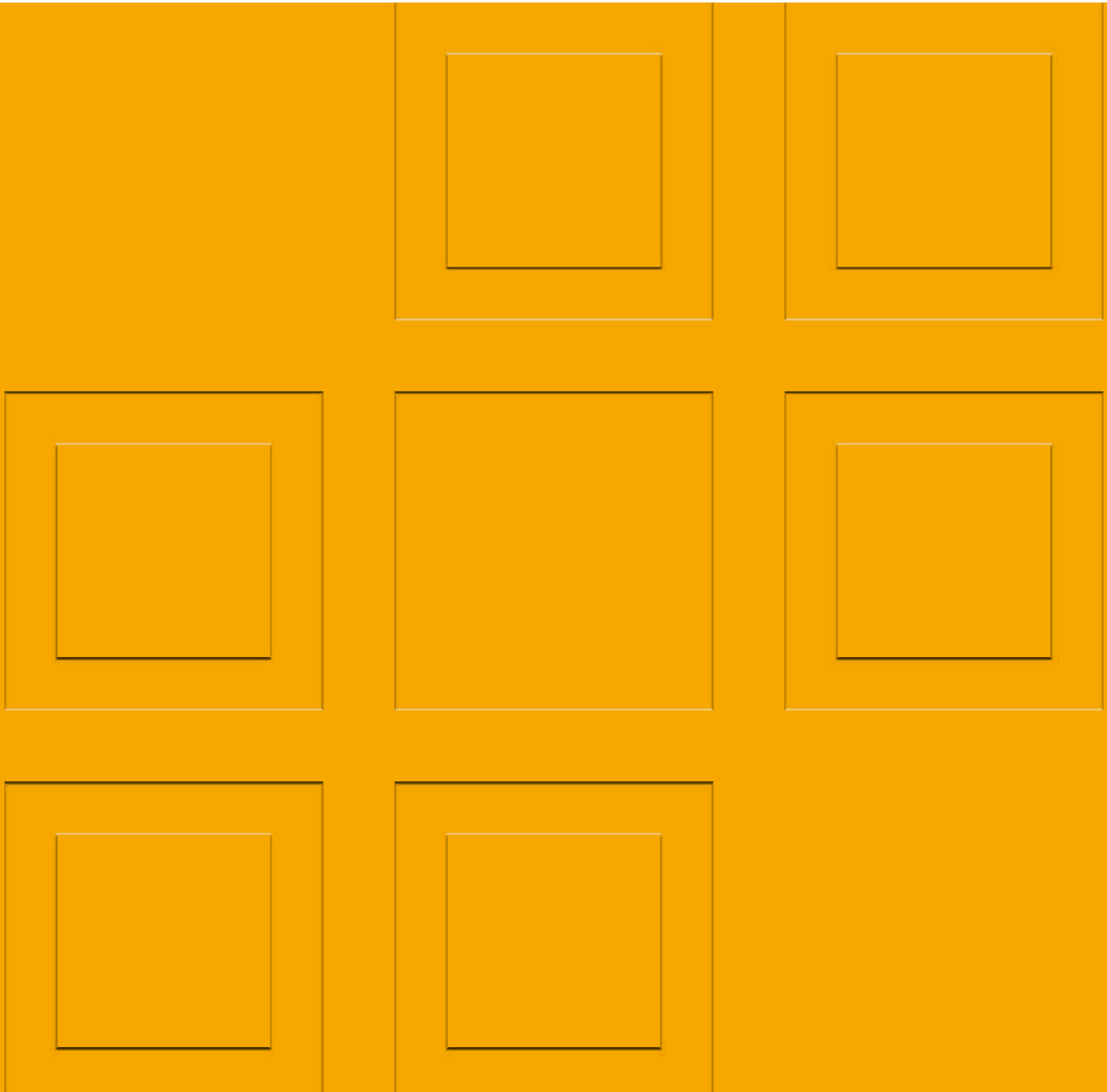


DIE BEDEUTUNG DER IMMOBILIENAKTIENGESELLSCHAFTEN FÜR DEN DEUTSCHEN MARKT ■

Eine Publikation des ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.



In Zusammenarbeit mit:



BARKOW
C o n s u l t i n g

Autoren und Herausgeber:

Peter Barkow
Geschäftsführer
Barkow Consulting GmbH
Rethelstraße 38
40237 Düsseldorf
www.BarkowConsulting.com

Sabine Georgi
Direktorin
ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.
Wallstraße 16
10179 Berlin
www.zia-deutschland.de
V.i.S.d.P.: Denis McGee

unterstützt von:

Jesse Freitag-Akselrod
AKSELROD Consulting
www.akselrod-consulting.com

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	04
1 Einleitung	06
2 Design und Zweck der Analyse	08
3 Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht	12
3.1 Entwicklung der DIMAX-Market Cap	12
3.2 Eigenkapital-Platzierungen	13
3.3 Das Problem der geringen Investierbarkeit – Entwicklung des Streubesitzes der Top 15-Unternehmen	15
3.4 Das Sektorwachstum basiert auf dem Wohnimmobiliensegment	17
3.5 Weiteres Wachstum notwendig	18
3.6 Käufer und Verkäufer	22
4 Der börsennotierte Sektor im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln	24
4.1 Ermittlung des Bruttoimmobilienvermögens	24
4.2 Immobilienaktiengesellschaften im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln	25
4.2.1 Herstellung der Vergleichbarkeit durch das Bruttoimmobilienvermögen	26
4.2.2 Ergebnis des Vergleichs	27
4.2.3 Vergleich anhand der Nutzungsarten	28

Executive Summary

Bislang waren keine aggregierten Portfoliodaten für den börsennotierten Sektor verfügbar, der Zentrale Immobilien Ausschuss e.V. (nachfolgend auch „ZIA“) und Barkow Consulting (nachfolgend auch „BC“) haben diese nun erstmalig erhoben. Die Untersuchung soll damit den börsennotierten Immobiliensektor transparenter darstellen und die Bedeutung anhand eines Vergleichs mit den anderen am deutschen Immobilienmarkt agierenden indirekten Immobilienvehikeln deutlich machen.

In der Vergangenheit wurde die Marktkapitalisierung des börsennotierten Sektors dazu herangezogen. Dies ist insofern problematisch, als für die offenen und geschlossenen Immobilienfonds in der Regel das Bruttoanlagevermögen als Vergleichsmaßstab herangezogen wurde. Der börsennotierte Sektor wird in diesen Analysen daher in Relation zu den anderen indirekten Vehikeln signifikant zu niedrig dargestellt.

Immobilienaktiengesellschaften halten nach Analyse von ZIA/BC 67,6 Mrd. EUR an deutschen Immobilien, deutsche Immobilienaktiengesellschaften davon 59,1 Mrd. EUR. Dabei ist jedoch zu beachten, dass bei einer differenzierten Betrachtung der Immobilienvermögen der offenen Publikumsfonds und der Immobilienaktiengesellschaften nach Nutzungsarten die offenen Publikumsfonds über fast 2,5 mal so viele Büroimmobilien verfügen wie die Immobilienaktiengesellschaften und damit für den Büroinvestmentmarkt bedeutender als die Immobilienaktiengesellschaften sind.

Gegenüber Ende 2008 ist der börsennotierte Sektor gemessen an der derzeitigen Marktkapitalisierung von 22,9 Mrd. EUR des DIMAX um 213% gewachsen (absoluter Anstieg von 15,6 Mrd. EUR). Der Anstieg der Marktkapitalisierung konnte dabei einerseits von positiven Aktienkursentwicklungen (seit Ende 2008 + 71% gemäß DIMAX) realisiert werden.

Andererseits sorgten zusätzliche Eigenkapitalplatzierungen durch Kapitalerhöhungen und IPOs für zusätzliches Wachstum im Sektor. So wurde seit Anfang 2009 Eigenkapital in Höhe von insgesamt 7,7 Mrd. EUR über die Börse platziert.

Mittlerweile weisen sechs Immobilienaktiengesellschaften einen Streubesitz von jeweils mehr als 1 Mrd. EUR auf. Deutschland ist jetzt der drittgrößte Sektor im FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index. Mehr als 5 Mrd. EUR des seit 2009 platzierten Eigenkapitals des Sektors wurde von den Unternehmen für Wachstum eingesetzt. Knapp ein Drittel des platzierten Eigenkapitals stammte aus dem Private Equity Bereich.

Das Sektorwachstum ist dabei seit 2009 hauptsächlich vom Wohnsektor getrieben worden, dem 76% des platzierten Eigenkapitals zuzurechnen sind. Im laufenden Jahr stammt bislang sogar das gesamte platzierte Eigenkapital aus dem Wohnsektor. Entsprechend repräsentiert der Wohnsektor derzeit auch 77% des Bruttoimmobilienvermögens der Top 15 Immobilienaktiengesellschaften.

Ein Blick über die Grenzen Deutschlands hinaus macht deutlich, dass das hohe (prozentuale) Wachstum auch durch die niedrige Ausgangsbasis begünstigt wurde. So liegt die Streubesitzkapitalisierung der 11 deutschen EPRA-Index-Mitglieder bei der Hälfte der niederländischen Index-Mitglieder und sogar nur bei einem Viertel der UK-Index-Mitglieder. Ein Blick auf den EU-Wohnsektor offenbart, dass dieser fast ausschließlich aus deutschen Immobilienaktiengesellschaften mit einem Anteil von 85% besteht. Entsprechend ist der Anteil der deutschen EPRA-Index-Mitglieder am Streubesitz des EU-Gewerbesektors mit 3% sehr gering.

Auch ein Blick auf große ausländische Immobilienaktiengesellschaften verdeutlicht, dass der deutsche Sektor noch erhebliches Wachstumspotenzial aufweist. So beträgt die kombinierte Streubesitzkapitalisierung der analysierten 15 Unternehmen 60% des Streubesitzes des französisch/niederländischen REITs Unibail-Rodamco oder 30% des Streubesitzes des US REITs Simon Property Group.

Ausländische institutionelle Investoren dominieren mit insgesamt 94,6% des Streubesitzes derzeit stark. Die sechs größten deutschen Investoren spielen mit 5,4% des Streubesitzes nur eine geringe Rolle, so die Ergebnisse einer jüngst vom Bankhaus Lampe veröffentlichten Studie.

1. Einleitung

- Indirekte Immobilienanlagen helfen den deutschen Immobilienmarkt zu stabilisieren.
- Neben den Immobilienfonds gerieten die Immobilienaktiengesellschaften und REITs bei der Diskussion um die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in den Fokus der politischen Diskussion.
- Dieser Sektor ist jedoch in den jüngst vorgelegten Studien noch nicht eingehend beleuchtet worden.

Angesichts des derzeit noch anhaltenden Niedrigzinsumfeldes erfreuen sich Investitionen in deutsche Immobilien einer weiterhin hohen Beliebtheit. Die vorliegende Untersuchung beleuchtet, inwiefern auch die indirekten Investmentvehikel von der positiven Grundstimmung profitieren konnten.

Die indirekten Immobilienanlagen standen zudem zum Ausklang der letzten Legislaturperiode in der Diskussion, weil im Rahmen der europäischen Finanzmarktregulierung auch für Immobilienfonds neue Spielregeln erlassen wurden. In der Diskussion um die volkswirtschaftliche Bedeutung solcher Vehikel und die vermutete Größe der jeweiligen Assetklasse ist die These belegt worden, dass der deutsche Immobilienmarkt vom Nebeneinander verschiedener Vehikel profitiert, die sich an die jeweiligen Investoreninteressen anpassen. Die IREBS bestätigte den indirekten Immobilienanlagen in ihrem Gutachten¹ eine erhebliche Bedeutung durch ihre Funktion als Kapitalsammelstellen. In der Analyse konnte nachgewiesen werden, dass ein Nebeneinander von geschlossenen und offenen Fonds sowie von Immobilienaktiengesellschaften und REITs ausgleichend wirkt und so zur Stabilität des deutschen Immobilienmarktes beiträgt. Neben den Diskussionen um die Fondsvehikel stand aber auch die Frage nach der Behandlung der REITs im Raum. Im Gutachten konnte allerdings die Entwicklung der Anlagevolumina noch nicht korrekt abgebildet werden.

1. Vgl. Just Tobias; Sebastian (2013): Volkswirtschaftliche Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen. HG. V. IREBS Beiträge zur Immobilienwirtschaft Heft 4. Regensburg

Die vorliegende Untersuchung wurde vom ZIA mit seiner Plattform Immobilienaktie und Barkow Consulting entwickelt.

Der Zentrale Immobilien Ausschuss e.V. setzt sich dafür ein, dass die politischen Rahmenbedingungen so gestaltet werden, dass private Investitionen in die Immobilienmärkte nicht durch überbordende Anforderungen (z. B. hinsichtlich der energetischen Merkmale oder hinsichtlich der steuerlichen Belastungen) an Attraktivität einbüßen. Zudem zielen die Verbandsaktivitäten darauf ab, dass neben direkten Immobilieninvestments auch die Rahmenbedingungen für investorenspezifische Vehikel so ausgestaltet werden, dass die Probleme, die bei Direktinvestitionen für Investoren entstehen, gelöst werden können (Losgrößentransformation, Risikodiversifizierung, Fungibilität).

Barkow Consulting ist ein auf den Immobiliensektor und Kapitalmarkt spezialisiertes Beratungs- und Analysehaus und setzt sich nachhaltig für eine Steigerung der Transparenz im deutschen Immobiliensektor ein. Auch im diesem Kontext ist eine Beschreibung der Ausgangslage und der Entwicklungen einzelner indirekter Investmentvehikel von zentraler Bedeutung.

2. Design und Zweck der Analyse

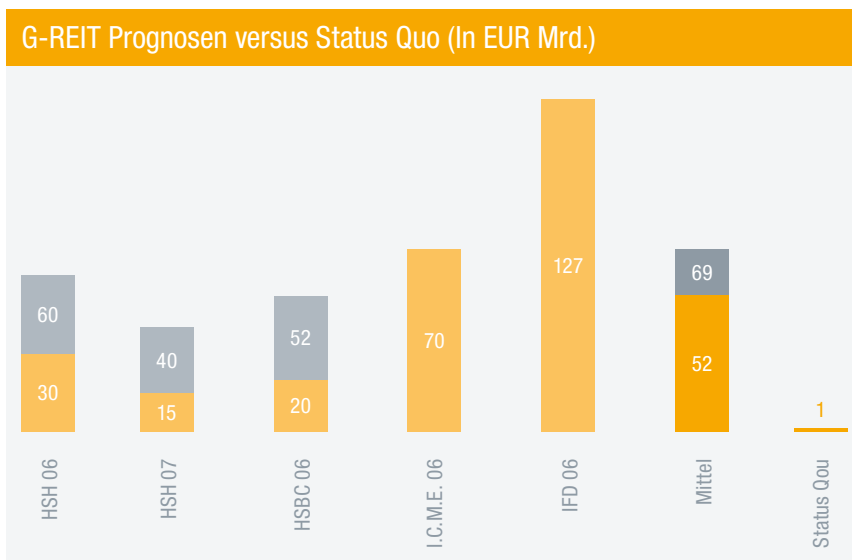
- Die Bedeutung des börsennotierten Sektors soll dargestellt werden, da dieser in der öffentlichen Wahrnehmung oft unterschätzt wird.
- Die bestehende Datenbasis sollte auf die Verwendbarkeit hin analysiert und mögliche Datenlücken aufgedeckt werden.
- Um die Entwicklung des börsennotierten Sektors adäquat zu beschreiben, ist eine bessere Datengrundlage zu entwickeln.
- ZIA und Barkow Consulting haben in Zusammenarbeit mit 12 führenden Immobilienaktiengesellschaften diese Transparenzlücke nun weitgehend geschlossen.

Der börsennotierte Immobiliensektor erlebt in regelmäßigen Abständen eine Renaissance und erfährt entsprechend erhöhte Aufmerksamkeit von Presse, Investoren und Politik. Das Interesse am Sektor hatte durch die lebhafte G-REIT-Diskussion in den Jahren 2005-07 kurz vor dem Ausbruch der Weltfinanzkrise seinen letzten Höhepunkt erreicht. In dieser Phase wurden zahlreiche Prognosen zum Marktpotenzial des deutschen REIT veröffentlicht und medial stark multipliziert. Dies hat dazu geführt, dass in großen Teilen der Öffentlichkeit und in der Immobilienwirtschaft der deutsche börsennotierte Immobiliensektor immer noch mit dem deutschen REIT-Segment gleichgesetzt wird.

Das deutsche REIT-Segment umfasst eine Marktkapitalisierung von derzeit 1,2 Mrd. EUR. Auch der kurzfristige Ausblick, dass das REIT-Segment kurzfristig wohl eher schrumpfen als wachsen wird, stimmt nicht gerade optimistisch. So wird die Prime Office REIT AG, wie bereits angekündigt, ihren REIT-Status im Rahmen der Fusion mit der German Acorn wohl aufgeben. Auch die IVG Immobilien Management REIT-AG erfüllt derzeit nicht alle rechtlichen Voraussetzungen des REIT-G.

Gemessen an den optimistischen Prognosen aus den Jahren 2005-07 – also vor Inkrafttreten des deutschen REIT-Gesetzes - ist es nur natürlich, dass der deutsche REIT bislang allgemein als wenig erfolgreich angesehen wird, insbesondere wenn die damaligen Marktprognosen von bis zu 127 Mrd. EUR als Maßstab angesehen werden (siehe Abbildung 1). Es war allerdings nie ganz klar, ob hier Immobilienvermögen, Eigenkapital/NAV, Marktkapitalisierung oder anderes gemeint war. Auch der Zeithorizont der Prognosen wurde häufig nicht

eindeutig festgelegt. Was auch immer damals als Marktdefinition oder Zeithorizont zu Grunde gelegt wurde, heute – sechs Jahre später – ist bestenfalls ein niedriger einstelliger Bereich davon erreicht worden. Die Gründe, von denen sich viele, aber nicht alle unter dem Oberbegriff ‚Weltfinanzkrise‘ zusammenfassen lassen, sind in vielen Veröffentlichungen dezidiert dargelegt worden.²



Quelle: HSH Nordbank, HSBC, I.C.M.E., IFD, Barkow Consulting

Abbildung 1: Prognosen vs. Status Quo zur Entwicklung des Sektors

Der börsennotierte Immobiliensektor ist jedoch deutlich mehr als nur das deutsche REIT-Segment. Die vorliegende Studie hat daher den Zweck, den börsennotierten Immobiliensektor transparenter darzustellen. So kann seine Entwicklung und Bedeutung besser ermittelt werden.

In Ermangelung geeigneter Daten wurde der Sektor bislang hauptsächlich anhand der Größe und Entwicklung seiner Marktkapitalisierung beschrieben. Die Marktkapitalisierung ist nach Ansicht von ZIA und Barkow Consulting ein geeigneter Vergleichsmaßstab für grenzüberschreitende Sektoranalysen. Aussagen wie: „Der deutsche Sektor hat eine Marktkapitalisierung von 23 Mrd. EUR und ist damit nur ca. 1/3 so groß wie sein Pendant im Vereinigten Königreich“ erscheinen durchaus sinnvoll. Insbesondere für Investoren von

2. Vgl. Schaich, Frank et. al. (2013): G-Reits- The future for indirect real estate investments in Germany. HG. v. Immobilien Manger Verlag, Köln

2. Design und Zweck der Analyse

börsennotierten Unternehmen ist die Größe und Liquidität des börsennotierten Sektors bzw. einzelner Immobilienaktiengesellschaften von teilweise überragender Bedeutung. Hierfür ist die Marktkapitalisierung oder noch besser die Streubesitzkapitalisierung ein geeigneter Gradmesser. Auch Trendentwicklungen oder das Wachstum des Sektors können durch die Markt- oder Streubesitzkapitalisierung sinnvoll geschätzt werden. Deshalb stützen sich die Wachstumsanalysen in Kapitel 3 der vorliegenden Studie zunächst auf die Markt- und Streubesitzkapitalisierung.

In der Vergangenheit wurde die Marktkapitalisierung des börsennotierten Sektors allerdings auch dazu herangezogen, die Größe des Sektors mit anderen deutschen indirekten Investmentvehikeln zu vergleichen. Dies ist insofern problematisch, als für die offenen und geschlossenen Immobilienfonds in der Regel das Bruttoimmobilienvermögen als Vergleichsmaßstab der Vehikelbedeutung herangezogen wurde.

Der Hauptgrund für diese Fokussierung auf die Marktkapitalisierung ist deren einfache Verfügbarkeit. Die Indizes der European Public Real Estate Association (EPRA) oder des Bankhauses Ellwanger & Geiger sind für jedermann börsentäglich verfügbar. Daten über das Bruttoimmobilienvermögen des börsennotierten Sektors fehlten in aggregierter Form bislang jedoch komplett.

ZIA und Barkow Consulting haben deshalb erstmals diese Daten erhoben und damit eine bestehende Transparenzlücke geschlossen. Zu diesem Zweck haben 12 führende börsennotierte Unternehmen umfangreiche Daten über Ihr Portfolio sowie ausgewählte Finanzdaten zur Verfügung gestellt. Von weiteren drei Unternehmen hat Barkow Consulting die entsprechenden Daten – soweit aus öffentlichen Quellen verfügbar – ermittelt bzw. geschätzt (vgl. Abbildung 2).

Umfang der Datenerhebung					
Unternehmen	Daten geliefert	Daten erhoben	Unternehmen	Daten geliefert	Daten erhoben
Fair Value REIT	✓		TAG Immobilien		✓
Polis	✓		GSW Immobilien	✓	
Prime Office REIT		✓	Dt. Euroshop	✓	
VIB Vermögen		✓	GAGFAH	✓	
Hamborner REIT	✓		LEG	✓	
DIC Asset	✓		Dt. Wohnen	✓	
Patrizia	✓		Dt. Annington	✓	
Alstria Office	✓		Gesamt	12	3

Quelle: Unternehmensangaben, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 2: Umfang der Datenerhebung

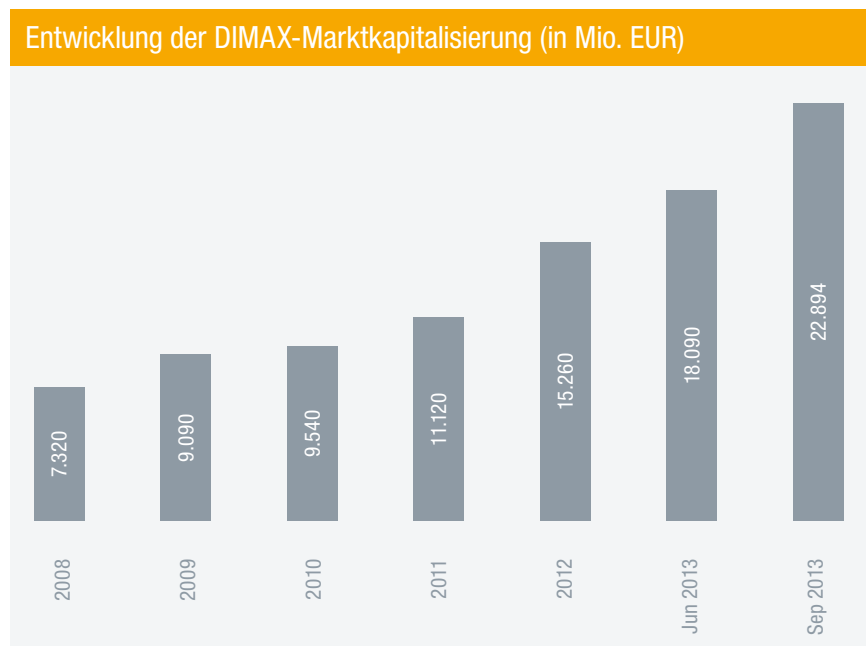
Die 15 Unternehmen, für die nun erstmalig aggregierte Portfoliodaten zur Verfügung stehen, wiesen per Ende September 2013 eine kumulierte Marktkapitalisierung von 17,8 Mrd. EUR auf. Sie repräsentieren damit 78% der Marktkapitalisierung der 71 Immobilienunternehmen, die im Ellwanger & Geiger Immobilienaktienindex DIMAX enthalten sind. Somit kann unterstellt werden, dass sie den börsennotierten Sektor ausreichend repräsentieren. Auf eine – ungleich schwierigere – Vollerhebung aller 71 börsennotierten Unternehmen konnte deshalb verzichtet werden. Die aggregierten Portfoliodaten der 15 Unternehmen wurden mittels ihres Anteils an der DIMAX-Marktkapitalisierung hochgerechnet. Durch diese Vorgehensweise konnte das aggregierte Portfoliovolumen oder Bruttoimmobilienvermögen des gesamten börsennotierten Sektors mit noch vertretbarem Arbeitsaufwand bei gleichzeitig hoher Genauigkeit geschätzt werden.

3. Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht

3.1 Entwicklung der DIMAX-Market Cap

- Marktkapitalisierung seit 2008 mehr als verdreifacht
- Marktkapitalisierung mit Anstieg von 15,6 Mrd. EUR seit 2008
- Kombination aus positiver Kursentwicklung UND neuem Eigenkapital

Der umfassendste Index für deutsche Immobilienaktien wird vom Bankhaus Ellwanger & Geiger mit dem DIMAX angeboten, der den deutschen Sektor nahezu komplett abdeckt und derzeit 71 Unternehmen umfasst. Daneben gibt es den Deutschlandindex der EPRA (European Public Real Estate Association), der sich auf liquidere Werte fokussiert und derzeit 11 Unternehmen umfasst. Der EPRA-Index ist bei institutionellen Immobilienaktieninvestoren die wichtigste Benchmark für Performanceanalysen. In der nachstehenden Analyse wurde jedoch der DIMAX verwendet, um eine komplette Darstellung des deutschen börsennotierten Immobiliensektors zu erreichen (vgl. Abbildung 3).



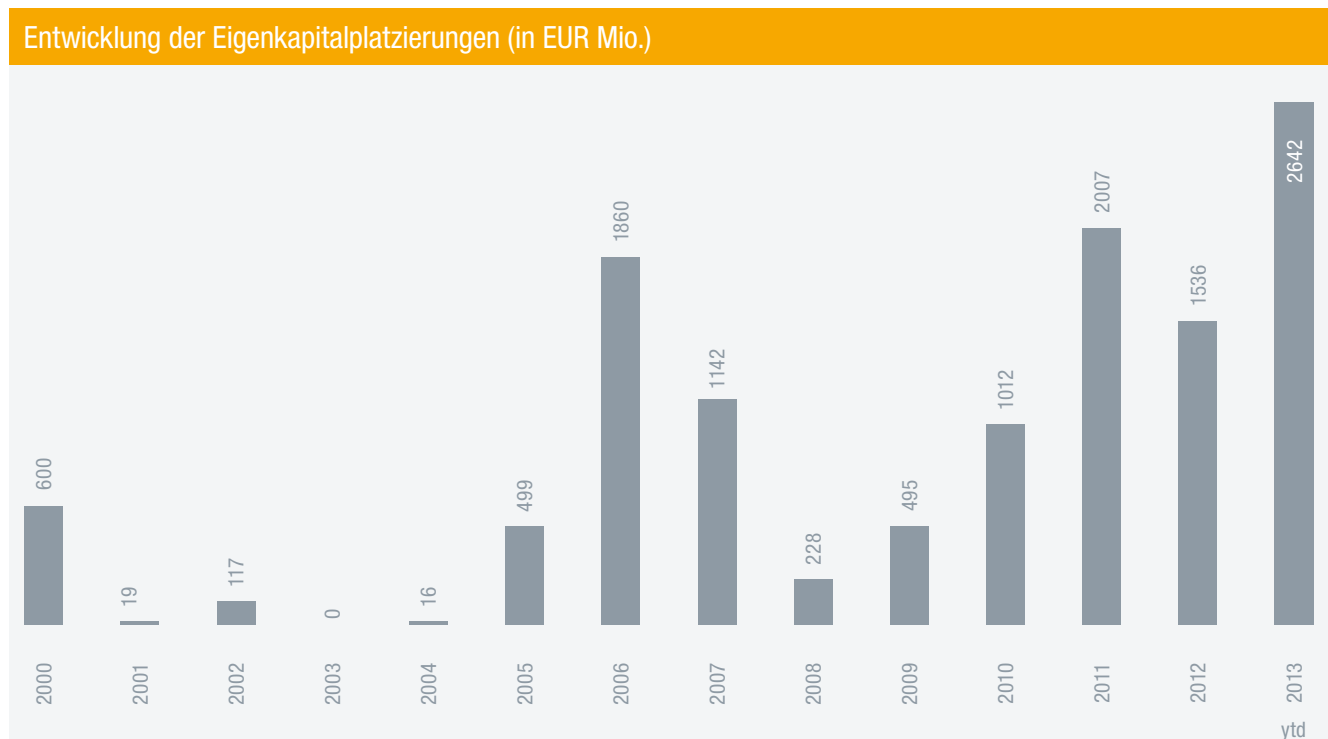
Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger

Abbildung 3: Entwicklung der DIMAX-Marktkapitalisierung

Gegenüber Ende 2008 ist der Sektor mit einer derzeitigen Marktkapitalisierung von 22,9 Mrd. EUR um 213% gewachsen. Absolut ist die Marktkapitalisierung um 15,6 Mrd. EUR angestiegen. Es ist unschwer zu erkennen, dass sich das Sektorwachstum ab dem Jahr 2011 beschleunigt und im laufenden Jahr einen vorläufigen Höhepunkt erreicht hat. Der Anstieg der Marktkapitalisierung konnte dabei einerseits von positiven Aktienkursentwicklungen profitieren. Der DIMAX weist seit Ende 2008 eine positive Entwicklung von 71% auf. Andererseits sorgten Kapitalerhöhungen und IPOs für ein zusätzliches Wachstum im Sektor.

3.2 Eigenkapital-Platzierungen

- 7,7 Mrd. EUR an Eigenkapital seit 2009 platziert
- 2013 mit 2,6 Mrd. EUR EK-Platzierungen bereits ein neues Rekordjahr
- Deutschland stellt in 2013 bislang 63% des EK-Platzierungsvolumen in der EU
- Auch der börsennotierte Sektor konnte an der insgesamt positiven Entwicklung des Immobilienmarktes teilnehmen.



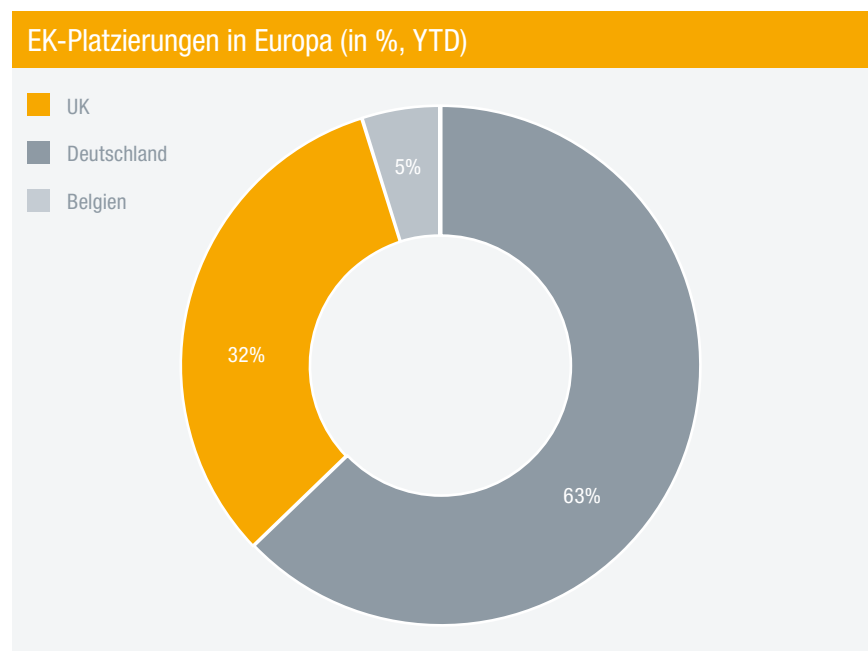
Quelle: Akselrod Consulting/Barkow Consulting, 'German RE ECM Database'

Abbildung 4: Entwicklung der Eigenkapitalplatzierungen

3. Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht

Seit Anfang 2009 wurde von deutschen Immobilienaktiengesellschaften Eigenkapital in Höhe von insgesamt 7,7 Mrd. EUR über die Börse platziert. Im Jahr 2013 ist mit 2,6 Mrd. EUR bereits jetzt ein neuer Platzierungsrekord erreicht worden, der 32% über dem vorherigen Rekordjahr 2011 lag (vgl. Abbildung 4). Das hohe Volumen des laufenden Jahres lag im Wesentlichen an den IPOs der LEG und Deutschen Annington, die zusammen 1,7 Mrd. EUR platziert haben.

Auch im europäischen Vergleich schneidet Deutschland in Bezug auf Eigenkapitalplatzierungen derzeit erfreulich ab. So entfallen auf die deutschen Mitglieder des EPRA-Indexes 63% des gesamten Eigenkapitalplatzierungsvolumens (Kapitalerhöhungen und IPOs) innerhalb der EU (vgl. Abbildung 5).

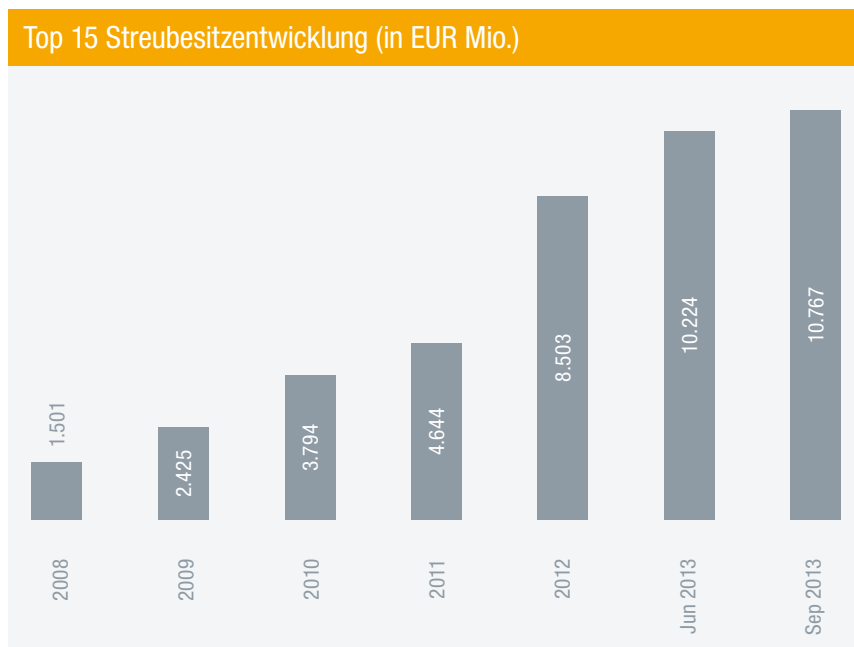


Quelle: EPRA, Akselrod Consulting/Barkow Consulting ,German RE ECM Database'

Abbildung 5: EK-Platzierungen in Europa

3.3 Das Problem der geringen Investierbarkeit – Entwicklung des Streubesitzes der Top 15- Unternehmen

- Investierbarkeit nach wie vor verbesserungsfähig
- Top 15 mit 10 Mrd. EUR Streubesitz



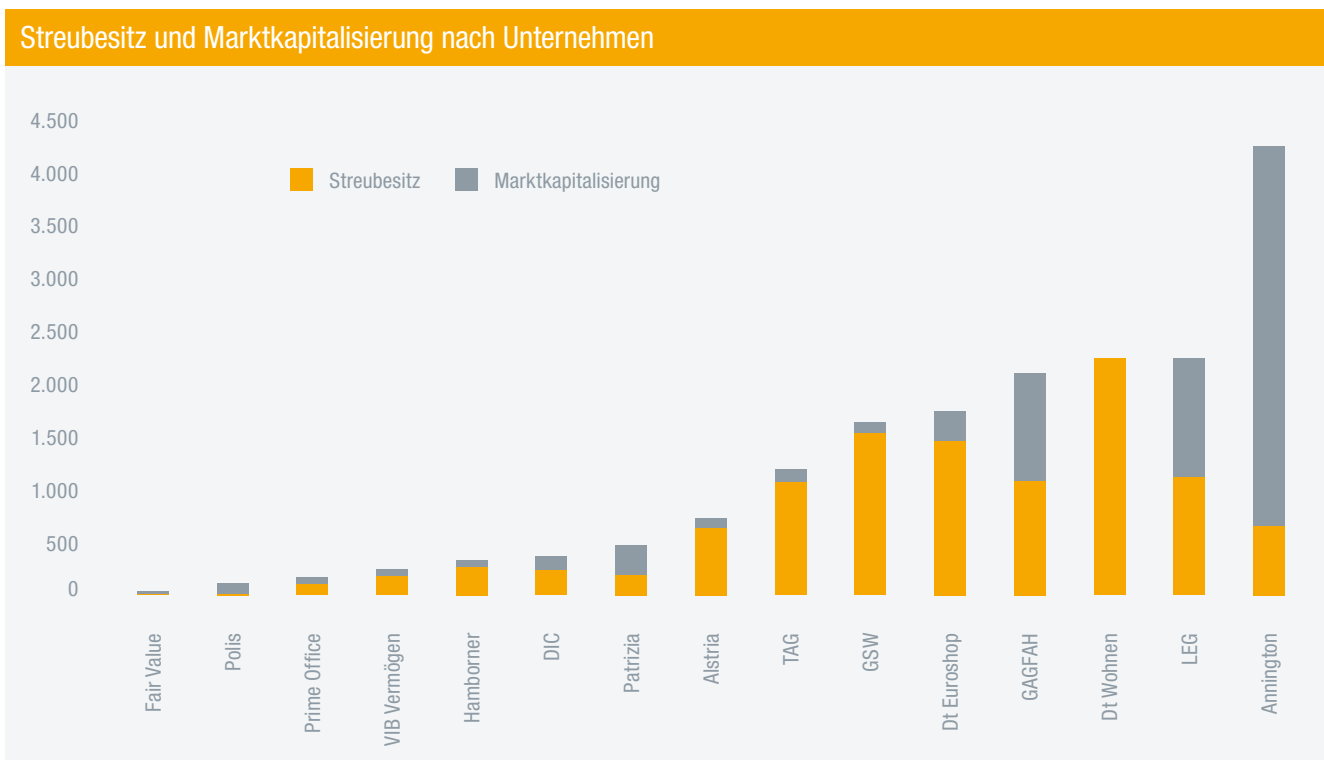
Quelle: Unternehmensangaben, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 6: Streubesitzentwicklung

Trotz des signifikanten Wachstums des börsennotierten Sektors bleibt seine Investierbarkeit immer noch verbesserungsfähig. Institutionelle Investoren benötigen hohe Handelsvolumina in den einzelnen Immobilienaktien, um jederzeit größere Positionen ohne nennenswerten Effekt auf den Kursverlauf auf- oder abbauen zu können. Eine hohe Streubesitzkapitalisierung einer Immobilienaktiengesellschaft führt in der Regel zu einer höheren Liquidität in der Aktie und damit letztendlich zu niedrigeren (Eigen-) Kapitalkosten. Insofern profitiert neben den Investoren auch das Unternehmen von einer höheren Streubesitzkapitalisierung.

3. Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht

Die Streubesitzkapitalisierung der 15 analysierten Immobilienaktiengesellschaften betrug Ende September 2013 10,8 Mrd. EUR (siehe Abbildung 6). Gegenüber Ende 2008 stellt dies ein rasantes Wachstum von 617% dar. Allerdings weisen nur sechs Unternehmen einen Streubesitz von mehr als 1 Mrd. EUR auf. Unter den verbleibenden Unternehmen des DIMAX gibt es zahlreiche sehr kleine Unternehmen. Das kleinste Unternehmen des Index weist eine Streubesitzkapitalisierung von weniger als 50,0 Tsd. EUR auf (vgl. Abbildung 7).

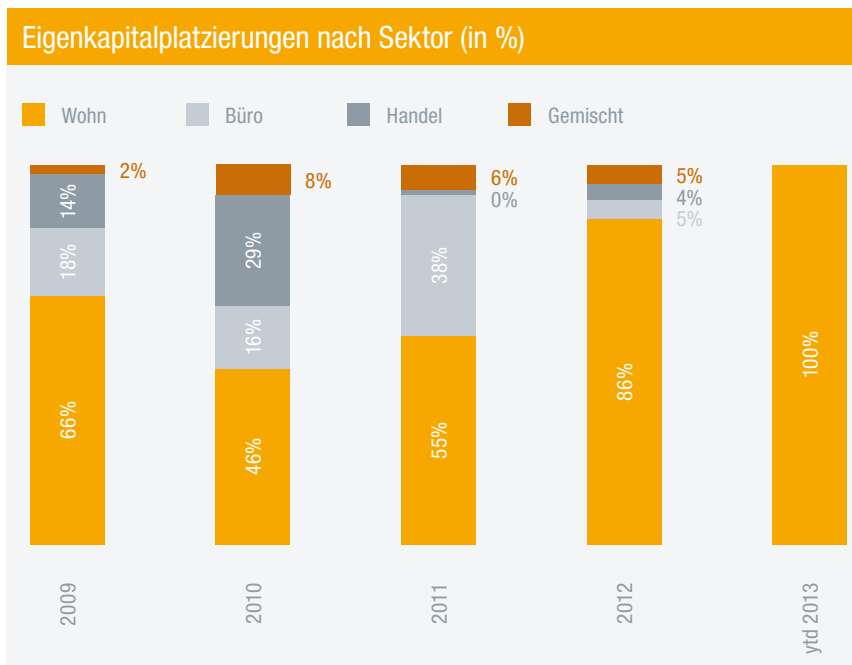


Quelle: Akseprod Consulting/Barkow Consulting, German RE ECM Database

Abbildung 7: Streubesitz und Marktkapitalisierung nach Unternehmen

3.4 Das Sektorwachstum basiert auf dem Wohnimmobiliensegment

- Wohnen repräsentiert 77% des Bruttoimmobilienvermögens
- 100% des in 2013 (bislang) platzierten Eigenkapitals stammt aus dem Wohnsektor



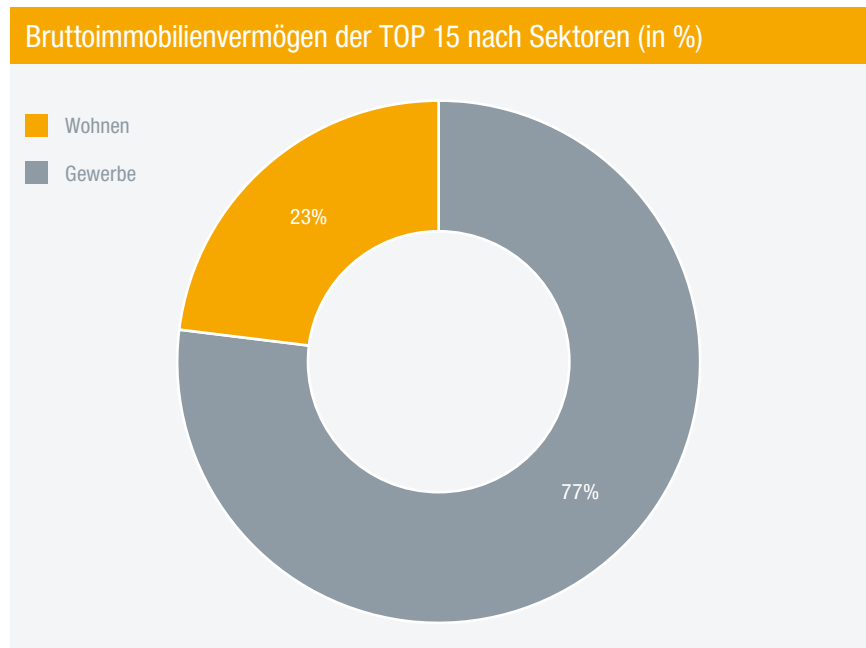
Quelle: Akselrod Consulting/Barkow Consulting „German RE ECM Database“

Abbildung 8: Eigenkapitalplatzierungen nach Sektor

Ein weiteres Merkmal des Sektorwachstums ist seine einseitige Abhängigkeit vom Wohnsektor. Seit 2009 haben 76% der Eigenkapitalplatzierungen im Wohnsektor stattgefunden; im laufenden Jahr sogar vollständig (vgl. Abbildung 8).

Aufgrund der starken Dominanz des Wohnsektors bei den Eigenkapitalplatzierungen überrascht es nicht, dass auch das Bruttoimmobilienvermögen der untersuchten Unternehmen stark wohnlastig ist. Entsprechend repräsentiert der Wohnsektor 77% des Bruttoimmobilienvermögens der Top 15 Immobilienaktiengesellschaften (vgl. Abbildung 9).

3. Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht



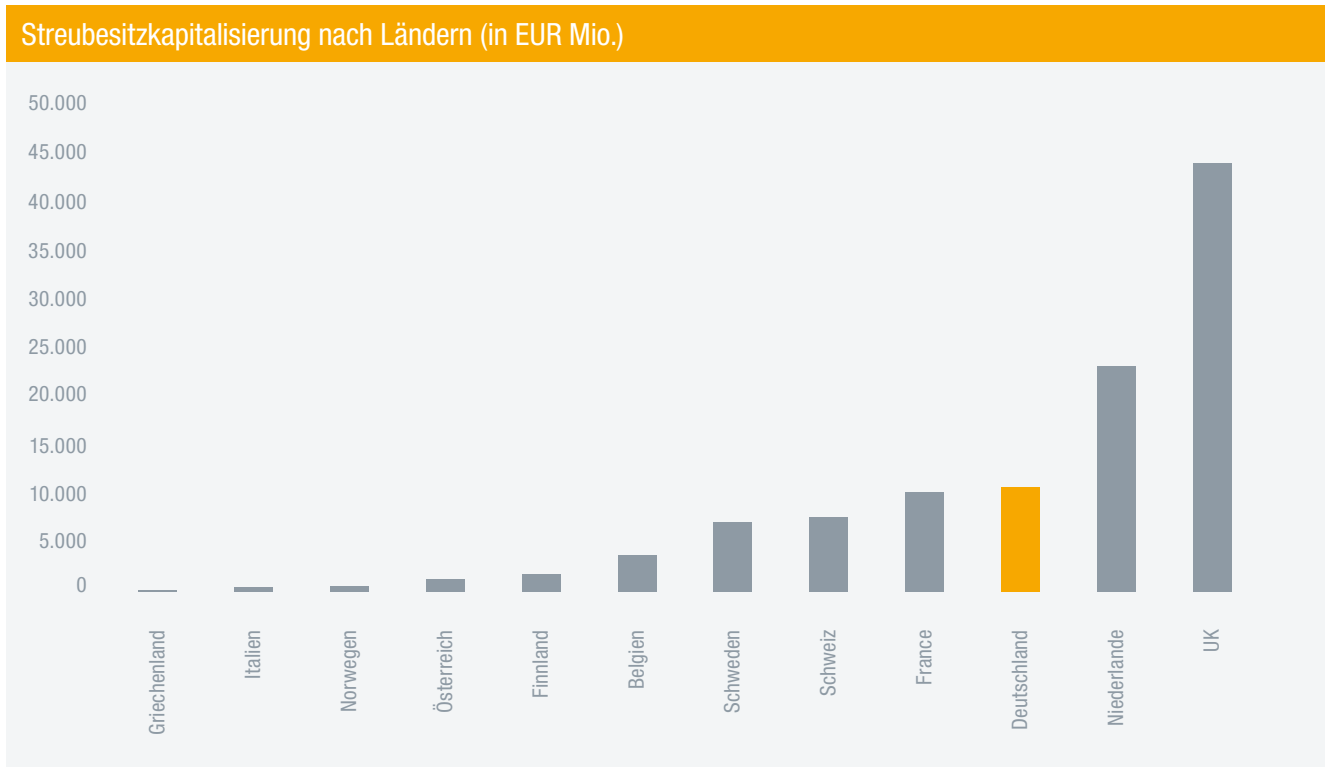
Quelle: Unternehmensangaben, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 9: Bruttoimmobilienvermögen der TOP 15 nach Sektoren

3.5 Weiteres Wachstum notwendig

- Deutscher Sektor $\frac{1}{4}$ der Größe von UK
- Streubesitz der Top 15 entsprechen 60% des Streubesitzes von Unibail-Rodamco oder 30% von Simon Property
- Deutscher Sektor dominiert EU-Wohnsegment, Gewerbe im EU-Kontext kaum vorhanden

Ein Blick über die Grenzen Deutschlands hinaus macht deutlich, dass das hohe (prozentuale) Wachstum auch durch die niedrige Ausgangsbasis begünstigt wurde. So liegt die Streubesitzkapitalisierung der 11 deutschen EPRA-Index-Mitglieder bei der Hälfte der niederländischen Index-Mitglieder und sogar nur bei einem Viertel der UK-Index-Mitglieder (vgl. Abbildung 10).

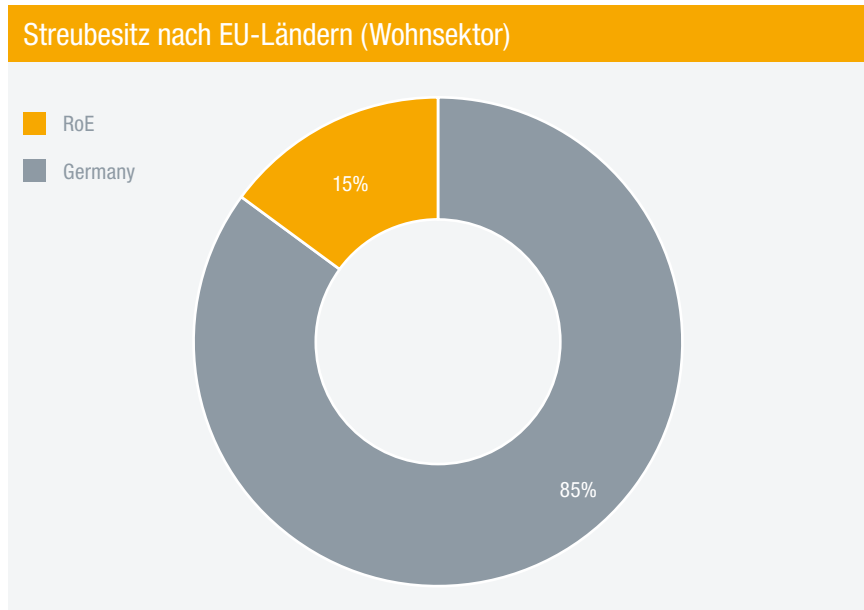


Quelle: EPRA, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 10: Streubesitzkapitalisierung nach Ländern

Ein Blick auf den börsennotierten EU-Wohnsektor offenbart dabei, dass dieser fast ausschließlich aus deutschen Immobilienaktiengesellschaften besteht. Selbst diejenigen ausländischen Immobilienaktiengesellschaften, die 15% des Streubesitzes im börsennotierten EU-Wohnsektor ausmachen, wie die britische Grainger und die österreichische Conwert, besitzen signifikante Bestände in deutschen Wohnimmobilien (vgl. Abbildung 11).

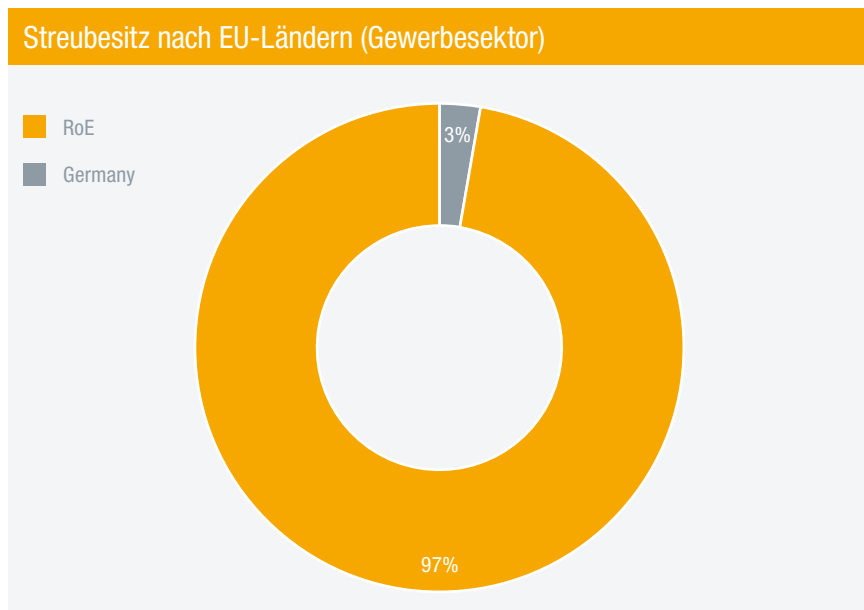
3. Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht



Quelle: EPRA, ZIA, Barkow Consulting Quelle. EPRA, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 11: Streubesitz nach EU-Ländern (Wohnsektor)

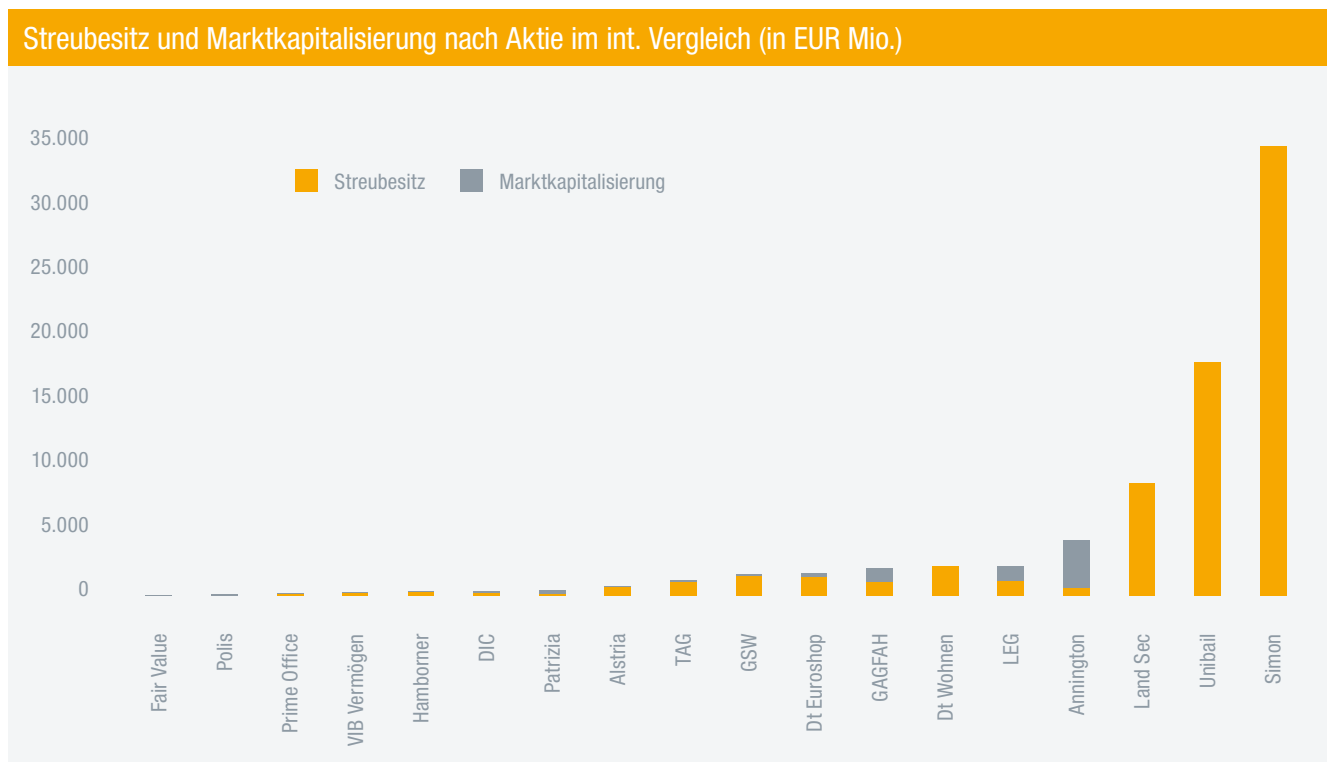
Im Vergleich dazu ist der Anteil der deutschen EPRA-Index-Mitglieder am Streubesitz des EU-Gewerbesektors mit 3% sehr gering (vgl. Abbildung 12).



Quelle: EPRA, ZIA, Barkow Consulting Quelle. EPRA, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 12: Streubesitz nach EU-Ländern (Gewerbesektor)

Auch ein Blick auf große ausländische Immobilienaktiengesellschaften verdeutlicht, dass der deutsche Sektor noch erhebliches Wachstumspotenzial aufweist. So beträgt die kombinierte Streubesitzkapitalisierung der analysierten 15 Unternehmen mit 10,8 Mrd. EUR lediglich 60% des Streubesitzes des französisch/niederländischen REITs Unibail-Rodamco oder 30% des Streubesitzes des US REITs Simon Property Group (vgl. Abbildung 13).



Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Ellwanger & Geiger, ZIA, Barkow Consulting

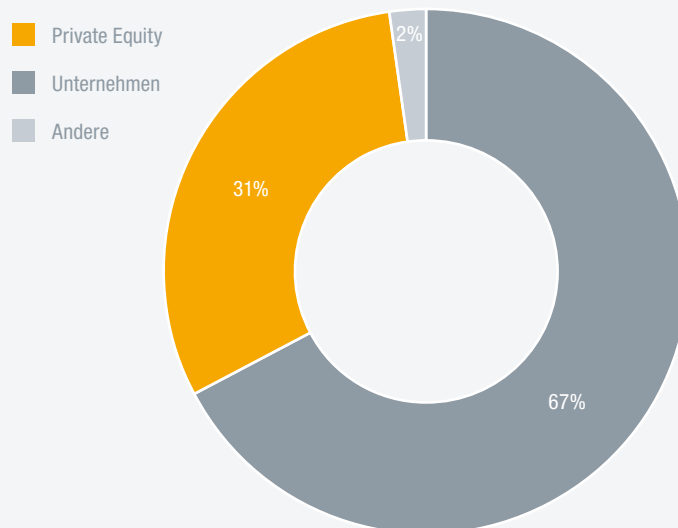
Abbildung 13: Streubesitz und Marktkapitalisierung nach Aktie im int. Vergleich

3. Börsennotierter Sektor seit 2008 mehr als verdreifacht

3.6 Käufer und Verkäufer

- 5,2 Mrd. EUR des platzierten Eigenkapitals fließen in das Unternehmenswachstum
- 3,0 Mrd. EUR fließen an Private Equity
- Deutsche institutionelle Investoren repräsentieren nur 5,4% des Streubesitzes

EK-Platzierungen nach Verkäufern



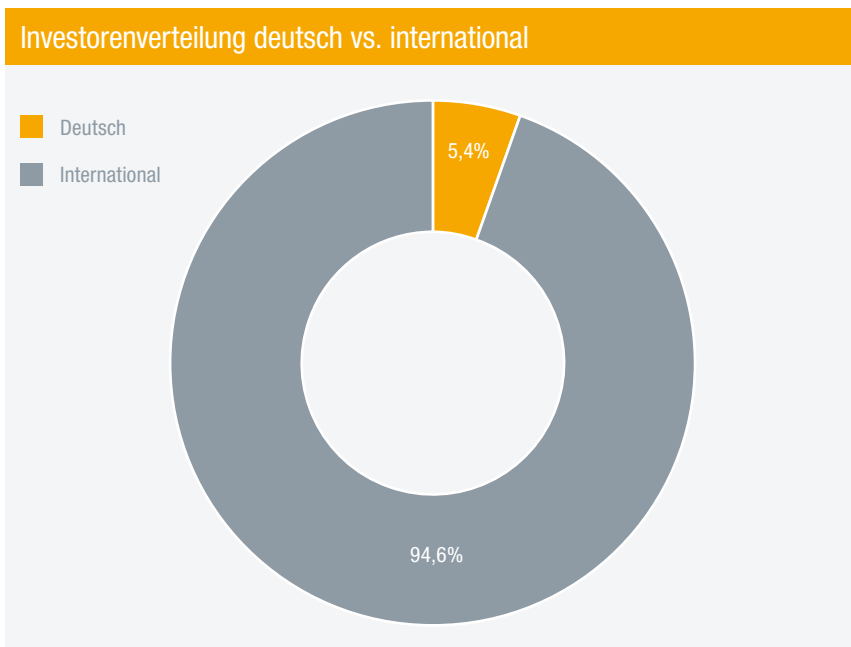
Quelle: Akselrod Consulting/Barkow Consulting ,RE ECM Database'

Abbildung 14: EK-Platzierungen nach Verkäufern

67% und damit mehr als 5 Mrd. EUR des seit 2009 platzierten Eigenkapitals des Sektors sind den Unternehmen mittels Kapitalerhöhungen zugeflossen und stellten damit einen erheblichen Wachstumstreiber für den Sektor dar. Knapp ein Drittel des platzierten Eigenkapitals stammte durch Umplatzierungen aus dem Private Equity Bereich (vgl. Abbildung 14).

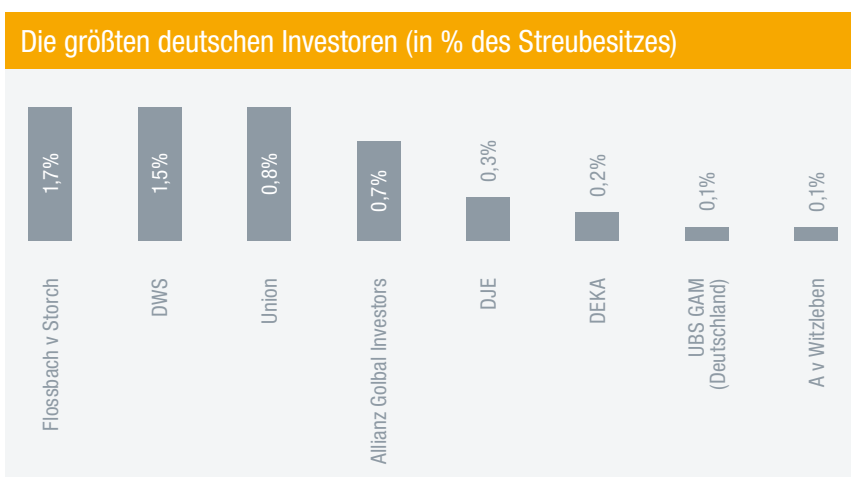
Das Bankhaus Lampe hat in einer jüngst vorgestellten Analyse einen interessanten Einblick in die Investorenstruktur der deutschen Immobilienaktiengesellschaften gegeben. Augenfällig war dabei die Dominanz ausländischer institutioneller Investoren, die insgesamt 94,6% des Streubesitzes halten. Die sechs deutschen Investoren unter den Top 100 Investoren spielen dahingegen

mit 5,4% derzeit nur eine geringe Rolle. Ihr kumulierter Anteil am Streubesitz des deutschen Sektors ist geringer als der des bedeutendsten (ausländischen) Immo AG-Investors allein. Unter den Top 10 der institutionellen Investoren befinden sich entsprechend nur zwei deutsche Adressen (vgl. Abbildung 16).



Quelle: Bankhaus Lampe

Abbildung 15: Investorenverteilung deutsch vs. international



Quelle: Bankhaus Eilwanger & Geiger

Abbildung 16: Die größten deutschen Investoren (in % des Streubesitzes)

4. Der börsennotierte Sektor im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln

4.1 Ermittlung des Bruttoimmobilienvermögen

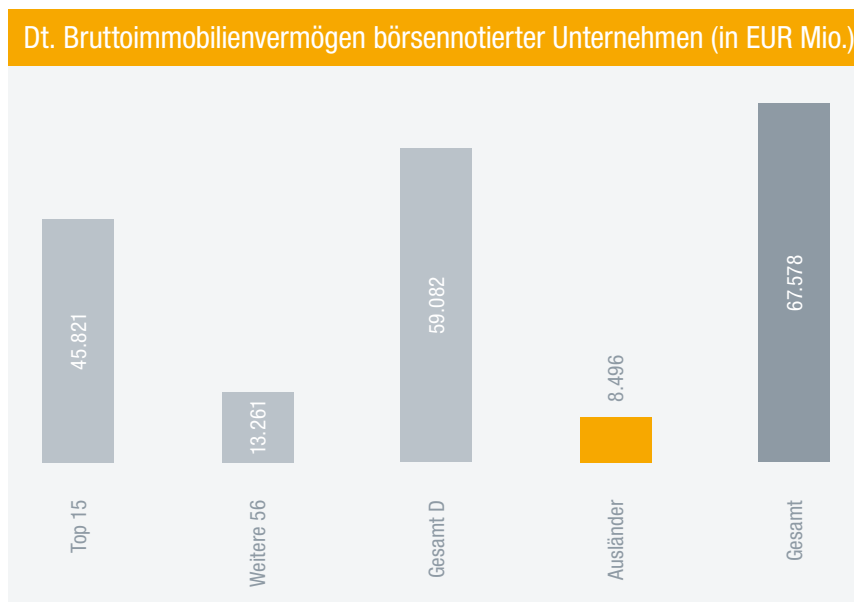
- Deutsche Immobilienaktiengesellschaften halten 59,1 Mrd. EUR Immobilienvermögen in Deutschland
- Fünf große ausländische Immobilienaktiengesellschaften halten weitere 8,5 Mrd. EUR in Deutschland
- 99% des Bruttoimmobilienvermögens deutscher Immobilienaktiengesellschaften sind in Deutschland belegen

Wie bereits in der Einleitung der Studie erwähnt, wird für einen sinnvollen Vehikel-übergreifenden Vergleich das jeweilige Bruttoimmobilienvermögen benötigt, ebenso wie für eine zutreffende Abschätzung der Bedeutung indirekter Vehikel für den deutschen Immobilienmarkt.

Da solche Daten für den börsennotierten Sektor bislang nicht vorlagen, haben ZIA und Barkow Consulting die Daten für die führenden 15 Immobilienaktiengesellschaften zusammengetragen. 12 Immobilienaktiengesellschaften haben zu diesem Zweck ihre Daten dem ZIA zur Verfügung gestellt. Barkow Consulting hat die Datengrundlage für drei weitere Unternehmen mittels öffentlich verfügbarer Daten vervollständigt. Per Juni 2013 wiesen die analysierten 15 Immobilienaktiengesellschaften ein Bruttoimmobilienvermögen von 46,1 Mrd. EUR auf, wovon 99,3% auf deutsche Immobilien entfallen.

Um zu einem Vermögenswert für den gesamten börsennotierten Immobiliensektor, der wie erwähnt zusätzliche 56 Unternehmen umfasst, zu gelangen, wurde der Gesamtsektor mittels seiner Marktkapitalisierung im Verhältnis zur Marktkapitalisierung der Top 15 hochgerechnet. Auf dieser Grundlage schätzen ZIA und Barkow Consulting das Bruttoimmobilienvermögen des Gesamtsektors auf 59,5 Mrd. EUR, von dem 59,1 Mrd. EUR in Deutschland allokiert sind.

Daneben hat Barkow Consulting das deutsche Bruttoimmobilienvermögen von fünf großen ausländischen Immobilienaktiengesellschaften erhoben bzw. geschätzt. Die fünf großen ausländischen Immobilienaktiengesellschaften haben entsprechend ca. 8,5 Mrd. EUR in deutsche Immobilien investiert. ZIA und Barkow Consulting schätzen daher, dass börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften 67,6 Mrd. EUR in deutsche Immobilien investiert haben (vgl. Abbildung 17).



Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Ellwanger & Geiger, Barkow Consulting, ZIA

Abbildung 17: Dt. Bruttoimmobilienvermögen börsennotierter Unternehmen

4.2 Immobilienaktiengesellschaften im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln

In der Vergangenheit wurden und mussten wegen der verschiedenen Datenquellen und verwendeten Kennziffern sowie nicht vorhandener aggregierter Daten der Immobilienaktiengesellschaften große Vereinfachungen beim Vergleich der unterschiedlichen Vehikel vorgenommen werden. So ist z.B. nicht komplett nachzuvollziehen, ob im Netto-Vermögen der offenen Immobilienfonds nur der NAV der Immobilien enthalten ist, oder ob noch andere Vermögensgegenstände enthalten sind.

4. Der börsennotierte Sektor im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln

4.2.1 Herstellung der Vergleichbarkeit durch das Bruttoimmobilienvermögen

- Für offene Immobilienfonds liegen Übersichten zum Deutschlandanteil des Immobilienvermögens vor.
- Der Anteil für die Spezialimmobilienfonds ist aus dem Deutschlandanteil der Publikumsfonds geschätzt worden.
- Für geschlossene Immobilienfonds lagen Daten für das Fondsvermögen von inländischen Immobilienfonds, sowohl für die Retailfonds als auch die Fonds für institutionelle Investoren, vor.

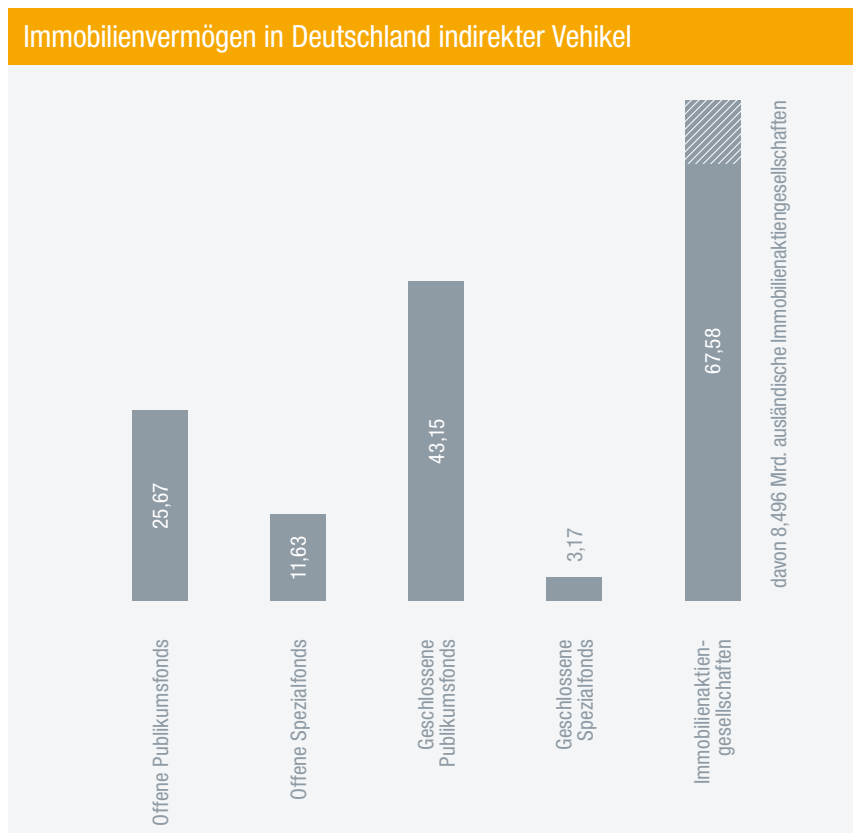
Um die relative Bedeutung der unterschiedlichen Vehikel deutlich zu machen, ist auf ihre Funktion als Kapitalsammelstelle abzustellen. Die Vehikel führen dem deutschen Immobilienmarkt Eigenkapital zu und nehmen dem Markt Immobilienprodukte ab. Für den Zweck dieser Studie ist folglich zunächst nur der Deutschlandanteil der Vehikel von Bedeutung. Zudem sind im Vermögen nur die Immobilien relevant. Die Frage, wie die Vehikel den Ankauf hebeln, ist für die Darstellung der Größe und der Marktrelevanz zunächst zweitrangig. Gleichwohl ist darauf hinzuweisen, dass durch die unterschiedliche Ausgestaltung der Vehikel aufgrund ihrer unterschiedlichen strategischen Ausrichtung und Positionierung im Dreieck zwischen Liquidität, Rendite und Risiko und der entsprechenden Anforderungen der Investoren auch die Verschuldungsrate strategisch bestimmt wird. Vehikeln mit höheren Loan-to-Value-Ratios ist naturgemäß bei Einsatz des gleichen Eigenkapitals der Erwerb größerer Immobilienvermögen möglich.

Aus den vorgenannten Gründen soll jedoch der Versuch unternommen werden, das Bruttoimmobilienvermögen zu vergleichen. Die Zahlen hierzu liegen für die offenen Publikumsfonds sehr gut dokumentiert vor. Hieraus lässt sich auch der Deutschlandanteil ablesen. Da Zahlen für die offenen Spezialimmobilienfonds hierzu jedoch nicht vorlagen, wurde der Deutschlandanteil dem Anteil der Publikumsfonds entsprechend geschätzt. Bei den geschlossenen Fonds wurde anstatt auf das Bruttovermögen auf das Fondsvolumen abgestellt, da geschlossene Immobilienfonds, anders als offene Publikumsfonds, in der Regel nicht noch weitere Vermögensgegenstände wie Anleihen, andere Rententitel etc. erwerben werden, um die Fondsliquidität anzulegen.

4.2.2 Ergebnis des Vergleichs

Der Vergleich der Vehikel zeigt:

- Der börsennotierte Sektor ist am Maßstab des deutschen Immobilienvermögens gemessen der relativ größte Sektor.
- Geschlossene und offene Immobilienfonds halten ein Immobilienvermögen von 83,62 Mrd. EUR; das Immobilienvermögen der Aktiengesellschaften beträgt somit 80% des Immobilienvermögens dieser Vehikel.
- 99% des Bruttoimmobilienvermögens der Immobilienaktiengesellschaften sind deutsche Immobilien.



Quelle: Unternehmensangaben, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 18: Immobilienvermögen in Deutschland indirekter Vehikel

4. Der börsennotierte Sektor im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln

Abbildung 18 zeigt, dass börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften das relativ gewichtigste indirekte Immobilienvehikel darstellen, gefolgt von geschlossenen Immobilienfonds sowie offenen Immobilienfonds.

4.2.3 Vergleich anhand der Nutzungsarten

Der Vergleich des Immobilienvermögens der unterschiedlichen Vehikel in Deutschland zeigt auch die unterschiedliche Dominanz der Nutzungsarten in den Portfolien. Dieser Vergleich konnte allerdings lediglich für die offenen Immobilienpublikumsfonds und Immobilienaktiengesellschaften vorgenommen werden. Zudem lag bei den offenen Immobilienfonds die Aufteilung auf die unterschiedlichen Nutzungsarten nur für das gesamte Immobilienvermögen vor, nicht jedoch weiter untergliedert für den in Deutschland belegenen Anteil.

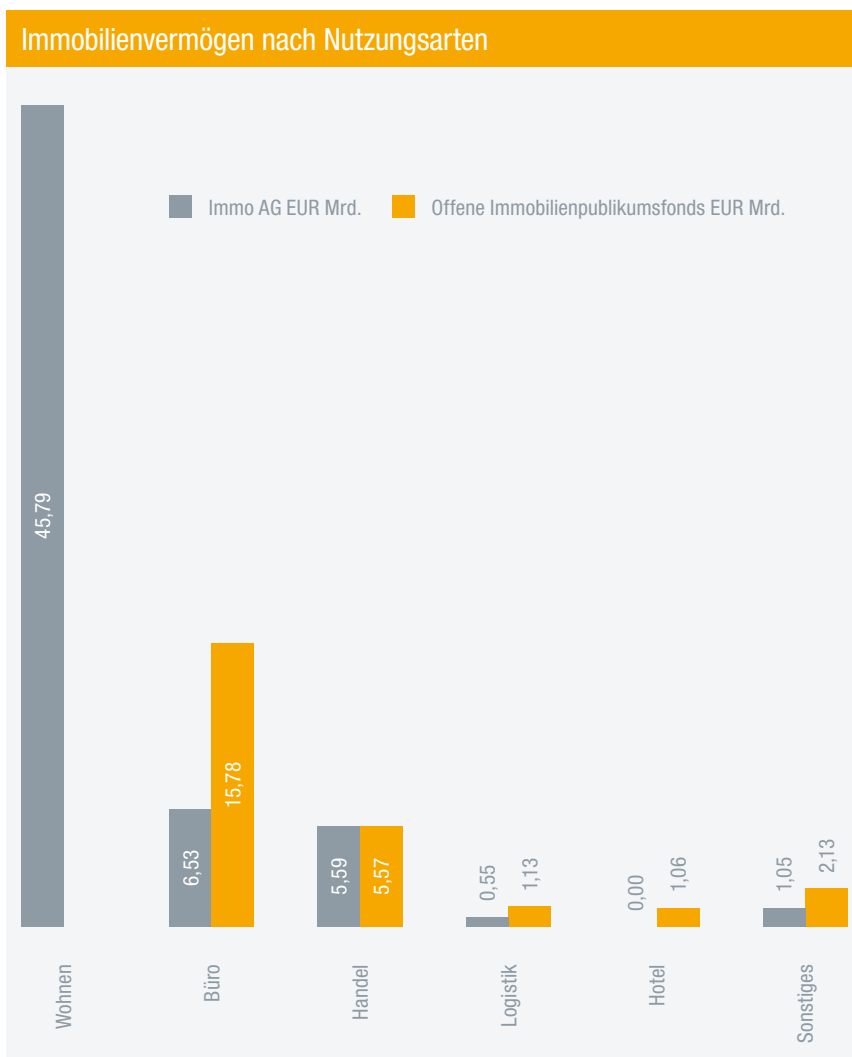
Für die offenen Immobilienpublikumsfonds ergab sich folgendes Bild:

Nutzungsarten in %						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Büro	67	5	64	63	62	61
Handel	18	20	19	21	21	22
Hotel	4	4	4	4	4	4
Industrie	3	4	4	5	4	4
Sonstiges	8	8	8	8	8	8

Für die Immobilienaktiengesellschaften hingegen zeigt sich nochmals die große Bedeutung des Wohnsektors:

Nutzungsarten in %							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Juli 2013
Wohnen	67	66	64	62	62	66	77
Büro	18	18	19	18	19	17	11
Shopping Centre	8	9	9	12	11	11	7
Anderer Handel	3	3	4	4	4	4	3
Logistik	3	3	2	2	1	1	1
Hotel	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	1	1	2	2	2	2	2

Der Vermögensvergleich nach Nutzungsarten (Abbildung 19) zeigt somit die relative größere Bedeutung offener Immobilienfonds für den Gewerbeimmobiliensektor.



Quelle: Unternehmensangaben, ZIA, Barkow Consulting

Abbildung 19: Immobilienvermögen nach Nutzungsarten

Der Zentrale Immobilien Ausschuss e.V. setzt sich dafür ein, dass die politischen Rahmenbedingungen so gestaltet werden, dass private Investitionen in die Immobilienmärkte nicht durch überbordende Anforderungen (z. B. hinsichtlich der energetischen Merkmale oder hinsichtlich der steuerlichen Belastungen) an Attraktivität einbüßen. Zudem zielen die Verbandsaktivitäten darauf ab, dass neben direkten Immobilieninvestments auch die Rahmenbedingungen für investorenspezifische Vehikel so ausgestaltet werden, dass die Probleme, die bei Direktinvestitionen für Investoren entstehen, gelöst werden können (Losgrößentransformation, Risikodiversifizierung, Fungibilität).

Barkow Consulting ist ein auf den Immobiliensektor und Kapitalmarkt spezialisiertes Beratungs- und Analysehaus und setzt sich nachhaltig für eine Steigerung der Transparenz im deutschen Immobiliensektor ein. Auch im diesem Kontext ist eine Beschreibung der Ausgangslage und der Entwicklungen einzelner indirekter Investmentvehikel von zentraler Bedeutung.

www.zia-deutschland.de

www.BarkowConsulting.com

