

## Immobilien an der Börse

# Value Reporting bei Immobilienaktiengesellschaften – eine empirische Analyse

Obwohl es in Deutschland mehr als 70 börsennotierte Immobiliengesellschaften gibt, werden sie von Investoren kaum wahrgenommen. Die Gründe sind vielfältig: zu geringe Marktkapitalisierung, zu wenige REITs, zu wenig Streubesitz und die starke Konkurrenz durch Immobilienfonds. Zudem scheinen die Unternehmen die Investorenpflege zu vernachlässigen. So weisen die beiden Autorinnen anhand einer empirischen Studie nach, dass vor allem mit wertrelevanten Informationen häufig gezeitigt wird. Dabei belegt die Untersuchung, dass die Investoren mehr Auskunftsbereitschaft mit einem besseren Verhältnis von Aktienkurs zu NAV belohnen. (Red.)

Die Publikation wertrelevanter Zusatzinformationen im Rahmen des Geschäftsberichtes (Value Reporting) ist gerade in der wenig transparenten Immobilienbranche von erheblicher Bedeutung. Der vorliegende Beitrag zeigt jedoch, dass dem Thema bisher nur wenig Beachtung geschenkt wird. Im Rahmen einer empirischen Analyse der Geschäftsberichte der größten börsennotierten deutschen bestandshaltenden Immobilienunternehmen wird nachgewiesen, dass diese im Schnitt nur 32 Prozent der formulierten Anforderungen an ein gutes Value Reporting erfüllen. Hier bietet sich erhebliches Optimierungspotenzial. Die Autorinnen legen dar, dass Unternehmen mit einem guten Value Reporting an der Börse mit einem niedrigeren Abschlag

vom Net Asset Value gehandelt werden als Unternehmen mit einer geringeren Transparenz.

### Relevanz für Immobilienunternehmen

Die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes als zentrale Zielsetzung kapitalmarktorientierter Unternehmen ist heute weitestgehend Konsens. Neben der Implementierung wertorientierter Steuerungskennzahlen und Anreizsysteme beinhaltet die wertorientierte Unternehmenssteuerung auch eine wertorientierte (Kapitalmarkt-)Berichterstattung, die unter dem Begriff Value Reporting (VR) seit einigen Jahren diskutiert wird.

Ziel des VR ist es, die Lücke zwischen den Informationsanforderungen der Investoren und der externen Pflichtberichterstattung zu schließen und den (potenziellen) Investoren durch Kommunikation wertrelevanter Informationen die Ermittlung des inneren Werts des Unternehmens zu ermöglichen. Potenzielle Unterbewertungen des Unternehmens am Kapitalmarkt sollen damit reduziert werden.<sup>1)</sup> Darüber hinaus bietet erhöhte Transparenz über ein VR die Chance einer Reduktion der Kapitalkosten, da die von den Investoren geforderten Risikozuschläge bei erhöhtem Wissensstand sinken.<sup>2)</sup>

Für die meisten der im Prime Standard notierten großen Konzerne gehört das VR – wengleich in sehr heterogener Qualität – inzwischen zum Standard der jährlichen Berichterstattung im Geschäftsbericht.<sup>3)</sup> Im Bereich der Immobilienunternehmen ist das Thema bisher

jedoch kaum diskutiert worden. Dabei ist gerade die indirekte Immobilienanlage durch ein Engagement in börsennotierten Immobilienkonzernen geprägt durch ein hohes Maß an Intransparenz, da heterogene Geschäftsmodelle und branchenspezifische Besonderheiten der Rechnungslegung die Interpretation insbesondere für immobilienunkundige Investoren erschweren. Umso mehr sind Zusatzinformationen und klar definierte Kennzahlen erforderlich, um den Investoren eine Beurteilung des künftigen Wertsteigerungspotenzials zu ermöglichen.

Im Rahmen des vorliegenden Beitrags wird auf Basis einer Synthese der Literatur zum VR sowie zu Performancekennzahlen in der Immobilienbranche zunächst ein Vorschlag unterbreitet, wie ein branchenspezifisches VR für Immobilienunternehmen ausgestaltet sein könnte. Darauf aufbauend werden die 2009er Geschäftsberichte der größten börsennotierten bestandshaltenden Immobilienunternehmen auf die Erfüllung der zuvor hergeleiteten Kriterien hin untersucht.

### Stand der Forschung

Studien zum VR beziehen sich überwiegend auf Dax- und M-Dax-Unternehmen. Eine Auswertung des VR bei kapitalmarktorientierten Immobilienunternehmen und Ansätze zur branchenspezifischen Ausgestaltung liegen bisher in systematischer Form nicht vor. Elemente des VR werden jedoch in verschiedenen Beiträgen diskutiert, über die die Abbildung 1 einen Überblick gibt.

Auf diesem Forschungsstand baut die folgende Konzeption eines umfassenden Empfehlungskataloges für ein branchenspezifisches VR für bestandshaltende Immobilienunternehmen auf, die verschiedenen Vorschläge werden systematisiert und aggregiert. Dabei wird die in der VR-Literatur übliche Dreiteilung der Empfehlungen beibehalten und die jeweiligen Kriterien werden um immobilien-spezifische Kennzahlen ergänzt beziehungsweise abgeändert.

#### Die Autorinnen

##### Prof. Dr. Franca Ruhwedel



Professorin für Rechnungswesen und Controlling an der FOM Hochschule für Oekonomie & Management, Essen

##### Simone Meuer



Kaufmännische Objektmanagerin, HOCHTIEF Property Management GmbH, Essen

● **Total Return Reporting:** Das Total Return Reporting berichtet über die erreichte Wertschaffung aus Sicht der Anleger. Da die geforderten Informationen primär die Aktie betreffen, sind die branchenspezifischen Anpassungen (vergleiche Abbildung 2) nur gering. Bei der Kennzahl Earnings per Share (EPS, Gewinn pro Aktie) sollte die Ermittlung nach dem branchenspezifischen Schema der European Public Real Estate Association (EPRA) erfolgen.<sup>4)</sup> Ergänzend werden die Kennzahlen Net Asset Value (NAV) und Funds from Operations (FFO) je Aktie als sinnvoll erachtet.<sup>5)</sup> Eine zuverlässige und vergleichbare Interpretation der Kennzahlen ist allerdings nur möglich, wenn die Herleitung der Komponenten und unternehmensspezifische Anpassungen erläutert wird.

Das Total Return Reporting erfüllt im Wesentlichen eine Servicefunktion für den Investor, denn die Informationen sind überwiegend auch über andere Quellen zu ermitteln. Damit die Relevanz für Investoren steigt, ist ein jeweiliger Zeitreihenvergleich der Kennzahlen über mehrere Jahre sowie eine Prognose sinnvoll, um Entwicklungstendenzen zu erkennen.

● **Value Added Reporting:** Durch das Value Added Reporting, den Kernbereich des VR, sollen Investoren einen Einblick in die Wertschaffung des Unternehmens erlangen und Prognosen überprüfen können. Um Wertlücken durch den Vergleich des rechnerischen Unternehmenswertes mit der Börsenkaptalisierung aufzudecken und somit Hinweise auf eine Über- oder Unterbewertung zu erhalten, ist das standardisierte Value Added Reporting um detaillierte und transparente Angaben zum Immobilienportfolio auf Portfolio- und Objektebene zu ergänzen. Damit Investoren zukünftige Entwicklungen des Portfoliowertes einschätzen, beziehungsweise eigene Einschätzungen mit denen des Managements abgleichen können, sind Angaben zu Umfeld und Immobilienmarkt relevant. Weiterhin sind die Bewertungsmethode und Annahmen zur Bewertung des Immobilienportfolios anzugeben.

● **Strategic Advantage Reporting:** Das Strategic Advantage Reporting soll den Investoren Informationen über die zukünftige Entwicklung der Wertsteigerungspotenziale des Unternehmens und seiner Bereiche vermitteln, Prognoseunsicherheiten reduzieren und die Bestimmung zukünftiger Cash-Flows erleichtern. Bei bestandshaltenden Immobilien-Aktiengesellschaften sollte die präzise

**Abbildung 1: Studien zur Berichterstattung in Immobilienunternehmen**

Studie	Vorgehensweise	Zentrale Ergebnisse
● EPRA Best Practise Recommendations (2001)	● Entwicklung eines einheitlichen Reportings für börsennotierte Bestandshalter ● Fokus: Portfoliodarstellung, Bilanzierung und Bewertung, Management, EPS, NAV-Berechnung	● Empfehlungskatalog für europäische Immobilienunternehmen ● Regelmäßige Aktualisierungen
● HSH Nordbank (Hrsg.) (2007)	● Empirische Analyse der Transparenz der Berichterstattung von Immobilienunternehmen ● Fokus: Strategie, Management, Finanzierung, Bonität, Bewertung	● Freiwillige Angaben nach EPRA gewinnen aufgrund geringer Transparenzpflichten an Bedeutung ● Management ist wesentlicher Werttreiber, um Vertrauen der Investoren muss gewonnen werden
● DVFA Arbeitskreis Immobilien (Hrsg.) (2008)	● Erarbeitung eines „Transparenzindex“ in Bezug auf eine Gesamtbewertung sowie „Kommunikation und Kapitalmarkt“, „Berichtswesen“, „Geschäftsbereiche“, „Fremdkapital und Risiko“	● Transparenzindex, der über die Standards der Pflichtberichterstattung hinaus die Messung des Transparenzniveaus von Immobilienunternehmen ermöglicht
● Thoms/Heide (2008)	● Beitrag über die Relevanz des Value Reporting in der Immobilienbranche ● Fokus: Kernkompetenzen und Strategie mit Geschäfts-, Ertrags- oder Finanzkennzahlen verbinden	● Nennung wichtiger Leistungsindikatoren ● Fehlende Soll-Ist-Vergleiche von Leistungsindikatoren und Steuerungskennzahlen in Geschäftsberichten
● Gütle/Rehkugler (2009)	● Erweiterung der DVFA-Empfehlungen zur Transparenz von Immobilienunternehmen ● Fokus: Umfeld, Markt, Management, Vermögen, Kapital, Performance, Risiken	● Ergänzung, Erweiterung und Präzisierung des „Publizitätswunschataloges“ der DVFA ● Systematisierung des Informationsbedarfs nach Inhalt und notwendigem Detaillierungsgrad
● Cometic AG (Hrsg.) (2009)	● Befragung von Investoren zu wichtigsten Kennzahlen und Publizitätswünschen zu Portfolioangaben, Immobilienbewertung, Finanzreporting	● Portfolioangaben (Potenziale und Risiken), Bewertungsangaben (Annahmen auf Objektebene) und Finanzreporting (Nettomietlerlöse, FFO, NAV)

**Abbildung 2: Total Return Reporting**

Inhalte	Branchenspezifische Ergänzungen
<ul style="list-style-type: none"> <li>● Darstellung der Aktienkursentwicklung</li> <li>● Darstellung der relativen Aktienkursentwicklung (zum Beispiel im Vergleich zu Dax, Branchenindizes, Investitionsalternativen)</li> <li>● Verlauf der Marktkaptalisierung</li> <li>● Darstellung der Aktienvolatilität und unternehmensspezifische Begründung</li> <li>● Entwicklung eines Musterdepots</li> <li>● Informationen zu Aktienrückkäufen</li> <li>● Dividendenentwicklung (absolut und relativ)</li> <li>● Kennzahlen der Aktie: EPS, CFPS, KGV, KBV, KCV jeweils mit Erläuterung der Berechnung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● EPS nach EPRA-Empfehlungen</li> <li>● Net Asset Value (NAV) je Aktie mit Angabe der Berechnung</li> <li>● Funds from operations (FFO) mit Angabe der Berechnung</li> </ul>

und begründete Beschreibung der Strategie und der Managementqualität einen wesentlichen Schwerpunkt darstellen, da ein aktives Management des Immobilienportfolios, ausgerichtet auf die Steigerung des Unternehmenswertes, als erfolgskritisch gilt. Bei diversifizierten Geschäftsmodellen, die meist mit einem Abschlag gehandelt werden, ist es umso wichtiger, auch Synergien aufzuzeigen. Zur Beurteilung der zukünftigen Wertsteigerungspotenziale sind Angaben von Chancen und Risiken von Bedeutung,

wobei der Schwerpunkt der Risiken bei bestandshaltenden Immobilienaktiengesellschaften im Regelfall bei finanziellen Risiken liegt.<sup>6)</sup> Die Darstellung von Verschuldungssituation und Finanzkennzahlen ermöglicht Investoren, Kreditpielräume einzuschätzen.

Zielsetzung der empirischen Studie ist die Analyse der Umsetzung der zuvor formulierten Value-Reporting-Kriterien im Rahmen der Geschäftsberichte deutscher börsennotierter Immobilienunter-

Abbildung 3: Value Added Reporting

Inhalte	Branchenspezifische Ergänzungen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Darstellung des intern verwendeten Steuerungskonzepts</li> <li>• Erläuterung der Spitzenkennzahl und unternehmensspezifischer Anpassungen</li> <li>• Darstellung wertorientierter Entlohnungssysteme und deren Ausgestaltung</li> <li>• Nennung des unternehmensspezifischen Kapitalkostensatzes (notwendig zur Ermittlung wertorientierter Steuerungsgrößen und Unternehmenswerte) sowie der Berechnungsdeterminanten (Zielkapitalstruktur, Betafaktor)</li> </ul>	<p><b>Angaben zum Portfolio</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Auf Portfolioebene: zum Beispiel geografische Verteilung, Fläche in Quadratmeter, Cash-Flow, operatives Ergebnis, Vermietung (Mietertlöse pro Quadratmeter, Leerstandsquoten, Top 10 Mieter nach Mieteinnahmen, Branchenzugehörigkeit der Mieter, Restlaufzeiten der Mietverträge), aktuelle Bewertung, Bewertungsgewinne- beziehungsweise Verluste, Brutto- und Nettorenditen, Mietsteigerungspotenziale</li> <li>• Auf Objektebene: Adresse, Mietfläche, Nutzungsart, Objektleerstand, Erwerbszeitpunkt, Baujahr, Sanierung, Diskontierungszinssatz</li> </ul> <p><b>Umfeld und Immobilienmarkt</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Einschätzungen des Managements zum Immobilienmarkt (Miet- und Immobilienpreise, Flächenangebot, Leerstandsquoten) sowie zur Volks- und Finanzwirtschaft</li> </ul> <p><b>Bewertung des Immobilienportfolios</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fair Value nach Prinzipien des IVS, Bewertung von externen Gutachtern mindestens zweimal im Jahr, Offenlegung von Bewertungsparametern und -annahmen (bei DCF durchschnittliche Wachstumsraten und Diskontierungszinssätze, Einbezug der Anschaffungsnebenkosten), Vergütungssystem der Bewerter</li> </ul>

nehmen. Gegenstand der Untersuchung sind die zum 1. Januar 2011 im Deutschen Immobilien-Aktienindex enthaltenen Unternehmen mit Schwerpunkt Bestandshaltung, die eine Marktkapitalisierung über 30 Millionen Euro und einen Streubesitz von mindestens 20 Prozent aufweisen.<sup>7)</sup>

Basierend auf der oben dargestellten Value-Reporting-Konzeption wurde ein detaillierter Kriterienkatalog ausgearbeitet, der differenziert nach den drei VR-Bereichen insgesamt 109 Einzelkriterien beinhaltet. Die Geschäftsberichte der Sampleunternehmen wurden auf die Erfüllung der formulierten Kriterien hin untersucht, wobei sowohl die prüfungspflichtigen als auch die nicht prüfungspflichtigen Teile der Geschäftsberichte ausgewertet wurden. Dabei wurde der Katalog so gestaltet, dass auf eine subjektive Wertung der Informationen verzichtet wurde, die Kriterien sind alle als „Information vorhanden“ respektive „nicht vorhanden“ auszuwerten.<sup>8)</sup>

Abbildung 4: Strategie Advantage Reporting

Inhalte	Branchenspezifische Ergänzungen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Strategie und Managementqualität</li> <li>• Bewertung von Chancen und Risiken</li> <li>• Darstellung von Szenarien einer wahrscheinlichen, pessimistischen und optimistischen Entwicklung</li> <li>• Aktionärsstruktur</li> <li>• Angaben zum Kauf/Verkauf von Geschäftsteilen</li> <li>• Darstellung immaterieller Werte (Intellectual Capital)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verschuldungssituation (Höhe, Zinsen, Laufzeiten, Verteilung von Restlaufzeiten)</li> <li>• Angabe von Zinsdeckungsgrad, Loan to Value, Verschuldungsgrad</li> <li>• Sensitivitätsanalysen zu Zinsänderungsrisiken und Darlegung der Politik im Umgang mit Festzinsen und variablen Zinsen</li> </ul>

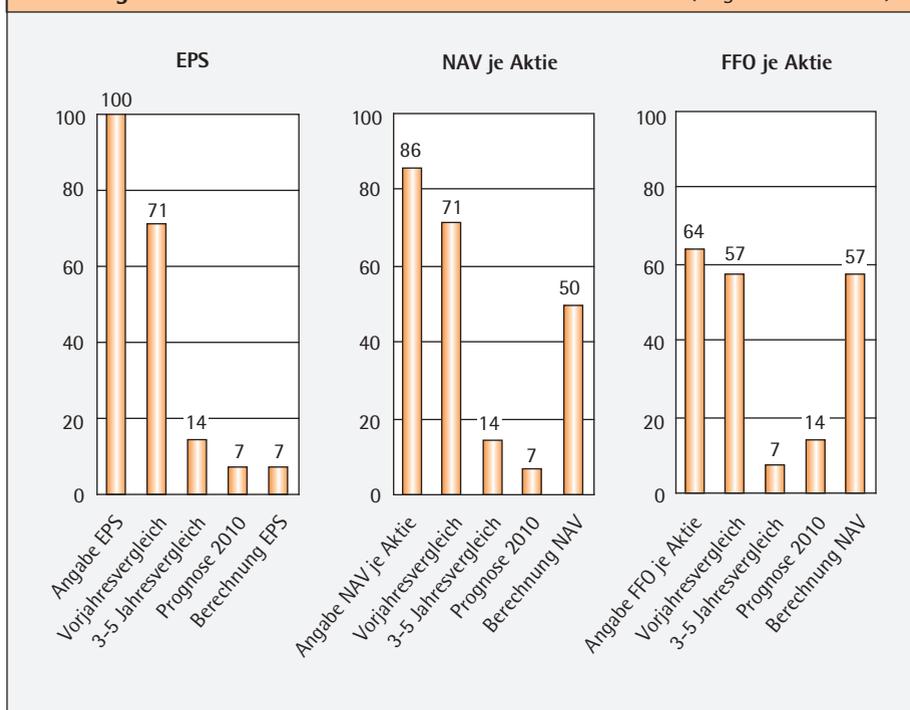
### Erhebliche Verbesserungen nötig

Die Analyse der Geschäftsberichte zeigt, dass die hier analysierten börsennotierten Immobiliengesellschaften in allen drei Bereichen des VR erhebliche Verbesserungspotenziale aufweisen. Im Rahmen des Total Return Reporting ist die Berichterstattung über die eigene Aktienkursentwicklung im Geschäftsjahr bei 86 Prozent der Unternehmen vorhanden, Mehrjahresübersichten (21 Prozent), ein Vergleich zur Vorjahresentwicklung (29 Prozent) und eine Dividendenprognose (21 Prozent) sind hingegen die Ausnahme. Die Abbildung 5 zeigt, dass auch bei aus Investorensicht zentralen Kennzahlen die Auskunftsbereitschaft eher gering ist.

Beim Value Added Reporting sind die Angaben ebenso unzureichend. Obwohl sich ausnahmslos alle untersuchten Gesellschaften zur Wertorientierung als Unternehmensziel bekennen, geben nur 57 Prozent überhaupt Steuerungskennzahlen an und trotz Betonung der Wertorientierung werden ausschließlich klassische Kennzahlen oder Leistungsindikatoren wie zum Beispiel Leerstand als Steuerungskennzahl angegeben.

Folglich werden wertorientierte Steuerungskennzahlen entweder nicht verwendet oder es wird nicht über diese

Abbildung 5: Kursinformationen in den Geschäftsberichten (Angaben in Prozent)



berichtet. Auch wertorientierte Vergütungssysteme werden nur von drei Gesellschaften thematisiert, nur ein Unternehmen erläutert diese darüber hinaus. Angaben zu den Kapitalkosten – die absolut unabdingbar sind, um eine Bewertung nachvollziehen und Rentabilitäten beurteilen zu können – sind ebenfalls Mangelware. Die Höhe der Kapitalkosten wird von keinem Unternehmen angegeben, lediglich 21 Prozent nennen eine Zielkapitalstruktur und 14 Prozent einzelne Kapitalkostenkomponenten (Betafaktor, sicherer Zins).

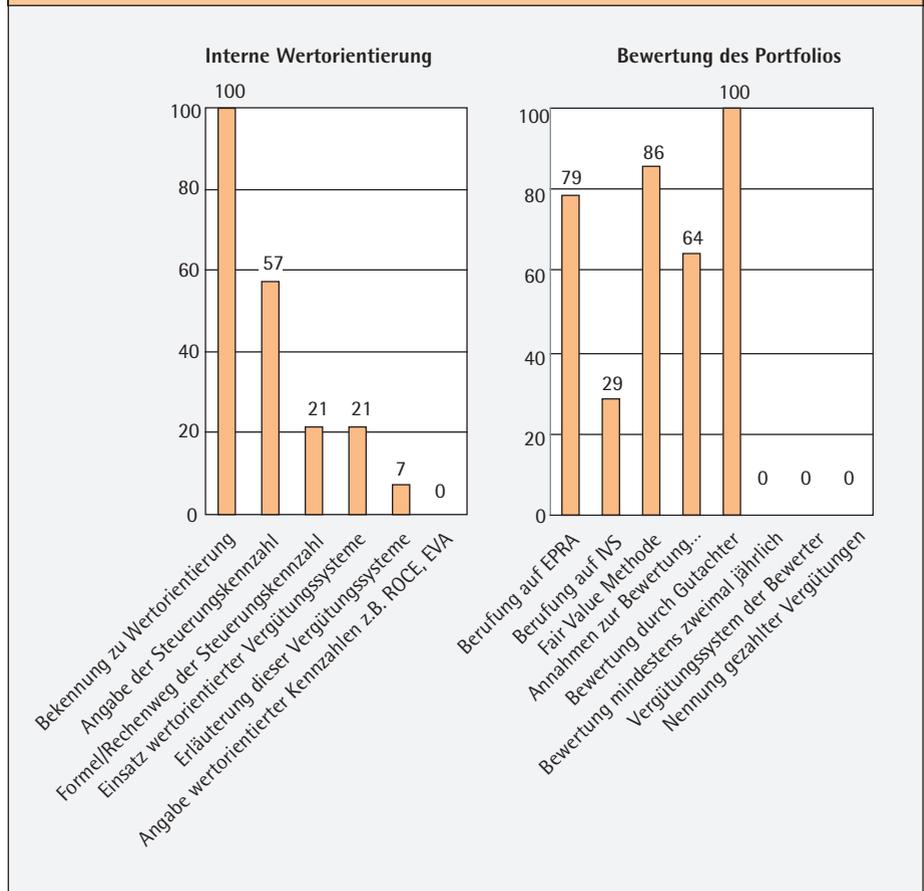
Vergleichsweise ausführlich sind hingegen bei fast allen Unternehmen die Angaben zum Portfolio. Neben ausführlichen Portfolio-Beschreibungen werden auch Angaben zu den eingesetzten Bewertungsverfahren gemacht, wie die Abbildung 6 zeigt. Kritisch anzumerken ist jedoch, dass nur 64 Prozent der Unternehmen ihre Bewertungsannahmen erläutern. Obwohl EPRA empfiehlt, den Fair Value zweimal im Jahr durch externe Gutachter feststellen zu lassen, gibt kein Unternehmen Auskunft, ob der Wert mehr als einmal im Jahr ermittelt wird; Vergütungen der Bewerter werden gar nicht bekannt gegeben.

Die Angaben des Strategic Advantage Reporting sind aus Investorensicht ebenfalls unzureichend, insbesondere die geringe Bereitschaft zur Publikation von Zielwerten ist kritisch zu sehen. Auch die Darstellung der Chancen und Risiken dürfte kaum den Erwartungen der Investoren entsprechen. Alle Gesellschaften berichten zwar ausführlich über Risiken, jedoch leiten nur 50 Prozent unternehmensspezifische Konsequenzen ab. Der Schwerpunkt liegt auf der reinen Auflistung von Risiken, während Chancen in den Geschäftsberichten vernachlässigt werden.

### Keine Angaben zum Zinsdeckungsgrad

Die Verschuldungssituation wird durch die Verteilung der Restlaufzeiten (79 Prozent), die Darlehensstruktur (50 Prozent) und den durchschnittlichen Zinssatz (64 Prozent) vergleichsweise ausführlich dargestellt. Die im Zuge der Finanzkrise wichtiger werdenden Kennzahlen Zinsdeckungsgrad (null Prozent), Loan to Value (50 Prozent) und Verschuldungsgrad (29 Prozent) sind indes noch nicht in den Fokus der Berichterstattung gelangt.

Abbildung 6: Wertentwicklung des Immobilienbestands (Angaben in Prozent)



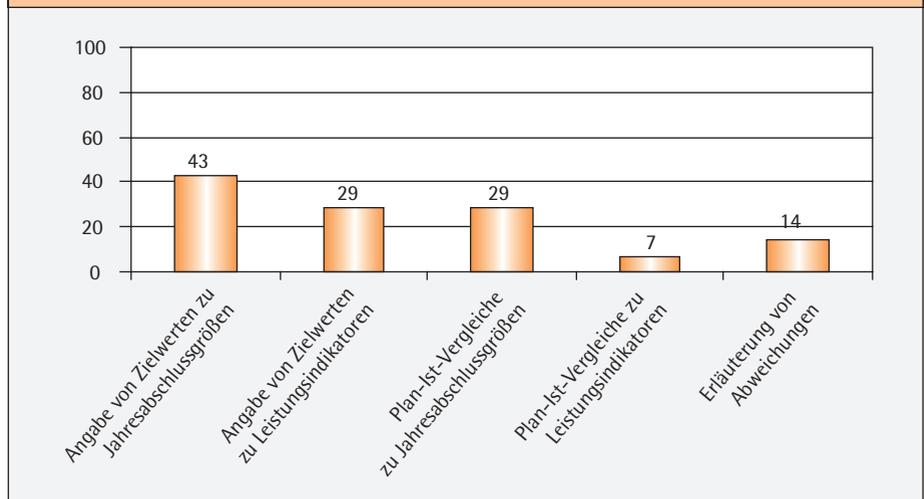
Fasst man die Ergebnisse zusammen und berücksichtigt die Identität der jeweils berichtenden Unternehmen, so sind folgende Zusammenhänge auffällig:

- Unternehmen mit einem guten VR werden an der Börse tendenziell mit einem geringeren Abschlag vom NAV gehandelt, der Kapitalmarkt scheint somit ein gutes VR zu honorieren. Das Unternehmen mit dem besten Value Reporting (Deutsche Euroshop AG) wird

mit dem geringsten Abschlag vom NAV (elf Prozent) gehandelt.

- Reine Wohnimmobilienbestandshalter weisen ein tendenziell schlechteres VR auf als Gewerbebestandshalter.
- Ein Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Qualität des VR ist nur bei den Gewerbebestandshaltern feststellbar, eine Korrelation zum Free Float konnte nicht beobachtet werden.

Abbildung 7: Angaben zur strategischen Zielsetzung (Angaben in Prozent)



● Die großen Gewerbebestandhalter weisen insbesondere vergleichsweise bessere Werte im Bereich des Value Added Reporting auf, ein Bereich, der für die kleinen Unternehmen bisher praktisch keine Relevanz zu besitzen scheint.

● Überdurchschnittlich hoch ist die Auskunftsbereitschaft im Bereich der Detailangaben zu den Portfolios. Besonders gering sind die gelieferten Informationen im Bereich Chancen/Risiken; wenn Prognosen gemacht werden, so ausnahmslos im Fall positiver Zukunftserwartungen.

Bei den vorstehenden Aussagen ist indes immer zu berücksichtigen, dass die Stichprobengröße von 14 untersuchten Unternehmen für eine statistisch fundierte Verallgemeinerung zu gering ist.

## Honorierte Transparenz

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung zeigen, dass die wertorientierte Berichterstattung bei den deutschen

börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften bisher nur unzureichend umgesetzt wird, im Durchschnitt werden nur 32 Prozent der formulierten Anforderungen an ein gutes VR erfüllt.

Dies ist umso überraschender als sich alle untersuchten Unternehmen in ihren Geschäftsberichten zu einer wertorientierten Unternehmensführung bekennen und zudem mit den Best Practise-Empfehlungen der EPRA bereits Empfehlungen für die Berichterstattung vorliegen, die einige Elemente des VR abdecken.

Die festgestellte bessere Börsenbewertung der Unternehmen mit einem guten VR lässt – wenngleich die Ergebnisse aufgrund der Stichprobengröße statistisch nicht signifikant sind – darauf schließen, dass der Kapitalmarkt ein gutes VR sehr wohl honoriert. Für die börsennotierten Immobilienunternehmen ergibt sich somit durch eine Verbesserung ihrer Berichterstattungsqualität ein erhebliches Potenzial, die Börsenbewertung zu verbessern. Der hier entwickelte VR-Katalog kann dabei als Leitlinie für Inhalt und

Strukturierung der Berichterstattung dienen.

### Literatur

- AKEU Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft: Grundsätze für das Value Reporting. In: DB, 55. Jg. (2002), S. 2337-2340.
- Cometis (Hrsg.): Immobilienbewertung – Investorenwunsch und Börsenwirklichkeit, o. Ort 2009, www.cometis.de, Stand: 18.11.2010.
- Dirrigl, H.: Unternehmenswert-Orientierung in Rechnungslegung, Value Reporting und Controlling. In: Wagner et al. (Hrsg.): Private und öffentliche Rechnungslegung, Wiesbaden 2008, S. 75-107.
- DVFA (Hrsg.): Grundsätze für effektive Finanzmarktkommunikation, o. Ort 2008.
- EPRA (Hrsg.): Best Practices Policy Recommendations, o. Ort 2008.
- Fischer, T./Wenzel, J.: Value Reporting, Lehrstuhl für Controlling und WP, WWF, Kath. Universität Eichstätt-Ingolstadt 2005.
- Güttele, R./Rehkugler, H.: Transparenz von Immobilienfonds und Immobilien(aktien)gesellschaften. In: Rehkugler, H. (Hrsg.): Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München 2009, S. 316-330.
- Heumann, R.: Value Reporting in IFRS-Abschlüssen und Lageberichten, Düsseldorf 2005.
- HSH Nordbank: Deutsche Immobilienunternehmen am Kapitalmarkt, o. Ort 2007, www.hsh-nordbank.de; Stand: 12.12.2010.
- Labhart, P./Volkart, R.: Investor Relations als Wertsteigerungsmanagement. In: Kirchhoff/Piwinger (Hrsg.), Praxishandbuch Investor Relations, 2. Aufl., Wiesbaden 2009, S. 203-220.
- Ruhwedel, F./Schultze, W.: Konzeption des Value Reporting und Beitrag zur Konvergenz im Rechnungswesen. In: Controlling, 16. Jg. (2004), S. 489-495.
- Ruhwedel, F./Schultze, W.: Value Reporting: Theoretische Konzeption und Stand der Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen. In: zfbf, 54. Jg. (2002), S. 602-632.
- Thoms, M./Heide, R.: Effiziente Kommunikation für Immobilienunternehmen. In: ERGO Kommunikation, Heft 7, o. Ort 2008.

### Fußnoten

- <sup>1)</sup> Sowie theoretisch auch Überbewertungen. Vergleiche AKEU (2002), S. 2337; Dirrigl (2008), S. 84-86. Zu einem Überblick über Ausgestaltungsvarianten des VR Ruhwedel/Schultze (2004), S. 490-493.
- <sup>2)</sup> Vergleiche Labhart/Volkart (2005), S. 173.
- <sup>3)</sup> Vergleiche unter anderem die Untersuchungen von Ruhwedel/Schultze (2002); Heumann (2005); Fischer/Wenzel (2005).
- <sup>4)</sup> Vergleiche EPRA BPR (2008).
- <sup>5)</sup> Für die Berechnung des NAV liegt ebenfalls eine Empfehlung der EPRA BPR vor, die Berechnung des FFO ist hingegen nicht normiert und heterogen z.B. hinsichtlich der Berücksichtigung von Immobilienverkäufen und Steuern. In jedem Fall sollte daher die Berechnung angegeben und begründet werden.
- <sup>6)</sup> Vergleiche EPRA BPR (2008).
- <sup>7)</sup> Die Stichprobe umfasst folgende 14 Unternehmen: Agrob, Alstria Office REIT, Colonia Real Estate, Deutsche Euroshop, Deutsche Wohnen, DIC Asset, Fair Value REIT, Gagfah, Hamburger REIT, IVG, KWG, Polis, TAG und CR Capital Real Estate, wobei letzteres Unternehmen eine Marktkapitalisierung unter 30 Millionen Euro aufweist, jedoch aufgrund seiner Bedeutung als Vor-REIT in die Analyse aufgenommen wurde.
- <sup>8)</sup> Der Kriterienkatalog kann bei den Autoren angefordert werden.