



Immobilienaktien als Anlagealternative¹

Immobilienaktien erweitern die Investitionsmöglichkeiten am Immobilienmarkt, sind aber schwankungsanfällig und daher nur für Anleger mit entsprechender Risikoneigung geeignet. Sie zeigen nicht immer einen hohen Gleichlauf zum allgemeinen Aktienmarkt. Während sich 2021 globale Immobilienaktien etwas besser entwickelten als Aktien insgesamt, enttäuschte die Performance der deutschen Betonwerte.

Immobilienaktien als Immobilienanlage



Dr. Stefan Mitropoulos
Head of Capital Market
Research & Economics
Tel. 0 69/91 32-46 19

Immobilien bilden neben Aktien und Anleihen einen wichtigen Bestandteil einer ausgewogenen Vermögensstruktur für institutionelle und private Investoren. Sie weisen eine Reihe von Eigenschaften auf, die sie von anderen Anlageklassen unterscheiden und damit zu einem unverzichtbaren Baustein in einem diversifizierten Portfolio machen. Wesentliche Charakteristika sind eine lange Lebensdauer, die Standortgebundenheit und die hohe Individualität der Investitionsobjekte. Die Eigenschaften von Immobilieninvestments führen langfristig zumeist zu einem niedrigen Gleichlauf (Korrelation) mit anderen Assetklassen.

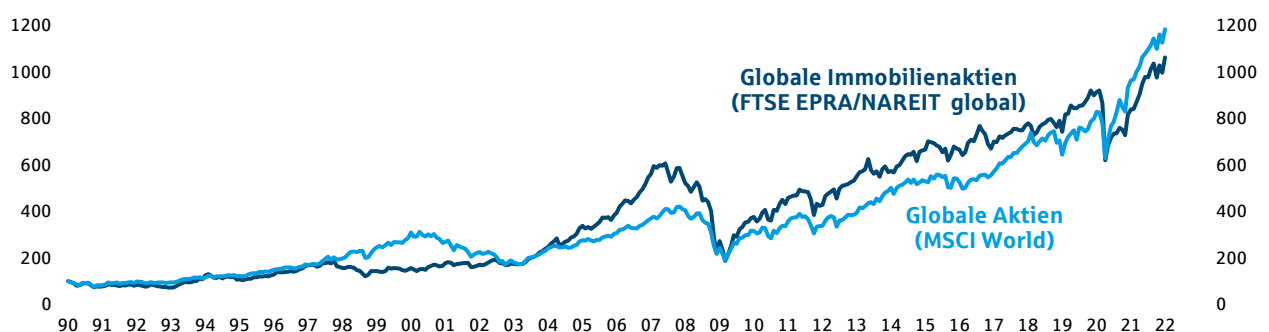
Innerhalb der Assetklasse Immobilien gibt es ganz unterschiedliche Anlageformen.

Grundsätzlich lassen sich direkte und indirekte Immobilienanlagen unterscheiden, wobei offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktien die wichtigsten Formen der indirekten Immobilienanlage darstellen. Börsennotierte Immobilienaktien bzw. -

fonds sind die liquideste Form der Immobilienanlage, da sie sich jederzeit zum Marktwert verkaufen lassen. Dabei handelt es sich um Aktiengesellschaften, die in ein Immobilienportfolio investieren oder in der Immobilienentwicklung tätig sind. Die Mindestanlage besteht im Kurswert der einzelnen Aktie.

Aktien und Immobilienaktien: Nicht immer Gleichlauf

Globale Aktienindizes in US-Dollar, Gesamtertrag, 1990 = 100



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

¹ Bei dieser Publikation handelt es sich um die Aktualisierung eines Helaba Immobilienreports vom Dezember 2017

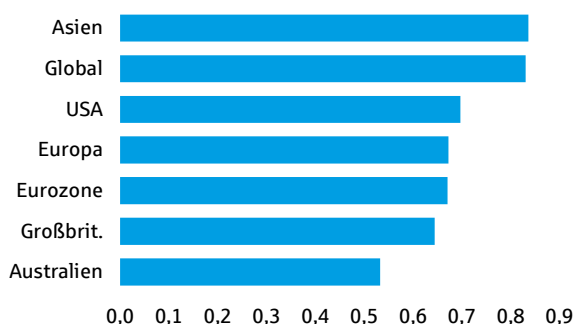
Die Kursentwicklung von Immobilienaktien unterliegt neben den Immobilienmärkten auch den allgemeinen Bestimmungsfaktoren des Aktienmarktes und weist wie diese eine hohe Volatilität auf. In der langfristigen Betrachtung gibt es Marktphasen, in denen Immobilienaktien recht eng dem Aktiengesamtmarkt folgen, aber auch solche mit abweichender Entwicklung.

Eigenschaften von Immobilienaktien

Die Frage, ob es sich bei Immobilienaktien mehr um Aktien oder um eine Immobilienanlage handelt, ist oft gestellt worden. Tatsächlich handelt es sich um eine Mischform zwischen Immobilien und Aktien. So können Immobilienaktien als eigenständige indirekte Immobilienanlage z.B. neben offenen und geschlossenen Immobilienfonds angesehen werden. Eine Einstufung lediglich als einer von vielen anderen Sektoren des Aktienmarktes wird dem Charakter von Immobilienaktien nicht gerecht.

Regional unterschiedliche Korrelation mit Aktien

Korrelationskoeffizient* 2000 - 2021



*auf Basis von Performance Indizes: FTSE EPRA/NAREIT Immobilienaktienindizes mit jeweiligen MSCI Aktienindizes

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Erwartungsgemäß weisen Immobilienaktien einen relativ hohen Gleichlauf mit den Aktienmärkten insgesamt auf. Ein Vergleich der Immobilienaktienindizes von FTSE EPRA/NAREIT für die wichtigsten Regionen mit den jeweiligen Leitindizes zeigt einen relativ hohen positiven Zusammenhang. Dabei liegen die auf Basis von Monatswerten berechneten Korrelationskoeffizienten für den Zeitraum 2000 bis 2021 zwischen 0,5 und mehr als 0,8. In diesem Zeitraum war die Korrelation in Asien vergleichsweise hoch, in den USA und in den europäischen Märkten spürbar niedriger. Dies eröffnet ein gewisses Diversifikationspotential von Immobilienaktien gegenüber Aktien.

Allerdings täuschen die Korrelationen über einen längeren Zeitraum darüber hinweg, dass der Zusammen-

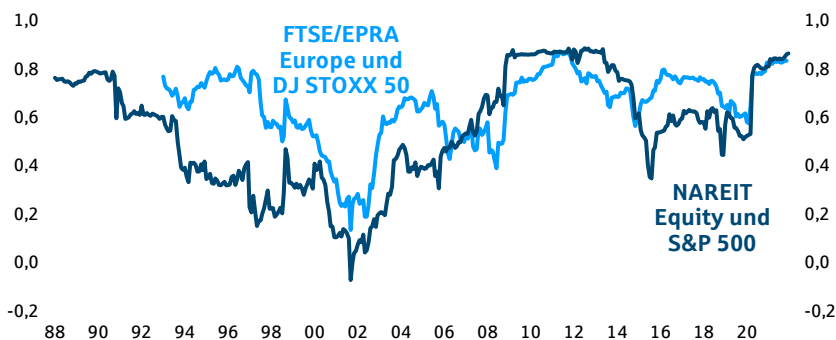
hang zwischen Aktien und Immobilienaktien im Zeitablauf nicht stabil ist. So wies der REIT-Index in den USA Ende der 80er Jahre eine hohe Korrelation mit dem Leitindex S&P 500 auf. In den 90er Jahren haben sich dann beide Segmente zunehmend unabhängig voneinander entwickelt, bis die Korrelation nach der Finanzkrise für mehrere Jahre wieder deutlich zugenommen hat. Ab etwa 2014 war der Gleichlauf wieder deutlich geringer und stieg dann mit Beginn der Coronakrise sprunghaft. Ein ähnliches Bild zeigt der Vergleich des europäischen Immobilienaktienindex mit dem STOXX 50, für den entsprechende Werte seit den frühen 90er Jahren vorliegen.

Die Immobilienaktienindizes für unterschiedliche Länder und Regionen weisen erwartungsgemäß untereinander positive

Korrelationen auf. Diese fallen allerdings nicht sehr hoch aus, was für weltweit abweichende Immobilienzyklen spricht. Auf Basis der Immobilienaktienindizes von FTSE EPRA/NAREIT lagen die Korrelationen zwischen den wichtigsten Ländern und Regionen im Zeitraum von 2000 bis 2021 ebenfalls im Bereich von 0,6 und 0,8 (vgl. Tabelle S. 3). Dieser Gleichlauf weist auf ein Diversifikationspotenzial hin, das spürbar über das am Aktienmarkt insgesamt hinausgeht. Denn die Korrelationen lagen dort – gemessen an den entsprechenden Aktienindizes von MSCI – im

Korrelation mit Aktien nicht stabil

Korrelationskoeffizient, 36 Monate rollierend



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Vergleichszeitraum um durchschnittlich fast 0,2 Punkte höher. Dies lässt darauf schließen, dass die weltwirtschaftliche Verflechtung in vielen Branchen stärker ist als in der Immobilienwirtschaft bzw. diese noch immer stärker regional geprägt ist

Regionale Diversifikation mit Immobilienaktien...

Korrelationsmatrix* für Immobilienaktien in US-Dollar, 2000-2021

	Asien	Austr.	Eurozone	Großbrit.	USA
Asien	1,00	0,81	0,71	0,64	0,64
Australien		1,00	0,71	0,64	0,67
Eurozone			1,00	0,64	0,70
Großbrit.				1,00	0,67
USA					1,00

*auf Basis der Performance-Immobilienaktienindizes von FTSE EPRA/NAREIT
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

... besser möglich als am Aktienmarkt insgesamt

Korrelationsmatrix für MSCI Aktienindizes in US-Dollar, 2000-2021

	Asien	Austr.	Eurozone	Großbrit.	USA
Asien	1,00	0,84	0,93	0,92	0,97
Australien		1,00	0,79	0,82	0,77
Eurozone			1,00	0,82	0,77
Großbrit.				1,00	0,85
USA					1,00

Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Kein nennenswerter Gleichlauf besteht erwartungsgemäß zwischen Immobilienaktien und Staatsanleihen. So weisen die Immobilienaktienindizes je nach Region und Zeitraum teilweise leicht negative, teilweise leicht positive Korrelationen auf. Wie schon gegenüber dem Aktienmarkt sind auch hier die Abhängigkeiten im Zeitablauf nicht stabil. Für den Zeitraum vom Jahr 2000 bis 2021 betrug die Korrelation in Europa +0,16 (also so gut wie kein Gleichlauf) bzw. für die USA -0,36 (leicht entgegengesetzte Entwicklung).

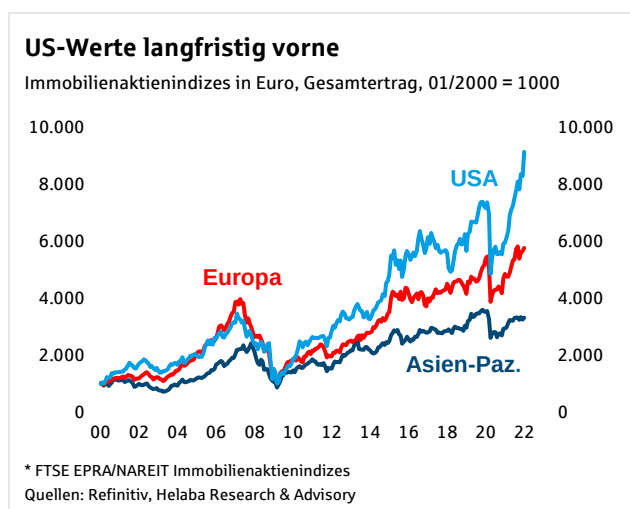
Der Performancevergleich von Immobilienaktien mit Immobilienanlagen, die nicht an der Börse gehandelt werden, ist schwierig. Daten zur Wertentwicklung von direkt gehaltenen Immobilienanlagen vieler Länder liegen nur für recht kurze Zeiträume und meist als Jahreswerte vor. Für Analysezwecke bieten sich die USA an. Hier sind für einen längeren Zeitraum sowohl Immobilienaktienindizes als auch Zeitreihen zur Gesamtrendite von Direktanlagen (NCREIF Property Index) verfügbar – letztere als Quartalswerte. Auf Basis dieser Daten kommt man zu einem recht überraschenden Ergebnis: Beide Zeitreihen sind seit dem Jahr 2000 mit 0,29 schwach positiv korreliert, seit Beginn des NCREIF-Index 1978 ist die Korrelation noch niedriger (0,20).

Gründe für diesen schwachen Gleichlauf zwischen beiden Immobilienanlagen lassen sich mehrere finden. Zum einen dürfte dies daran liegen, dass Immobilienaktien nicht nur den Einflussfaktoren des zugrundeliegenden Immobilienmarktes, sondern auch den allgemeinen Determinanten des Aktienmarktes unterliegen. Untersuchungen zeigen, dass eine Bereinigung um aktienmarktspezifische Einflüsse zu einem stärker positiven Zusammenhang führen. So reagieren die Kurse von Immobilienaktien unverzüglich auf neue Informationen und veränderte Erwartungen an den Finanzmärkten, während sich diese bestenfalls verzögert in den (Gutachter-)Bewertungen der direkt gehaltenen Immobilien niederschlagen. Auch führt die nur in größeren Zeiträumen – meist einmal jährlich – durchgeführte Sachverständigenbewertung zu einer Glättung der Wertschwankungen und damit zu einer viel niedrigeren Volatilität als bei den kontinuierlich an der Börse gehandelten liquiden Immobilienwerten. Beide Kategorien von Immobilienanlagen können verschiedene Segmente des Immobilienmarktes abdecken – sowohl geographisch, sektoral als auch hinsichtlich der Risikoneigung. Schließlich wird der NCREIF-Index für die Performance direkt gehaltener Immobilien im Gegensatz zum Immobilienaktienindex um den Fremdkapitaleinsatz bereinigt.

Gemäß ihrem besonderen Charakter wird bei der Bewertung von Immobilienaktien neben üblichen Kennzahlen wie Kurs-Gewinn-Verhältnis oder Kurs-Buchwert-Verhältnis vor allem auf den Marktwert der vom Unternehmen gehaltenen Immobilienobjekte abgestellt. Der Wert der Immobilien zuzüglich weiterer Vermögensgegenstände und abzüglich der Nettoschulden des Unternehmens führt zum „Net Asset Value“ (NAV), der ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung der Aktie gesetzt wird. Ein Abschlag bzw. Discount auf den NAV deutet auf eine günstige Bewertung, während ein Aufschlag bzw. Premium tendenziell für eine hohe Bewertung spricht. Dabei können Abweichungen zwischen Marktkapitalisierung und NAV auch durch Erwartungen über die künftige Entwicklung der Im-

mobilienwerte oder des ganzen Unternehmens (z.B. Management) begründet sein. Daneben werden bei Immobilienaktien häufig die am Ertrag orientierten „Funds from Operations“ (FFO) herangezogen. Auch die Dividendenrendite kann vor allem bei Immobilienunternehmen, die einen Großteil ihrer Erträge aus Mieteinnahmen generieren und diese in Form von Dividenden an die Aktionäre weitergeben, eine größere Rolle spielen.

Je nach Geschäftsmodell können Aktien von Immobilienunternehmen unterschiedliche Risikoprofile aufweisen. So dürften Bestandshalter, deren Investitionsschwerpunkt auf qualitativ hochwertigen Immobilien in besten Lagen und mit hohem Vermietungsstand liegt, mit relativ niedrigen Risiken verbunden sein. Die Mehrzahl der sog. REITs (Real Estate Investment Trusts) zählt zu dieser Kategorie. Diese haben sich ausgehend von den USA auch in weiteren Ländern zur bevorzugten Form der Immobilienaktie entwickelt – dies gilt allerdings nicht für Deutschland, wo sie seit der Einführung 2007 ein Nischendasein führen.



REITs müssen bestimmte Bedingungen erfüllen, um steuerlich begünstigt zu werden. Zwar unterscheiden sich die jeweiligen nationalen Regelungen, wesentliche Voraussetzungen sind aber ein überwiegender Anteil der Erträge aus Immobiliengeschäft sowie die Ausschüttung eines hohen Anteils der Gewinne als Dividende. Eine Ertragsbesteuerung findet dann nicht auf Unternehmensebene, sondern nur bei den Anlegern über die Dividende statt. Mit höheren Risiken sind in der Regel Immobilienaktien verbunden, deren Schwerpunkt auf weniger attraktiven bis sanierungsbedürftigen Objekten oder auf Projektentwicklungen liegt. Riskanter sind auch ein hoher Fremdkapitalanteil oder Investitionen in Immobilienmärkte mit geringerer Transparenz wie in Schwellenländern. Hier steht weniger die Dividendenrendite als das Kurssteigerungspotential der Aktie im Fokus des Anlegers.

Performance von Immobilienaktien

Wie der gesamte Aktienmarkt haben auch Immobilienaktien in den letzten 20 Jahren zwei große Korrekturen erlebt: Während der Finanzkrise 2009 und zuletzt in der Corona-Krise 2020. Nach Regionen liegt seit den Tiefständen im Jahr 2009 der Immobilienaktienindex in Euro-Rechnung für die USA deutlich vorn, gefolgt von den europäischen Immobilienwerten. Im globalen Vergleich haben sich in diesem Zeitraum die Aktienkurse der Immobilienunternehmen aus dem Raum Asien-Pazifik am schwächsten entwickelt. Hier finden sich vor allem Aktien aus den entwickelten Immobilienmärkten Japan, Hong Kong, Singapur und Australien.

In der Rendite-Risiko-Betrachtung unterscheiden sich Immobilienaktien in den wichtigsten Märkten und Regionen vom jeweiligen Aktienmarkt insgesamt. Im Zeitraum 2000 bis 2020 wiesen sie generell eine höhere durchschnittliche Jahresperformance auf als der entsprechende Leitindex. Gemessen an den Wertschwankungen waren allerdings Immobilienaktien in diesem Zeitraum – mit Ausnahme der Eurotitel – mit einem höheren Risiko verbunden.

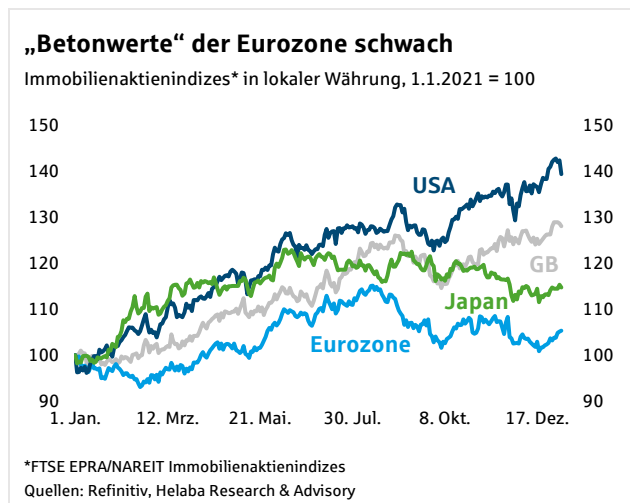
Rendite-Risiko-Profil von Immobilienaktien

Rendite* und Volatilität 2000-2020, % p.a.



*Total Return in jeweiliger Währung, globale und asiatische Indizes in US-Dollar
Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Global betrachtet konnten Immobilienaktien im zurückliegenden Jahr mit der positiven Performance des gesamten Aktienmarktes mithalten. Während der MSCI World um rund 22 % zulegte, erzielte der globale Immobilienaktienindex ein Plus von etwa 27 % (jeweils in US-Dollar). In Euro-Rechnung schnitten Immobilienaktien weltweit mit einer Performance von rund 37 % noch besser ab.

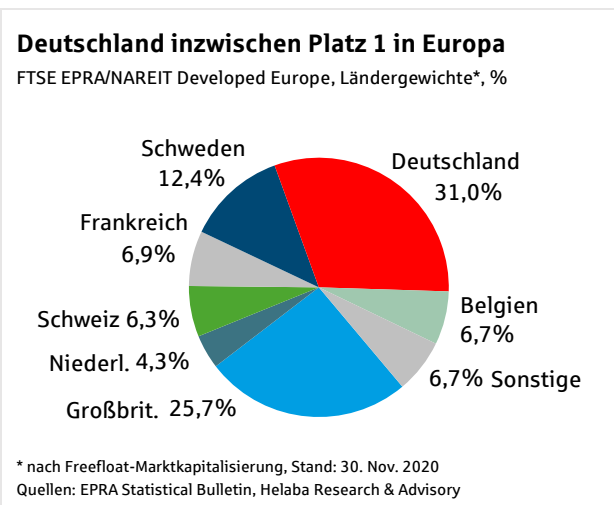


Der regionale Vergleich zeigt allerdings erhebliche Unterschiede. Klammert man Währungseffekte aus und betrachtet jeweils die Performance in lokaler Währung, so haben sich die „Betonwerte“ in der Eurozone schwach entwickelt. Sie lagen gegen Ende des Jahres lediglich knapp 4 % über dem Niveau zu Jahresbeginn. Sehr positiv entwickelten sich dagegen Immobilienwerte in den USA (+43 %) und in Großbritannien (+29 %).

Immobilienaktien in Deutschland

Deutschland als größte Volkswirtschaft Europas war hinsichtlich der Marktkapitalisierung am Immobilienaktienmarkt lange Zeit unterrepräsentiert. So lag das Gewicht deutscher Immobilienaktien nach Freefloat-Marktkapitalisierung am europäischen Immobilienaktienindex von FTSE EPRA/NAREIT Anfang 2010 erst bei 3,5 %. Bis Ende 2020 ist das Gewicht auf über 30 % gestiegen, so dass Deutschland inzwischen vor den lange dominierenden britischen Werten an erster Stelle steht. Hinter Großbritannien (rd. 26 %) folgen Schweden, Frankreich und die Schweiz.

Die Einführung von REITs in Deutschland Anfang 2007 hat die damit verbundenen großen Erwartungen nicht erfüllt. So besteht der REIT-Index der Deutschen Börse aktuell nur aus fünf Werten. Damit führt dieses international bewährte Anlagevehikel in Deutschland immer noch ein Schattendasein. Als Hindernis für die Verbreitung von REITs gelten der Ausschluss von Bestandswohnimmobilien sowie restriktive Streu- und Höchstbesitzklauseln. Dass die Bedeutung der Immobilienaktie auch ohne umfangreiche Nutzung der REIT-Struktur seit Jahren stark zunimmt, ist in erster Linie auf eine Reihe von Börsengängen und Fusionen großer Immobiliengesellschaften zurückzuführen. Dazu zählen insbesondere einige große Wohnungsbestandshalter.

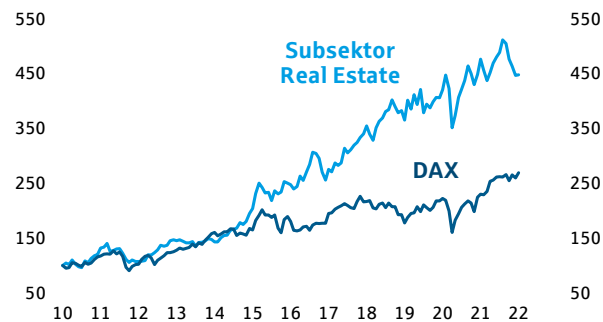


In den Auswahlindizes der Deutschen Börse findet sich mittlerweile eine Reihe von Immobilienunternehmen. Seit September 2015 gibt es mit Vonovia einen ersten Immobilienwert im deutschen Leitindex DAX, im Juni 2020 folgte die Deutsche Wohnen, die allerdings im Zuge einer Übernahme durch Vonovia den DAX bereits Ende Oktober 2021 wieder verlassen musste. Unter den 50 Unternehmen des MDAX für mittelgroße Titel finden sich neben der neu aufgenommenen Deutsche Wohnen fünf weitere „Betonwerte“ (nach Rangfolge der Marktkapitalisierung: LEG Immobilien, Aroundtown, TAG Immobilien, alstria Office REIT sowie Grand City Property). Der SDAX für die kleineren Unternehmen zählt aktuell fünf Immobilienunternehmen als Indexmitglieder².

² Deutsche Euroshop, DIC Asset, Hamborner REIT, Instone Real Estate Group und Patrizia.

Deutsche Betonwerte langfristig Outperformer...

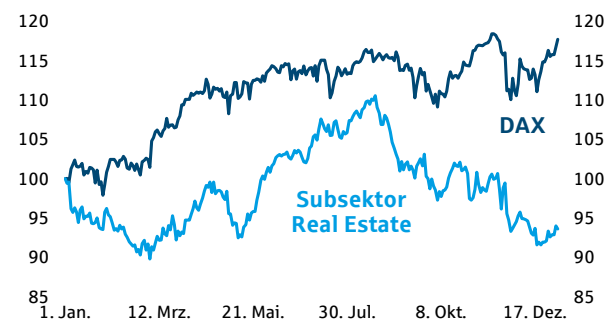
Aktienindizes Deutsche Börse, 01/2010 = 100



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

... aber 2021 enttäuschend

Aktienindizes Deutsche Börse, 1.1.2021 = 100



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Insgesamt enttäuschte die Performance der deutschen Betonwerte im letzten Jahr. Insbesondere die beiden großen Wohnungsunternehmen tendierten zur Schwäche und drückten damit den Branchenindex. Im Gesamtjahr wurde ein Rückgang um rund 7 % verzeichnet, während der Leitindex DAX um fast 16 % zulegen konnte. Damit wurde die langjährige Outperformance der deutschen Betonwerte gegenüber dem Leitindex unterbrochen. Die zuletzt unterdurchschnittliche Entwicklung könnte allerdings für das neue Jahr Kurspotenzial eröffnen. Risiken für diese tendenziell zinssensiblen Titel bestehen dabei vor allem in einer anhaltend hohen Inflation, die die Notenbank zu einer schnelleren Zinswende veranlassen könnte.

Immobilienaktien im Portfolio

Immobilienaktien erweitern für Anleger die Investitionsmöglichkeiten am Immobilienmarkt z.B. über offene Immobilienfonds und Beteiligungen (geschlossene Immobilienfonds) hinaus. Mit Immobilienaktien lässt sich langfristig eine höhere Rendite erzielen als mit offenen Immobilienfonds. Dies geht allerdings mit einer erheblich höheren Schwankungsanfälligkeit einher. Somit weisen Immobilienaktien und offene Immobilienfonds ein sehr unterschiedliches Rendite-Risiko-Profil auf. Während offene Immobilienfonds eine bevorzugte Immobilienkategorie für sicherheitsorientierte Investoren sind, können Immobilienaktien für Anleger mit höherer Risikopräferenz eine geeignete Beimischung im Portfolio sein. Immobilienaktien weisen unter allen Immobilienanlagen die höchste Liquidität auf. Ein ausreichendes Handelsvolumen und hinreichender Streubesitz vorausgesetzt, können sie jederzeit an der Börse zum Kurswert gekauft oder verkauft werden. Über Immobilienaktien, vor allem aber über breit gestreute, aktiv gemanagte Immobilienaktienfonds oder passive Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETF) kann auch bei kleineren Anlagesummen eine hohe Diversifikation über unterschiedliche Regionen, Standorte und Segmente des Immobilienmarktes erreicht werden.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Marion Dezenter

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 0 69/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.