

Frank Rackensperger

**Investitionsanalyse börsennotierter
Immobilienanlagevehikel - Quantifizierung
der Renditeeinflussfaktoren**

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
International University Schloß Reichartshausen

Diplomarbeit

zur Erlangung des akademischen Grades
Diplom-Kaufmann

**Investitionsanalyse börsennotierter
Immobilienanlagevehikel – Quantifizierung der
Renditeeinflussfaktoren**

Name: Frank Rackensperger

Abgabedatum: Freitag, den 25. Februar 2005

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2	Gang der Untersuchung.....	2
2	Grundlagen zu börsennotierten Immobilienanlagevehikeln	3
2.1	Definitive Abgrenzung börsennotierter Immobilienanlagevehikel.....	3
2.2	Börsennotierte Real Estate Investment Trusts (REITs) aus den USA.....	4
2.2.1	Grundlegende Merkmale von US-amerikanischen REITs.....	4
2.2.2	Unterschiedliche Anlagestrategien von US-REITs.....	6
2.3	Börsennotierte britische Property Companies.....	7
2.3.1	Die grundlegenden Merkmale der britischen Property Companies.....	7
2.3.2	Unterschiedliche Geschäftsstrategien der Property Companies.....	8
2.4	Die niederländischen Fiscale Beleggingsinstelling.....	8
2.4.1	Grundlegende Merkmale der Fiscale Beleggingsinstelling.....	8
2.4.2	Geschäftsstrategien der niederländischen Fiscale Beleggingsinstelling.....	9
2.5	Die französischen Sociétés d'investissements immobiliers cotées.....	10
2.5.1	Grundlegende Merkmale der Sociétés d'investissements immobiliers cotées.....	10
2.5.2	Geschäftsstrategien der Sociétés d'investissements immobiliers cotées.....	11

3	Theoretische Betrachtung der Renditeeinflussfaktoren börsennotierter Immobilienanlagevehikel	11
3.1	Die Betrachtung börsennotierter Immobilienanlagevehikel in der empirischen Forschung.....	11
3.2	Empirische Studien zum Erklärungsgehalt potentieller Renditeeinflussfaktoren.....	12
3.2.1	Direkte Immobilieninvestitionen.....	12
3.2.2	Aktien- und Anleihemärkte.....	13
3.2.3	Dividendenrendite der Aktienindices.....	14
3.2.4	Tatsächliche, erwartete und unerwartete Inflation.....	15
3.2.5	Zinsraten kurz- und langfristiger Staatsanleihen.....	17
3.2.6	Die Zinsstruktur.....	18
3.2.7	Weitere Indikatoren der Gesamtwirtschaft.....	19
4	Empirische Analyse der Renditeeinflussfaktoren börsennotierter Immobilienanlagevehikel	20
4.1	Statistische Grundlagen im Rahmen der Ermittlung von Renditeeinflussfaktoren.....	20
4.1.1	Grundlegende statistische Kennzahlen.....	20
4.1.2	Grundlegende Analysemethoden zur Überprüfung von Zeitreihen.....	22
4.1.3	Das Einfaktorenmodell zur Bestimmung des Erklärungsgehalts einzelner Renditeeinflussfaktoren.....	24
4.1.4	Das Mehrfaktorenmodell zur Prüfung des Erklärungsgehalts mehrerer Variablen.....	27
4.1.5	Die Faktorenanalyse zur Ermittlung der Renditeeinflussfaktoren.....	29
4.2	Statistische Vorgehensweise.....	30
4.2.1	Auswahl der Beobachtungswerte.....	30
4.2.2	Statistische Aufbereitung der Zeitreihen.....	33
4.2.3	Ablauf der statistischen Analysemethoden.....	34

III

4.3	Resultate der statistischen Untersuchungen.....	35
4.3.1	Ergebnisse der Schätzungen von Einfaktorenmodellen.....	35
4.3.1.1	Ergebnisse zu Immobilien-, Aktien- und Anleiherenditen.....	35
4.3.1.2	Resultate zur Dividendenrendite.....	37
4.3.1.3	Resultate zu Inflationsraten.....	38
4.3.1.4	Ergebnisse zu Zinsraten sowie zur Zinsspanne.....	39
4.3.1.5	Resultate zu den weiteren Indikatoren einer Gesamtwirtschaft.....	40
4.3.2	Ergebnisse der Faktorenanalyse.....	41
4.3.3	Ergebnisse der Berechnung von Mehrfaktorenmodellen.....	42
5	Schlussbetrachtung.....	45
	Literaturverzeichnis.....	47
	Anhang.....	61
	Anhang 1 – Marktkapitalisierung und Anzahl der Immobiliengesellschaften für Europa, Großbritannien und die USA (in US\$).....	61
	Anhang 2 – Die vier Quadranten der Immobilienwirtschaft.....	63
	Anhang 3 – Kombinationsmöglichkeiten der Tätigkeitsfelder von BIAs.....	64
	Anhang 4 – Charakteristiken der Tätigkeitsfelder von BIAs.....	65
	Anhang 5 – Gegenüberstellung der länderspezifischen BIAs.....	66
	Anhang 6 – Beispielportfolio zu US-amerikanischen Equity-REITs.....	68
	Anhang 7 – Länderverteilung des EPRA Europe.....	72
	Anhang 8 – Beispielportfolio zu europäischen BIAs.....	73
	Anhang 9 – Interpretation des Bravais-Pearsonschen-Korrelations- koeffizienten.....	76
	Anhang 10 – Herleitung des Bestimmtheitsmaßes.....	77
	Anhang 11 – Der Augmented-Dickey-Fuller-Test.....	78
	Anhang 12 – Der Box-Ljung-Test.....	79

Anhang 13 – Das ARIMA-Modell.....	80
Anhang 14 – Die nicht-lineare Regressionsfunktion.....	82
Anhang 15 – Die Annahmen des linearen Regressionsmodells.....	83
Anhang 16 – Der Test auf Homoskedastizität.....	84
Anhang 17 – Der Durbin-Watson-Test.....	85
Anhang 18 – Die Identifizierung und Behandlung von Multikollinearität.....	86
Anhang 19 – Die schrittweise Regressionsanalyse.....	87
Anhang 20 – Die Methodik der Faktorenanalyse.....	88
Anhang 21 – Das Kaiser-Meyer-Olkin-Kriterium.....	89
Anhang 22 – Die Faktorrotation.....	90
Anhang 23 – Ergebnisse der Einfaktorenmodelle.....	91
Anhang 23a: Ergebnisse zu den USA.....	91
Anhang 23b: Ergebnisse zu Großbritannien.....	104
Anhang 23c: Ergebnisse zu Europa.....	118
Anhang 24 – Ergebnisse der Kreuzkorrelationen.....	130
Anhang 24a: Ergebnisse zu den USA.....	130
Anhang 24b: Ergebnisse zu Großbritannien.....	130
Anhang 24c: Ergebnisse zu Europa.....	138
Anhang 25 – Ergebnisse der Faktorenanalyse.....	144
Anhang 25a: Ergebnisse zu den USA.....	144
Anhang 25b: Ergebnisse zu Großbritannien.....	150
Anhang 25c: Ergebnisse zu Europa.....	153
Anhang 26 – Ergebnisse der Mehrfaktorenmodelle.....	156
Anhang 26a: Ergebnisse zu den USA.....	156
Anhang 26b: Ergebnisse zu Großbritannien.....	160
Anhang 26c: Ergebnisse zu Europa.....	164
Anhang 27 – Interview mit Mark Vickery (Global Henderson).....	168

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BIAs	Börsennotierte Immobilienanlagevehikel
bzw.	beziehungsweise
EFM	Einfaktorenmodell
EPRA	European Public Real Estate Association
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
EU	Europäische Union
et al.	et alii
f.	folgende
FBI	Fiscale Beleggingsinstelling
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IPD	Investment Property Databank Ltd.
KPI	Konsumentenpreisindex
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MBS	Mortgage Backed Securities
MFM	Mehrfaktorenmodell

MSCI	Morgan Stanley Capital International Inc.
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
OECD	Organisation for Economic Co-Operation and Development
PICs	Property Investment/Development Companies
PTCs	Property Trading/Development Companies
REITs	Real Estate Investment Trusts
SIICs	Sociétés d'investissements immobiliers cotées
z. B.	zum Beispiel

Symbolverzeichnis

A^*	Faktorladungsmatrix
a_1, \dots, a_n	Koeffizienten zur Bestimmung der Faktorwerte
b_0	Konstante einer Regressionsgleichung
b_1, \dots, b_n	Koeffizienten einer Regressionsgleichung
b_w	Unbekannter, wahrer Regressionskoeffizient
CF_t	Regelmäßige Einkünfte zum Zeitpunkt t
dw	Durbin-Watson-Koeffizient
e	Residualgröße einer Regressionsgleichung
F_{emp}	Empirische F-Statistik
F_{tab}	Theoretische F-Statistik
i_e	Erwartete Inflationsrate
i_r	Tatsächliche Inflationsrate
i_{ue}	Unerwartete Inflationsrate
J	Zahl der erklärenden Variablen
K	Zahl der Beobachtungswerte
$K-J-1$	Zahl der Freiheitsgrade

VIII

KPI_t	Konsumentenpreisindex zum Zeitpunkt t
LN	Logarithmus Naturalis
$MQ(m)$	Modifizierter Box-Ljung-Test-Wert
P_t	Preis zum Zeitpunkt t
r_t	Reale Verzinsung kurzfristiger Staatsanleihen
\hat{r}_t	Reale Verzinsung kurzfristiger Staatsanleihen bereinigt per ARI-MA (0,1,1)-Modell
R_{xy}	Bravais-Pearsonscher-Korrelationskoeffizient
R^2	Einfaches Bestimmtheitsmaß
R^2_{korr}	Korrigiertes Bestimmtheitsmaß
R^2_j	Bestimmtheitsmaß der Regression der unabhängigen Variablen auf die übrigen unabhängigen Variablen der Regressionsfunktion
s_b	Standardfehler des Regressionskoeffizienten
STY	Nominale Verzinsung kurzfristiger Staatsanleihen
t_{emp}	Empirischer t-Wert
t_{tab}	Theoretischer t-Wert
T	Rotationsmatrix

VIF_j	Varianz-Inflations-Faktor
X	Unabhängige Variable einer Regressionsgleichung
x_i	Beobachtungswert
\bar{x}	Mittelwert des Beobachtungswertes x_i
x_{kj}	Beobachtungswert der Variablen j für das Objekt k
Y	Abhängige Variable einer Regressionsgleichung
\hat{y}_i	Schätzwert der Regressionsfunktion für y_i
z_{kj}	Standardisierter Beobachtungswert der Variablen j für das Objekt k
β	Standardisierter Regressionskoeffizient
σ_{x_j}	Standardabweichung der j -ten, unabhängigen Variablen
σ_Y	Standardabweichung der abhängigen Variablen
δ	Zu schätzender Regressionskoeffizient des Augmented-Dickey-Fuller-Test
δ_j	Zu schätzender Regressionskoeffizient der verzögerten Differenzen der Ordnung $j = 1, 2, \dots, k$
ΔX_{t-j}	Verzögerte Differenz der X_t -Werte der Ordnung $j = 1, 2, \dots, k$
ρ	Autokorrelationskoeffizient

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

In den vergangenen Jahren haben börsennotierte Immobilienanlagevehikel (BIAs) international ein verstärktes Interesse privater sowie institutioneller Investoren erfahren.¹ Demgegenüber erkennen immer mehr Unternehmen die Verbriefung von Immobilienbeständen in Form von börsennotierten Immobilienanlagevehikeln als attraktive Finanzierungsform an.² Im Einklang damit ist einerseits ihre Anzahl und Marktkapitalisierung in den USA sowie in Europa enorm angestiegen.³ Andererseits hat sich eine Vielzahl von Untersuchungen insbesondere für US-amerikanische BIAs damit beschäftigt, die Renditeeigenschaften dieser Anlagemöglichkeit zu analysieren, um ebenfalls die Eignung dieser Vehikel für ein Portfolio bestehend aus verschiedenen Anlageklassen zu testen.⁴ Speziell wurde untersucht, welche Einflussfaktoren auf die Renditen börsennotierter Immobilienanlagevehikel wirken.⁵ Allerdings zeigt sich, dass die jeweiligen nationalen Märkte für BIAs grundsätzlich nicht nur sehr unterschiedlich aufgebaut sind, sondern auch unterschiedlich lange existieren.⁶ Daher ist es unwahrscheinlich, dass die Renditeeinflussfaktoren, welche für US-amerikanische BIAs identifiziert worden sind, im gleichen Ausmaß auch auf europäische BIAs wirken. Ein empirischer Beleg ist nicht vorhanden, da nur wenige Untersuchungen zu Renditeeinflussfaktoren europäischer BIAs durchgeführt wurden. So sind im Unterschied zur USA keine generellen Aussagen zum Erklärungsgehalt einzelner Faktoren auf BIAs-Renditen möglich.

Unter Berücksichtigung dieser Problematik setzt sich die vorliegende Arbeit zum Ziel, Renditeeinflussfaktoren US-amerikanischer sowie europäischer BIAs zu identifizieren. Dazu werden zunächst qualitative Merkmale börsennotierter Immobilienanlagevehikel aufgeführt, um anschließend Ergebnisse vergangener Studien, welche sich mit Einflussfaktoren von BIAs-Renditen befasst haben, zu diskutieren. Basierend darauf werden Hypothesen zum Einflussgehalt verschiedener Renditeeinflussfaktoren aufgestellt. Nach dieser theoretischen Identifizierung der Renditeeinflussfaktoren werden mehrere statistische Verfahren benutzt, um für die Regionen USA, Großbritannien und Europa den Einflussgehalt mehrerer Variablen auf BIAs-Renditen empirisch zu belegen.

¹ Vgl. BREUER (2003), S. 62; JENSEN/ LOIPFINGER (1999), S. 118; KOGGE (2000), S. 112; WANG et al. (1995), S. 88f.

² Vgl. REHKUGLER (2003a), S. 3; BONAUER (2003), S. 1.

³ Vgl. EICHHOLTZ (1997), S. 70; Anhang 1.

⁴ Vgl. EWING/ PAYNE (2005), S. 293; CLAYTON/ MACKINNON (2001), S. 44.

⁵ Vgl. EWING/ PAYNE (2005), S. 293.

⁶ Vgl. o. V. (2002), S. 30; YULICO (2004), S. 12.

1.2 Gang der Untersuchung

Die Quantifizierung der Renditeeinflussfaktoren börsennotierter Immobilienanlagevehikel soll in mehreren Schritten erfolgen. Zunächst werden in Gliederungspunkt zwei grundlegende Eigenschaften börsennotierter Immobilienanlagevehikel beschrieben. Somit werden diese in Punkt 2.1 definiert und von weiteren Möglichkeiten der Immobilieninvestition abgegrenzt. Zusätzlich verdeutlicht eine länderspezifische Betrachtung (Punkte 2.2 und 2.3) für speziell in dieser Studie relevante geografische Betrachtungsräume die Gemeinsamkeiten sowie Unterschiede börsennotierter Immobilienanlagevehikel. Im folgenden Kapitel werden Ergebnisse vergangener Studien zu Renditeeinflussfaktoren börsennotierter Immobilienanlagevehikel aufgegriffen. Punkt 3.2 betrachtet dazu solche Faktoren, denen bereits ein Einfluss auf BIAs-Renditen nachgewiesen wurde, um unmittelbar danach theoretische Erwartungen an die Ergebnisse dieser Untersuchung zu formulieren. Im Anschluss daran beschreibt Kapitel vier die statistischen Berechnungen zu den betrachteten Renditeeinflussfaktoren. Dazu werden in Gliederungspunkt 4.1 grundlegende Informationen zu den verwendeten Kennzahlen und Berechnungsmethoden vermittelt. Dies ist von besonderer Bedeutung, da Untersuchungsergebnisse von der Wahl der statistischen Analysemethode und der zugrundeliegende Stichprobe beeinflusst werden. Bezüglich Letzterem wird unter Gliederungspunkt 4.2 erstens die ausgewählte Datenmenge beschrieben (Punkt 4.2.1). Zweitens spezifiziert Punkt 4.2.2 die gewählte Methodik zur statistischen Aufbereitung der Daten und drittens wird der Untersuchungsablauf zu denjenigen Analysemethoden beschrieben, welche die bereinigten Daten zur Ergebnisermittlung verwenden (Gliederungspunkt 4.2.3). Darauf folgend gibt Gliederungspunkt 4.3 die Ergebnisse der statistischen Untersuchung wieder. In Punkt 4.3.1 werden die Resultate der Berechnung von Renditeeinflussfaktoren beschrieben, um deren individuellen Einflussgehalt aufzuzeigen. Darüber hinaus wird in Gliederungspunkt 4.3.2 erläutert, ob sich BIAs-Renditen durch künstlich gebildete Faktoren erklären lassen. Diese Faktoren werden mit den Variablen aus Punkt 4.3.1 in einem Multifaktorenmodell kombiniert, um im unmittelbaren Vergleich für BIAs-Renditen relevante Einflussfaktoren zu identifizieren (4.3.2). Gliederungspunkt fünf beendet die Untersuchung mit einer abschließenden Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse in Verbindung mit einem kurzen Ausblick.

2 *Grundlagen zu börsennotierten Immobilienanlagevehikeln*

2.1 *Definitorische Abgrenzung börsennotierter Immobilienanlagevehikel*

Zur definitorischen Abgrenzung börsennotierter Immobilienanlagevehikel kann man Investitionen in Immobilien zunächst nach börsennotierten und nicht-börsennotierten Kapitalanlagen unterscheiden (siehe Anhang 2). Dazu grenzt der Titel der Arbeit die Betrachtung auf börsennotierte Immobilienanlagen ein. Abgesehen davon unterscheidet Anhang 2 nach Eigenkapital- und Fremdkapitalinvestitionen. Zu Eigenkapitalinvestitionen zählen Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts, während Fremdkapitalinvestitionen mittels Hypothekenpfandbriefen und den so genannten Mortgage Backed Securities (MBS) getätigt werden. Der Hypothekenpfandbrief zeigt als Folge einer starken Reglementierung ein Risiko-Renditeprofil auf, welches offenbar keinen Zusammenhang zum Immobilienmarkt bietet.⁷ Obwohl sich MBS in den USA sowie in Europa in den letzten Jahren steigender Attraktivität erfreuten, nimmt besonders in Europa diese Anlageform einen wesentlich geringeren Stellenwert gegenüber eigenkapitalbasierten Immobilienanlagen ein.⁸ Deshalb werden im Folgenden ausschließlich börsennotierte, eigenkapitalbasierte Immobilienanlagen behandelt.

An dieser Stelle sollen einige grundsätzliche Gemeinsamkeiten der BIAs beschrieben werden. BIAs lassen sich als Gesellschaften definieren, deren wesentlicher Geschäftsbestandteil in der Entwicklung, Beratung, Vermietung, Verpachtung, Verwaltung oder dem Handel von Immobilien liegt.⁹ Speziell kann man BIAs nach ihrem Tätigkeitsschwerpunkt in mehrere Kategorien einordnen. Eine erste Kategorie stellen Immobilienbestandhalter dar, welche die Liegenschaften ihres Bestandsportfolios verwalten.¹⁰ Sie erzielen aus der Vermietung und Verpachtung von Immobilien ihre Haupteinkünfte, die zwar regelmäßig aber auch relativ niedrig sind.¹¹ Immobilienprojektentwickler als zweite Kategorie spezialisieren sich auf die Planung und Erstellung von Immobilien, um diese dann frühestmöglich zu veräußern. Dadurch ergeben sich deren Haupteinkünfte aus der Differenz zwischen den Projektentwicklungskosten und dem Verkaufspreis.¹² Im optimalen Fall sind diese einmaligen Erträge sehr hoch, dafür aber auch sehr risikobehaftet. Immobilienhändler als dritte Kategorie versuchen ebenfalls durch den Verkauf

⁷ Vgl. JANDURA (2003), S. 77.

⁸ Vgl. BALL/ LIZIERI/ MACGREGOR (1998), S. 327.

⁹ Vgl. BRUNNER (1997), S. 267; HEER (1998), S. 52; SCHARPENACK/ NACK/ HAUB (1998), S. 660.

¹⁰ Vgl. JANDURA (2003), S. 16.

¹¹ Vgl. SCHREIER (2002), S. 24f; ROHMERT (2004), S. 66.

¹² Vgl. JANDURA (2003), S. 16; LANG (2001), S. 681.

einer Liegenschaft Preisdifferenzen in Form von Gewinnen zu erreichen. Jedoch entwickeln sie diese nicht selbst, sondern versuchen durch ihre Marktkenntnisse in Verbindung mit der Unvollkommenheit von Immobilienmärkten Objekte möglichst günstig zu erwerben. Das Risiko- und Renditeprofil dieses Tätigkeitsfeldes lässt sich damit zwischen den zwei zuvor beschriebenen Kategorien einordnen.¹³ Immobiliendienstleister als vierte Kategorie bieten dagegen Serviceleistungen wie u. a. die Betreuung der Mieter oder die Verwaltung der Mietverträge an.¹⁴ Somit generieren sie von der Marktentwicklung weitgehend unabhängige Haupteinkünfte, die das geringste Risiko- und Renditeprofil aufweisen.¹⁵ In Verbindung damit ergeben sich BIAs, die diese Tätigkeiten miteinander kombinieren (siehe Anhang 3) oder mit nicht-immobilienbezogenen Tätigkeiten zwecks Diversifikation verbinden.¹⁶ Schließlich ist erkennbar, dass sich BIAs teilweise erheblich in ihrer Unternehmenskultur, Organisations- und Risikostruktur, sowie in ihren Zielen und Strategien u.a. auch aufgrund gesetzlicher Anforderungen unterscheiden.¹⁷ Aus diesem Grund wird im Anschluss zunächst auf den US-amerikanischen REIT-Markt eingegangen, da sich dieser in einem hoch entwickelten Stadium befindet und dessen Erkenntnisse sich auf europäische BIAs übertragen lassen.¹⁸ Darauf folgend werden die europäischen Länder Großbritannien, Niederlande und Frankreich betrachtet, da die BIAs dieser Nationen über eine relativ lange Historie, eine ausreichende Marktkapitalisierung sowie eine hohe Markttransparenz verfügen.¹⁹

2.2 Börsennotierte Real Estate Investment Trusts (REITs) aus den USA

2.2.1 Grundlegende Merkmale von US-amerikanischen REITs

Trotz der Tatsache, dass allgemeingültige Aussagen zu amerikanischen REITs aufgrund deren Vielfalt problematisch sind, kann man sie als geschlossene Fondskonstruktion in der Rechtsform einer amerikanischen Aktiengesellschaft bezeichnen.²⁰ REITs lassen

¹³ Vgl. SCHREIER (2002), S. 25.

¹⁴ Vgl. LEIBOLD (2000), S. 54f; MEYER-SCHARENBERG (1997), S. 14.

¹⁵ Oft werden jedoch reine Immobiliendienstleistungsunternehmen nicht als BIAs anerkannt. (Vgl. JANDURA (2003), S. 16)

¹⁶ Vgl. SCHARPENACK/NACK/HAUB (1998), S. 666; SCHREIER (2002), S. 25.

¹⁷ Vgl. BARKHAM (1997), S. 441.

¹⁸ Vgl. SCHREIER (2002), S. 73; BEHNE (2000), S. 15.

¹⁹ Vgl. BREUER (2003), S. 62; ZITTELMANN (2003), S. 15. Eine ausreichende Marktkapitalisierung wird dabei für den EPRA Europe-Index mit mindestens 50 Millionen Euro beziffert. Vgl. AHLERS (2003), S. 12.

²⁰ Vgl. SCHREIER (2002), S. 73; SCHLAG (1995), S. 165.

sich in börsennotierte und nicht-börsennotierte Gesellschaften differenzieren, wobei in dieser Arbeit ausschließlich börsennotierte REITs untersucht werden.²¹

Im Jahr 1960 wurde per Beschluss des US-Kongresses ein spezifischer REIT-Status im US-amerikanischen Einkommenssteuergesetz eingeführt.²² Während sich die Attraktivität der US-REITs für private wie institutionelle Anleger durch weitere gesetzliche Veränderungen²³ erhöhte, unterliegen sie mehreren Anforderungen, um die später genannten Vorteile zu realisieren.²⁴ Demzufolge muss ein REIT in Form einer Corporation, eines Business Trusts oder einer vergleichbaren Gesellschaftsform gegründet und von Treuhändern bzw. einem Board of Directors geführt werden.²⁵ Bezüglich der Organisationsstruktur dürfen maximal fünf Anteilseigner nicht mehr als 50 Prozent der Anteile halten,²⁶ wobei ein REIT mindestens 100 Anteilseigner haben muss.²⁷ Auch die Anlagepolitik von US-REITs unterliegt gesetzlichen Beschränkungen, da mindestens 75 Prozent des Fondsvermögens aus Immobilien, Staatspapieren oder Bargeld bestehen müssen.²⁸ Zusätzlich müssen wenigstens 75 Prozent der Bruttoeinkünfte aus Mieten, Veräußerungsgewinnen oder Pacht- sowie Hypothekenzinsen stammen.²⁹ Dabei dürfen nicht mehr als 30 Prozent dieser Bruttoeinkünfte aus Spekulationsgeschäften erzielt werden.³⁰ Die Erfüllung dieser gesetzlichen Anforderungen zusammen mit der Verpflichtung, jährlich mindestens 90 Prozent ihrer Erträge an den Anleger auszuschütten, hat zur Folge, dass REITs von der sonst für Kapitalgesellschaften üblichen Doppelbesteuerung befreit sind.³¹ Dies bedeutet, dass die Erträge nicht auf Körperschaftsebene, sondern auf Ebene des Anteilseigners im Rahmen seiner individuellen Einkommenssteuerpflicht besteuert werden.³² Allerdings werden US-REITs durch diese Anforderungen in ihren Geschäftsstrategien, die im Anschluss beschrieben werden, offensichtlich eingeschränkt.

²¹ Zum Dezember 2004 wurden 193 US-REITs hauptsächlich an der New York Stock Exchange, der American Stock Exchange, sowie dem NASDAQ National Market System gehandelt. (Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 752; o. V. (2001b), S. 1; Anhang 1)

²² Vgl. SCHLAG (1995), S. 165; JANDURA (2003), S. 31; o. V. (2002), S. 30.

²³ Dazu zählt der Tax Reform Act von 1986, und der Omnibus Budget Reconciliation Act. (Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 744; JANDURA (2003), S. 32.)

²⁴ Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 744, SCHLAG (1995), S. 165.

²⁵ Vgl. FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 794.

²⁶ Diese Regelung ist unter dem Namen Five or fewer rule bekannt. (Vgl. VÄTH, S. 823.)

²⁷ Vgl. SCHLAG (1995), S. 165; VÄTH, S. 823.

²⁸ Vgl. SCHLAG (1995), S. 165; JANDURA (2003), S. 32.

²⁹ Vgl. FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 794; VÄTH, S. 823.

³⁰ Vgl. JANDURA (2003), S. 33.

³¹ Vgl. SCHARPENACK/ NACK/ HAUB (1998), S. 664; FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 794; o. V. (2004), S. 1; BOZICEVIC (2004), S. 5; KONIPOL (2003), S. 36.

³² Vgl. FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 794.

2.2.2 *Unterschiedliche Anlagestrategien von US-REITs*

Obwohl die angesprochene steuerliche Transparenz von US-REITs einen wichtigen Vorteil für Investoren darstellt, kann diese das starke Wachstum der REITs in den vergangenen Jahren nicht hinreichend erklären.³³

Vielmehr spielen auch Faktoren wie die verschiedenen Anlagestrategien von US-REITs eine Rolle. US-REITs sind grundsätzlich in Equity-REITs, Mortgage-REITs und eine hybride Form von Equity- und Mortgage-REITs (so genannte Hybrid-REITs) zu unterscheiden. Während Equity-REITs Immobilien entwickeln, managen oder besitzen, investieren Mortgage-REITs in erst- und zweitrangige Hypotheken sowie Mantelhypotheken.³⁴ Hybrid-REITs stellen eine Mischform der beiden zuvor genannten Strategien dar und tätigen damit nicht nur direkte Immobilieninvestitionen, sondern stellen auch Kapital für Immobiliengeschäfte Dritter zur Verfügung.³⁵ Wie Anhang 1 illustriert, haben sich in den letzten Jahren Equity-REITs als wichtigste der drei Strategien etabliert und werden deshalb repräsentativ für US-REITs verwendet. Betrachtet man Equity-REITs, so werden die auszuschüttenden Dividenden vor allem aus Mieteinnahmen der Gebäude sowie aus den bei Immobilienverkäufen realisierten Gewinnen erzielt. Die ungefähr 150 momentan bestehenden Equity-REITs-Gesellschaften verfügen in der Regel über Bestandsportfolios von jeweils 20 bis 200 Objekten.³⁶ Dabei besitzen Equity-REITs seit der Rezession Anfang der Neunzigerjahre meist sehr geringe Fremdkapitalquoten, was die Bonität eines REIT-Investments erhöhen soll.³⁷ Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal von REITs stellt deren Spezialisierung auf Immobilientypen dar.³⁸ So lassen sich Apartment-REITs sowie Manufactured-REITs³⁹ als Wohnimmobilien-REITs identifizieren. Einzelhandels-REITs als weitere Kategorie fassen Community-Center-REITs, Factory-Outlet-Center-REITs und Regional-Malls-REITs zusammen. Während sich Community-Center-REITs auf Nahversorgungszentren zur Sicherung der Grundbedürfnisse konzentrieren, spezialisieren sich die letzteren beiden REIT-Typen auf Einkaufszentren. Davon unterscheidet die National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) die Kategorie Office/Industrial-REITs, die sich auf die Ent-

³³ Vgl. FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 794; CADMUS (2003), S. 213.

³⁴ Vgl. SCHLAG (1995), S. 166; WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 746.

³⁵ Vgl. SCHREIER (2002), S. 78.

³⁶ Vgl. FINK (1999), S. 2f; Anhang 1.

³⁷ Vgl. CADMUS (2003), S. 205; FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 800.

³⁸ Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 748.

³⁹ Manufactured REITs beschäftigen sich mit dem Erwerb, dem Besitz und dem Ausbau von günstigen und gleichzeitig transportablen Wohnräumen. (Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 749)

wicklung, die Vermietung, den Kauf und das Management von Bürogebäuden bzw. Industrieanlagen spezialisiert haben.⁴⁰ Neben diesen drei Kategorien, auf die sich ungefähr 75 Prozent der gesamten REITs fokussieren, existieren ebenfalls Hotel-REITs und Self-Storage⁴¹-REITs. Demgegenüber ist die Kategorie der Diversified-REITs mit 8 Prozent der Gesamtheit der US-REITs nur gering vertreten.⁴² Dies veranschaulicht, dass sich US-amerikanische REITs weitestgehend durch eine Spezialisierung auf Immobilientypen auszeichnen. Darüber hinaus existieren REITs mit regionaler Fokussierung (z.B. Alexanders Inc.).⁴³ Diese investieren in Regionen der USA, in denen sie über besonders ausgeprägte Marktkenntnisse verfügen.⁴⁴

2.3 Börsennotierte britische Property Companies

2.3.1 Die grundlegenden Merkmale der britischen Property Companies

In Bezug auf börsennotierte europäische Immobilienanlagevehikel sind die so genannten britischen „Property Companies“ dominant.⁴⁵ In dieser Hinsicht reflektiert der hohe Anteil (43 Prozent) britischer Immobilienaktiengesellschaften am europäischen Immobilienaktienindex EPRA Europe die Tatsache, dass Großbritannien 50 Prozent der Marktkapitalisierung aller europäischen BIAs abdeckt.⁴⁶ Dabei sind in Großbritannien 160 der 177 existierenden Property Companies börsennotiert.⁴⁷

Diese „Public Limited Companies by Shares“ wurden 1985 durch den Companies Act geschaffen und gleichen juristisch betrachtet allen anderen britischen Aktiengesellschaften.⁴⁸ Folglich unterliegt, im Unterschied zu den US-REITs, das Welteinkommen dieser Kapitalgesellschaften unbeschränkt der Körperschaftssteuerpflicht.⁴⁹

Trotzdem haben sich die britischen Immobilienaktiengesellschaften seit langem als feste Institutionen behauptet und genießen mitunter durch die hohe Markttransparenz ein hohes Anlegerinteresse.⁵⁰ Analog zu den Ausführungen zu US-REITs soll im Folgenden auf die Geschäftsausrichtung dieser Unternehmen eingegangen werden.

⁴⁰ Vgl. SCHLAG (1995), S. 168; WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 749f.

⁴¹ Self-Storage-REITs spezialisieren sich auf den Erwerb sowie auf die Verwaltung von Lagergebäuden. (Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 750)

⁴² Vgl. WETTESKIND/ SOMMER (1998), S. 750; SCHREIER (2002), S. 79.

⁴³ Vgl. SCHLAG (1995), S. 168; Anhang 6.

⁴⁴ Vgl. FUNK/ SCHULZ-EICKHORST (2002), S. 795.

⁴⁵ Vgl. JANDURA (2003), S. 36; Anhang 7.

⁴⁶ Vgl. YULICO (2004), S. 12.

⁴⁷ Vgl. SCHARPENACK/ NACK/ HAUB (1998), S. 663.

⁴⁸ Vgl. SCHREIER (2002), S. 46; MAURER/ SEBASTIAN (1999), S. 5.

⁴⁹ Vgl. SCHREIER (2002), S. 47; MAURER/ SEBASTIAN (2002), S. 52.

⁵⁰ Vgl. SCHARPENACK/ NACK/ HAUB (1998), S. 663; BREUER (2003), S. 62.