

Victoria Walbröhl

Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger

- eine Untersuchung am Beispiel deutscher
Lebensversicherungsunternehmen und
Pensionskassen

Technische Universität Darmstadt	
Fachbereich 1	
Betriebswirtschaftliche Bibliothek	
Inventar-Nr.:	54173
Abstell-Nr.:	A27/112

INHALTSÜBERSICHT

1	EINLEITUNG.....	1
1.1	Problemstellung.....	1
1.2	Ziele der Untersuchung.....	3
1.3	Gang der Untersuchung.....	5
2	GRUNDLAGEN	8
2.1	Einführung.....	8
2.2	Charakteristika institutioneller Anleger	8
2.3	Prozeß des Kapitalanlagemanagements.....	13
2.4	Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen als Untersuchungsobjekt	32
3	KONZEPTION EINES MODELLS DER IMMOBILIENANLAGE- ENTSCHEIDUNG.....	70
3.1	Einführung.....	70
3.2	Prozeßstruktur der Immobilienanlageentscheidung.....	71
3.3	Zielsystem	76
3.4	Handlungsalternativen	137

3.5	Handlungsrestriktionen.....	193
3.6	Kriterien für die Bewertung und Auswahl der Handlungsalternativen	208
3.7	Umsetzung.....	226
3.8	Kontrolle	230
3.9	Zusammenfassung und Würdigung des Modells	234
4	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG DES PROZESSES DER IMMOBILIENANLAGEENTSCHEIDUNG	236
4.1	Einführung.....	236
4.2	Methodik der empirischen Untersuchung	236
4.3	Ergebnisse der Datenauswertung	244
4.4	Schlußfolgerungen aus den empirischen Ergebnissen	305
5	ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK	308

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XIV
TABELLENVERZEICHNIS	XIX
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XXII
1 EINLEITUNG.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Ziele der Untersuchung.....	3
1.3 Gang der Untersuchung.....	5
2 GRUNDLAGEN	8
2.1 Einführung.....	8
2.2 Charakteristika institutioneller Anleger	8
2.3 Prozeß des Kapitalanlagemanagements.....	13
2.3.1 Begriff der Kapitalanlage	13
2.3.2 Prozeßstruktur des Kapitalanlagemanagements.....	14
2.3.3 Prozeßkomponenten des Kapitalanlagemanagements	17
2.3.3.1 Rahmenbedingungen.....	17
2.3.3.2 Ziel- und Informationssystem	17
2.3.3.3 Planung.....	18
2.3.3.4 Umsetzung und Kontrolle.....	28
2.3.4 Einordnung der Immobilienanlageentscheidung in den Prozeß des Kapitalanlagemanagements	29

2.4 Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen	
als Untersuchungsobjekt	32
2.4.1 Begründung der Eingrenzung des Untersuchungsobjektes	32
2.4.2 Charakteristika von Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen	33
2.4.2.1 Lebensversicherungen als Produkt von Lebens- versicherungsunternehmen und Pensionskassen	33
2.4.2.1.1 Funktionsweise einer Lebensversicherung	33
2.4.2.1.2 Formen der Lebensversicherung	36
2.4.2.2 Deutsche Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen in Zahlen	38
2.4.3 Funktion der Kapitalanlage im Versicherungsbetrieb	42
2.4.4 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen der Kapitalanlage	45
2.4.4.1 Rechtsgrundlagen	45
2.4.4.2 Anlagegrundsätze	48
2.4.4.2.1 Geltungsbereich	48
2.4.4.2.2 Sicherheit	50
2.4.4.2.3 Rentabilität	51
2.4.4.2.4 Liquidität	53
2.4.4.2.5 Mischung und Streuung	54
2.4.4.2.6 Zielinterdependenzen	55
2.4.4.3 Zulässige Anlageformen	57
2.4.4.4 Anlagebeschränkungen	61
2.4.5 Historische Entwicklung der Kapitalanlagen	63
3 KONZEPTION EINES MODELLS DER IMMOBILIENANLAGE-	
ENTSCHEIDUNG	70
3.1 Einführung	70
3.2 Prozeßstruktur der Immobilienanlageentscheidung	71

3.3 Zielsystem	76
3.3.1 Abgrenzung der relevanten Immobilienanlageziele	76
3.3.1.1 Aufsichtsrechtliche Zielvorgaben	76
3.3.1.1.1 Sicherheitsziel	76
3.3.1.1.2 Rentabilitätsziel	78
3.3.1.2 Immobilienspezifische Anlageziele	79
3.3.1.3 Zielhierarchie	82
3.3.2 Operationalisierung der Anlageziele	83
3.3.2.1 Rentabilitätsziel	84
3.3.2.1.1 Begriffsdefinition	84
3.3.2.1.2 Anforderungen an Immobilienrenditekennzahlen	86
3.3.2.1.3 Methoden der Renditeermittlung für Immobilienanlagen	90
3.3.2.1.3.1 Statische laufende Renditen	90
3.3.2.1.3.2 Statische Gesamrenditen	93
3.3.2.1.3.3 Dynamische Gesamrenditen	95
3.3.2.1.4 Wertermittlung von Immobilienanlagen	100
3.3.2.1.4.1 Wertdefinitionen	100
3.3.2.1.4.2 Wertermittlungsverfahren der Wertermittlungsverordnung	104
3.3.2.1.4.3 Discounted-Cash-Flow-Methode	108
3.3.2.1.5 Aggregation von Einzelrenditen zu Portfoliorenditen	113
3.3.2.2 Sicherheitsziel	114
3.3.2.2.1 Begriffsdefinition	114
3.3.2.2.2 Volatilität der Renditen von Immobilienanlagen	116
3.3.2.2.2.1 Risikofaktoren	116
3.3.2.2.2.2 Volatilitätsmessung	118
3.3.2.2.3 Ermittlung der Inflationsschutzeigenschaften von Immobilienanlagen	122
3.3.2.2.4 Bestimmung der Diversifikationseffekte von Immobilienanlagen	127
3.3.3 Ableitung der Zielfunktion	132

3.4 Handlungsalternativen	137
3.4.1 Vorbemerkungen	137
✓ 3.4.2 Direktanlage	139
3.4.2.1 Typologie	139
3.4.2.2 Rentabilität	140
3.4.2.3 Risiken	143
3.4.2.3.1 Volatilität der Renditen	143
3.4.2.3.2 Inflationsschutzeigenschaften.....	146
3.4.2.3.3 Diversifikationseffekte.....	149
3.4.2.3.3.1 Streuungseffekte.....	150
3.4.2.3.3.2 Mischungseffekte.....	155
3.4.3 Anteile an Grundstücksgesellschaften.....	162
3.4.3.1 Typologie	162
3.4.3.2 Rentabilität.....	164
3.4.3.3 Risiken	164
3.4.4 Anteile an Grundstücks-Sondervermögen.....	165
3.4.4.1 Typologie	165
3.4.4.2 Rentabilität.....	170
3.4.4.3 Risiken	173
3.4.4.3.1 Volatilität der Renditen	173
3.4.4.3.2 Diversifikationseffekte.....	174
3.4.5 Anteile an Immobilien-Aktiengesellschaften	178
3.4.5.1 Typologie	178
3.4.5.2 Rentabilität.....	183
3.4.5.3 Risiken	185
3.4.5.3.1 Volatilität der Renditen	185
3.4.5.3.2 Inflationsschutzeigenschaften.....	188
3.4.5.3.3 Diversifikationseffekte.....	189
3.4.5.3.3.1 Streuungseffekte.....	189
3.4.5.3.3.2 Mischungseffekte.....	190

3.5 Handlungsrestriktionen	193
3.5.1 Vorbemerkungen	193
3.5.2 Unternehmensexterne Restriktionen	195
3.5.2.1 Rechtliche Restriktionen	195
3.5.2.1.1 Aufsichtsrechtliche Restriktionen	195
3.5.2.1.2 Steuerrechtliche Restriktionen	198
3.5.2.2 Restriktionen der Immobilienanlagemärkte	198
3.5.2.3 Politische Restriktionen	200
3.5.3 Unternehmensinterne Restriktionen	201
3.5.3.1 Quellen unternehmensinterner Restriktionen	201
3.5.3.2 Ableitung von Normstrategien	205
3.6 Kriterien für die Bewertung und Auswahl der Handlungsalternativen	208
3.6.1 Vorbemerkungen	208
3.6.2 Strukturierung von Immobilienportfolios	210
3.6.2.1 Traditionelle Methoden	210
3.6.2.1.1 Best-Deal-Methode	210
3.6.2.1.2 Naive Diversifikation	211
3.6.2.2 Moderne Methoden	212
3.6.2.2.1 Portfolio-Selektionstheorie	212
3.6.2.2.2 Indexing	219
3.6.2.3 Aktive versus passive Immobilienanlagepolitik	221
3.6.3 Strukturierung von Gesamtanlagenportfolios mit Immobilien	224
3.7 Umsetzung	226
3.8 Kontrolle	230
3.9 Zusammenfassung und Würdigung des Modells	234

4	EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG DES PROZESSES DER IMMOBILIENANLAGEENTSCHEIDUNG	236
4.1	Einführung.....	236
4.2	Methodik der empirischen Untersuchung	236
4.2.1	Ziele und Aufbau der Untersuchung	236
4.2.2	Datenerhebung.....	238
4.2.3	Datenanalyse	243
4.3	Ergebnisse der Datenauswertung	244
4.3.1	Allgemeine Charakteristika der Stichprobe.....	244
4.3.2	Anlageziele	253
4.3.2.1	Zielgewichtung.....	253
4.3.2.2	Zielausprägungen	258
4.3.3	Rentabilität von Immobilienanlagen.....	260
4.3.3.1	Methoden der Renditeermittlung.....	260
4.3.3.2	Erfassung der Ertrags- und Aufwandsgrößen	261
4.3.3.3	Wertermittlungsmethoden.....	263
4.3.3.4	Zeitabstände der Rendite- und Wertermittlung	265
4.3.3.5	Aggregierte Renditen	266
4.3.3.6	Renditebenchmarks	267
4.3.4	Sicherheit von Immobilienanlagen.....	271
4.3.4.1	Sicherheitseigenschaften	271
4.3.4.2	Risiken von Immobilienanlagen	272
4.3.4.3	Risikovergleich von Immobilienanlagen mit anderen Anlageklassen	273
4.3.4.4	Berücksichtigung von Risiken im Rahmen des Immobilienanlagemanagements	274
4.3.5	Anlagerestriktionen.....	277
4.3.5.1	Unternehmensexterne Restriktionen.....	277
4.3.5.2	Unternehmensinterne Restriktionen.....	278
4.3.5.3	Leistungsspektrum des Immobilienanlagemanagements ...	279

4.3.6	Anlageentscheidung	281
4.3.6.1	Entscheidung über den Portfolioanteil der Immobilienanlagen	281
4.3.6.2	Entscheidung über die Struktur der Immobilienanlagen	283
4.3.7	Charakteristika des Immobilienbestandsportfolios	287
4.3.7.1	Zukünftige Entwicklung der Immobilienanlagen	287
4.3.7.2	Zusammensetzung des Immobilienbestandsportfolios	289
4.3.7.2.1	Portfoliostruktur nach Immobilienmarktsektoren	289
4.3.7.2.2	Portfoliostruktur nach Regionen	293
4.3.7.2.3	Portfoliostruktur nach Anlageformen	297
4.3.7.2.4	Portfoliostruktur nach Eigen- und Fremdnutzung	297
4.3.7.2.5	Portfoliostruktur nach dem Lebenszyklusstadium der Immobilienanlagen	298
4.3.7.2.6	Portfoliostruktur nach dem Objektvolumen	299
4.3.7.2.7	Portfoliostruktur nach dem Erwerbszeitpunkt der Objekte	301
4.3.7.3	Beurteilung alternativer Immobilienanlageformen	303
4.3.7.4	Benchmarking der Portfoliostruktur	304
4.4	Schlußfolgerungen aus den empirischen Ergebnissen	305
5	ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK	308
	LITERATURVERZEICHNIS	311
	GESETZESVERZEICHNIS	347
	ANHANG	349