. für USA: Westküste, Ostküste, Midwest)
 - sektoral (z.B. Wohnen, Büro, Einzelhandel, Logistik)
 - strategisch (z.B. Core, Opportunity, Value-added)
- Smoothing-Effekt und Bewertungsproblematik bei direkten Immobilien
- Management bei REITs
- Zeitliche Dimension

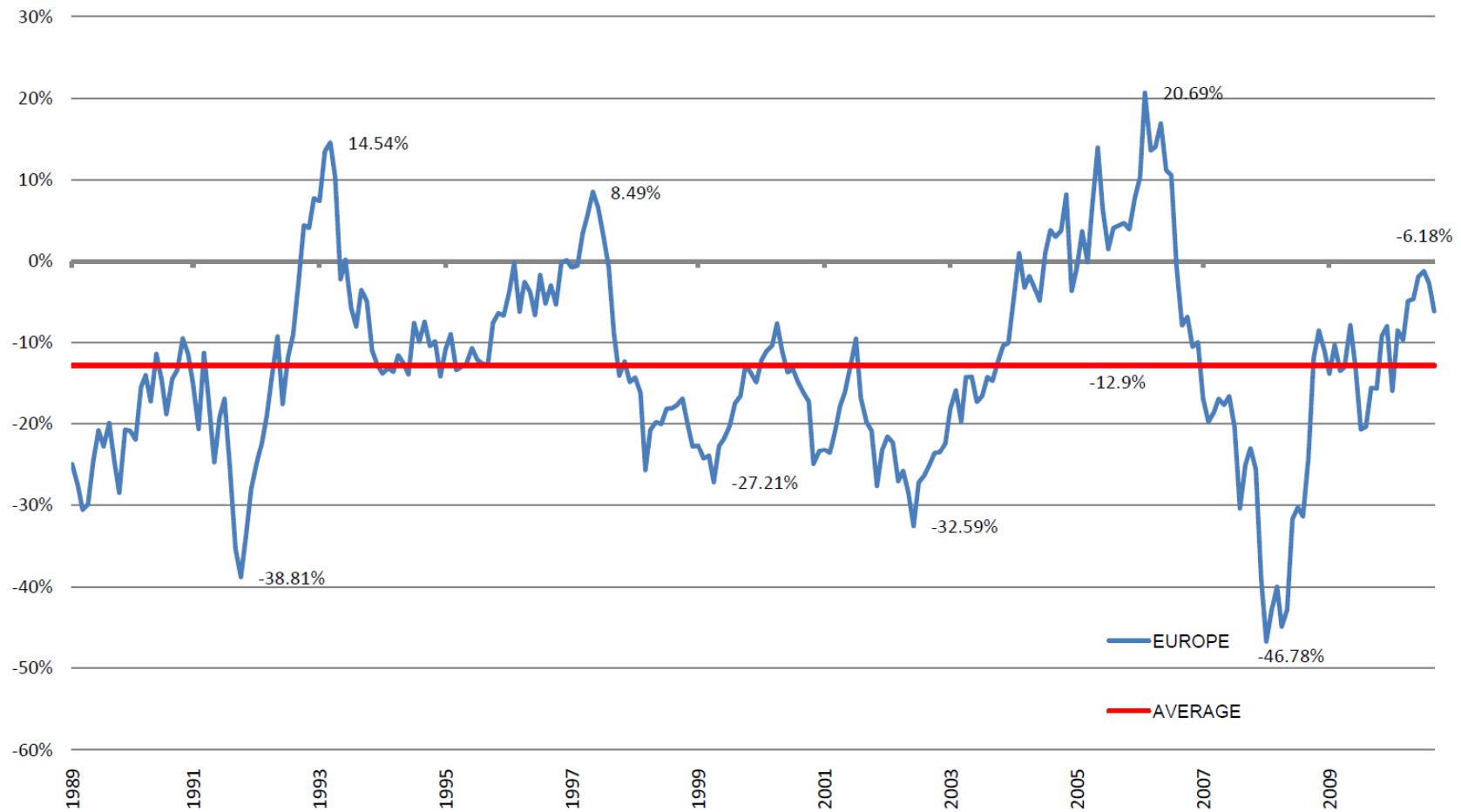


Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts für US-amerikanische Immobilienunternehmen



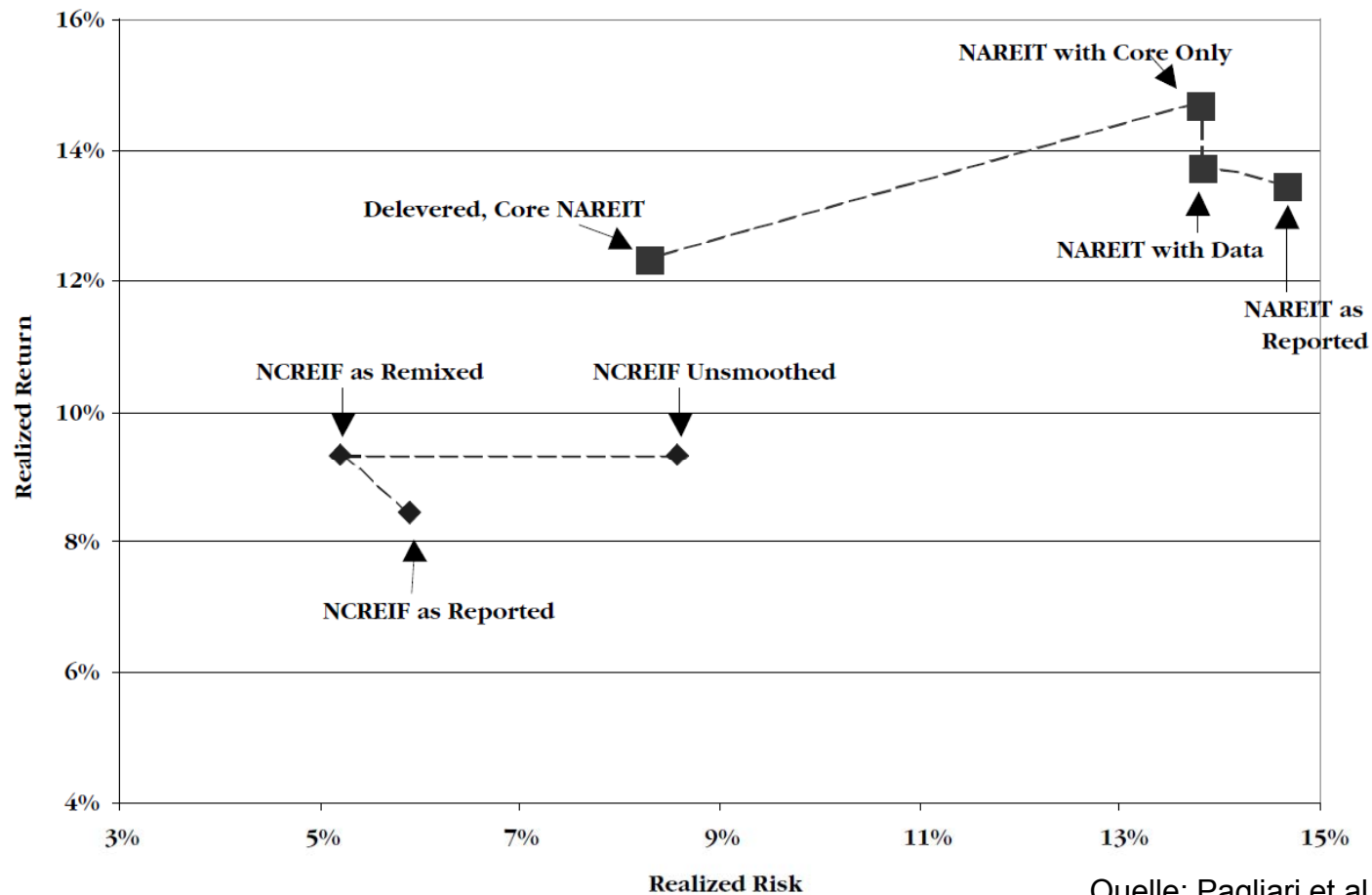
Green Street Advisors, 2010

Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts für Europa



EPRA, 2011

Korrigierter Rendite-Risiko-Vergleich zwischen REIT-Markt und direktem Immobilien-Markt



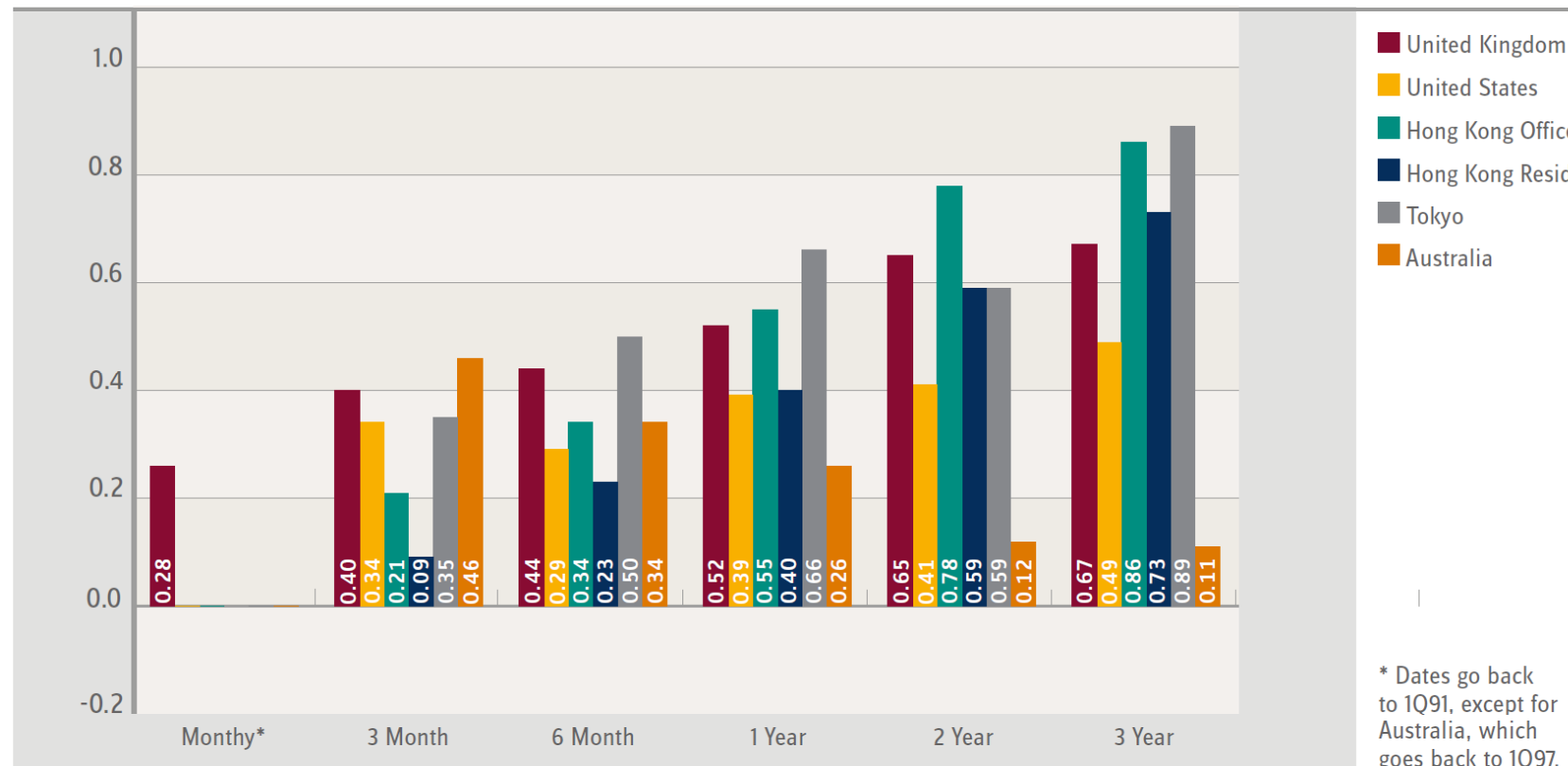
Quelle: Pagliari et al. (2003, 2005)

Korrelationen zwischen direkten und indirekten Immobilien- sowie Aktienmärkten in Abhängigkeit der Datenfrequenz

Korrelationen zwischen	Monats- renditen	Quartals- renditen	Jahres- renditen	3-Jahres- renditen	5-Jahres- renditen
für USA (1978-2006):					
NAREIT und NCREIF	k.A.	0,04	0,06	0,17	0,31
NAREIT und S&P 500	k.A.	0,25	0,27	-0,04	-0,07
für UK (1989-2006):					
GPR und IPD	0,07	0,14	0,39	0,66	k.A.
GPR und FTSE 100	0,52	0,59	0,40	0,15	k.A.

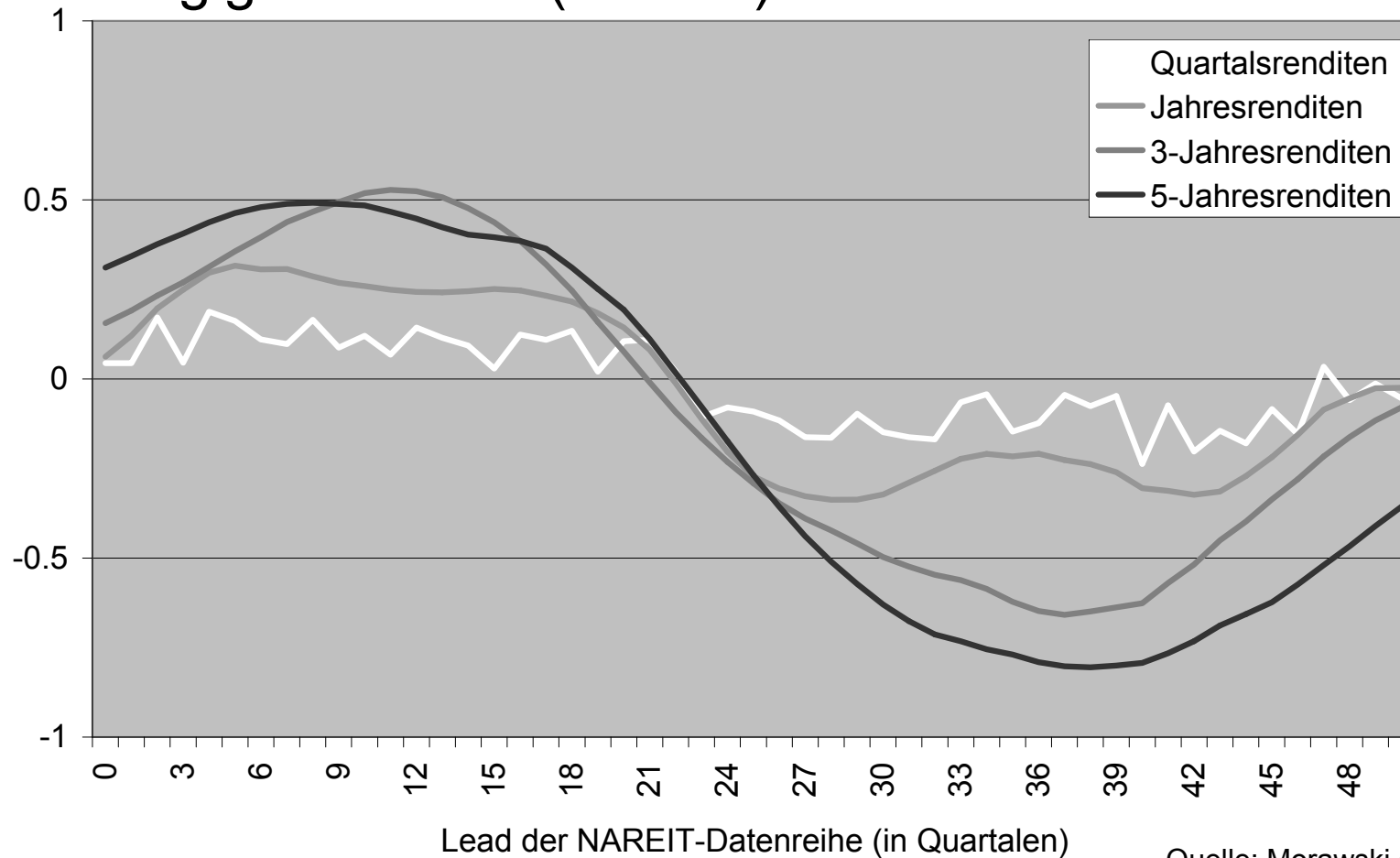
Quelle: Morawski et al. (2008)

Korrelationen zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen im internationalen Vergleich in Abhängigkeit der Haltedauer



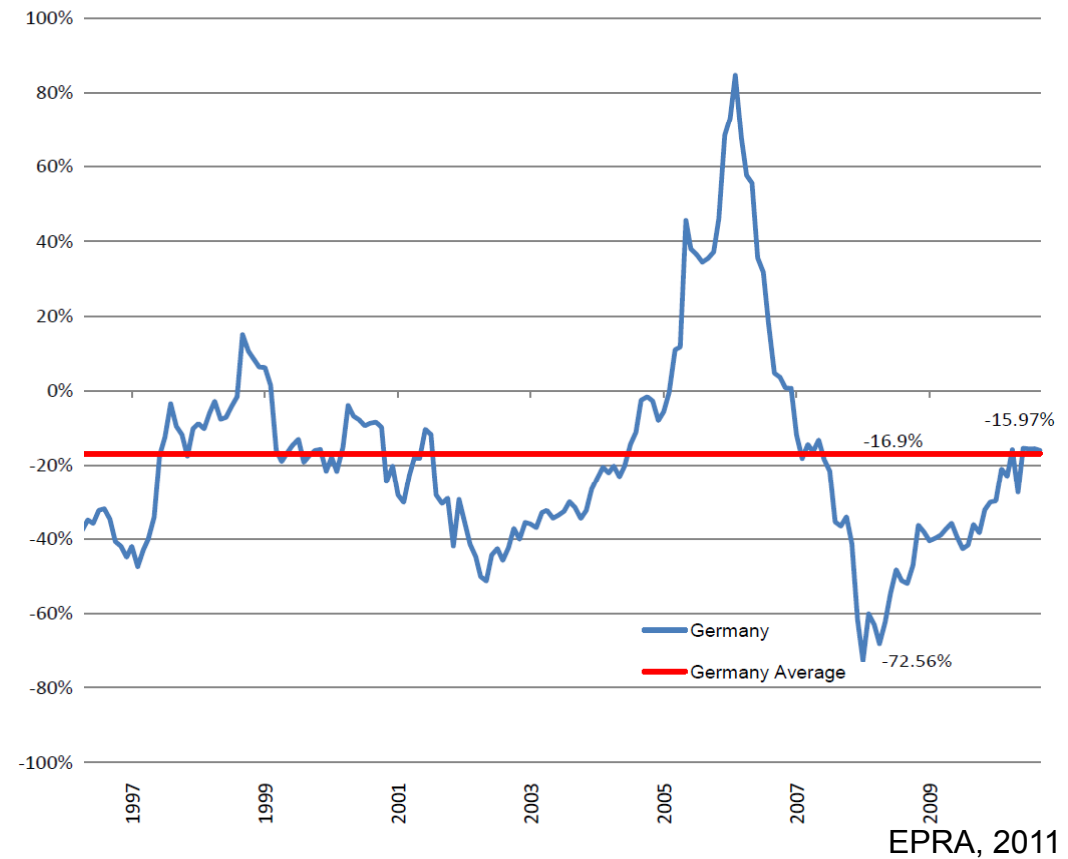
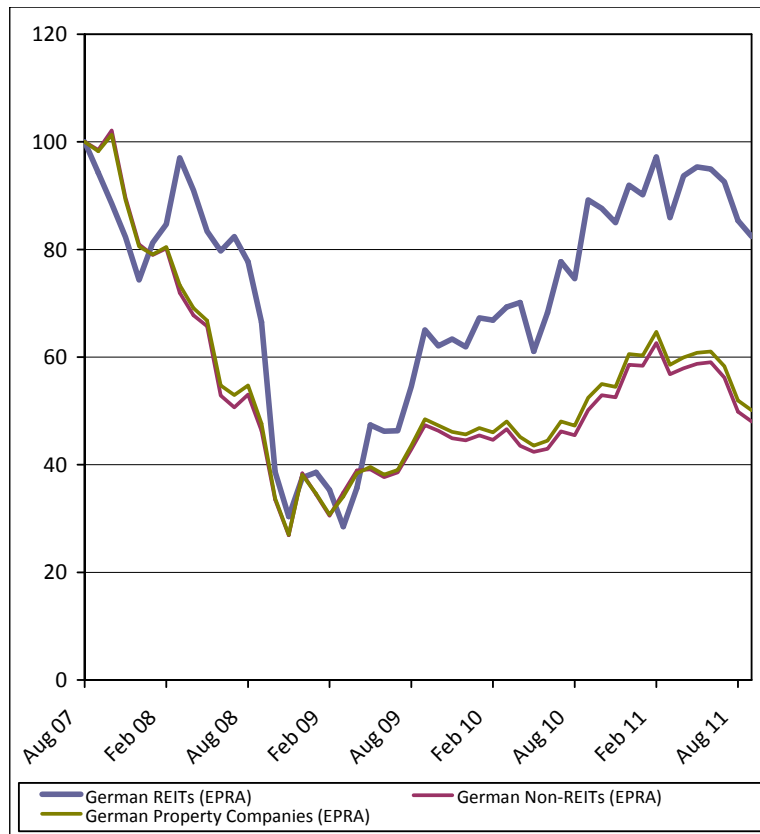
Quelle: EPRA (2009); Zeitraum: 1991-2008

Korrelationen zwischen NCREIF- und NAREIT-Renditen abhängig vom Lead (Vorlauf) der NAREIT-Datenreihe



Quelle: Morawski et al. (2008)

Vorsicht bei der Übertragung der Idee auf den deutschen REIT-Markt!



Sehr kleiner, wenig liquider Markt mit derzeit nur 4 REITs!

Gliederung

- Besonderheiten von Alternative Investments
- Rendite-Risiko-Verhalten von Immobilien gegenüber klassischen Anlagen in Aktien und Anleihen
- Vorschlag zur Überwindung der Nachteile von direkten Immobilienanlagen in der langen Frist
- **Zusammenfassung**

Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse:

- Alternative Investments stellen den Anleger auf Grund ihrer Illiquidität, Informationsasymmetrien sowie hoher Transaktions- und Verwaltungskosten bei der Asset Allocation vor besondere Herausforderungen.
- Attraktivität von Alternative Investments ist jedoch insbesondere durch deren geringe Korrelation mit klassischen Aktien- und Anleihen-Investments gegeben.
- Kurzfristig besitzen REITs einen hohen Gleichlauf mit Aktien und einen geringen Gleichlauf mit Immobilien. Mit zunehmendem Zeithorizont nimmt der Gleichlauf von REITs mit Aktien jedoch ab und der Gleichlauf mit Immobilien nimmt zu.
- REITs laufen dem Immobilienmarkt voraus.
- Es zeigt sich, dass REITs ähnliche Rendite-Risiko-Eigenschaften aufweisen wie Immobilien, wenn für produkt-spezifische Unterschiede bereinigt wird. Somit erweisen sich REITs als interessantes Anlagevehikel für Immobilien-Investments.

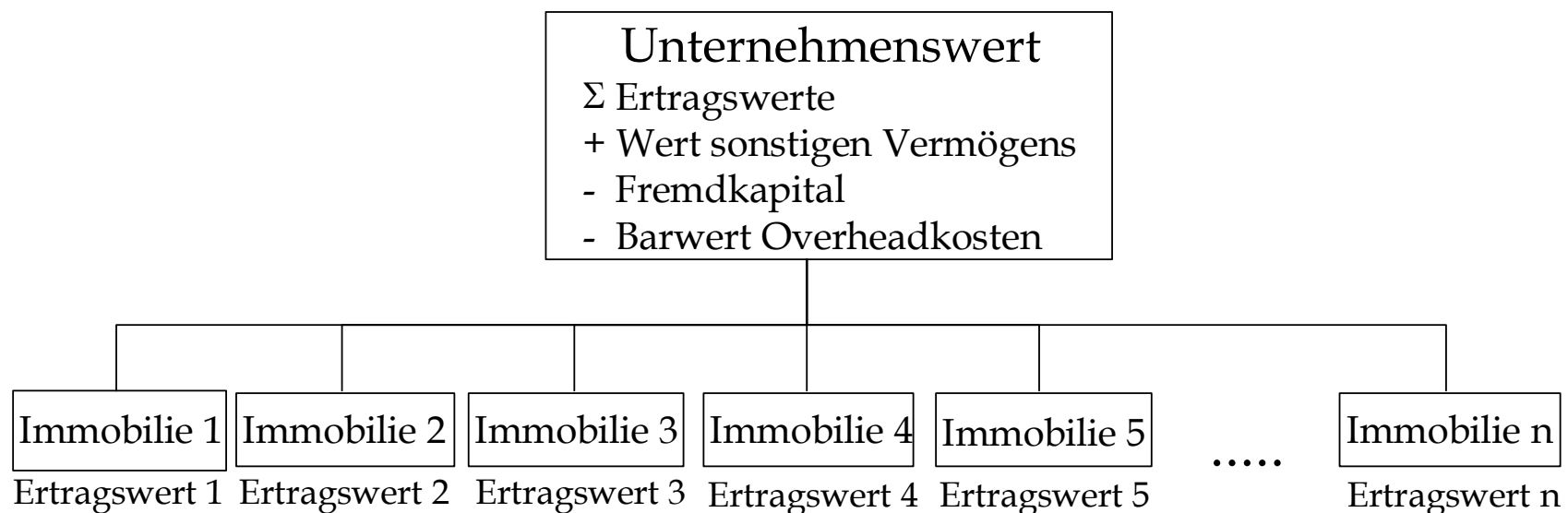
Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Anhang

Zentrale Fragestellungen:

- Wie berechnet sich der Net Asset Value?
- Welcher Zusammenhang besteht aus theoretischer Sicht zwischen Net Asset Value und dem Aktienkurs eines Immobilienunternehmens?
- Wie sieht der empirische Zusammenhang zwischen Net Asset Value und Aktienkurs eines Immobilienunternehmens aus?
- Welche Argumente lassen sich für die Differenz zwischen Net Asset Value und Aktienkurs eines Immobilienunternehmens anführen?

- Als einer der wenigen Märkte zeichnet sich der Immobilienaktien- / REIT-Markt dadurch aus, dass ein direkter, paralleler Markt für das dem Unternehmen zu Grunde liegende Asset existiert.
- Durch Arbitrage-Überlegungen sollte zwischen den beiden Märkten eine Gleichgewichtsbeziehung bestehen, die auch als Bewertungsgrundlage genutzt werden kann.
- Der Net Assel Value (NAV) als Unternehmenswert bei Immobilienunternehmen:



Berechnung des Net Asset Value (NAV)

Verkehrswerte der Immobilien (aus externen Wertgutachten oder eigener Hochrechnung über Mietmultiplikatoren)

- + sonstige Vermögensgegenstände zu Marktpreisen
(bzw. Ertragswerte sonstiger Unternehmensteile)
- Schulden

(- kapitalisierte Overheadkosten)

= NAV

alternativ:

Verkehrswerte der Immobilien

- + sonstige Vermögensgegenstände zu Marktwerten
- Buchwerte Immobilien
- Buchwerte sonst. Vermögen

+ Eigenkapital

= NAV

Overheadkosten

- Wiederkehrende Kosten, die einen nachhaltigen Einfluss auf den Unternehmenswert haben, sind z. B.:
 - fixe und variable Entlohnung des Managements und des Aufsichtsrates,
 - allgemeine Verwaltungskosten,
 - Raum- und Raumnebenkosten,
 - Kosten für externe Berater (z. B.: Steuerberatung, Durchführung von Due Diligences),
 - Kosten der Jahresabschlusserstellung und -prüfung (eigentlich schon in die Bewirtschaftungskosten einzurechnen),
 - Kosten der Gesellschafterversammlung.
- In der Standardvariante zur Ermittlung des NAV wird oft darauf verzichtet, den Unternehmenswert noch um die Overheadkosten zu reduzieren. Soweit aber notwendige Kosten auf der Ebene der Unternehmensleitung anfallen, die nicht schon bei der Berechnung der Ertragswerte der einzelnen Immobilien berücksichtigt werden, lässt sich deren Abzug vom NAV nicht nur rechtfertigen, sondern erscheint sogar zwingend.

Wo erscheint die Anwendung des NAV-Konzepts sinnvoller, wo sollte besser darauf verzichtet werden und wo ist sie sogar gesetzlich vorgeschrieben?

- Sinnvoll:
 - Bei Immobilienunternehmen, die einen großen Teil ihres Ertrags aus der Bestandhaltung erwirtschaften

- Weniger sinnvoll bzw. unangemessen:
 - Die Nutzung des NAV als Bewertungsmethode bei Immobilienunternehmen ist dann unangemessen, wenn ein großer Teil des Ertrags nicht aus der Bestandhaltung, sondern aus anderen immobilienwirtschaftlichen Aktivitäten (Entwicklung, Handel, Asset Management, sonstige Dienstleistungen) stammt.

Wo erscheint die Anwendung des NAV-Konzepts sinnvoller, wo sollte besser darauf verzichtet werden und wo ist sie sogar gesetzlich vorgeschrieben?

– Gesetzlich vorgeschrieben:

- Bei offenen Immobilienfonds: Offene Fonds sind gesetzlich verpflichtet, ein Ausgabe- und Rücknahmepreis für ihre Anteile zu berechnen und diese auch bei der Ausgabe bzw. Rücknahme der Anteile zu Grunde zu legen. Nach § 36, Abs. 1 InvG ist der Wert des Sondervermögens „auf Grund der jeweiligen Kurswerte der zu ihm gehörenden Vermögensgegenstände abzüglich der aufgenommenen Kredite und sonstigen Verbindlichkeiten“ zu ermitteln.
- Für Immobilienfonds kommt zusätzlich Abs. 3 zum Tragen. Danach ist für Vermögensgegenstände, die weder an der Börse zugelassen noch in einen organisierten Markt einbezogen sind oder für die kein handelbarer Kurs verfügbar ist, **„der Verkehrswert, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten angemessen ist, zugrunde zu legen.“**

Welche Faktoren könnten eine Abweichung zwischen Net Asset Value und Börsenkurs rechtfertigen?

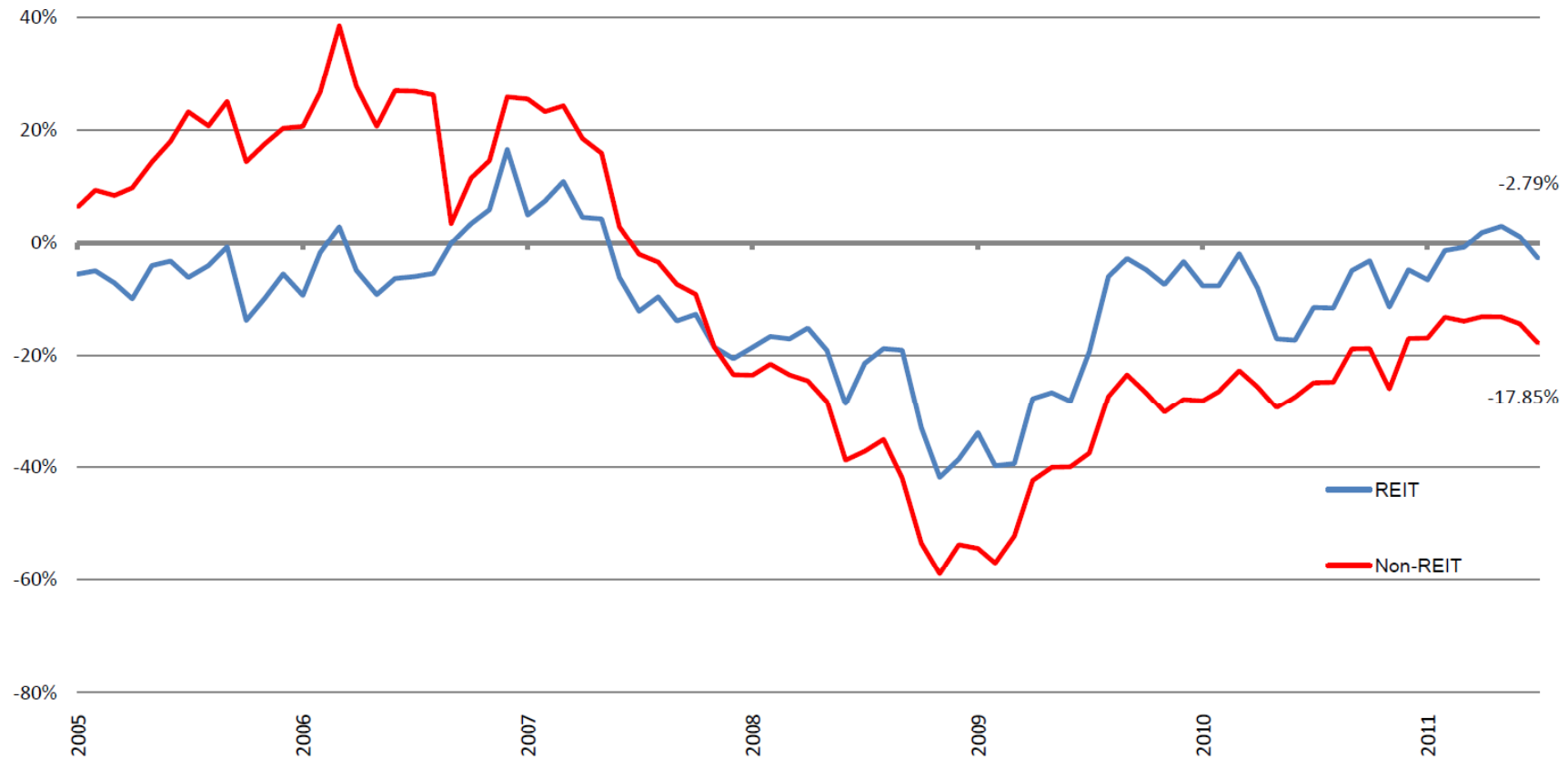
- Steuerliche Aspekte:
 - Bei nicht steuertransparenten Immobilien-AGs (= ohne REIT-Status) ist cet. par. ein Wertabschlag gegenüber dem NAV gerechtfertigt, der grundsätzlich aus den angegebenen tatsächlichen und latenten Steuerbelastungen berechenbar ist.
- Unternehmensspezifika:
 - Managementqualitäten, aber auch Kosten des Managements
 - Größe (mit Wirkung auf Qualifikation, Effizienz, Strategie)
 - Immobilien-Mix
 - Strategische Positionierung und Ausrichtung
 - Wertschöpfungspotentiale
 - Verschuldung / Leverage-Effekt

Welche Faktoren könnten eine Abweichung zwischen Net Asset Value und Börsenkurs rechtfertigen?

- Kapitalmarktspezifika:
 - Diskontierungszinssatz (nach CAPM) vs. Liegenschaftszinssatz
 - Marktliquidität => Markteffizienz
 - Transparenz
 - Vertrauen in die Strategie des Unternehmens
 - Marktstimmung und allgemeine Lage an den Finanzmärkten
 - Investor Sentiment
 - Abbildung der Unternehmensdynamik vs. NAV als Art Liquidationswert (statisch)

- What is the most important element of a REIT: Is it the buildings or the people who manage them?

Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts für REITs vs. Non-REITs



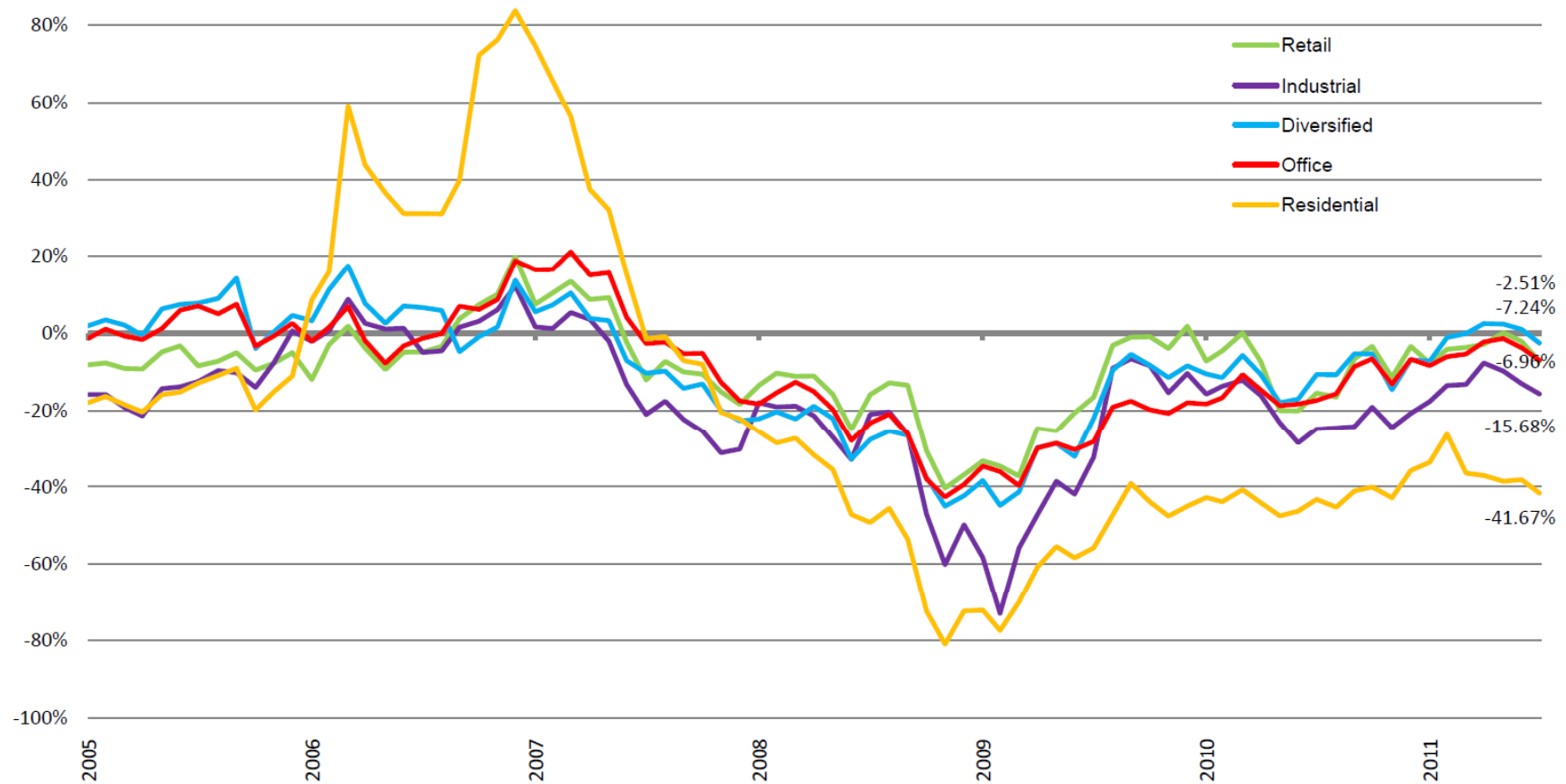
EPRA, 2011

Net Assel Value (NAV) Premiums / Discounts für europäische Länder



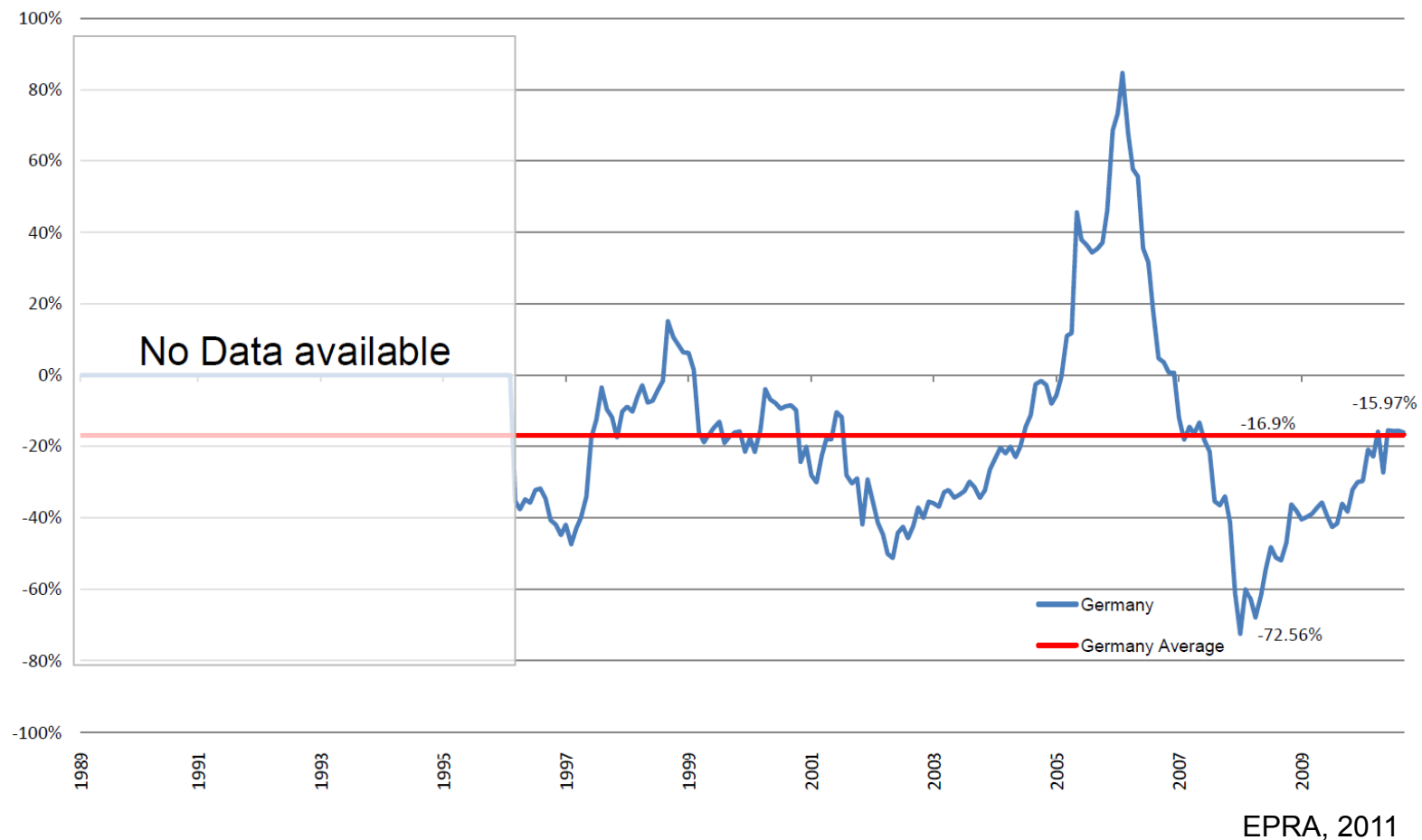
EPRA, 2011

Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts für einzelne Sektoren

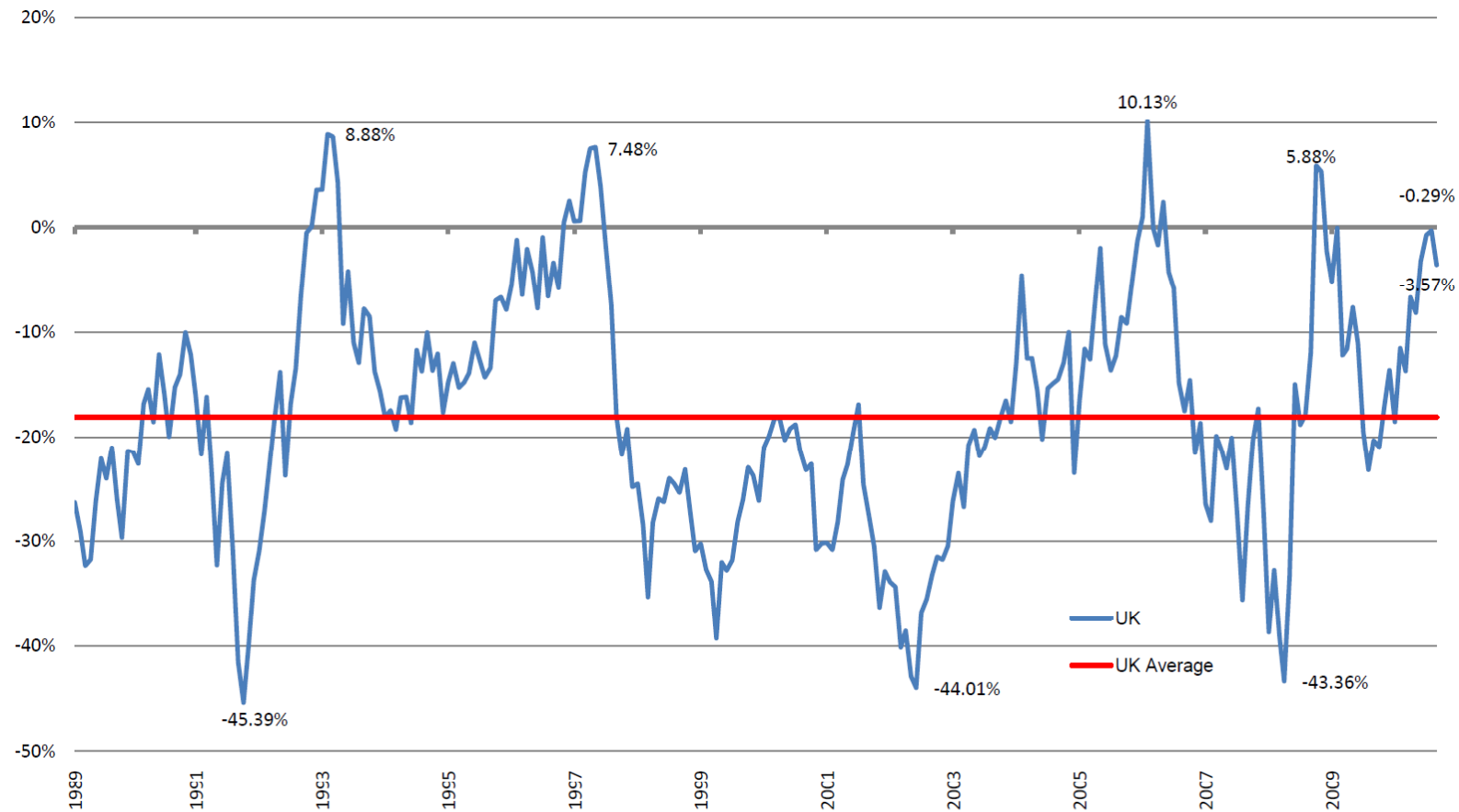


EPRA, 2011

Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts mit Blick auf Deutschland

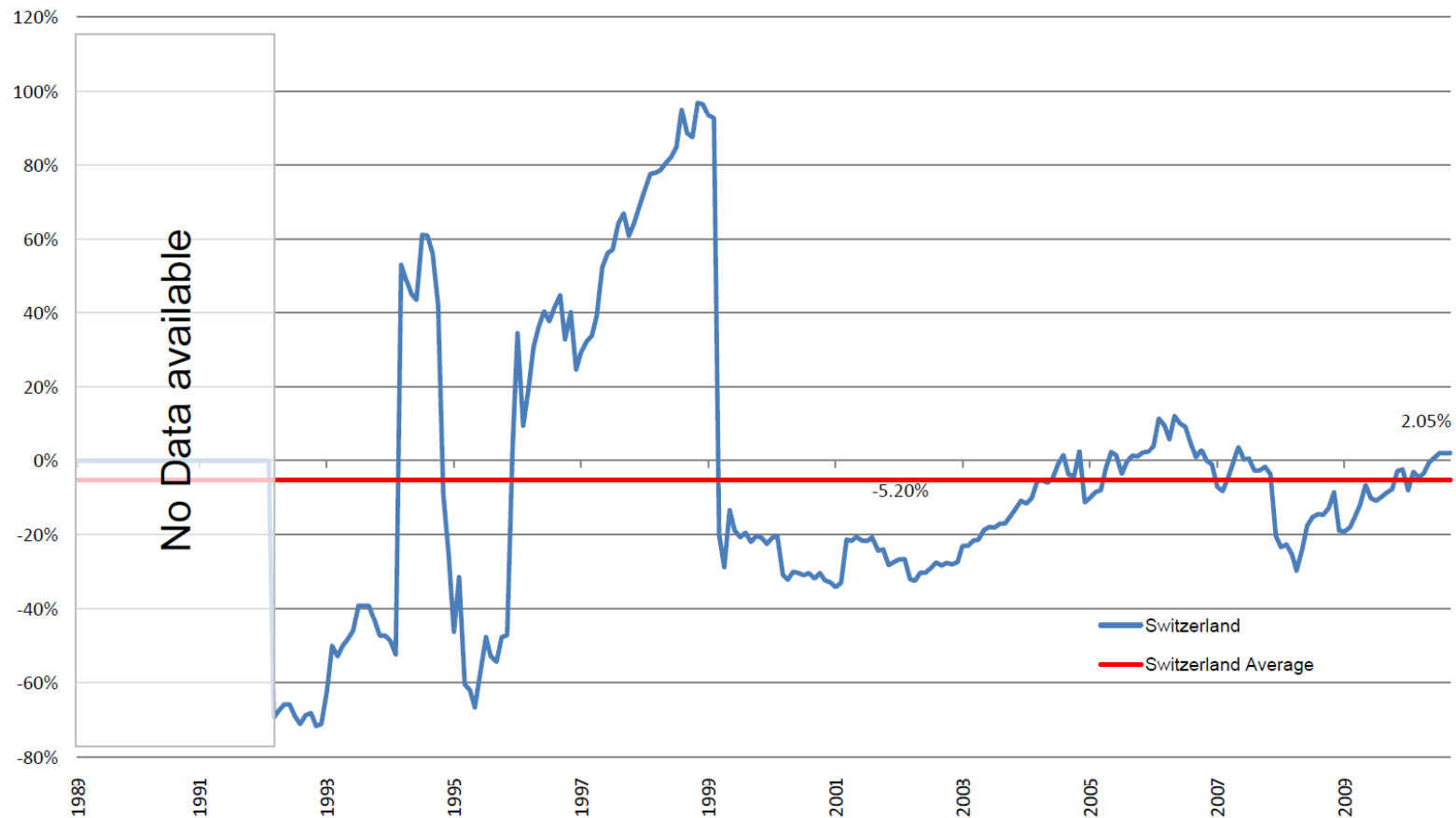


Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts mit Blick auf Großbritannien



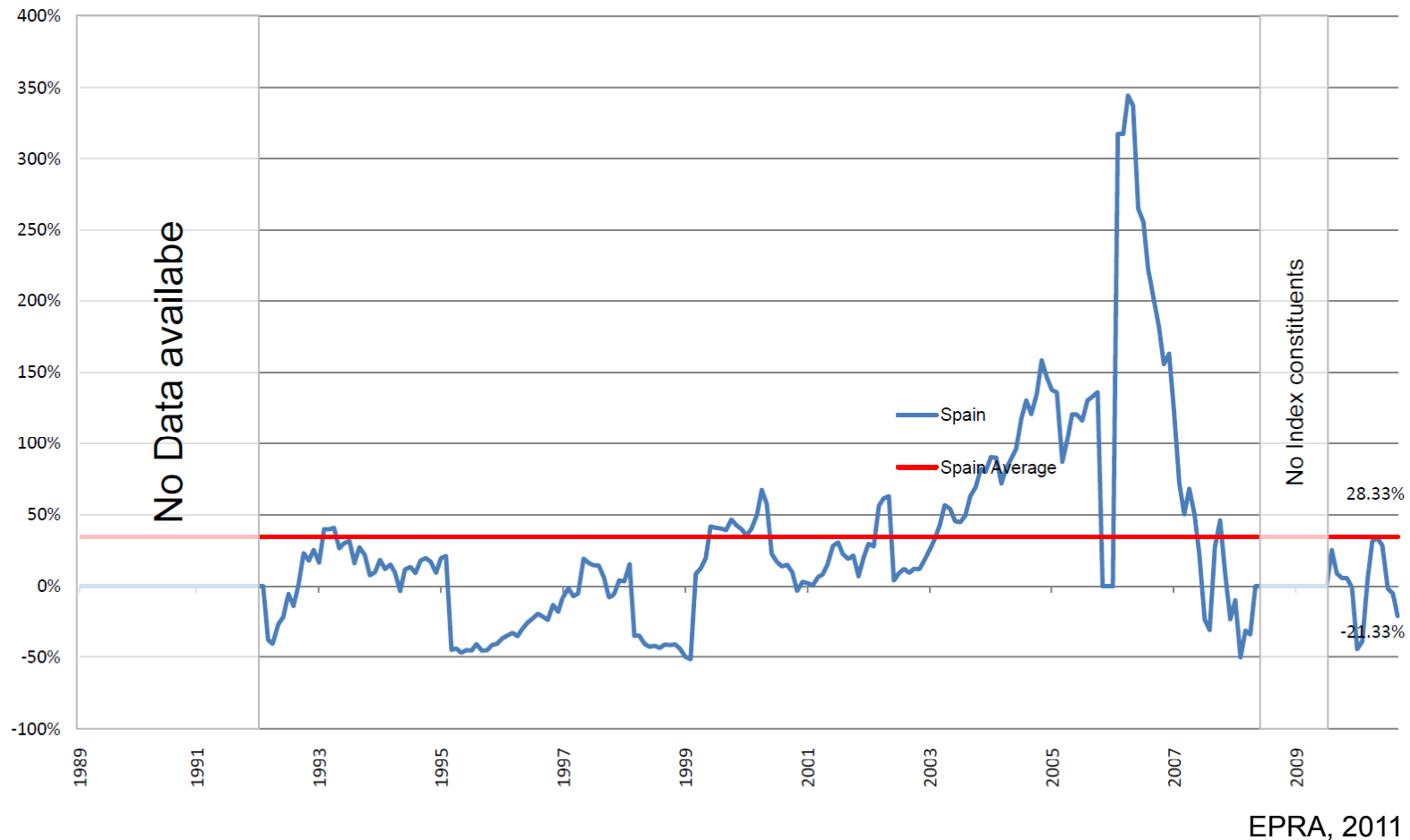
EPRA, 2011

Net Assel Value (NAV) Premiums / Discounts mit Blick auf die Schweiz



EPRA, 2011

Net Asset Value (NAV) Premiums / Discounts mit Blick auf Spanien



Prof. Dr. Felix Schindler

- 2001-2005 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau und der University of Wisconsin in Madison / USA
- 2006-2007 Besuch der Studiengänge zum Diplom-Sachverständigen für die Bewertung von bebauten und unbebauten Grundstücken, Mieten und Pachten (DIA) und zum International Appraiser
- 2005-2008 Doktorand und Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Banken an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau
- seit 2009 Wissenschaftlicher Mitarbeiter / Senior Researcher im Bereich „Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement“ am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) GmbH, Mannheim (Schwerpunkt: Vermögensanlagemärkte)
- seit 2010 Junior-Professor für Real Estate Finance and Economics am Center for Real Estate Studies an der Steinbeis Hochschule Berlin