

Chenhui Xia

Portfoliooptimierung Offener Immobilienfonds durch Investition in China am Beispiel des „Deka ImmobilienGlobal“

VDC

Schriftenreihe Bau- und Immobilienmanagement
herausgegeben von Bernd Nentwig

7

Portfoliooptimierung Offener Immobilienfonds durch Investition in China am Beispiel des „Deka ImmobilienGlobal“

Schriftenreihe Bau- und Immobilienmanagement
herausgegeben von Bernd Nentwig

Band 7

Chenhui Xia

**Portfoliooptimierung Offener Immobilienfonds
durch Investition in China am Beispiel des
„Deka ImmobilienGlobal“**



Das Digitalisat dieses Titels finden Sie unter:
<http://dx.doi.org/10.1466/20090302.01>

© Verlag und Datenbank für Geisteswissenschaften, Weimar 2009
www.vdg-weimar.de

Kein Teil dieses Werkes darf ohne schriftliche Einwilligung des
Verlages in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes
Verfahren) reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme
verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Gestaltung & Satz: Bert Liebold und Alexandra Pommer
Druck: VDG

ISBN 978-3-89739-631-9

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

Danksagung

An dieser Stelle möchte ich mich zuerst bei Prof. Dr.-Ing. Nentwig bedanken, der mich während meiner Masterarbeit betreut und umfangreich unterstützt hat.

Mein besonderer Dank geht an Herrn Esteban de Lope, MRICS, Leiter des „Deka ImmobilienGlobal“, der mir während meines Aufenthalts bei der Deka Immobilien Investment GmbH großzügige Betreuung sowie wertvolle Anregungen für die Anfertigung dieser Arbeit gegeben hat. Ohne seine Bereitschaft und Unterstützung wäre diese Arbeit in ihrer Form und ihrem Inhalt nicht möglich gewesen.

Außerdem bedanke ich mich für die interessanten Beiträge, Änderungsvorschläge sowie Korrekturen bei Herrn Björn Wündsich und Frau Bettina Strelow. Herr Steffen Kopplin und Herr Bert Liebold haben ihre hohe Motivation bei der Betreuung dieser Arbeit aufgezeigt, an sie geht ebenso mein Dank.

Bei all denjenigen, die mir während meiner Masterarbeit zur Seite standen, bedanke ich mich herzlich.

Abstract

The German open-ended real estate funds have been able to attract more investors while the global market reached a deadlock due to the financial crisis. The industry has been showing a relatively low-risk and stable performance through its comfortable risk-yield-profile. However, this asset class has experienced a critical period and therefore required a more professional management. After the legal framework of the investment law was eased at the ended of 2007, has this industry been given more flexibility.

The modern portfolio theory (MPT) has established its values in best practice of the capital markets, especially of the securities markets. Due to the inseparability between real estate market and the capital market, the MPT is increasingly used as the fundamental principle for a professional management. The diversification of the real estate portfolio as a result of the globalization of the real estate markets requires applying modern portfolio theory.

As the most significant developing one among the emerging countries, China is showing a great potential in the real estate industry. The major cities of China have been considered the very popular sites by international real estate investors. The German open-ended real estate funds -often featured with conservative investment strategies- are currently observing the Chinese market and searching for optimal entry possibilities. From the MPT perspective, the importance of the site-selection shall be emphasized, which nevertheless has been marked lower priority by many investment management companies in the past.

The purpose of this paper is to analyze theoretically as well as empirically with help of the historical data, whether an investment in the Chinese market could optimize the profile of the open-ended real estate funds according to the MPT principle based on the example of the “Deka ImmobilienGlobal”.

At the outset, the organizational structure, the legal framework and the taxation principle will be mentioned followed by the introduction of the major changes of the investment law with regards to the real estate industry. Also the MPT and its quantitative and qualitative portfolio management methodology based on the MPT for open-ended real estate funds will be illustrated. As next steps, the Chinese market and the major market players will be defined. As the basis for further analysis the most important cities for investment and their profile will be determined.

After the above mentioned analyses are conducted, the question whether the portfolio of “Deka ImmobilienGlobal” can be optimized through the investments in the Chinese market according to the MPT principle.

Danksagung	5	
Abstract	7	
Abbildungsverzeichnis	15	
Tabellenverzeichnis	17	
Formelverzeichnis	19	
Abkürzungsverzeichnis	21	
1	Hinleitung zur Thematik	23
1.1	Hintergrund und Ziel der Arbeit	23
1.2	Gang der Untersuchung	24
2	Grundlagen der deutschen Offenen Immobilienfonds	25
2.1	Indirekte versus direkte Immobilienanlagen	25
2.2	Begrifflichkeit und Struktur	26
2.2.1	Definition der Offenen Immobilienfonds	26
2.2.2	Struktur der Offenen Immobilienfonds	26
2.3	Rechtliche Rahmenbedingungen	28
2.3.1	Die Kapitalanlagegesellschaft	28
2.3.2	Das Sondervermögen	29
2.3.3	Die Depotbank	29
2.3.4	Der Sachverständigenausschuss	29
2.3.5	Der Aufsichtsrat	30
2.3.6	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	30
2.3.7	Exkurs – Zusammenfassung der wichtigsten Änderungen des Investmentgesetzes aus Sicht der Offenen Immobilienfonds	30
2.3.7.1	§ 68 InvG – Beteiligung an doppel- bzw. mehrstöckigen Immobiliengesellschaften	30
2.3.7.2	§ 80 InvG – Erwerb von Aktien an REIT-AGs oder vergleichbaren juristischen Personen im Ausland	33
2.3.7.3	Ausgabe und Rücknahme von Anteilen	34
2.4	Steuerliche Grundlagen	34
2.4.1	Steuerliche Aspekte auf der Sondervermögensebene	34
2.4.2	Steuerliche Aspekte auf der Ebene der Kapitalanlagegesellschaft	34
2.4.3	Steuerliche Aspekte auf der Anlegerebene	36
2.5	Finanzwirtschaftliche Charakteristika des Offenen Immobilienfonds	37

2.5.1	Stabile Performance und Inflationsschutz	37
2.5.2	Rendite-Risiko-Profil	38
2.5.3	Korrelation mit anderen Kapitalanlageprodukten	41
2.5.4	Abgrenzung zu anderen Anlageformen	42
3	Theoretische Grundlagen	45
3.1	Moderne Portfoliotheorie	45
3.1.1	Portfoliorendite	45
3.1.2	Messung der Rendite	46
3.1.3	Portfoliorisiko	47
3.1.4	Kovarianz und Korrelationskoeffizient	48
3.1.5	Risikomessung	49
3.1.5.1	Beta-Faktor	50
3.1.5.2	Tracking Error	51
3.1.6	Performancemessung	52
3.1.6.1	Sharpe-Ratio	52
3.1.6.2	Treynor Measure	52
3.1.7	Portfolioselektion	53
3.1.7.1	Effizienzlinie	53
3.1.7.2	Selektion optimaler Portfolios	54
3.2	Umsetzbarkeit der Portfoliotheorie in die Assetklasse „Immobilien“	56
3.2.1	Immobilien als eigene Assetklasse	56
3.2.2	Probleme der Übertragung von MPT auf Immobilien	56
3.3	Immobilien-Portfoliomanagement	58
3.3.1	Risikomanagement als wichtiger Bestandteil des Immobilien- Portfoliomanagements	59
3.3.2	Portfoliomanagement-Approaches	60
3.3.2.1	Aktiv versus Passiv	61
3.3.2.2	„Top-Down“ und „Bottom-Up“	62
3.3.2.3	Zusammenfassung	63
3.3.3	Immobilien-Portfoliomanagement-Prozess	63
3.3.4	Kompetenzbasiertes Portfoliomanagement für Offene Immobilienfonds	64
3.3.5	Das Scoring-Modell als Analyseinstrument im qualitativen Immobilien-Portfoliomanagement	66

3.3.5.1	Das Scoring-Modell	66
3.3.5.2	Norm-/Selektionsstrategie	66
4	Investitionsanalyse von China	77
4.1	Chinas globale Bedeutung als Immobilienstandort	77
4.1.1	Volkswirtschaftliche Bedeutung	77
4.1.2	Position des chinesischen Immobilienmarktes	77
4.1.2.1	Chinesischer Markt im globalen Immobilienbestand	79
4.1.2.2	Gegenüberstellung von China und anderen BRIC-Staaten	80
4.2	Immobilienmarktentwicklung in China	82
4.2.1	Historische Marktentwicklung Chinas	82
4.2.1.1	Erstes Stadium 1978–1993: Reform der Wohnpolitik und Vorstufe des Immobilienmarktes	82
4.2.1.2	Zweites Stadium 1994–1998: Übergreifende Durchsetzung und Vorantreibung der Wohnpolitik	83
4.2.1.3	Drittes Stadium 1998–2002: Aktive und kontinuierliche Entwicklung des Immobilienmarktes	83
4.2.1.4	Viertes Stadium 2003–heute: Spekulative Investitionen und Regulierungsmaßnahmen von der Regierung	84
4.2.2	Entwicklung der Marktkapitalisierung	85
4.3	Wichtige Marktteilnehmer	88
4.3.1	Immobilienprojektentwickler	88
4.3.1.1	Wichtige inländische Immobilienprojektentwickler	88
4.3.1.2	Ausländische Immobilienprojektentwickler	90
4.3.2	Institutionelle Immobilieninvestoren	91
4.3.2.1	Mangel inländischer institutioneller Immobilieninvestoren	92
4.3.2.2	Ausländische institutionelle Investoren	93
4.3.3	Finanzierer	97
4.3.3.1	Inländische Finanzierer	97
4.3.3.2	Ausländische Finanzierer	99
4.3.4	Immobilien dienstleister	100
4.4	Investitionsprofil der wichtigen Standorte in China	102
4.4.1	Allgemeine volkswirtschaftliche Profile der Top-10-Städte nach Nutzwertanalyse	102
4.4.2	Investitionsprofil der wichtigen Standorte als Immobilienstandorte	103

5	Portfoliooptimierung eines Offenen Immobilienfonds durch Investition in China am Beispiel des Portfolios „Deka ImmobilienGlobal“	107
5.1	Analyse des Bestandsportfolios nach dem Ansatz der MPT	107
5.1.1	Bestandsmärkte und ihre Gewichtungen	107
5.1.2	Rendite-Risiko-Profile der Standorte	108
5.1.3	Korrelation zwischen den Standorten	110
5.1.4	Aktuelles Portfolioprofil	111
5.2	Analyse der Zielmärkte in China	112
5.2.1	Risiko-Rendite-Profil der Büromärkte in Shanghai und Beijing	112
5.2.2	Korrelation der Märkte zu Bestandsmärkten	114
5.2.3	Optimierung des Bestandsportfolios durch Beimischung von chinesischen Standorten	114
5.2.3.1	Beimischung des Standortes Shanghai	114
5.2.3.2	Beimischung des Standortes Beijing	114
5.2.3.3	Beimischung der Standorte Shanghai und Beijing	116
5.2.4	Chinesische Standorte gegenüber anderen Standorten	116
5.2.4.1	Beimischung des Standortes Wien	117
5.2.4.2	Beimischung des Standortes Warschau	117
5.3	Analyse der Portfoliooptimierung	118
5.3.1	Mögliche neue Effizienzlinie nach MPT	118
5.3.2	Absolute Optimierung nach Maximierung der Sharpe-Ratio	120
5.3.3	Praxisnahe Portfoliooptimierung	121
5.3.3.1	Portfoliooptimierung nach Investorenprofil	121
5.3.3.2	Auswertung des Fondsprofils nach Beimischung von Beijing und Shanghai	123
6	Resümee	127
6.1	Zusammenfassung	127
6.2	Ausblick	128
	Anhang	129
	Literaturquellenverzeichnis	147
	Internetquellenverzeichnis	150

Abbildungsverzeichnis

Nr.	Titel	Seite
1	Basisstruktur eines Offenen Immobilienfonds	25
2	Das P-A-Modell des Anlageproduktes Offener Immobilienfonds	25
3	Mögliche Struktur I mehrstöckiger Immobiliengesellschaften	29
4	Mögliche Struktur II mehrstöckiger Immobiliengesellschaften	30
5	Mögliche Deal-Struktur für Offene Immobilienfonds	31
6	Gebühren ausgewählter Global-Fonds	33
7	Durchschnittliche jährliche Performance Offener Immobilienfonds gegen Inflation von 1976 bis 2007	36
8	Risiko-Rendite-Profil verschiedener Anlageformen (Daten: 1985–2004)	37
9	Rendite-Risiko-Profil Offener Immobilienfonds im 5-Jahres-Vergleich	38
10	Zusammenhang zwischen erwarteter Rendite und Standardabweichung mit unterschiedlichen Korrelationskoeffizienten	47
11	Risiken bei Immobilieninvestitionen	48
12	Effizienzlinie	52
13	Portfolioselektion nach unterschiedlichen Präferenzen	53
14	Funktionsbereiche des Real Estate Investment Managements nach gif	56
15	Vorgehensmodell Risikomanagement	58
16	Kombination „Top-Down“ und „Bottom-Up“	60
17	Immobilien-Portfoliomanagement-Prozess	62
18	Nennungen der Kernkompetenzen zum Portfolio-management	63
19	Marktattraktivität/Wettbewerbsvorteil-Matrix	70
20	Normstrategieempfehlungen mit Beispielen in der 9-Felder-Matrix	71
21	BIP-Wachstum von China und Deutschland 1993–2008	76
22	Regionale Verteilung des globalen, für institutionelle Investoren zur Verfügung stehenden Immobilienbestands von 2005–2050	78
23	Vergleich der Marktgröße von China und den 5 größten Ländern	79
24	Entwicklung des Anteils des für institutionelle Investoren zur Verfügung stehenden Immobilienbestands in den BRIC-Staaten bis 2050	80
25	Investitionen in Immobilienprojektentwicklungen nach Nutzungsarten	83
26	Wachstumsrate ausländischer Investitionen in Immobilien	85