

Kommunikation für Immobilien

Analysten-Anforderungen an die Unternehmensberichterstattung

Stefan Scharff

Die IFRS-Bilanzierung erleichtert den Erfolgsvergleich von Unternehmen nicht, sondern kann zu unerwünschten Verzerrungen in der wirtschaftlichen Lagedarstellung führen. Zu „korrigieren“ vermag das eine erklärende Unternehmenskommunikation. Vor allem Immobilienaktiengesellschaften sind in den Augen des Autors gehalten, deutlich mehr Informationen zu Transaktionen, Objektbewertungen und Strukturen der Fremdfinanzierung zu liefern als bisher. Noch aber sind die meisten börsennotierten Immobiliengesellschaften nicht so transparent, wie Anleger und Analysten es sich wünschen. (Red.)

Wie in beinahe jeder Branche sind auch in der Immobilienwirtschaft die Anforderungen an die gesamte Unternehmenskommunikation und insbesondere an die Finanzberichterstattung deutlich gestiegen. Über die selbstverständlichen Bestandteile eines Geschäftsberichtes wie Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Erläuterungen zum operativen Geschäftsverlauf hinaus sind heute insbesondere die detaillierte Darstellung des Portfolios auf Objektebene sowie ein ausführlicher Risikobereich gefragt. Im Folgenden soll skizziert werden, wie eine moderne Unternehmenskommunikation für eine börsennotierte Immobilien-AG aussehen sollte und welche Implikationen sich aus der IFRS-Rechnungslegung ergeben.

Informationen zu Objekten und der Finanzierung

Zu den wichtigsten Informationen auf Objektebene sollten Standort, Leerstandsquote, Mietrenditen sowie gegebenenfalls Angaben zu den Mietern und der Restlaufzeit der Verträge gehören. Auch zur Erläuterung des Geschäftsmodells können exemplarische Case-Studies zu Einzelobjekten oft mehr zum Verständnis beitragen als manche ausgeklügelte Beispielrechnung. Gerade für Developer und spezialisierte Revitalisierer bieten sich solche Fallstudien als probates Mittel der Unternehmenskommunikation an.

Im Zuge der Finanzkrise rückten darüber hinaus Kennzahlen zur Finanzierungssituation in den Fokus der Anleger, vor allem die Loan-To-Value-Ratio (LTV) ist sowohl für Finanziere als auch für Investoren von deutlich höherer Bedeutung

als vor einigen Jahren, als ein hoher Verschuldungsgrad noch vielerorts als optimale Finanzierungsstruktur gepriesen wurde.

Darüber hinaus sind gerade in der angespannten Refinanzierungssituation der letzten drei Jahre Risiken wie Klumpen im Prolongationskalender vermehrt in den Blickpunkt des Anlegerinteresses gerückt. Auch hier kann eine transparente, regelmäßige Darstellung der Kreditlaufzeiten im Geschäftsbericht und bei Quartals- und Roadshow-Präsentationen unangenehme Überraschungen vorbeugen.

Bei der Dokumentation der Finanzierungsstruktur einer Gesellschaft sollte sich das Management darüber hinaus auch auf die verständliche und übersichtliche Darstellung derivativer Finanzinstrumente konzentrieren. Welcher Teil der Verbindlichkeiten ist fest und welcher Teil variabel verzinst? Liegen für den variabel verzinsten Teil nachträgliche Zinssicherungsinstrumente vor? Hat die Gesellschaft etwaige Fremdwährungen besichert oder nicht? Beteiligt man sich an Zins- oder Währungsspekulationen oder schließt das Management dies ausdrücklich aus?

Das Unternehmen sollte hier eine klare Strategie verfolgen und diese auch offen und kontinuierlich kommunizieren. Ebenso wichtig bei der Tilgung von Dar-

lehen kann die Höhe des Tilgungssatzes sein; insbesondere bei hohen Tilgungssätzen ist hier zusätzliches Innenfinanzierungspotenzial gegeben, das der Kapitalmarkt sonst vielleicht nicht erkennt.

Erläuterung der Bewertung aus Unternehmenssicht

Generell stehen der Geschäftsführung einer börsennotierten Gesellschaft trotz aller gesetzlichen Zwänge immer noch eine Vielzahl von Bewertungsmodellen und Kennzahlen zur Kommunikation ihrer Performance zur Verfügung. Obgleich über Vor- und Nachteile diverser Bewertungsmodelle und -kennzahlen trefflich gestritten werden kann, so sollte doch stets nachvollziehbar sein, warum ein bestimmtes Bewertungsverfahren angewandt wurde oder eine bestimmte Maßzahl vielleicht nicht aussagekräftig ist.

Das Fehlen von stichhaltigen Begründungen hierzu kann schnell zu negativen Wahrnehmungen führen, die das Management auf einfache Weise hätte vermeiden können. Nicht nur die Erklärung der angewandten Modelle, sondern auch die Durchführung der Einzelobjektbewertungen in regelmäßigen Abständen durch externe Spezialisten kann Vertrauen steigern. Gerade in turbulenten Marktperioden kann die Existenz eines renommierten externen Bewerbers die Transparenz signalisieren. Vielleicht ist auch zu überlegen, Parameter des externen Bewerbers ganz oder teilweise an exemplarischen Objekten offenzulegen.

Die Guidance lieber als Bandbreite denn als Punktlandung

Wenngleich es Kerngeschäft der Aktienanalysten und Marktbeobachter ist, so ist das Abgeben von Schätzungen beim Management vieler gelisteter Unternehmen doch unbeliebt. Das ist insoweit verständlich, als die Gewinnrechnung und der klare Blick auf operative Erfolge durch sehr viele Fair-Value-Bestimmungen der IFRS-Welt eher erschwert als erleichtert werden. Trotzdem gilt es, sich auch hier auf eine klare Kommunikationsstruktur festzulegen. Je nach Geschäftsmodell und Marktlage ist es natürlich unterschiedlich schwierig, eine präzise Guidance für wesentliche Umsatzkennzahlen abzugeben. In jedem Fall sollte sie jedoch Umsatz, EBIT sowie FFO-Ergebnis enthalten. Hier sollte gelten: Die

Der Autor

Stefan Scharff ist Managing Partner der SRC Research GmbH, Frankfurt am Main.

Guidance lieber in Form einer etwas weiteren Spanne nennen als sich mit der Nennung von (scheinbar) präzisen Zahlen zu verzetteln.

Trotzdem sollte gerade in Anbetracht der jüngst wieder gesunkenen Volatilitäten nicht der Eindruck der Beliebigkeit entstehen. Nicht nur Analysten, sondern auch die Qualität der internen Finanzplanung muss sich hier an der Güte der abgegebenen Prognosen messen lassen. Bei der Kommunikation einer Guidance stehen Immobilienfirmen natürlich vor besonderen Herausforderungen: Während in der Industrie die wesentlichen Ertragsparameter oft recht gut abschätzbar sind, können ein oder zwei wesentliche Portfolio-Trades leicht über das Vorzeichen eines Jahresergebnisses entscheiden, gerade bei Unternehmen mit einer signifikanten Verkaufspipeline.

IFRS – Fluch oder Segen?

Obwohl sich die Finanzwelt in den letzten Jahren natürlich weitestgehend auf die IFRS eingestellt hat, so bleibt ein zusätzlicher HGB-Abschluss, der nach außen kommuniziert wird, eine interessante Option. Vor allem die prozyklischen Auswirkungen der Fair-Value-Bilanzierung sind während der Finanzkrise deutlich geworden. Gerade weil die Beurteilung einer Immobiliengesellschaft durch IFRS leider nicht einfacher geworden ist, sollten die Unternehmen weiterhin daran arbeiten, ihre Finanzpublikationen durch den Einsatz genannter Maßnahmen transparenter und damit hochwertiger zu machen, um einen roten Faden in der Unternehmensentwicklung und vor allem den Cash-Einnahmen erkennen zu können.

Die IFRS-Welt ist gerade für Bestandshalter ein sehr schwieriges Feld, denn durch rechnerische Wertveränderungen bei einzelnen Objekten, den sogenannten beizulegenden Zeitwerten, kann sich im Quartals- oder Halbjahresrhythmus der Gewinnausweis doch signifikant ändern, ohne dass es im Cash-Flow irgendeine Veränderung gab. Betrachtet man die Immobilienentwickler, so gefällt Analysten der Ausweis von Bauprojekten nicht, die früher gemäß IAS 16 mit den bis zum Stichtag angefallenen Baukosten in die Bilanz aufgenommen wurden.

Nach neuen Regelungen müssen diese Objekte auch in der Bauphase mit dem Zeitwert angesetzt werden, was oftmals

zu Abschreibungen führt, noch lange bevor der erste Mieter in das neue oder revitalisierte Objekt eingezogen ist. Hierdurch hat die Volatilität in den Geschäftsabschlüssen zugenommen, ohne dass ein wesentlicher Mehrwert für den Investor gegeben ist. Zwar gibt es Ausnahmeregelungen für Development-Objekte, deren Zeitwert zum Stichtag „nicht verlässlich bestimmbar ist“, aber dadurch steigt der Interpretationsspielraum, da jeder Immobilien-CFO den Spielraum in unterschiedlichem Maße ausnutzen kann. Die Schere geht so noch mehr auseinander, als wenn wie früher die tatsächlich angefallenen Baukosten bis zur Fertigstellung bilanziert worden wären.

Schaut man auf das Finanzergebnis einer Immobiliengesellschaft, so ergeben sich auch hier Unebenheiten im quartalsweisen Gewinnausweis durch IAS 23, der die Aktivierung der Fremdkapitalkosten im Zeitraum der Herstellung eines Gebäudes erlaubt. Dadurch schwankt das Finanzergebnis und damit auch der Gewinnausweis einer Gesellschaft oftmals nicht unerheblich, wenn sich im Berichtszeitraum größere Projekte im Development befinden. Die Kommunikation dieser Bestandteile im Finanzergebnis erfolgt leider oft nur unzureichend oder auf Nachfrage und erschwert den Blick auf ein bereinigtes Finanzergebnis, das sich aus dem bereits vorhandenen Liegenschaftsbestand ergibt.

Harmonisierung bei wichtigen Kennzahlen

Nicht nur auf Objektebene, auch auf Unternehmensebene sind die Anforderungen an das Reporting gestiegen. Auch wenn in den vergangenen Jahren spürbare Anstrengungen unternommen wurden, so gilt die Immobilienbranche immer noch nicht als ausgewiesener Hort der Transparenz. Insbesondere spezifische Kennzahlen für die Immobilienwirtschaft wie die Cash-Erlöse, die sogenannten Funds-from-Operations (FFO), Nettomieterlöse oder der Nettovermögenswert (NAV) können Investoren hier meist einen aussagekräftigeren Eindruck über den Zustand des Unternehmens verschaffen als manch andere Maßzahl. Leider wird beispielsweise der FFO hierzulande nur von etwa einem Viertel der börsennotierten Aktiengesellschaften regelmäßig publiziert, hier besteht also noch Nachholbedarf.

Exakt definierte Kennzahlen wie der NNAV nach EPRA können helfen, die

immer noch bestehenden Probleme in der Beurteilung und Vergleichbarkeit verschiedener Abschlüsse zu beseitigen. Hier ist es an Analysten- und Unternehmensverbänden gleichermaßen, die internationale Harmonisierung weiter voranzutreiben, um langfristig allen Teilnehmern des Kapitalmarktes die Arbeit zu erleichtern. Gerade bei der wichtigen Kennzahl FFO gibt es noch keine einheitliche und verbindliche Definition, auf die man zurückgreifen kann.

Investor Relations durch Engagement mit den Zahlen und darüber hinaus

Gute Investor Relations zeichnen sich über die Finanzberichterstattung hinaus durch wesentliche weitere Leistungen aus. Zunächst erwartet der Leser, insbesondere der Analyst, von einer Corporate News einen gewissen Informationsgehalt. Wenn manche Immobiliengesellschaften stolz vermelden, man habe einen Zukauf von zwei Bürogebäuden in Stadt XY getätigt und man freue sich über die strategische Erweiterung, so hat man damit nicht sehr viel verwertbare Information für seine Leser verbreitet.

Zu den Grundangaben bei der Meldung von Portfolio Zu- und Verkäufen zählen neben Standort und Fläche wenn möglich auch gezahlte Quadratmeterpreise, Mieterstruktur, Laufzeiten der Mietverträge sowie derzeitiger Leerstand und die anfängliche Rendite. Durch die Nennung solcher Eckdaten in der Pressemitteilung kann sich die Investor Relations Abteilung darüber hinaus unzählige lästige Nachfragen ersparen, das Interesse für das Unternehmen steigern und ihre Energie auf solche Aktivitäten konzentrieren, die mehr added value versprechen als das manuelle Verteilen der immer gleichen Antworten.

Es hinterlässt außerdem immer einen professionellen Eindruck, wenn Unternehmensmeldungen zeitnah auf das Ereignis beziehungsweise Finanzberichte pünktlich wie angekündigt veröffentlicht werden. Weitere entscheidende Kriterien zur Beurteilung der IR-Qualität sind Erreichbarkeit, Sachkompetenz und Förderung der Visibility am Kapitalmarkt durch Road Shows, Investor Days oder Bus-Touren, um den Bestand vor Ort zu zeigen, und das aktive Pflegen von Kontakten zu Banken, Analysten und Journalisten. Auch hier sind deutliche Unterschiede in der Arbeit erkennbar. ■