

Haupt-Sachen

Die Basis für nachhaltig hohe Ausschüttungen

HAUPT-Sachen: Das Verfahren zur Ermittlung des ausschüttungsfähigen Gewinns gehört zu den am heißesten diskutierten Punkten bei REITs. Eine entscheidende Rolle dabei spielt die Kennzahl FFO.

von Angela Haupt

Auf den ersten Blick ist die Regel einfach: REITs müssen den Großteil, in den USA etwa 90 %, des zu versteuernden Gewinns an die Aktionäre ausschütten. Entscheidend für die Nachhaltigkeit der Dividenden – und heiß diskutiert – ist die Höhe des tatsächlich ausschüttungsfähigen Gewinns. Im Zentrum steht hier die Kennzahl FFO (funds from operations). Um diesen Wert zu ermitteln, wird der nach dem geltenden Rechnungslegungsstandard (bei US-REITs: US GAAP) ermittelte Jahresüberschuss um die Abschreibungskosten für Immobilien bereinigt. Auch Immobilienveräußerungserlöse und -verluste werden in der Regel aus dem Reineinkommen herausgerechnet. Heraus kommt ein Maß für die betriebliche Leistung eines REIT, das FFO genannt wird bzw. Mittel aus laufender Geschäftstätigkeit oder operative Erträge.



Einer der Hauptgründe, warum Abschreibungen bei dieser Berechnung außen vor bleiben, liegt in der Behandlung langlebiger Wirtschaftsgüter. Muss ein Eigentümer ein Gut innerhalb eines Zeitraumes abschreiben, der wesentlich kürzer ist als die Lebensdauer, so wird der Jahresüberschuss während dieser Zeit entsprechend zu niedrig angegeben. Das gilt bei Immobilien ganz besonders, da sie leicht über einen Abschreibungszeitraum von beispielsweise

50 Jahren hinaus genutzt werden können. Umgekehrt ist es für ältere Objekte im Bestand deswegen aber möglich, dass das US-GAAP-Reineinkommen überschätzt wird.

Ein Problem mit dieser einfachen FFO Definition liegt jedoch in der fehlenden Berücksichtigung echter Wertminderungen in den Immobilienbeständen. In Wohnungen müssen immer wieder Bodenbeläge erneuert werden, bei Gewerbeimmobilien werden individuelle Einbauten wie Trennwände für neue Mieter vorgenommen. Solche regelmäßigen Investitionen, die lediglich dem Erhalt der Vermietbarkeit dienen, werden meist kapitalisiert und abgeschrieben. Auch dieser Kapitalaufwand muss deshalb aus dem FFO herausgerechnet werden (adjusted FFO, AFFO) um die Profitabilität eines REITs zu beurteilen.

Zum Verhältnis FFO gegenüber Jahresüberschuss gibt die University of Wisconsin ihren Studenten eine Faustformel mit auf den Weg: im Durchschnitt betragen die FFO für die

meisten US REITs etwas mehr als die Hälfte des US-GAAP-Reineinkommens vor Veräußerungsgewinnen und außerordentlichen Erträgen.

Es ist somit nicht schwierig, einen groben Vergleich von REITs mit anderen Aktien, etwa auf der Basis eines Kurs-Gewinn-Verhältnisses, anzustellen. Schwieriger wird die Wahl zwischen den einzelnen REITs. Bei der Ermittlung vergleichbarer operativer REIT-Erträge werden von Experten verschiedene Ab- und Aufschläge vorgenommen. Die Diskussion darüber, welche Kennzahl die sinnvollste ist, reißt seit ihrer Einführung nicht ab. Für die Vergleichbarkeit spielen insbesondere der uneinheitliche Umgang mit nichtkonsolidierten Beteiligungen und Joint Ventures, die Emissionskosten von Preferreds („topic D-42“), die Buchung von Durchschnittsmieten bei Indexierung, Wertberichtigungen sowie der Umgang mit Objekt- vs. Marktmieten beim Objektankauf (Stichwort FAS 141) eine Rolle. Die US-Branchenvereinigung NAREIT gibt periodisch Leitlinien für die Berechnung der FFO heraus.

Die Mittel aus der laufenden Geschäftstätigkeit bilden schließlich die Grundlage für die Ausschüttungen eines REITs. Das dazu nachhaltig zur Verfügung stehende Geld, kurz FAD (funds available for distribution), errechnet sich durch Bereinigung der FFO um den Kapitalaufwand zur Instandhaltung und um den Durchschnittsmieteneffekt. Letzterer tritt auf, wenn zum Beispiel bei einem dreijährigen Mietvertrag eine Durchschnittsmiete von 100 pro Jahr verbucht wird, obwohl die Miete im ersten Jahr nur 95 beträgt, im zweiten Jahr 100 und im dritten 105.

REITs werden also wie andere Unternehmen auf der Basis einer GAAP-Größe bewertet. Den Eigenheiten in der Beurteilung ihrer Profitabilität, die aus der Bewirtschaftung von Immobilien rühren, kann mittels geeigneter Kennzahlen wie FFO, AFFO und FAD Rechnung getragen werden. Die operativen Erträge eines REITs stellen dabei den Schlüssel zum Verständnis der Leistungsfähigkeit eines REITs dar.

Bisher erschienen:

- [REITs im Umfeld steigender Zinsen | 02.05.2006](#)
- [Frisches Geld lässt die Party weitergehen | 17.05.2006](#)
- [Aktien statt Beton | 31.05.2006](#)
- [Stetig und ertragreich | 13.06.2006](#)
- [Hohe Rendite, geringes Risiko - oder beides? | 11.07.2006](#)

Angela M. Haupt zählt zu den profiliertesten REIT-Experten in Deutschland. Für Hypo Securities Inc. (New York) berichtete Sie mehrere Jahre als Analystin über die US-amerikanischen REITs, bevor sie Ende der 90er Jahre das Portfoliomanagement für den REIT-Fonds der Deutschen Bank (New York) – mit 350 Mio US-Dollar der größte solche Fonds für deutsche Anleger- und die Leitung des REIT-Researchteams übernahm. Für Allianz Global Investors Advisory (München) bewertete und entwickelte sie unter anderem Anlageprodukte Alternativer Assetklassen wie Immobilien für institutionelle Investoren.

Angela Haupt ist heute Managing Partner der [MRAG Projekt GmbH & Co KG](#) in Berlin, das sich auf die Beratung von Immobilien-Unternehmen und künftigen REITs spezialisiert. Die Kolumne „HAUPT-Sachen“ erscheint exklusiv auf REITs in Deutschland.