

Die Folgen von Solvency II für die Immobilienwirtschaft

Heide Haas / Kirill Pomogajko / Michael Voigtländer, November 2013

Die Entwicklungen an den Kapitalmärkten und die Immobilienfinanzierung sind untrennbar miteinander verbunden. Durch den hohen Fremdkapitalbedarf gewerblich und privat genutzter Immobilien hat die Finanzierung eine entscheidende Bedeutung für die Funktionsfähigkeit und die Stabilität des Immobilienmarktes. Aufgrund der engen Wirkungszusammenhänge stellen neue Regulierungsvorschriften wichtige Rahmenbedingungen für Immobilienmärkte dar. Neben Banken gehören Versicherungen zu den wichtigsten institutionellen Anlegern in Deutschland. Im Zug der Neuregelung von Solvency II sind Folgen für die Immobilienwirtschaft nicht auszuschließen. Die folgende Studie zeigt auf Basis von Berechnungen und Experteninterviews, dass die Einführung von Solvency II nach aktuellem Stand negative Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt haben kann. Ohne eine Überarbeitung der Rahmenbedingungen unter Berücksichtigung realwirtschaftlicher Folgen könnten dem deutschen Markt wichtige, stabilitätsorientierte Investoren verloren gehen.

Stichwörter: Immobilienwirtschaft, Finanzmarktregulierung, Versicherungen

JEL-Klassifikation: L85, G18, G28

Versicherungen als Finanzierer und Investoren

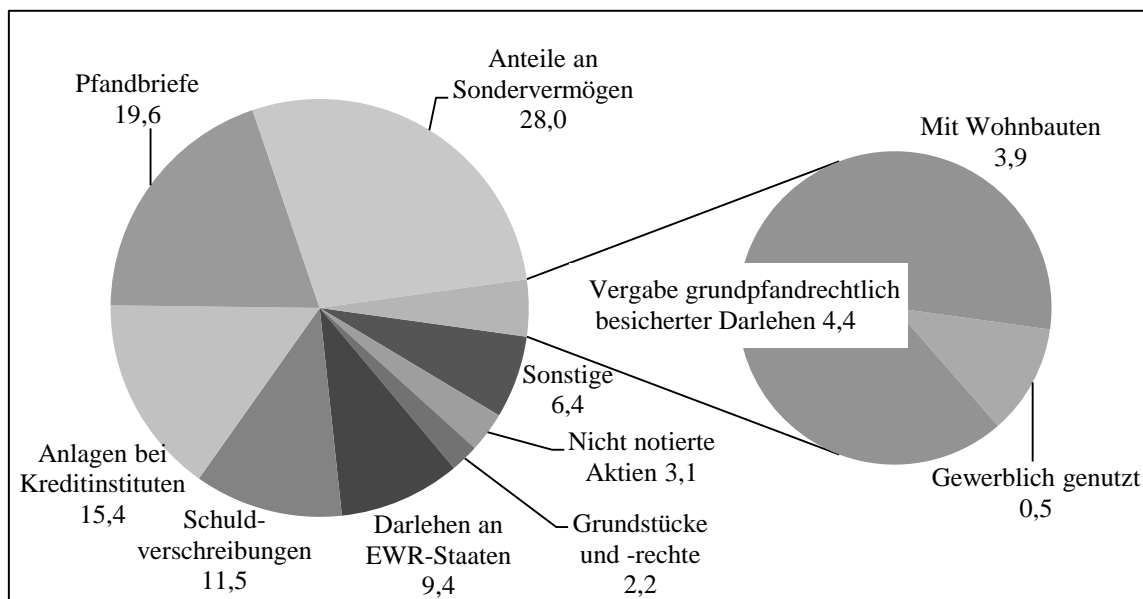
Die Finanzierung von privat und gewerblich genutzten Immobilien basiert größtenteils auf Fremdkapital. Ursächlich für fremdfinanzierte gewerbliche Investitionen sind neben einem Mangel an schnell verfügbarer Liquidität auch steuerliche Vorteile und die Möglichkeit der Renditenmaximierung durch die Hebelwirkung von Fremdkapital (Henger/Voigtländer, 2011). Die Folgen der Subprime-Krise in den USA haben sowohl die Bedeutung einer funktionierenden Immobilienfinanzierung für die Stabilität des Immobilienmarktes als auch die des gesamten Finanzsystems offengelegt. Dabei erweist sich der Markt für Immobilienfinanzierungen in Deutschland im internationalen Vergleich nach wie vor als stabil (Demary, 2010; Haas et al., 2013). Zu den Voraussetzungen für die Robustheit des deutschen Immobilienmarktes zählen neben der langjährigen Zinsbindung auch die geringe Beleihungshöhe, die konservative Wertermittlung und die Möglichkeit zur Eigenkapitalentnahme (Voigtländer, 2011).

Der Großteil der Immobilienfinanzierung erfolgt in Deutschland traditionell über den Bankenmarkt. Aber auch Versicherer werden aufgrund ihrer zunehmenden Tätigkeit an den Kapitalmärkten immer bedeutender als Investoren für die Immobilienwirtschaft. Derzeit haben fast alle deutschen Versicherungsunternehmen Immobilien in ihrem Portfolio (Kleine/Venzin, 2012, 17).

Abbildung 1

Kapitalanlagen deutscher Erstversicherer

Anteile im ersten Quartal 2013 in Prozent¹⁾



1) Die zugrunde liegenden Kapitalanlagen belaufen sich auf 1.270 Milliarden Euro.
 Quellen: BaFin, 2013a, 2; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Im ersten Quartal 2013 beliefen sich die Kapitalanlagen der deutschen Erstversicherer auf rund 1.270 Milliarden Euro (BaFin, 2013a, 2). Nach Angaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) betrug allein der Bestand der Erstversicherer an Immobilienanlagen im ersten Quartal 2013 mehr als 28,8 Milliarden Euro (BaFin, 2013a, 2). Direkte Investitionen in Immobilien über Grundstücke und Grundstücksrechte hatten mit 27 Milliarden Euro im ersten Quartal 2013 lediglich einen Anteil von 2,2 Prozent aller Kapitalanlagen der Erstversicherer. Sie entfielen meist auf Objekte in Deutschland oder in westeuropäischen Staaten (Kleine/Venzin, 2012, 20). Vor allem der Erwerb gewerblich genutzter Immobilien steht bislang mit 18,9 Milliarden Euro im Vordergrund. Zu den wichtigsten Anlageklassen zählen zudem Pfandbriefe (19,6 Prozent), Anteile an Sondervermögen (28 Prozent) und Anlagen bei Kreditinstituten (15,4 Prozent). Mit rund 56 Milliarden Euro macht die Vergabe grundpfandrechtlich besicherter Darlehen durchschnittlich

4,4 Prozent des Portfolios deutscher Erstversicherer aus (BaFin, 2013a, 1). Davon entfällt der Großteil auf die mit Wohnbauten besicherten Darlehen (Abbildung 1).

Ziele von Solvency II

Vor dem Inkrafttreten der neuen Solvabilitätsvorschriften für Versicherungen (Solvency II) orientieren sich die Eigenkapitalanforderungen an den Prämien der Versicherten. Dadurch werden lediglich die Versicherungsrisiken und nicht die Marktrisiken berücksichtigt, die durch Kapitalanlagen der Versicherungen bestehen können. In den geltenden Richtlinien sind derzeit lediglich Obergrenzen für einzelne Anlageklassen und eine möglichst große Diversifikation des Versicherungsportfolios enthalten. Zusätzlich sind vereinzelte Anlageinstrumente aus der Anlagestrategie ausgeschlossen. Durch die Neuregelungen der Vorschriften sollen Marktrisiken und weitere unternehmerische Risiken durch Rücklagen realitätsnäher abgebildet werden. Mit dem Reformprojekt der Europäischen Kommission sollen künftig der Schutz der Versicherten innerhalb der Europäischen Union (EU) gestärkt, einheitliche Wettbewerbsstandards im Versicherungssektor des europäischen Binnenmarktes geschaffen und eine weitgehend einheitliche Aufsichtspraxis in Europa gewährleistet werden (EU-Kommission, 2007; EU-Kommission, 2009). Nach der Beurteilung durch zahlreiche Branchenvertreter bedeutet die Umsetzung der neuen Regularien „eine große Herausforderung für die deutsche Versicherungsbranche“ (Schüller/Eibl, 2011) und stellt einen „Meilenstein in der Versicherungsregulierung“ (Kaserer, 2011, 6) dar.

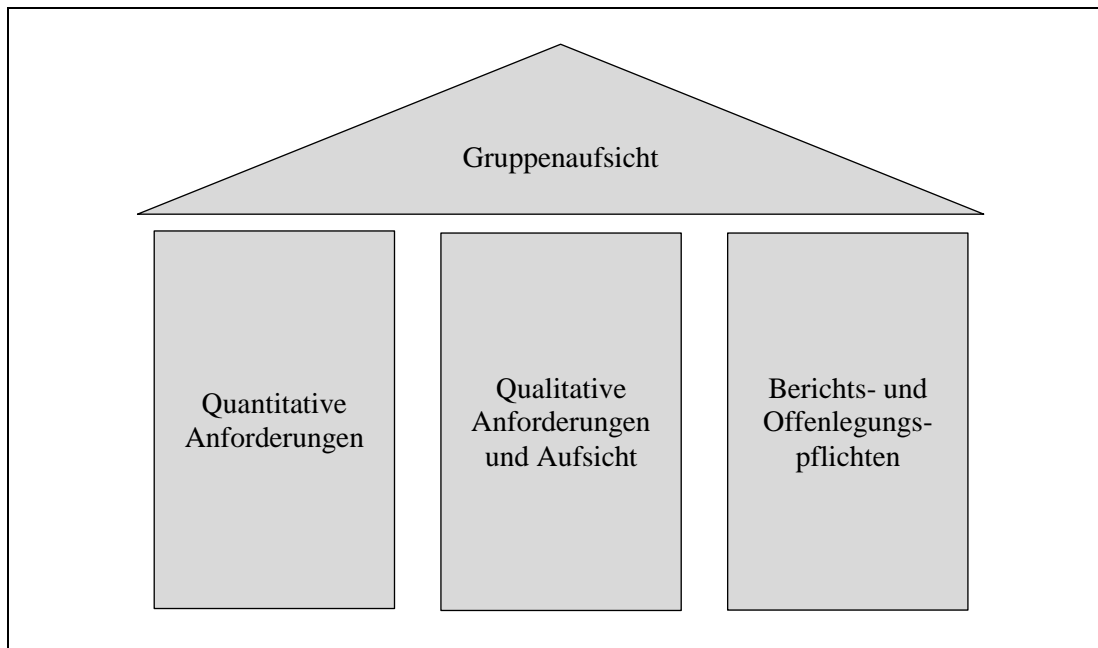
Die Einführung von Solvency II für Versicherungen und Pensionsfonds ist ein bereits lange anhaltender Prozess. Nach der Veröffentlichung einer von der EU-Kommission in Auftrag gegebenen Studie im Jahr 2002 (KPMG, 2002) wurde ein erster Vorschlag zur Neuausrichtung der Versicherungsaufsicht erarbeitet (EU-Kommission, 2002), der dem Europäischen Parlament und Rat im Jahr 2007 vorgelegt wurde (EU-Kommission, 2007). Zwei Jahre später erfolgte die Verabschiedung der Rahmenrichtlinien durch das EU-Parlament und den Europäischen Rat (EU-Kommission, 2009). Für die genaue Ausgestaltung der Regularien wurden seitdem sechs Auswirkungsstudien durchgeführt. Die Studienergebnisse haben den Bedarf an weiteren Anpassungen der Rahmenbedingungen offengelegt (EIOPA, 2013a). Ursprünglich sollten die Richtlinien bereits zu Beginn des Jahres 2013 in Kraft treten. Nach einer informellen Einigung des Europäischen Parlaments und den Mitgliedstaaten sollen die Richtlinien zum Jahresbeginn 2016 in Kraft treten. Im Februar 2014 sollen die Richtlinien vom EU-Parlament verabschiedet werden (EU-Parlament, 2013).

Die Struktur der neuen Richtlinien ähnelt derjenigen der Baseler Richtlinien zur Bankenregulierung (Basel II und Basel III). Die erste Säule bestimmt die Finanzausstattung der Ver-

sicherer und somit die quantitativen Kapitalanforderungen. Die zweite Säule beinhaltet qualitative Governance-Vorschriften, während die dritte Säule die Veröffentlichungsvorschriften der Versicherer regelt (Übersicht 1). Die Neuregelungen der Kapitalanforderungen aus der ersten Säule stehen im Zentrum der Diskussion.

Übersicht 1

Drei-Säulen-Struktur des Solvency-II-Regelwerks



Quellen: BaFin, 2013b; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Hinsichtlich der Kapitalanforderungen sind bei Solvency II die Solvenzkapitalanforderungen (SCR) und das Minimum-Solvenzkapital (MCR) voneinander zu unterscheiden. Das MCR bildet als Untergrenze der notwendigen verfügbaren Mittel einen Teil des SCR und orientiert sich an den Prämieinnahmen des Versicherers. Wird diese untere Grenze der Kapitalrücklage unterschritten, hat dies eine direkte Intervention der nationalen Aufsichtsbehörden zur Folge. Die gesamten SCR sollen so groß sein, dass das Versicherungsunternehmen auch unvorhergesehene Verluste auffangen kann. Rein rechnerisch besteht die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz nur einmal in 200 Jahren. Bezogen auf ein Jahr entspricht dies einer Insolvenzwahrscheinlichkeit von 0,5 Prozent (Kaserer, 2011, 9). Die Ermittlung der Eigenkapitalanforderung erfolgt nach einem Value-at-Risk-Ansatz (VaR) über eine Standardformel, die sämtliche unternehmerischen Risiken eines Versicherers zusammenfassen soll. Die von EIOPA durchgeführten Studien zeigen, dass das Marktrisikomodul aus der Kapitalanlage – je nach Versicherungssparte – einen bedeutenden Anteil des vorzuhaltenden Eigenkapitals bedingen wird.

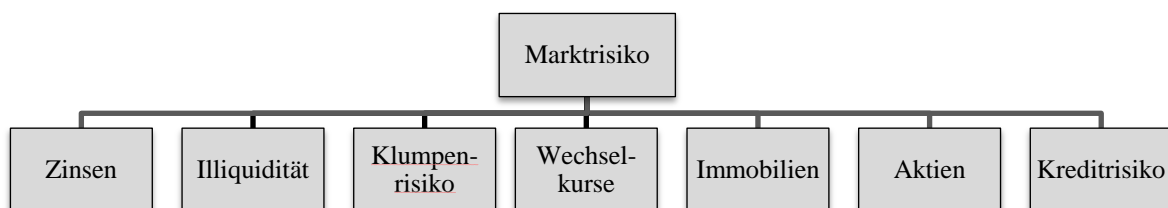
Immobilieninvestitionen unter Solvency II

Obwohl die endgültige Ausgestaltung von Solvency II noch nicht feststeht, liefern die technischen Spezifikationen der Auswirkungsstudien Anhaltspunkte, wie die Modellierung des Marktrisikos und dessen Komponenten für Immobilienanlagen und andere Assets ausgestaltet sein können. Das Modul für Marktrisiken ist dabei in sieben einzelne Untermodulare aufgeteilt (Übersicht 2). Die einzelnen Bestandteile sollen Schwankungen der Marktpreise verschiedener Finanzinstrumente in der Kostenkalkulation der Unternehmen abbilden und diese quantifizieren. Für eingegangene Risiken muss jeweils ein zu errechnender Betrag an Eigenkapital anteilig von der Anlagesumme dem Solvenzkapital hinzugerechnet werden. Mit dieser Vorgehensweise werden riskantere Anlagen nicht verboten, sondern lediglich über eine Erhöhung des Eigenkapitals verteuert.

Übersicht 2

Einzelmodule des Marktrisikos

Marktrisiken bei Immobilienanlagen



Quellen: EIOPA, 2013b; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Neben Risiken, die alle Anlageformen betreffen können, zum Beispiel Zinsänderungen, Illiquidität, eine zu geringe Diversifikation oder Wechselkursschwankungen, werden durch Solvency II auch Risiken für einzelne Anlageformen eingerechnet. Hierzu zählen das Aktien-, das Kredit- und das Immobilienrisiko. Das Immobilienrisikomodul soll Schwankungen der Marktpreise für Immobilien und die daraus resultierenden Anlagerisiken abbilden. Nach dem Standard-Modell ist derzeit für die direkte Anlage in Immobilien eine einheitliche Kapitalunterlegung von 25 Prozent vorgesehen (EIOPA, 2013b, 143). Grundlage für diese einheitliche Risikoeinschätzung für den europäischen Raum bilden Daten zum Gewerbeimmobilienmarkt aus dem Großraum von London (IPD, 2011; Lee, 2013). Zwar liefert diese Pauschalisierung eine Vereinfachung der Regulierungsrichtlinien, allerdings auf Kosten einer risikogerechten Beurteilung der zugrunde liegenden Anlagen. Eine genauere Betrachtung der Preisdaten zeigt, dass für eine Vereinheitlichung europäischer Marktdaten bereits eine Eigenkapitalhinterlegung von 15 Prozent ein adäquates Risikomaß darstellen würde (IPD, 2011). Bei einer derart undifferenzierten Bewertung kann allerdings keine

risikogerechte Differenzierung nach relevanten Einzelmerkmalen wie dem Standort, der Qualität oder der Nutzungsart einer Immobilie erfolgen, die einen erheblichen Einfluss auf das Rendite-Risiko-Profil der Assets haben. Nach aktuellen Definitionen fallen unter das Immobilienrisiko und die entsprechende Eigenkapitalhinterlegung neben Grundstücken und Gebäuden im Besitz der Versicherungsunternehmen auch Beteiligungen an Immobiliengesellschaften. Investitionen in Unternehmen, die lediglich in der Immobilienwirtschaft tätig sind, und fremdfinanzierte Immobilienfonds fallen nicht unter das Immobilienrisiko, sondern unter das Aktienrisiko (EU-Kommission, 2010, 330).

Analog zum Immobilienrisiko soll das Aktienmodul Risiken aus Schwankungen der Aktienkurse wiedergeben. Gemäß der letzten Auswirkungsstudie werden die Aktien, je nach ihrem Handelsort, unterschiedlich hinterlegt. Die an den Börsen von Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums und der OECD gehandelten Aktien werden mit einem Basisschock von 39 Prozent bewertet. Auf die aus anderen Ländern stammenden Aktien oder Beteiligungen, Hedge-Fonds oder alternative Investitionen entfällt hingegen ein Schockfaktor von 49 Prozent (EU-Kommission, 2010, 114). Börsennotierte Anteile von Immobilien-Aktiengesellschaften (REITs) machen in den Portfolios deutscher Erstversicherer mit 17 Millionen Euro nur einen sehr geringen durchschnittlichen Anteil aus und werden nur von wenigen Versicherern gehalten (BaFin, 2013a, 2). Sie könnten nach den technischen Spezifikationen als Aktien bewertet werden und müssten nach den Richtlinien der QIS-5-Studie (EU-Kommission, 2010) mit 39 Prozent Eigenkapital hinterlegt werden. Es ist jedoch nicht spezifiziert, ob die Investitionen in Real Estate Investment Trusts (REITs) nicht doch unter das Immobilienrisiko fallen und dadurch nur mit 25 Prozent bewertet werden.

Das Kredit- oder auch Spreadrisiko macht in den Ergebnissen der QIS-5-Studie 31 Prozent des Marktrisikos aus. Es ergibt sich aus der Veränderung von Risikoprämien bei festverzinslichen Wertpapieren und Kreditderivaten. Die Kapitalanforderungen sind dabei abhängig von der Bonitätsstufe der Anleihen und deren Laufzeit. Hinsichtlich der Bonität sind Anleihen mit einem besseren Rating mit weniger Eigenkapital zu hinterlegen als Anleihen minderer Bonität oder ohne Rating. In Bezug auf die Laufzeit der Anleihen werden langfristige Kapitalanlagen mit einem identischen Rating mit mehr Eigenmitteln unterlegt als kurzfristige (EIOPA, 2013b, 148 f.). Staatsanleihen des Europäischen Währungsraums werden, wie in den Baseler Richtlinien zur Bankenregulierung, unter Solvency II als risikolos bewertet, wodurch keine zusätzliche Eigenkapitalhinterlegung gefordert wird.

Unter das Spreadrisiko fallen nach den aktuell verfügbaren Informationen aus den Testverfahren auch deutsche Pfandbriefe, die einen bedeutenden Stellenwert im Portfolio

deutscher Versicherer einnehmen (Abbildung 1; GDV, 2012). Nach aktuellem Stand sind Pfandbriefe mit einem hohen Rating und kurzer Laufzeit mit einem besonders niedrigen Risikofaktor belegt (EIOPA, 2013b, 150). Auch grundrechtlich besicherte Darlehen könnten künftig unter das Spread-Risiko fallen (Lee, 2013). Mit durchschnittlich 6,3 Prozent machen sie vor allem bei den deutschen Lebensversicherern einen bedeutenden Anteil aus (BaFin, 2013a, 1). Das Problem des Spread-Risikos für diese Anlageklasse besteht darin, dass die Vergabe grundrechtlich besicherter Darlehen meist keinem standardisierten Rating-Verfahren unterliegt. Somit würden die Darlehen unabhängig von den tatsächlichen Risiken lediglich nach ihrer Laufzeit differenziert mit höheren Eigenkapitalquoten belegt (Tabelle). Obwohl Versicherer wegen der langen Laufzeiten der Versicherungsverträge ein großes Interesse an Investitionen mit dazu passenden Laufzeiten haben, besteht derzeit noch keine Klarheit über die künftig erforderlichen Eigenkapitalunterlegungen (Williams, 2013). Insgesamt erscheinen die höheren Eigenkapitalanforderungen für längerfristige Anlagen problematisch, da diese Entwicklung der Förderung langfristiger Investitionen entgegensteht, die die Europäische Kommission in ihrem jüngst erschienenen Grünbuch „Long-Term Financing of the European Economy“ fordert (EU-Kommission, 2013).

Tabelle

Kapitalanforderungen für Covered Bonds

Eigenkapitalhinterlegung gemäß der QIS-5-Studie nach Rating und Laufzeit in Prozent

Rating / Laufzeit	AAA	AA	A	BBB	BB	B<	Ohne Rating
1 Jahr	0,6	1,1	1,4	2,5	4,5	7,5	3
5 Jahre	3	5,5	7	12,5	22,5	37,5	15
10 Jahre	6	11	14	25	45	75	30

Quelle: Ramadurai et al., 2012, 7

Größere Unsicherheiten bezüglich der Zuordnung zu einer Regulierungskategorie bestehen auch bei Immobilienfonds. Vor allem Immobilienspezialfonds stellen eine weit verbreitete Anlageform für eine Vielzahl von Immobilieninvestitionen dar (Kleine/Venzin, 2012). Ausgehend von den Technical Specifications für die QIS-5-Studie und dem Long Term Guarantee Assessment soll für eine marktgerechte Bewertung von Investmentfonds der sogenannte Look-through-Ansatz verwendet werden. Gemäß diesem Ansatz werden sowohl aktiv als auch passiv gemanagte Fonds danach beurteilt, welche Investitionen in ihnen enthalten sind (EU-Kommission, 2010, 130 f.). Von einigen Analysten wird der Look-

through-Ansatz als eine Maßgabe interpretiert, Investitionen in Immobilien in nicht börsennotierten Instrumenten wie direkte Immobilienanlagen mit einer Eigenkapitalunterlegung von 25 Prozent zu behandeln. Fremdfinanzierte Immobilienfonds fallen demgegenüber nicht unter das Immobilienrisiko, sondern unter die Residualkategorie Other Equity im Aktienrisikomodul und müssten demnach mit bis zu 49 Prozent Eigenkapital hinterlegt werden (IPD, 2011).

Alternativ zu der Standardformel haben Versicherungsunternehmen die Option, ein eigenes internes Modell für die Berechnung der Eigenkapitalanforderungen zu verwenden. Dabei besteht auch die Möglichkeit, interne Modelle für einzelne Module des Standardmodells einzuführen (EU-Kommission, 2010, 330). Dadurch können die individuellen Risiken der Versicherungsunternehmen präziser abgebildet werden, und sie ermöglichen so eine Ersparnis für Eigenkapitalerfordernisse (Zähres, 2011, 6). Partielle und komplette interne Modelle müssen jedoch vor ihrer Verwendung von der nationalen Aufsichtsbehörde hinsichtlich zahlreicher Kriterien überprüft und genehmigt werden (EU-Kommission, 2009, 58). Da der Prozess der Erstellung und Zertifizierung der Modelle viele Ressourcen erfordert, ist die Verwendung interner Modelle hauptsächlich von großen Versicherungsunternehmen zu erwarten. Kleinere Versicherungsunternehmen werden aufgrund der hohen Kosten wahrscheinlich keine eigenen internen Modelle entwickeln und implementieren (Kaserer, 2011, 14 f.).

Auswirkungen von Solvency II

In den Auswirkungsstudien wurden die potenziellen Rückwirkungen veränderter Kapitalanlageentscheidungen und die davon ausgehenden Folgen für die Realwirtschaft nicht berücksichtigt. Nicht nur für die Immobilienwirtschaft sind die Lebensversicherungen als größte Kapitalsammelstellen von besonderer Bedeutung (Kriele et al., 2004). Angaben der BaFin zufolge halten allein die Lebensversicherungsunternehmen 61,5 Prozent der Kapitalanlagen aller Erstversicherer (BaFin, 2013a, 3). Ihr Investitionsvolumen von knapp 18 Milliarden Euro in direkte Immobilienanlagen ist größer als die Summe der direkten Immobilieninvestitionen aller weiteren Erstversicherer in Deutschland (BaFin, 2013a, 2). Potenzielle Umschichtungen innerhalb des Portfolios von Lebensversicherern bilden daher einen guten Indikator für mögliche realwirtschaftliche Folgen und sollen daher die Grundlage für die folgenden Untersuchungen sein. Dazu wurden qualitative Tiefeninterviews mit den Mitarbeitern von vier verschiedenen Versicherungskonzernen geführt, die im Asset- oder Immobilienmanagement tätig sind, und es wurden Berechnungen anhand eines Beispielportfolios durchgeführt.

Bei ihren Anlageentscheidungen müssen Kapitalanleger stets zwischen der Rendite und dem Risiko verschiedener Anlagen abwägen. Je größer die Varianz der Rendite einer Anlage, desto höher ist die mit der Anlage verknüpfte Unsicherheit und damit auch das für das Modell entscheidende Risiko (Markowitz, 1959). Neben ihren Anlagepräferenzen stehen Versicherungen auch Anlagerestriktionen durch Regulierungen gegenüber. Bestehen Anlagegrenzen, beschränken sie die Investitionsmöglichkeiten der Versicherungen. Dies ist bei den maximalen Anlagequoten nach Solvency I derzeit der Fall (Benk/Johanning, 2008). Demgegenüber werden künftig Risikorestriktionen eingesetzt, sodass die quantitativen Anlagebeschränkungen und Zulassungskriterien entfallen (EU-Kommission, 2007, 17). Durch einen Wegfall der strikten Anlagegrenzen und der Einführung einer risikobasierten Gewichtung der Eigenkapitalhinterlegung ist eine größere Effizienz der Anlagerestriktionen bei Solvency II gegenüber Solvency I zu erwarten (Benk/Johanning, 2008).

Anhand einer vereinfachenden Portfolio-Optimierung mit den neuen Risikorestriktionen nach Solvency II lassen sich erste Auswirkungen auf die Ausrichtung des Portfolios abschätzen. Auf Basis eines Durchschnittsportfolios werden zunächst anhand einer Portfoliosimulation die potenziellen Änderungen durch die Eigenkapitalanforderungen von Solvency II ermittelt. In dem Portfolio sind n verschiedene Finanztitel mit einem jeweiligen Anteil w_i enthalten. Die Anteile lassen sich über den Spaltenvektor w' zusammenfassen. Leerverkäufe sind nicht erlaubt, sodass die Anteile stets positiv sein müssen. Die Portfoliorendite ist dabei eine Zufallsvariable mit dem Erwartungswert $\mu_{\mathbb{P}}$ und der Varianz $\sigma_{\mathbb{P}}^2 = w' \Sigma w$. Ausgehend von verschiedenen Portfoliorenditen lässt sich nun das varianz- und damit das risikominimierende Portfolio bestimmen.

Mathematisch stellt sich das Problem wie folgt dar:

$$\min w' \Sigma w$$

unter den Nebenbedingungen

$$\mu_{\mathbb{P}} = w' \mu,$$

$$\mu_{\mathbb{P}} = w' \mathbf{1},$$

wobei $\mathbf{1}$ einen Vektor aus Einsen darstellt.

Für die Portfolio-Optimierung unter den neuen Bedingungen von Solvency II gehen zusätzlich die entsprechenden Kosten der Eigenkapitalunterlegungen in die Kalkulation mit ein. Für die Portfoliosimulation sind zusätzliche Annahmen hinsichtlich des Portfolios einer Lebensversicherung und deren Kapitalausstattung notwendig. Für die Gestaltung der

Asset Allocation einer Lebensversicherung dienen die Kapitalanlagestatistiken der BaFin. Aus den Statistiken und den Geschäftsberichten der Versicherungsunternehmen lässt sich ableiten, dass Anlagen mit höherer Bonität und längeren Laufzeiten bevorzugte Anlageformen darstellen. Daher werden für die folgenden Analysen Anlagen in Ratingkategorien von AAA bis A und eine Laufzeit der Bonds von durchschnittlich fünf Jahren unterstellt. Den Interviews zufolge legen die Versicherungen ihren Portfolio-Optimierungen verschiedene Datenreihen zugrunde. Neben Erfahrungswerten aus den eigenen Anlagen werden die Bestände in einigen Fällen auch um extern erworbene Daten ergänzt. Da auf individuelle Bestandsdaten für die Berechnungen nicht zurückgegriffen werden kann, wird die Portfolio-Optimierung auf Basis der monatlichen Renditen für die folgenden Indices durchgeführt:

- für den Bereich grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen: besicherte Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit einer anfänglichen Zinsbindung über fünf bis zehn Jahre gemäß der Bundesbankstatistik,
- für Staatsanleihen: iBoxx Eurozone Sovereign Total Return,
- für Pfandbriefe: inländische Hypothekendarlehen mit mittlerer Restlaufzeit von über fünf bis einschließlich sechs Jahren gemäß der Bundesbankstatistik,
- für Unternehmensanleihen: iBoxx Corporates Total Return Indices,
- für Aktien und Beteiligungen: MSCI World Index,
- für Immobilienanlagen: Germany IPD Total Return All Property,
- für Rentenanlagen und Schuldtitel: RDAX,
- für Immobilienspezialfonds: SFIX-Index von IPD,
- für Bankschuldverschreibungen: Umlaufrenditen inländischer Bankschuldverschreibungen mit mittlerer Restlaufzeit von über fünf bis einschließlich sechs Jahren gemäß der Bundesbankstatistik.

Die Effizienzgrenzen, die sich ohne Risikorestriktionen und mit den neuen Anforderungen nach Solvency II ergeben, deuten bereits auf Anpassungen im Anlageprozess durch Solvency II hin. Die Ergebnisse legen nahe, dass die Risikorestriktionen von Solvency II zwar negative, aber insgesamt keine starken Auswirkungen auf das Rendite-Risiko-Profil haben (Abbildung 2).

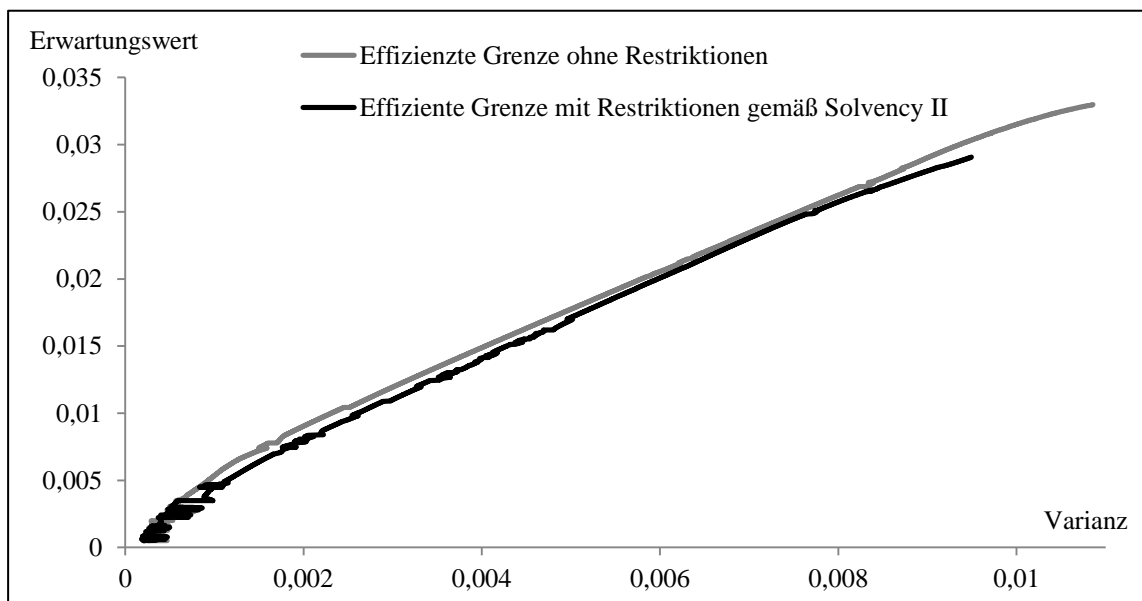
Hinsichtlich der Asset Allocation zeigt sich jedoch, dass unterschiedliche Eigenkapitalanforderungen deutliche Portfolioumschichtungen mit sich bringen können. Da keine individuellen Bestandsdaten der Versicherer vorliegen, lassen sich keine präzisen Angaben zu den Veränderungen einzelner Anlagequoten durch Solvency II berechnen. Allerdings kön-

nen auch bei Modellvariationen in der Eigenkapitalhinterlegung Trends für die wichtigsten Anlageklassen ermittelt werden:

Abbildung 2

Auswirkungen von Solvency II

Verschiebung der Effizienzgrenze eines Modellportfolios durch Solvency II



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

- Wegen der hohen Eigenkapitalanforderungen ist gemäß der Portfolio-Optimierung davon auszugehen, dass sich Versicherer künftig aus der **direkten Immobilienanlage** zurückziehen werden.
- Auch **Immobilienaktien** werden durch die neuen Eigenkapitalhinterlegungen massiv verteuert und verlieren durch die neuen Richtlinien an Bedeutung.
- Demgegenüber könnten indirekte Anlageformen wie **Immobilienfonds** an Bedeutung gewinnen. Sollten diese nach dem Look-through-Ansatz und demnach mit dem Immobilienrisiko von 25 Prozent bewertet werden, könnte dies eine Ausweitung des Anlagevolumens der Versicherer in Immobilienfonds nach sich ziehen, da sie trotz der Eigenkapitalhinterlegung bei vergleichbarer Rendite ein geringeres Risiko aufgrund der größeren Anzahl der Immobilien aufweisen. Lässt sich dieser Ansatz jedoch nicht verfolgen, beispielsweise aufgrund einer intransparenten Fondsstruktur, fallen auch Immobilienfonds unter das Aktienrisiko und müssen mit Eigenkapitalquoten von 39 oder 49 Prozent hinterlegt werden.
- Da **Pfandbriefe** aufgrund ihrer hohen Sicherheit als Anlage gegenüber vielen anderen Anlageklassen von den Regulierungen bevorzugt behandelt werden, ist von einer Ausweitung der Pfandbriefanteile in den Portfolios auszugehen. Damit erscheint zumindest

ein großer Bereich der Refinanzierung von Immobilienkrediten durch Solvency II nicht gefährdet zu sein. Bei anderen Refinanzierungsformen wie ungedeckten Schuldverschreibungen wird die Nachfrage der Versicherer aufgrund der hohen Eigenkapitalanforderungen allerdings zurückgehen.

- Für **Staatsanleihen** ändert sich wegen der unterstellten Risikofreiheit der Assetklasse nur wenig. Sollten Versicherer ihre Anlageentscheidungen in großem Ausmaß von den Eigenkapitalkosten durch Solvency II abhängig machen, ist sogar von einer Ausweitung des Anteils an Staatsanleihen in den Versicherungsportfolios auszugehen.

Ausgehend von der rein quantitativen Portfolio-Optimierung besteht die Möglichkeit, dass durch die Verteuerung der Immobilieninvestitionen Finanzierungsengpässe zustande kommen. Auch die befragten Experten weisen darauf hin, dass dies bei einer vollständigen Modellhörigkeit der Versicherer enorme Investitionseinbußen für die Immobilienwirtschaft zur Folge hätte. Gemäß den Einschätzungen der Befragten ist eine vollkommene Anpassung der bisherigen Anlagestrategie an die Vorgaben des Standardmodells in der Branche jedoch noch nicht erkennbar. Dies wird unter anderem damit begründet, dass sich die bestehenden sicherheitsorientierten Investitionspraktiken bewährt haben und die Investitionsanreize im Standardmodell als unrealistisch bewertet werden. Langfristig sei jedoch davon auszugehen, dass die Eigenkapitalbelastungen durch Solvency II im Anlageprozess eine stärkere Berücksichtigung erfahren werden. Inwieweit sich diese Eigenkapitalkosten als tragbar erweisen, wird von der jeweiligen Risikotragfähigkeit des einzelnen Unternehmens abhängen. Vor allem die potenziellen Auswirkungen auf kleine und mittlere Versicherungsunternehmen werden als negativ bewertet.

Anlagestrategien

Gegenüber der Arbeit eines Traders, die sich durch Volatilität und einen größeren Zeitdruck für Investitionen auszeichnet, unterliegt das Portfoliomanagement einer längerfristigen Anlagestrategie, den Anforderungen der Investoren und den jeweiligen Unternehmenszielen (Klus, 2012). Bei den langfristig ausgelegten strategischen Anlageentscheidungen können daher neben dem rein quantitativen Rendite-Risiko-Profil auch qualitative Merkmale der Assetklassen berücksichtigt werden. So werden bei direkten Immobilienanlagen spezifische Merkmale wie die Qualität, die Nutzungsmöglichkeiten oder auch die Verwaltbarkeit der Objekte als entscheidende Faktoren für die Investmententscheidung genannt. Auch der Marktzugang und die generelle Objektverfügbarkeit, die für Versicherer nicht immer gegeben sind, werden in den Interviews als relevant eingestuft. Für indirekte Anlagen werden neben der Rendite auch die Qualität des Fondsmanagements und die Performance gegenüber alternativen Anlageformen als entscheidende Kriterien genannt.

Zusätzlich sind im Immobiliensegment die Diversifikation nach Regionen und die potenziellen Nutzungsmöglichkeiten der Objekte von entscheidender Bedeutung.

Derzeit gehen die Befragten davon aus, dass sie ihre bewährten Investitionsstrategien am Immobilienmarkt beibehalten werden. Dies hängt zunächst mit der langfristigen Ausrichtung der getätigten Immobilieninvestitionen der Versicherungsunternehmen zusammen. Zudem spielt die hohe Sicherheitsorientierung der Versicherer eine entscheidende Rolle. In der gesamten Anlagestrategie werden vor allem den Immobilienanlagen seit Langem wertstabilisierende Funktionen für das Gesamtportfolio zugeschrieben (Kleine/Venzin, 2012, 1; Kröncke et al., 2013, 7). Mehrere Befragte weisen darauf hin, dass sie ihre Tätigkeit mit den Verantwortlichkeiten eines Treuhänders verbinden, in dessen Verantwortung primär die Vermögenssicherung der Versicherten liegt. Die Vorteile von Immobilienanlagen bestehen den Unternehmensvertretern zufolge in der Kombination aus der Langfristigkeit der Anlage und dem stabilen Cashflow, den sie auch in Krisenzeiten liefern. Besonders im Nachgang der Finanzmarktkrise haben sich inländische Immobilienanlagen, die meist als direkte Anlagen gehalten werden, als eine attraktive Alternative erwiesen. Für Investitionen im Ausland wird demgegenüber von allen Befragten zurzeit die indirekte Investition in Form von Fonds zur regionalen Diversifikation genutzt. Allerdings hatten die Wertverluste von Anlagen im europäischen Ausland in den letzten Jahren zur Folge, dass die Investitionen im Ausland zurückgefahren wurden.

Die Vermutung, dass Versicherer aufgrund der einheitlichen Eigenkapitalhinterlegung vermehrt in riskantere Anlagen im Ausland oder in konjunktursensitivere Gewerbeimmobilien investieren werden, wird in den Interviews nicht bestätigt. An der Zusammenstellung der Portfolios deutscher Versicherungsunternehmen war schon immer erkennbar, dass die Sicherheit der getätigten Anlagen einen wesentlichen Teil der Kapitalanlagestrategie ausmacht (Albrecht, 1994, 2 f.). Bereits 2011 zeichnete sich unter den institutionellen Investoren ein genereller Trend hin zu sicheren Anlagen ab, bei dem Immobilienanlagen in Deutschland gegenüber dem Ausland bevorzugt wurden (Kleine/Venzin, 2012; portfolio institutionell, 2013). Auch derzeit betonen die Experten, dass in der Versicherungsbranche großer Wert auf die Sicherheit der Anlagen gelegt wird. Insgesamt ergeben sich aus den oben genannten Aspekten aus Sicht der Versicherungsmanager die folgenden Anlage-trends, die sich bereits seit der Finanzmarktkrise abzeichnen:

- Aufgrund der positiven Eigenschaften von Immobilienanlagen, wie dem stabilen Cashflow und der Langfristigkeit der Anlage, soll der Immobilienanteil im Portfolio auch in den kommenden Jahren konstant gehalten, wenn nicht sogar leicht erhöht werden.

- Auch künftig werden Anlagen in Deutschland wegen ihrer hohen Sicherheit gegenüber Anlagen im Ausland bevorzugt.
- Eine Umschichtung in indirekte Anlagen aufgrund von Solvency II wird von den Experten bislang nicht beobachtet. Bisherige Umschichtungen sind vermehrt auf den Investitionsabbau im Ausland aufgrund von Wertminderungen zurückzuführen.
- Wegen der potenziellen Konjunkturschwankungen planen die Versicherer, künftig stärker in Wohnimmobilien als in Gewerbeimmobilien zu investieren, wobei hochwertige Objekte in Ballungsräumen bevorzugt werden.

Langfristige Folgen der Verteuerung von Immobilienanlagen können jedoch angesichts der noch unklaren Ausgestaltung der konkreten Richtlinien nicht prognostiziert werden. Insgesamt fallen die Ansichten der Experten über die Auswirkungen von Solvency II widersprüchlich aus. Einerseits wird anerkannt, dass mit Solvency II auch Risiken der Kapitalanlageentscheidung in den Fokus der Regulierung gerückt werden. Andererseits wird im Einklang mit der BaFin die hohe Komplexität der Standardformel kritisiert, die vor allem für kleine und mittelgroße Versicherungsunternehmen eine erhebliche Belastung darstellt (BaFin, 2011). Im Gegensatz zur Gesamtkomplexität wird die pauschalisierte Eigenkapitalhinterlegung von Immobilienanlagen in Höhe von 25 Prozent als zu grob wahrgenommen. Nur solange die Marktakteure dazu in der Lage seien, ihre Investitionsentscheidungen von dem Modell zu abstrahieren und ihre Anlageentscheidung nicht blind nach dem Modell treffen, seien keine negativen Folgen für den deutschen Immobilienmarkt zu erwarten. Übergreifend wird die Immobilienquote von 25 Prozent als unrealistisch und wenig fundiert für den deutschen Markt angesehen. Sofern ein eigenes Modell für Immobilien verwendet wird, fallen die Eigenkapitalunterlegungen für Immobilieninvestitionen nach Angaben der Experten deutlich geringer aus.

Auch die Verwendung interner Modelle zur Umgehung der hohen Eigenkapitalhinterlegung bei Immobilienanlagen erscheint aus Sicht der Befragten keine geeignete Lösung darzustellen. Gemäß einer Umfrage unter deutschen Versicherungsunternehmen aus dem Jahr 2011 werden lediglich 20 Prozent der Versicherer ein eigenes Modell für Immobilienanlagen nutzen (Kleine/Venzin, 2012). Auch unter den von uns befragten Experten sind sich einige nicht sicher, ob es sich langfristig lohnen wird, ein internes Modell für Immobilien zertifizieren zu lassen. Aufgrund der bereits hohen Komplexität der Regulierungsvorschriften durch das Standardmodell und des geringen Anteils der Immobilien im gesamten Versicherungsportfolio ist es laut Experten unwahrscheinlich, dass die Versicherungen sich aus eigener Motivation für ein Immobilienmodell einsetzen werden.

Schlussfolgerungen

Bei den bisherigen Studien zu den Auswirkungen der neuen Regularien auf die Versicherungswirtschaft wurden die Folgen für andere Sektoren, die von einer regulierungsindizierten Anpassung der Anlageentscheidungen ausgehen können, vernachlässigt. Da Versicherungen als Kapitalsammelstellen nicht nur in Deutschland eine immer größere Rolle für den Bankensektor und für Unternehmensfinanzierungen spielen, ist eine derartige Untersuchung dringend notwendig. Anhand der vorliegenden Berechnungen und der Auswertungen von Experteninterviews konnte gezeigt werden, dass die neuen Regularien nach dem aktuellen Stand für den deutschen Immobilienmarkt langfristig einen Investitionsmangel herbeiführen können. Dabei lassen sich gegenläufige Trends beobachten. Auf der einen Seite kann angesichts der hohen Sicherheitspräferenz institutioneller Investoren nach der Finanzmarktkrise mitunter von einer Flucht in Sachwerte (Kleine/Venzin, 2012, 2) gesprochen werden. Vor allem direkte Immobilienanlagen in Deutschland gelten als stabilitätssichernde Anlageprodukte. Auch die Langfristigkeit der Anlagen und der robuste Cashflow spiegeln den Kapitalbedarf von Lebensversicherern wider. Auf der anderen Seite verlieren Immobilienanlagen nach dem derzeitigen Stand der Regulierungsvorschriften mit der hohen Eigenkapitalhinterlegung gegenüber alternativen Anlageklassen deutlich an Attraktivität. Sollte sich die gesamte Versicherungsbranche künftig von ihren Immobilienanlagen trennen, würde dies zwar nur einen geringen Anteil an ihrem gesamten Anlagevermögen ausmachen. Die Immobilienwirtschaft würde demgegenüber eine bedeutende Investorengruppe verlieren. Am deutlichsten wären rückläufige Investitionen in direkte Immobilieninvestitionen auf dem deutschen Immobilienmarkt erkennbar, da Deutschland bislang der am stärksten präferierte Standort ist. Für eine genauere Quantifizierung der Auswirkungen ist jedoch eine europaweite Untersuchung unter Berücksichtigung verschiedener Szenarien notwendig, die alle relevanten Investorengruppen miteinbezieht.

Derzeit wird eine merkliche Minderung der Immobilieninvestitionen von der Versicherungsbranche als unwahrscheinlich eingeschätzt. Alle Interviewpartner geben an, ihren Portfolioanteil von Immobilien mindestens konstant halten zu wollen oder ihn sogar auszubauen. Auf lange Sicht schließen sie jedoch nicht aus, dass die unterschiedliche Eigenkapitalhinterlegung eine Umschichtung des Portfolios zwischen den verschiedenen Assetklassen nach sich ziehen wird. Vor allem die Verteuerung direkter Immobilienanlagen mit einer pauschalisierten Eigenkapitalhinterlegung von 25 Prozent kann zu einem Attraktivitätsverlust der Anlage und damit zu einem nicht risikogerechten Rückgang des Investitionsvolumens führen. Der Rückgang wäre weder marktgerecht noch volkswirtschaftlich sinnvoll. Diese Pauschalisierung innerhalb einer hochkomplexen Standardformel wird auch von der federführenden Aufsichtsbehörde EIOPA kritisiert. Allerdings weist sie

darauf hin, dass eine größere Präzision innerhalb der einzelnen Segmente auch mit einem Anstieg der entsprechenden Komplexität einhergehen würde (EIOPA, 2013c, 7).

Auch ein eigenes internes Modell, das von der Standardformel abweicht, kann nicht als geeignete Lösung bewertet werden, da die Entwicklung und Zertifizierung dieser Modelle besonders für kleinere und mittlere Unternehmen eine ressourcenaufwendige Hürde darstellt. Allerdings wäre ein einheitliches, regional differenziertes Teilmodul für europäische Immobilienmärkte von Vorteil. Durch eine differenziertere Abbildung der Immobilienmärkte nach Standortqualitäten und Nutzungsart würden Risiken regulatorisch besser abgebildet und zugleich Verzerrungen der Investitionsentscheidungen und die realwirtschaftlichen Folgen abgemildert. Die tatsächlichen Folgen von Solvency II für die Immobilienwirtschaft werden von der endgültigen Ausgestaltung der Richtlinien abhängen.

Literatur

Albrecht, Peter, 1994, Gewinn und Sicherheit als Ziele der Versicherungsunternehmung. Bernoulli-Prinzip vs. Safety-first-Prinzip, Mannheimer Manuskripte zu Versicherungsbetriebslehre, Finanzmanagement und Risikotheorie, Nr. 65, Mannheim

BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2011, Ergebnisse der fünften quantitativen Wirkungsstudie zu Solvency II (QIS 5). Zusammenfassung der Auswertung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Frankfurt am Main

BaFin, 2013a, Einzelangaben zu den Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen – Bestand in den einzelnen Versicherungssparten, Kapitalanlagen der Erstversicherer, Nr. 1, Bonn

BaFin, 2013b, Solvency II: Aufbau und Gesetzgebung, http://www.bafin.de/DE/Internationales/Regelungsvorhaben/Solvency2/solvency2_node.html#doc2695976bodyText2 [23.4.2013]

Benk, Kay / **Johanning**, Lutz, 2008, Anlagerestriktionen institutioneller Investoren, in: Herzog, Marc / Johanning, Lutz / Rodewald, Maik (Hrsg.), Handbuch Vertriebs-Exzellenz im Asset-Management. Institutionelle Anleger gewinnen und binden, Bad Soden, S. 87–130

Demary, Markus, 2010, The interplay between output, inflation, interest rates and house prices: international evidence, in: Journal of Property Research, 27. Jg., Nr. 1, S. 1–17

EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority, 2013a, Technical Findings on the Long-Term Guarantees Assessment, Brüssel

EIOPA, 2013b, Technical Specification on the Long Term Guarantee Assessment, Frankfurt am Main

EIOPA, 2013c, Discussion Paper on Standard Formula Design and Calibration for Certain Long Term Investments, Frankfurt am Main

EU-Kommission, 2002, Überlegungen zur Form eines künftigen Aufsichtssystems. Informationspapier für den Unterausschuss „Solvabilität“, Brüssel

EU-Kommission, 2007, Solvabilität II. EU übernimmt internationale Federführung bei der Versicherungsregulierung, Pressemitteilung, v. 10.7.2007, Brüssel

EU-Kommission, 2009, Richtlinie des Europäischen Parlamentes und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit, Richtlinien, Nr. 2009/138/EG, Brüssel

EU-Kommission, 2010, QIS5 Technical Specifications. Annex to Call for Advice from CEIOPS on QIS5, Brüssel

EU-Kommission, 2013, Grünbuch „Langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft“, Brüssel

EU-Parlament, 2013, Council deal on rules to reduce insurance firms' investment risks, Pressemitteilung, v. 14.11.2013, Brüssel

GDV – Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V., 2012, Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft, Berlin

Haas, Heide / Henger, Ralph / Voigtländer, Michael, 2013, Reale Nachfrage oder bloße Spekulation. Ist der deutsche Immobilienmarkt überhitzt?, IW policy paper, Nr. 5, Köln

Henger, Ralph M. / Voigtländer, Michael, 2011, Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise. Zusammenhänge, internationale Unterschiede und Regulierungsgefahren, IW-Analysen, Nr. 73, Köln

IPD – Investment Property Databank, 2011, The IPD Solvency II Review. Informing a new regulatory framework for real estate, London

Kaserer, Christoph, 2011, Solvency II und Basel III. Die Reform der europäischen Versicherungs- und Bankenregulierung und deren Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung, München

Kleine, Jens / Venzin, Markus, 2012, Immobilieninvestments bei institutionellen Investoren, Berlin

Klus, Luise, 2012, Die Performanz des Portfoliomanagements. Eine Fallstudie, in: Kalthoff, Herbert / Vormbusch, Uwe (Hrsg.), Soziologie der Finanzmärkte, Bielefeld, S. 285–312

KPMG, 2002, Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision, Brüssel

Kriele, Marcus / Lim, Giselle / Reich, Hanno, 2004, Das Solvabilitätskapital in Solvency II – Ein Diskussionsbeitrag zum Berechnungsrahmen, in: Versicherungswirtschaft, 59. Jg., Nr. 14, S. 1048–1052

Kröncke, Tim-Alexander / Schindler, Felix / Steininger, Bertram / Westerheide, Peter, 2013, Auswirkungen von Basel III auf die Immobilienfinanzierung in Deutschland, Diskussionspapier (im Erscheinen)

Lee, Grant, 2013, Solvency II, IORP and real estate, <http://www.pwc.co.uk/insurance/issues/solvency-ii-and-real-estate.jhtml> [10.7.2013]

Markowitz, Harry, 1959, Portfolio selection. Efficient diversification of investments, New York

portfolio institutionell, 2013, Auf Wohnungssuche, <http://www.portfolio-institutionell.de/newsdetails/article/suche-dringend-wohnung-in-westdeutscher-grossstadt.html> [1.7.2013]

Ramadurai, Krishnan / Mitropoulos, Atanasios / Linnell, Ian, 2012, Solvency II and Securitisation: Significant Negative Impact on European Market, FitchRatings, Special Report, London

Schüller, Julia / Eibl, Martin, 2011, Solvency II und Aktivitäten von Versicherern im Immobilien-Segment, in: Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.), Immobilien-Banking 2011/2012. Professionelles Immobilien-Banking – Fakten und Daten, Berlin, S. 12–23

Voigtländer, Michael, 2011, Wechselbeziehungen zwischen Kapital- und Immobilienmarkt, in: Rottke, Nico B. / Voigtländer, Michael (Hrsg.), Immobilienwirtschaftslehre. Band II – Ökonomie, Köln, S. 675–703

Williams, James, 2013, Solvency II: Look-through treatment will help calibrate capital costs, in: BNP Paribas Securities Service (Hrsg.), Investment opportunities in debt fund strategies, Saint Helier, S. 19–21

Zähres, Meta, 2011, Solvency II und Basel III. Wechselwirkung beachten, Aktuelle Themen, Nr. 524, Frankfurt am Main

The Consequences of Solvency II for the Real Estate Sector

Developments in the capital markets and real estate financing are inextricably linked. Due to the high demand for outside capital to finance both commercial and residential property, the finance market is essential to the functioning and stability of the real estate market. As a result of this influence, new financial regulations constitute an important part of the framework within which the property markets must also operate. Since, in Germany, insurance companies are the second most important institutional investors after banks, consequences for the real estate sector from the revision of the EU's Solvency II Directive cannot be excluded. Based on expert interviews and the authors' own calculations, the present study shows that, as things currently stand, the introduction of Solvency II may indeed impact negatively on the German property market. Unless the new requirements are revised to take account of their practical consequences for business, the German market could lose key stability-seeking investors.