

Immobilienquoten in der Versicherungswirtschaft

Anmerkungen zum Interview mit Prof. Dr. Thomas Just , FAZ v. 20.11.2015

1. Eine Investitionsquote von weniger als 5% für Immobilien wird beklagt. Tatsächlich ist die Quote per 2014 bei nur 3,9% bei den Lebensversicherern. Allerdings beträgt das Gesamtexposure im Immobilienmarkt bedingt durch Hypothekeninvestments (5,8%) und Pfandbriefinvestments (19,4%) sehr stattliche 29,1%. Man kann der Versicherungswirtschaft deshalb nicht vorwerfen, am Immobilienmarkt vorbeizuschauen. Bei gleicher Gesamtrendite sind aber Hypotheken und Pfandbriefe deutlich kostengünstiger zu managen, viel liquider, weit besser gestreut und ohne hohe EK-Bindung.
2. Es wird eine höhere Portfoliowirkung durch zusätzliche Immobilieninvestitionen unterstellt. Diese Behauptung ist allein deshalb irreführend, weil die allermeisten Investitionen von Versicherern in den big 7 Städten und dort im Core-Sektor mit sehr großen Einzelinvestments erfolgen, definitionsgemäß also Klumpenrisiken bedeuten. Das ist alles andere als Diversifikation im Objektbereich, eventuell jedoch granuliert durch die Mieterstruktur. Verbunden mit der hohen EK-Quote, die nach Solvency II nicht auf 25% beschränkt ist, sondern auch auf bis zu 50% steigen kann, und den sehr hohen Akquisitionskosten von bis zu 9% verursachen Immobilieninvestitionen sehr geringe EK-Renditen und am Anfang Wertberichtigungen für die Anschaffungskosten sowie wegen der hohen EK-Bindung reduzierte Quoten in andere Assetklassen. In Konsequenz gibt es also weder positive Portfolioeffekte noch Renditevorteile.
3. Der Vorteil der weitgehenden Unkorreliertheit von Immobilieninvestments ist zutreffend. Er gilt allerdings auch in erhöhtem Maße für Pfandbriefe und Hypothekeninvestments, wobei letztere beiden weitaus disperser, liquider und kostengünstiger bei geringerer EK-Bindung sind.
4. Die Empfehlung zur Erhöhung der Immobilienquote auf 10% bzw. sogar 25% ist für die Versicherungswirtschaft allerdings waghalsig, auch nicht realisierbar und nur für die Immobilienbranche gut, weil zum einen das Gesamtexposure in den Immobilienmarkt auf 35% bzw. sogar 50% stiege und zum anderen der absolute Eigenkapitalverbrauch Investitionen in andere Assetklassen überproportional reduzieren würde mit dem Ergebnis, dass die notwendigen Portfolioeffekte zusammenbrechen und die Vorgaben von Solvency II nicht eingehalten würden. Der wesentliche Vorteil von Immobilieninvestments (direkt oder über Fonds) im Versicherungsportfolio ist je nach Leverage eine nicht unerhebliche Reduzierung des Zinsänderungsrisikos allerdings gleichzeitig verbunden mit einer deutlichen Beschränkung aktivischer Fristentransformation.
5. Der Immobilienmarkt sollte über Versicherungen wissen, dass Versicherungen ihre Risiken in Form von Rückstellungen auf der Passivseite buchen und auf der Aktivseite keine Risiken gebrauchen können. Auch investieren Versicherungen möglichst parallel zu Risiken sowohl geographisch als auch hinsichtlich der Fristigkeit und nicht mal eben in London oder New York, wenn dort keine Risiken sind. Um Versicherungen vor unvorsichtigen Investments zu bewahren, gilt EU-weit ab 2016 Solvency II mit einheitlichen Investmentregelungen für alle in der EU tätigen Versicherungen. Das wird möglicherweise zur Folge haben, dass vor allem mittelgroße und kleine Versicherungen sowie Pensionskassen vermehrt in indirekte (Spezialfonds) Immoanlagen mit nachgewiesen professionellem und kosteneffizientem Management investieren werden und eigene Altbestände abbauen. Weil die Versicherungen ihre Assetallokation parallel zu den Risiken vornehmen, sollten sich die Immobilienfonds auf nachhaltige Nutzungsarten spezialisieren mit möglichst hoher Granulierung durch das Mietermix.