

Immobilien-Spezialfonds

„Immobilienanlagen liefern im derzeitigen Marktumfeld im Core-Bereich zu wenig Rendite“

Niedrige Zinsen und teure Bonds einerseits sowie neue Regeln für Versicherer andererseits erschweren der Assekuranz die Beibehaltung ihrer Renditeversprechen. Auch die Immobilienanlage wird durch Solvency II unattraktiver, sodass die SV Sparkassen-Versicherung ihre Immobilienquote senken wird. Dass man trotzdem das Geschäft mit selbst gemanagten Liegenschaften ausbauen will, begründet Michael Völter mit dem sehr guten Risiko-Rendite-Profil, wenn das Portfolio aktiv gemanagt wird. Die dafür nötigen Asset Manager wurden nach der Auflösung des Joint Ventures Vers-AM gerade wieder integriert. Nur für Investitionen in Märkte, in denen dem Konzern das Know-how fehlt, bedient sich der Versicherer eng fokussierter Immobilien-Spezialfonds. (Red.)

I&F Die Niedrigzinsphase dauert länger als von vielen erwartet und gerade erst hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 0,75 Prozent gesenkt. Was bedeutet das für die Anlagestrategie großer institutioneller Investoren wie den Versicherungen?

Der niedrige Zins ist zur Stabilisierung der europäischen Volkswirtschaften sicherlich ebenso notwendig wie die Versorgung der Banken mit genügend Liquidität. Eine Zinssenkung um 25 Basispunkte, wie zuletzt geschehen, spielt bei dem aktuellen Zinsniveau ökonomisch kaum mehr eine Rolle.

I&F Allerdings verderben die gewaltigen Notenbank-Tender zugleich die Renditen der mit Abstand wichtigsten Anlageprodukte der Assekuranz: Bundesanleihen und Pfandbriefe. Wie lassen sich dann künftig die nötigen Erträge generieren?

Wir haben die Wahl zwischen Skylla und Charybdis. Auf der einen Seite kann sich die Eurozone Sicherheit erkaufen, also

gewährleisten, dass keine weitere Bank ausfällt. Doch ist der Preis dafür ein extrem niedriges Zinsniveau. Auf der anderen Seite könnte ein Umfeld mit deutlich höheren Risiken insbesondere für Banken die Renditen verbessern. Als Versicherer bevorzugen wir die erste der beiden Varianten, die sichere.

I&F Also ist der niedrige Zins das kleinere Übel. Aber ist er deswegen für die Assekuranz nicht doch ein Problem?

Tatsächlich stellt der niedrige Zins eine große Herausforderung dar. So kaufen die Versicherungsunternehmen derzeit bei ihren Kunden das Geld inklusive der Überschussbeteiligungen für rund vier Prozent ein. Aber eigentlich müssten die Renditeversprechen für die Versicherten deutlich nach unten gehen, eher in Richtung des Garantiezinses, der aktuell bei 1,75 Prozent liegt.

Viel entscheidender als die Garantien im Neugeschäft ist jedoch der durchschnittliche Garantiezins im Bestand. Dieser beträgt bei der SV Sparkassenversicherung aktuell zirka 3,2 Prozent. Folglich müssen unsere gesamten Kapitalanlagen dauerhaft mit mindestens 3,2 Prozent rentieren. Dazu kommen noch die Kosten der Kapitalanlage, die nochmals 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte ausmachen.

Darüber hinaus müssen noch Bilanzpositionen wie zum Beispiel die Zinszusatzreserve gebildet werden. Für deren Dotierung wird ein Zins zugrunde gelegt, der sich aus den durchschnittlichen Renditen von Staatsanleihen europäischer Länder mit bester Bonität über die letzten zehn

Jahre errechnet. Aktuell beträgt dieser Satz 3,9 Prozent und kann bei derzeit anhaltendem Zinsniveau im nächsten Jahr auf unter 3,6 Prozent fallen.

Hinzu kommt, dass die Kunden bei Auszahlung von fälligen Lebensversicherungen an den stillen Reserven zu beteiligen sind. Insgesamt müssen unsere Kapitalanlagen also durchschnittlich mindestens 4,2 Prozent Rendite erzielen, sodass wir unser Versprechen gegenüber unseren Kunden einhalten können.

I&F Schaffen Sie das?

Allein mit den aktuell möglichen Kapitalanlagen im Neugeschäft wäre das nicht mit einem annehmbaren Risiko zu schaffen. Doch weil wir noch Kapitalanlagen aus der Vergangenheit haben, die höher rentieren, können wir das Garantiezinsversprechen bislang trotzdem erreichen.

I&F Und in Zukunft?

Wenn im Jahr 2012 die Zinszusatzreserve mit 0,4 Prozentpunkten nachreserviert werden muss, wird uns das über hundert Millionen Euro kosten, die nicht mehr vollständig aus den Kapitalanlagen zu decken sind. Dann werden wir Reserven auflösen, die in den zurückliegenden Jahren unter anderem für diesen Zweck gebildet wurden. Im Grunde wird dabei zunächst nur zwischen freier und gebundener Reserve umgeschichtet. Aktuell hat die SV Reserven in Höhe von über zehn Prozent. Dieses Polster wird langsam abschmelzen, wenn sich das Zinsumfeld nicht nachhaltig bessert.

I&F Künftig werden die Versicherungen ihre Anlagen mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen, also Geld, das nicht rentierlich angelegt werden kann. Zudem werden Investitionen mit höherem Risiko, aber eben auch besserer Rendite, deutlich stärker belastet. Was bedeutet das für die Anlagestrategie?

Zur Person	
	<p>Dr. Michael Völter</p> <p>Mitglied des Vorstands, SV Sparkassenversicherung Holding AG, Stuttgart</p>

Den Versicherungen bereitet weniger die höhere Kapitalunterlegung Sorge als vielmehr, dass Solvency II sie in bestimmte Anlagen zwingt und sie gleichzeitig aus anderen Investitionen faktisch herausdrängt, weil dafür mehr Risikokapital bereitgestellt werden müsste. Letzteres betrifft zum Beispiel High Yield und Unternehmensanleihen, die jedoch beide eher von untergeordneter Bedeutung im Anlageportfolio sind. Besonders schmerzhaft ist jedoch, dass auch Pfandbriefe und selbst finanzierte Immobilien höher belastet werden sollen. Beide Anlagen sind für Versicherungen traditionell Kernassets, von denen eine ganze Menge im Portfolio zu finden sind. Zwar sind für Pfandbriefe deutlich geringere Unterlegungsquoten als für Immobilien vorgesehen, doch haben Pfandbriefe mit etwa 40 Prozent auch einen wesentlich größeren Anteil am Gesamtkapitalanlagenbestand.

Derzeit gibt es noch viele Unsicherheiten bei Solvency II. Beim letzten Test, QIS 6, hat die Branche bekanntlich nicht besonders gut abgeschnitten. Dabei sind auch aus Sicht der Branche die Schwächen der Reform des Versicherungsaufsichtsrechts deutlich geworden. Nur weil die Bemessungsgrundlagen geändert wurden, kann die Assekuranz doch tatsächlich nicht unsicherer geworden sein. Hier wird es sicherlich noch viel Diskussionsbedarf vor einer Umsetzung geben.

Aber wir haben auch schon einiges aus den Tests unter Solvency II und der Eurokrise gelernt. Versicherungen glaubten bislang, dass sie größtenteils risikofrei investiert sind und nur ein kleiner Teil ihrer Anlagen risikobehaftet ist. Als risikofrei galten früher staatlich garantierte Banken, Staatsanleihen der EU-Mitgliedstaaten und Pfandbriefe. Entsprechend wurden diese nicht mit Risikokapital unterlegt. Seit 2008 wurde zunächst das Risiko von Banktiteln und damit auch von Pfandbriefen neu bewertet. Im wei-

„Versicherungen glaubten bislang, dass sie größtenteils risikofrei investiert sind.“

„Immobilien kosten zuviel Risikokapital, sind zu volatil und haben eine zu große Unsicherheit, das angelegte Geld wiederzubekommen.“

teren Verlauf der Krise hat sich allerdings herausgestellt, dass Staatsanleihen ebenfalls nicht risikofrei sind, sondern dass es allenfalls risikoärmere Staatsanleihen gibt.

Die Versicherer haben daher drei wesentliche Lehren aus dieser Krise gezogen. Erstens: Die Anlageprodukte müssen verstanden werden, um keine unliebsamen Überraschungen zu erleben. Komplexität wird gemieden oder reduziert, einfache, verständliche Produkte sind gefragt. Zweitens: Diversifikation. Anleihen europäischer Staaten werden nur noch in streng limitierten Tranchen erworben, die für jedes Land entsprechend dem damit verbundenen Risiko vorher festgelegt sind. Drittens: verschärfte Steuerung. Die Zyklen, in denen die Anlagestrategie überprüft und gegebenenfalls nachjustiert wird, haben sich deutlich auf wenige Monate verkürzt.

I&F Wie attraktiv ist der Pfandbrief künftig noch?

Unser Vertrauen in den deutschen Pfandbrief ist weiterhin unerschütterlich. Mit zwei Prozent oder weniger bietet er jedoch zu wenig Rendite, um die Garantiezinsversprechen der Versicherungen erfüllen zu können. Es ist bedauerlich, dass wir nicht so in den Pfandbrief investieren können, wie wir das gerne würden.

I&F Sind EFSF- oder EU-Bonds mit ihrer höheren Verzinsung die Lösung?

Titel supranationaler Emittenten gehören selbstverständlich zu unserem Anlageuniversum, doch gilt auch hier: Es muss gut diversifiziert werden. Die gesamteuropäische Sicherung hat zweifellos ihre Vorteile, aber sie hat auch gewisse Risiken.

I&F Wären Euro-Bonds nicht eine feine Sache, um wieder für steigende Zinsen zu sorgen?

Als Versicherer würden wir einen leichten Zinsanstieg in Deutschland begrüßen. Das könnte natürlich dadurch erreicht werden, dass das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit Deutschlands etwas erschüttert wird. Dazu wären die Euro-Bonds gewiss dienlich.

Gesamtwirtschaftlich sind diese Instrumente jedoch nicht zielführend. Vorstellbar sind sie nur, wenn im gesamten Euroraum eine zentrale Fiskal- und Wirtschaftspolitik mit Zugriffsrechten auf die Mitgliedstaaten betrieben wird. Aber davon sind wir noch weit entfernt.

I&F Wo finden Sie dann heute noch die benötigten Renditen?

Wir finden diese Renditen nicht mehr. Die Versicherungswirtschaft muss ihren Kunden klar machen, dass sie die heutigen Zinsversprechen zukünftig nicht mehr halten kann. Das hat es schon einmal gegeben. In den Jahren 2002 und 2003 hat die Assekuranz die Zinsen

auf Kapitallebensversicherungen von über sieben auf die heutigen vier Prozent gesenkt. Die Anpassung ist damals durch das Ende des New-Economy-Hype an der Börse beschleunigt worden, heute ist es die Banken- und Staatsschuldenkrise. Statt einer Vier wird künftig wohl eine Drei oder sogar nur eine Zwei vor dem Komma stehen.

I&F In den vergangenen Jahren wurde häufiger die zunehmende Bedeutung der Immobilie im Anlagebestand der Versicherungen prognostiziert. War das nur Wunschdenken?

Richtig ist, dass die Immobilie einst eine Randallokation war und im Laufe der letzten Jahre eine immer stärkere Gewichtung im Anlageportfolio erfahren hat. Diese Entwicklung wird sich unter Solvency II nicht fortschreiben lassen, denn Immobilien kosten zuviel Risikokapital, sind zu volatil und haben eine zu große Unsicherheit, das angelegte Geld wiederzubekommen.

Im Anlagebestand der SV Lebensversicherung stehen Immobilien mit einem Volumen von etwa einer Milliarde Euro

für einen Anteil von fünf Prozent. Das soll auch so bleiben. Bei den Sachversicherungen liegt die Quote sogar bei zehn Prozent. Dieser im Branchenvergleich relativ hohe Anteil wird sich jedoch reduzieren, weil die Immobilienanlagen im derzeitigen Marktumfeld im Core-Bereich zu wenig Rendite für einen Kompositversicherer liefern.

I&F Warum sind Immobilien als Anlage dann überhaupt noch interessant?

Wir schätzen die Immobilie wegen ihrer langfristig stabilen Rendite und weil sie ihre Volatilität nicht sofort in der Krise zeigt. So kann eine Immobilie bilanziell hoch bewertet bleiben, selbst wenn sie Sanierungsbedarf hat. Das geht natürlich nur für eine bestimmte Zeit. Um keinen bilanziellen Verlust bei Veräußerung der Immobilie zu realisieren, muss die Immobilie laufend marktfähig gehalten werden. Umgekehrt muss diese Volatilität, auch wenn sie sich nicht sofort zeigt, ausgehalten werden.

Man muss sich bewusst sein, dass eine Liegenschaft über die Zeit an Wert verliert, wenn sie nur liegen gelassen wird. Der Objektbestand muss kontinuierlich erneuert werden, um ein gut abgemischtes Portfolio aus qualitativ hochwertigen Immobilien zu haben. Nur so lassen sich die Rendite und der Wert des Bestands hoch halten. Dazu gehört auch der Mut, ein gutes Grundstück an den Markt zu geben, um Wertsteigerungen zu realisieren. Daher erfordert das Thema Direktbestand eine noch größere Disziplin als die Anlage in Fonds.

I&F Nun ist das Angebot an hochwertigen deutschen Büroimmobilien in exzellenten Lagen extrem gering. Wie sind sie trotzdem in der gewünschten Menge zu bekommen?

Einerseits bebauen wir freie Restgrundstücke oder ersetzen an den gefragten Standorten ältere, nicht mehr marktgängige Gebäude durch neue, moderne Objekte. Andererseits gibt es auch einen „nicht öffentlichen“ Markt, an dem Immobilien zum

Kauf und Verkauf angeboten werden, in dem wir zum Zug kommen.

I&F Vor etwa zehn Jahren sind die Versicherungen aus Anlagen in Wohnimmobilien herausgegangen. War das ein Fehler?

Nein, denn der Markt hat sich verändert. Versicherungen investieren zwar langfristig, doch bei der Auswahl der Assetklassen und Anlageobjekte gehen sie durchaus opportunistisch vor. Die Entscheidung, die Immobilienquote zu erhöhen oder in bestimmte Immobilienarten zu investieren, hängt maßgeblich davon ab, welche Renditen zu welchem Risiko andere Anlageklassen bieten. Wenn Bundesanleihen und Pfandbriefe mit unter zwei Prozent rentieren, dann sind sogar Wohnimmobilien mit drei Prozent Rendite in begrenztem Umfang interessant.

„Wir schätzen die Immobilie wegen ihrer langfristig stabilen Rendite.“

I&F Warum verstärkt die SV gerade jetzt ihr Engagement in selbst gemanagten Immobilien?

Bis Ende 2011 hatten wir das Kapitalanlagemanagement in der Vers-AM gebündelt, einer gemeinsamen Tochtergesellschaft mit der Provinzial Nordwest in Münster. Nach fünf Jahren wurde dieses Unternehmen aus strategischen Gründen wieder aufgelöst. Das dadurch frei gewordene Personal wird jetzt verstärkt für das Management unserer direkten Immobilienanlagen eingesetzt. Zudem ist es etwas günstiger, eine Immobilie selber zu bewirtschaften als damit einen Dienstleister zu beauftragen.

I&F Wo investiert die SV direkt in Immobilien? Wann sind Fonds die bessere Lösung?

Mehr als 90 Prozent unseres Bestandes an Direktinvestments liegen in Baden-Württemberg und Hessen. Viele Objekte sind selbst genutzte Liegenschaften, die im kaufmännischen Bereich von eigenen Mitarbeitern gemanagt werden. Für Anlagen außerhalb

Deutschlands bedienen wir uns Fondsmanagern. Dabei entfällt der Großteil unseres Immobilienportfolios auf Westeuropa, 15 Prozent auf US-Liegenschaften und weitere 15 Prozent auf Großstädte in Asien.

I&F Nach welchen Kriterien wählen Sie die Fondsmanager aus?

Bevorzugt werden Spezialisten, die ein möglichst klar definiertes regionales oder sektorales Marktsegment abdecken. Typischerweise sind das Themenfonds.

An erster Stelle steht die Investment- und Abverkaufsstrategie des Managers. Zweitens ist eine operative Immobilienkompetenz, vor allem bei der Vermietung von Objekten, von hoher Bedeutung. Drittens muss die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) die Regulierungslogistik beherrschen und die Bilanzvorschriften für Versicherer kennen. Viertens sind ein über Jahre aufgebautes Vertrauen zum Fondsmanagement und ein positiver Track Record für die langfristige Zusammenarbeit unabdingbar. Dafür erwarten wir fünftens, dass sich die KAG oder das Fondsmanagement am Risiko beteiligt und somit eine deutliche Interessengleichheit dokumentiert.

Bewährt hat sich auch die Beschränkung auf eine beherrschbare Anzahl von Anbietern, mit denen langfristig partnerschaftlich zusammengearbeitet wird. Im Gegenzug erwarten wir, dass der Manager auch in Risikosituationen und bei schlechter Performance angemessen reagiert. Zudem fordern wir ein aktives Management, das zum Beispiel auch Verkaufsgelegenheiten wahrnimmt.

Durch die langjährige Zusammenarbeit haben unsere Fondsmanager ein Gespür für unsere Risikowahrnehmung entwickelt. Als Versicherer sind wir keine Spekulanten, die für einen kurzfristig hohen Gewinn das Risiko eines Verlustes einzugehen bereit sind, sondern wir wollen langfristig stabile Renditen auf das angelegte Geld unserer Kunden.

I&F Derzeit drängen viele neue Anbieter in den Spezialfonds-Markt. Wie interessant sind deren Angebote?

Einige der neuen Anbieter im Spezialfondsmarkt kennen wir bereits aus früheren gemeinsamen Projekten. Diesen bietet der Spezialfonds die Möglichkeit, sich langfristig Projektpartner zu sichern. In der Vergangenheit musste für jedes einzelne Projekt zunächst ein Kapitalgeber überzeugt werden. Im Fonds liegt eine größere Geldsumme bereit, die der Entwickler je nach Bedarf abrufen kann. Zudem stabilisieren die Gebühren für die Fondsverwaltung die Erträge des ansonsten sehr zyklischen und in den letzten Jahren schwieriger gewordenen Entwicklergeschäfts.

I&F Ist vielleicht auch der schwierigere Zugang zu Krediten schuld?

Die Zurückhaltung der Banken bei Projektfinanzierungen dürfte allenfalls eine untergeordnete Rolle spielen. Für eine Bank macht es keinen Unterschied, ob eine Versicherung oder ein von Versicherungen gezeichneter Spezialfonds den Großteil des Eigenkapitals bereitstellt. Vielmehr bietet der Spezialfonds für den Anleger Vorteile.

Zunächst ist der Investor in der Rolle des Auftraggebers, während er bei der direkten Beteiligung an einer Projektentwicklung in den Aufsichtsrat der Grundstücksgesellschaft muss. Zudem muss die Beteiligung an einer Projektentwicklungsgesellschaft auf die Bilanz genommen werden, was bei einem Spezialfonds nicht der Fall ist.

I&F Welche Anlageform bevorzugt die SV für Immobilieninvestitionen?

Deutsche Core-Immobilien nehmen wir auf die eigene Bilanz. Bei allen anderen Objekten und ausländischen Liegenschaften kaufen wir Know-how von Spezialfondsmanagern ein. Ob die Immobilieninvestition über einen deutschen Spezialfonds oder ein luxemburger Vehikel erfolgt, ist dabei zunächst unerheblich.

I&F Wie attraktiv sind REITs für die Versicherer?

Immobilienanlagen haben den Zweck, Volatilität aus der Bilanz zu nehmen und eine bessere Diversifikation über die Zeit zu ermöglichen. Wenn Aktien in den Keller gehen, folgen Immobilien etwa zwölf bis 18 Monate später. Immobilienanlagen haben also den Vorteil, konjunkturelle Schwankungen in der Bilanz etwas zu glätten.

Diesen Effekt haben REITs jedoch nicht, sondern sie sind wie andere Aktien für kurzfristige Stimmungsschwankungen an den Börsen anfällig. Dennoch können sie aufgrund ihrer langfristig vergleichbaren Performance wie ihr Underlying und ihrer höheren Fungibilität gegenüber Direktinvestitionen in Immobilien in geringerem Umfang für Versicherer interessant sein.

I&F Häufiger ist zu hören, die Versicherungen würden sich über

Mezzanine und Debt Funds stärker als Immobilienfinanzierer engagieren. Sind die Produkte eine Alternative zum Immobilienerwerb?

Wir haben uns diese Produkte angesehen, uns aber noch nicht daran beteiligt. Aktuell bieten diese Fonds eine Verzinsung, die weder unseren Rendite- noch unseren Risikoerwartungen entspricht. Zudem muss bei einem Fondsanbieter gewährleistet sein, dass er das komplexe Vertragswerk, welches mit strukturierten Finanzierungen einhergeht, beherrscht und keine Risiken auf dieser Flanke eingeht. Dieser Nachweis muss noch erbracht werden.

I&F Für die kommenden Jahre wird eine Fälligkeitsschwellen bei deutschen Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) erwartet, die refinanziert werden müssen. Doch der Verbriefungsmarkt liegt brach und die Banken müssen ihre Bilanzen verkürzen. Eröffnet dieser Markt Chancen für Versicherungen?

Die hochwertigen Tranchen der CMBS haben ebenfalls das Problem, dass die Renditen für die damit einhergehenden Risiken zu gering sind. Dabei wäre die Besicherung durch Immobilien weniger ein Risiko als vielmehr die Komplexität des Anlagevehikels. Die Zeit und der personelle Aufwand, solche Strukturen zu analysieren und deren Risiken zu bewerten, stünden in keinem Verhältnis zu dem Anteil, den diese Papiere im Anlageportfolio haben könnten.

mmmm

MONEREO MEYER MARINEL-LO
Abogados

Sensible Zeiten erfordern kompetente Partner
fest verankert im lokalen Markt

Qualität, Engagement, Kompetenz und 20 Jahre Erfahrung im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr mit Spanien

Transaktionsbegleitende Rechtsberatung beim Erwerb von Immobilien, gestörten oder bedienten Hypothekenkrediten oder weiteren *Opportunities*, die spanische Banken derzeit „plagen“.

Immobilien- und Baurecht · Gesellschaftsrecht · Steuerrecht · Finanzierungen

www.mmmm.net

MADRID · Stefan Meyer
Tel. +34 91 319 96 86 · mad@mmmm.es

BARCELONA · Philipp Kirchheim
Tel. +34 93 487 58 94 · ben@mmmm.es

PALMA DE MALLORCA · Antonio C. Jiménez Abraham
Tel. +34 971 71 70 34 · pm@mmmm.es