

# Transparenz von Immobilienaktiengesellschaften

*Der neue Index der DVFA deckt erhebliche Differenzen auf*

*Von Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, und Stefan Goronczy, HSH Nordbank\**

*Jeder Investor oder Analyst benötigt, um die Renditechance und -risiken einschätzen zu können, möglichst fundierte und detaillierte Informationen über alle für die künftige Entwicklung des Unternehmens relevanten Faktoren. Fühlen sich Investoren und Analysten über die in der Rechnungslegung geforderten Standards hinaus nicht ausreichend und glaubwürdig mit Informationen versorgt, werden sie dieses Informationsrisiko durch Sicherheitsabschläge in ihren Wertansätzen kompensieren (erhöhte Kapitalkosten) oder bestimmte Engagements ganz meiden. Ebenso steigt mit besserer Informationsversorgung tendenziell die Coverage und darüber die Visibilität und Marktliquidität des Unternehmens.*

Damit müssen Unternehmen daran interessiert sein zu wissen, wie die Analysten und Investoren ihre Kommunikationsqualität einschätzen. Hierzu bedarf es eines einheitlichen branchenspezifischen Maßstabs der vergleichenden quantifizierten Beurteilung von Transparenzniveaus.

## Der Transparenzindex der DVFA

Die Expertengruppe „Immobilien“ der DVFA hat einen solchen Transparenzindex für Immobilien-AGs entwickelt. Sie will damit ein Instrument zur regelmäßigen Messung der Transparenz der einzelnen Unternehmen und – daraus abgeleitet – der gesamten Branche etablieren.

Zentrales Merkmal des DVFA Transparenzindex ist, dass die Unternehmen ausschließlich von Kapitalmarktteilnehmern beurteilt werden, welche die Kommunikationsinhalte kompetent beurteilen können. Es fließen daher nur Urteile und Bewertungen von Buy- und Sell Side-Analysten und Investoren ein, die die Unternehmen (regelmäßig) beobachten und analysieren. Damit die Einschätzungen möglichst repräsentativ sind, sollten wenigstens ca. zehn Beurteilungen für die einzelnen Unternehmen vorliegen. Daher wurde der erste Durchlauf auf 17 Unternehmen beschränkt.

Die Informationsbedarfe der Investoren und Analysten sind nicht homogen und lassen sich daher nicht als abschließend beschreibbarer Katalog von Einzelinformationen erfassen. Um dem Rechnung zu tragen, wurden die abgefragten Inhalte und Bereiche bewusst offen formuliert und durch Erläuterungen beispielhaft beschrieben.

Der Aufbau des Fragebogens ist zweistufig: Teil 1 bittet um eine Gesamtbeurteilung der Transparenz der jeweiligen



Prof. Dr. Heinz Rehkugler



Stefan Goronczy

Immobilien-AG. Anhand einer Skala von 1 (= trifft gar nicht zu) bis 10 (= trifft voll und ganz zu) sollen die Antwortenden ein Urteil zu den erläuternden Statements abgeben: „Das Unternehmen berichtet transparent. Das Management hat sich durch eine glaubwürdige Kapitalmarktkommunikation einen Vertrauensvorschluss der Marktteilnehmer erarbeitet. Das Berichtswesen ist aussagekräftig.“ Die Durchschnitte dieser Einstufungen bilden den Indexwert je Unternehmen und für die gesamte erfasste Branche. In Teil 2 folgen dann in der gleichen Weise 13 Abfragen zu einzelnen Untersuchungsbereichen „Kommunikation an den Kapitalmarkt“, „Berichtswesen“, „Geschäftsbereiche“ und „Fremdkapital und Risikomanagement“. Sie sollen eine Ursachenforschung zur Begründung der vergebenen Gesamtnote unterstützen.

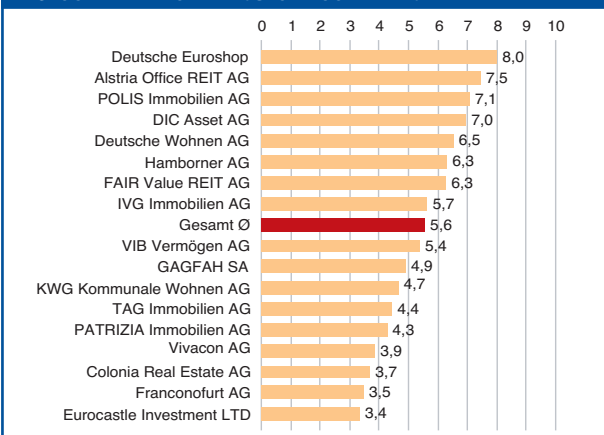
Über die Fortführung der Erhebung des Transparenzindex entscheidet das Marktinteresse. Bei positiver Aufnahme soll im etwa halbjährlichen Rhythmus eine Aktualisierung erfolgen.

## Ergebnisse der ersten Befragung

Die erste Erhebung des DVFA Transparenzindex ist nun ausgewertet. Die einschlägigen deutschsprachigen Analysten haben fast vollständig teilgenommen. Daneben haben rund zehn Investoren die Unternehmen beurteilt. Künftig soll der Kreis der Befragten auch auf ausländische Analysten ausgedehnt werden.

\*) Prof. Dr. Heinz Rehkugler ist Wissenschaftlicher Leiter des Center for Real Estate Studies (CRES) und der Expertengruppe „Immobilien“ der DVFA, Stefan Goronczy ist Senior Analyst Equity bei der HSH Nordbank.

ABB. 1: GESAMTBEURTEILUNG DER TRANSPARENZ  
DEUTSCHER IMMOBILIENGESELLSCHAFTEN

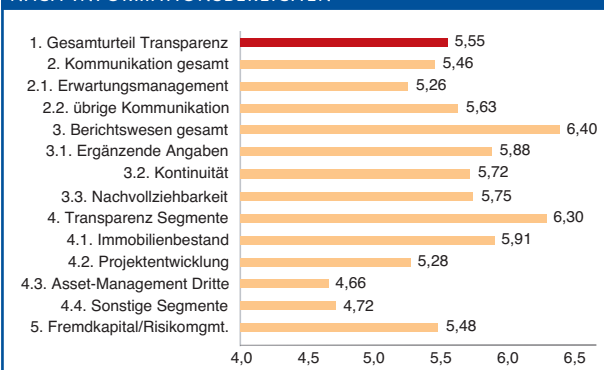


Quelle: DVFA

Abb. 1 zeigt die Gesamteinschätzung der Transparenz der Immobilien-AGs. Sie basiert auf insgesamt 298 abgegebenen Urteilen (je Unternehmen 9-26 Beurteilungen). Einige Unternehmen weichen deutlich positiv wie negativ von der durchschnittlichen Bewertung von 5,6 ab. Die Kapitalmarktteilnehmer identifizieren „gute“, dem gewünschten Ideal der Unternehmenstransparenz offenbar nahe kommende, aber auch „schlechte“ Unternehmen, deren Informationsverhalten als nicht genügend wahrgenommen wird. Die am besten eingestuftem Unternehmen sind die Deutsche Euroshop AG, die Alstria Office REIT AG und die POLIS Immobilien AG, das „Schlusslicht“ bilden die Eurocastle Investment Ltd, die Franconofurt AG und die Colonia Real Estate AG.

Ein Vergleich mit dem 2008 durchgeführten Transparenzrating von Feri EuroRating Services lässt einige kräftige Auf- und Absteiger erkennen. Dass die Analysten und Investoren über das Reporting hinaus – das bei Feri ausschließlich beurteilt wurde – den anderen abgefragten Transparenzaspekten Bedeutung beilegen und hier teilweise zu deutlich abweichenden Beurteilungen finden, zeigt Abb. 2. So werden das Berichtswesen insgesamt und auch die Informationen zu der Segmentbildung als überdurchschnittlich gut eingestuft, während insbesondere beim Erwartungsmanagement und bei der Transparenz über die Projektentwicklung und andere zusätzliche Geschäftsbereiche durchaus Defizite gesehen werden.

ABB. 2: DURCHSCHNITTLICHE URTEILE ZUR TRANSPARENZ  
NACH INFORMATIONSBEREICHEN



Quelle: DVFA



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

**Managing Expectations: Was Analysten und Investoren von IR-Arbeit erwarten**

2. Dezember 2009, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-KONFERENZEN

**Deutsche Investment-Consultant-Konferenz**

26. November 2009

DVFA-SEMINARE

**Credit Derivatives**

3. November 2009

**Derivative und strukturierte Finanzprodukte**

8. Februar 2010

**Analyse von Zinsinstrumenten**

9. Februar 2010

**Bilanzierungsmethoden**

18. Februar 2010

**Bilanzanalyse und Kennzahlen**

19. Februar 2010

**Aktienanalyse**

20. Februar 2010

DVFA-POSTGRADUIERTEN-PROGRAMME

**CREA – Certified Real Estate Investment Analyst**

5. November 2009

**CIIA – Certified International Investment Analyst**

25. Februar 2010

**Wealth Management**

25. Februar 2010

**CCrA - Certified Credit Analyst**

18. März 2010

DVFA-KOMPAKTPROGRAMM

**ISSP – Investment Spezialist für strukturierte Produkte**

22.-27. Februar 2009

Änderungen vorbehalten.