

Eine halbe Billion weniger

Im vergangenen Jahr haben die Assets institutioneller Investoren erheblich an Wert verloren. Dies führte häufig zu historisch niedrigen Marktwertrenditen. Im Zuge deutlich gestiegener Zinsen gewinnt die Rentendirektanlage wieder an Bedeutung, wenngleich Anleihen in der Gesamtallokation 2022 weiter an Gewicht verloren. Immobilien und Alternatives legten hingegen weiter zu, wie **Manfred Mönch** herausfand.



Foto: Terastock - stock.adobe.com

Das Anlagevolumen institutioneller Investoren in Deutschland wuchs in den letzten Jahren durchschnittlich um rund 100 Milliarden Euro jährlich. Auch 2022 nahmen die Assets auf der Basis von Buchwerten weiter zu, wegen geringerer Kapitalerträge und außerplanmäßiger Abschreibungen aber langsamer. So wuchsen Lebensversicherungsunternehmen nur noch um 6 Milliarden Euro oder 0,6 Prozent. Auch Pensionskassen steigerten ihr Kapital mit 5 Milliarden Euro (+2,5 Prozent) deutlich geringer als in den Vorjahren. Weiter dynamisch zulegen konnten Krankenversicherungsunternehmen mit fast 14 Milliarden Euro (+4 Prozent) oder Versorgungswerke mit rund 13 Milliarden Euro (+5 Prozent). Über alle Investorengruppen legten die Buchwerte 2022 um rund 50 bis 60 Milliarden Euro zu.

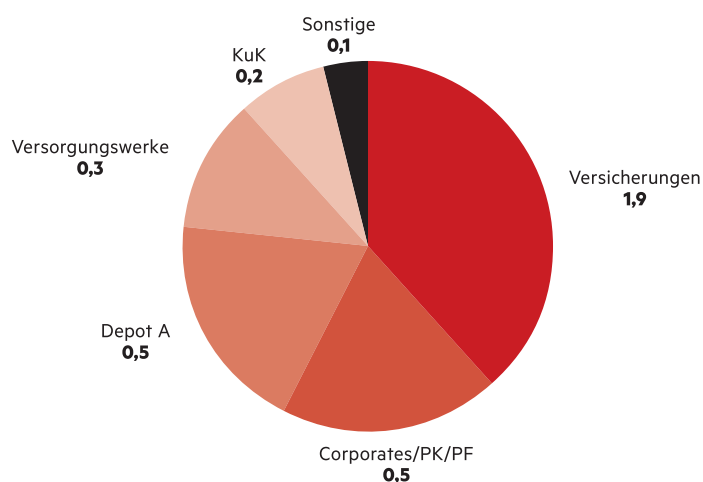
Zu Marktwerten bemessen, schrumpften die Anlagen im Zuge steigender Zinsen und sinkender Aktienkurse allerdings erheblich. Insbesondere Investoren mit hoher Rentenquote in Verbindung mit einer langen Duration mussten deutliche Abwertungen hinnehmen. Allein die Marktwerte aller Lebens-, Kranken- und Sachversicherer sackten 2022 um mehr als 350 Milliarden Euro ab. Insgesamt sanken die Marktwerte der institutionellen Investoren um eine halbe Billion Euro.

Versicherungen verkörpern etwas mehr als die Hälfte des Gesamtvolumens. Das Planvermögen der Unternehmen zusammen mit Pensionskassen und Pensionsfonds sowie das Depot-A-Volumen der Sparkassen und Genossenschaftsbanken machen jeweils gut eine halbe Billion Euro aus. Versorgungswerke verwalten bald 300, kommunale und kirchliche Vorsorgeeinrichtungen bald 200 Milliarden Euro. Die sonstigen Investoren wie Stiftungen, Kirchen, SGB-Investoren sowie Organisationen und Verbände haben ein Volumen deutlich im dreistelligen Milliardenbereich.

Die GAC konnte fast 500 Kapitalsammelstellen mit einem Milliardenvermögen identifizieren, 75 davon verwalten mindestens 10 Milliarden Euro. Die größten Kapitalsammelstellen werden von Versicherern dominiert, unter den 100 volumenstärksten Investoren finden sich aber

Kapitalanlagen institutioneller Investoren

(insgesamt rund 3,5 Billionen Euro)



Quelle: GAC InstiReport 2023, Marktwerte zum 31.12.2022

auch 15 Corporates, zwölf freiberufliche Versorgungswerke, sieben Pensionskassen, sieben kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen, zwei Stiftungen sowie je ein Vertreter aus Pensionsfonds, Bistum, Sparkasse und Genossenschaftsbank.

Insbesondere zu Marktwerten sinkt 2022 die Rentenquote weiter, in der Neuanlage gewinnt die Direktanlage aber wieder an Bedeutung

Das Niedrigzinsumfeld führte flächendeckend zu einem Abschmelzen der Renditedirektquote. So sank der Anteil der Direktrenten an den Gesamtanlagen seit 2009 bei Lebensversicherungen um fast ein Drittel auf gut 40 Prozent, bei Betriebspensionskassen um fast die Hälfte auf 37 Prozent und bei Versorgungswerken um fast zwei Drittel auf nur noch gut 20 Prozent. Zu Marktwerten ist die Quote noch deutlich niedriger und beträgt Ende 2022 zum Beispiel bei den Lebensversicherern 36 Prozent (-5 Prozent gegenüber Vorjahresende).

Dementsprechend sind Investmentfonds und Beteiligungen seit der Finanzkrise bei Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen um mehr als 700 Milliar-

Die größten institutionellen Kapitalsammelstellen

	Kapitalsammelstelle	Mio. Euro	Investorentyp
1	Allianz Lebensversicherungs-AG	264.703	Lebensversicherung
2	R+V Lebensversicherung AG	72.782	Lebensversicherung
3	Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder	56.184	KuK
4	Generali Deutschland Lebensversicherung AG	49.110	Lebensversicherung
5	Debeka Krankenversicherungsverein a.G.	47.364	Krankenversicherung
6	Debeka Lebensversicherungsverein a.G.	46.509	Lebensversicherung
7	DKV Deutsche Krankenversicherung AG	44.930	Krankenversicherung
8	Zurich Deutscher Herold Lebensversicherung AG	42.040	Lebensversicherung
9	Proxalto Lebensversicherung AG	38.124	Lebensversicherung
10	ERGO Lebensversicherung AG	37.100	Lebensversicherung
11	AXA Lebensversicherung AG	36.725	Lebensversicherung
12	Allianz Private Krankenversicherungs-AG	33.417	Krankenversicherung
13	Bayern-Versicherung Lebensversicherung AG	32.531	Lebensversicherung
14	Zusatzversorgungskasse der bayerischen Gemeinden	31.900	KuK
15	Bayerische Ärzteversorgung	31.650	Versorgungswerk
16	BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G.	30.845	Pensionskasse
17	HDI Lebensversicherung AG	27.238	Lebensversicherung
18	Württembergische Lebensversicherung AG	26.721	Lebensversicherung
19	Signal Iduna Krankenversicherung a.G.	26.586	Krankenversicherung
20	Siemens AG	26.523	Corporate
21	Nürnberger Lebensversicherung AG	25.939	Lebensversicherung
22	ALTE LEIPZIGER Lebensversicherung aG	25.796	Lebensversicherung
23	Kirchliche ZVK des Verbandes der Diözesen Deutschlands	24.528	KuK
24	Allianz Versicherungs-Aktiengesellschaft	23.964	Sachversicherung
25	SV SparkassenVersicherung Lebensversicherung AG	22.872	Lebensversicherung
26	AXA Krankenversicherung AG	22.341	Krankenversicherung
27	Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung	21.737	Stiftung
28	Mercedes-Benz Group	20.526	Corporate
29	BASF SE	20.083	Corporate
30	SIGNAL IDUNA Lebensversicherung aG	18.911	Lebensversicherung

Quelle: Auszug GAC InstiReport 2023, Marktwerte, Stand zum 31.12.2022 (vereinzelt Buchwerte oder zum 31.12.2021)

den Euro expandiert. Auch Sparkassen und Genossenschaftsbanken haben innerhalb ihrer Depot-A-Anlagen die Rentendirektquote gesenkt und das Spezialfondsvolumen um mehr als 80 Milliarden Euro ausgebaut.

Im Umfeld steigender Zinsen verlor 2022 dieser kontinuierliche Prozess jedoch deutlich an Fahrt oder kam zum Erliegen. So hat die Rentendirektquote bei Lebensversicherungen 2022 nur noch halb so stark wie in den Vorjahren abgenommen. Bei Betriebspensionskassen ist die Quote erstmals wieder angestiegen. Dies lag auch daran, dass die mit Abstand größte Pensionskasse mehr als zwei Milliarden Euro in die Direktanlage investierte.

Die wieder zunehmende Bedeutung der Direktanlage wird sich in den Zahlen für 2023 noch deutlicher widerspiegeln. Allerdings ist nicht zu erwarten, dass Investitionen in Fonds und Beteiligungen nachhaltig versiegen, da zum einen Diversifikation in den letzten Jahren gut funktioniert hat – so lieferten Immobilien und Private Equity 2022 als fast einzige Asset-Klassen positive Beiträge – und da zum anderen das aktuelle Zinsniveau risikoloser Anleihen noch deutlich unterhalb der Inflation liegt und nicht für die Zielerreichung aller Investorengruppen ausreichend ist.

Die Gesamtrentenquote inklusive Rentenfonds und Hypothekendarlehen hat 2022 flächendeckend weiter abgenommen. Sie beträgt bei Lebens- und Krankenversicherungen rund 78 Prozent sowie bei Betriebspensionskassen knapp 65 Prozent und bei Versorgungswerken gut 40 Prozent.

Aktien verlieren 2022 an Gewicht und werden teilweise stiefmütterlich behandelt

Im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 sank die Aktienquote der meisten Kapitalsammelstellen deutlich und wurde nur langsam und individuell wieder angehoben. Zahlreiche Investoren haben ihr Vorkrisenniveau nie wieder erreicht. Das lag wohl auch an der während der Finanz-, Euro-, Corona- und Ukraine Krise immer wieder erfahrenen hohen Volatilität. Nachdem die Quoten in den vergangenen Jahren aber

insgesamt leicht gestiegen waren und Ende 2021 bei vielen Investoren einen Höchststand seit der Finanzkrise erreicht hatten, nahm das Aktien-Exposure 2022 bei den meisten Investoren ab.

Die höchste Aktienquote fahren Corporates, deren Exposure sich in den letzten Jahren in einem Korridor von 20 bis 25 Prozent bewegt hat. Ende 2022 lag die Quote bei rund 21 Prozent (-3 Prozent gegenüber dem Vorjahr). Versorgungswerke haben ihre Aktienquote in den letzten Jahren deutlich auf fast 20 Prozent angehoben, 2022 ist sie erkennbar gesunken. Betriebspensionskassen hatten Ende 2022 ein Exposure von gut 10 Prozent (-1 Prozent). Die Aktienquote der Lebensversicherungen ist 2022 von rund 6 auf gut 5 Prozent gesunken.

Insgesamt konnten Aktien in den vergangenen Jahren nicht so stark vom Abbau der Rentenanlagen profitieren wie andere Asset-Klassen. Vielmehr nimmt die Zahl der Investoren zu, die Aktien in ihrer Asset Allocation nicht berücksichtigen. So hatte Ende 2022 jede vierte Lebensversicherungsgesellschaft kein nennenswertes Aktien-Exposure (< 1 Prozent). Das Gleiche gilt für einzelne Vertreter anderer Investorengruppen wie zum Beispiel für die von Pensionskassen. Viele dieser Investoren haben stattdessen in den vergangenen Jahren ihre

Immobilien- oder ihre Alternatives-Quote deutlich ausgebaut.

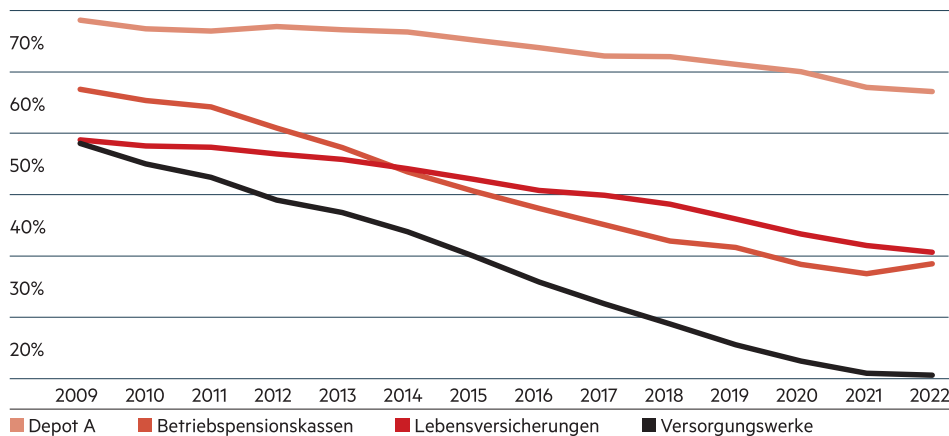
War 2022 das letzte Jahr steigender Immobilienquoten?

Der Ausbau der Immobilienquote fand in den letzten Jahren flächendeckend über alle Investorengruppen statt. In absoluten Zahlen ist allein das Bestandsvolumen bei Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen in den letzten fünf Jahren um fast 100 Milliarden Euro angestiegen.

Die höchste Quote hielten Ende 2022 Versorgungswerke mit rund 23 Prozent. Einige Werke stoßen an regulatorische Grenzen. Auch zahlreiche kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen und Stiftungen haben Immobilienquoten von 15 bis 20 Prozent. Betriebspensionskassen haben die Quote in den letzten Jahren auf rund 13 Prozent ausgeweitet. Lebensversicherungen haben inzwischen eine Quote von rund 8 Prozent.

Allerdings hat sich der Zuwachs im Immobilienbereich 2022 abgeflacht. Die Quoten stiegen zwar aufgrund erheblicher offener Zeichnungszusagen von Immobilienfonds weiter deutlich, das Neuzeichnungsvolumen ging aber merklich zurück (siehe auch Alternatives). Insbesondere Investoren mit einem hohen Bestand haben teilweise das Problem überschüssender

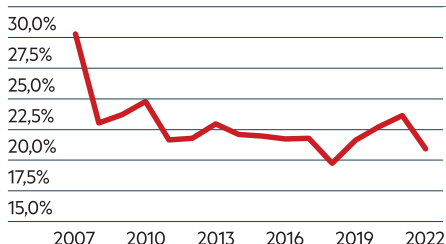
Abschmelzen der Rentendirektanlage



Quelle: GAC, Bankenstatistik, Geschäftsberichte Pensionskassen, Lebensversicherungen, Versorgungswerke

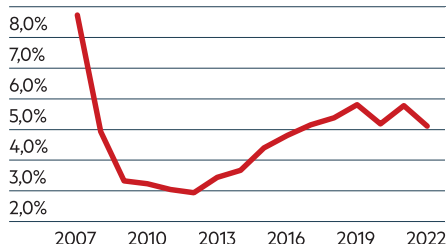


Aktienquote Corporates



Quelle: GAC, Geschäftsberichte Lebensversicherungen und DAX-/MDAX-Unternehmen

Aktienquote LV



Quelle: GAC, Geschäftsberichte Lebensversicherungen und DAX-/MDAX-Unternehmen

Quoten, da Immobilien 2022 größtenteils (noch) nicht abwerteten, während hingegen Renten und Aktien erhebliche Wertverluste hinnehmen mussten.

Der Ausbau der Alternatives geht (zunächst) ungebremsst weiter

Auch der Ausbau illiquider Alternatives erfolgte flächendeckend. Bei zahlreichen Investoren ist die Allokation bereits höher als für Immobilien. Nachdem in den letzten Jahren vor allem Private Equity und Infrastruktur stark ausgebaut worden waren, gewannen zuletzt insbesondere Private Debt Investments an Bedeutung. Bei Versorgungswerken liegt die Quote bereits bei 17 Prozent, Betriebspensionskassen weisen rund 10 Prozent, Lebens- und Krankenversicherungen rund 8 Prozent auf.

Aufgrund der hohen Investitionstätigkeit der letzten Jahre bei illiquiden Anlagen haben viele Investoren ein erhebliches Volumen an noch nicht erfüllten Zeichnungszusagen. Den Verlauf dieser offenen Commitments bei Immobilien und Alternatives haben wir am Beispiel von Krankenversicherungsunternehmen (KVU) untersucht. Ende 2022 konnten wir bei KVU offene Zahlungsverpflichtungen von rund 12 Milliarden Euro identifizieren. Das sind rund 3,5 Prozent der gesamten Kapitalanlagen aller KVU oder fast ein Viertel des Bestandes an Immobilien und Alternatives.

Das jeweils zum Jahresende vorliegende ausstehende Zusagevolumen hat sich seit Ende 2018 in etwa verdoppelt, ist aber im Jahr 2022 nur noch leicht angewachsen.

Die Neuzeichnungsaktivitäten haben 2022 abgenommen, sind jedoch nicht zum Erliegen gekommen. Bei der Interpretation der Zahlen ist zu berücksichtigen, dass es sich um eine Stichtagsbetrachtung handelt und dass der Verlauf stark vom Investitionsfortschritt und dem damit einhergehenden Abruftempo der Zielfonds abhängt. Zudem wird sicherlich nicht das ganze Volumen liquiditätswirksam, auch weil zum Beispiel bei Private-Equity-Fonds häufig Abrufe mit ersten Rückflüssen verrechnet werden.

2022 – ein Jahr stark streuender Performance

Die Performance institutioneller Investoren wird häufig in Form der Nettoverzinsung ausgedrückt. Sie beinhaltet ordentliche und außerordentliche Kapitalanlageerträge bzw. -aufwendungen, ist aber aufgrund ihrer Buchwertorientierung – zumindest kurzfristig – durch Bildung oder Aufdeckung stiller Reserven gut steuerbar und infolgedessen über die Laufzeit weniger volatil.

Trotz des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes konnten Lebensversicherer in den Jahren 2012 bis 2017 durchschnittlich Nettorenditen von über 4 Prozent aus-

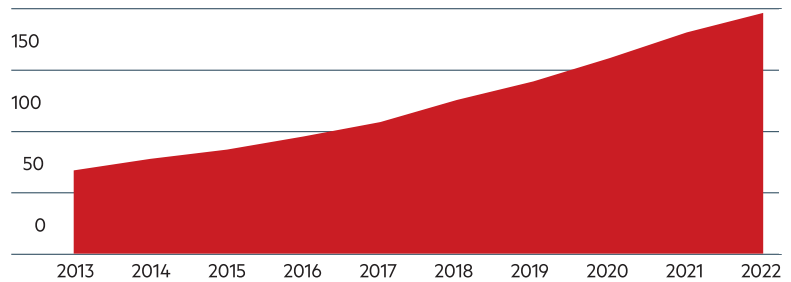
weisen. Dies lag vor allem an der Aufdeckung stiller Reserven zur Finanzierung der Zinszusatzreserve. Aufgrund der Anpassung der Berechnungsmethode zur Bildung der Reserve schwächte sich dieser Effekt 2018 ab, und die Nettoverzinsung lag in den Folgejahren deutlich unter der 4-Prozent-Marke. Für 2022 lag der Wert für Lebensversicherungsunternehmen mit knapp 2,2 Prozent deutlich unter dem Mehrjahresdurchschnitt, wobei die Werte je nach Gesellschaft von 0,3 bis 3,7 Prozent reichten. Krankenversicherungsunternehmen und Pensionskassen erzielten ein Ergebnis auf ähnlichem Niveau, wobei bei Letzteren die Schwankung mit Werten von -4,8 Prozent bis 6,4 Prozent deutlich ausgeprägter war. Versorgungswerke weisen auf der Basis bisher vorliegender Daten im Schnitt etwas über 3 Prozent aus.

Die weite Spreizung der 2022 erzielten Anlageergebnisse wird erst bei Einbezug der Marktwerte deutlich. Erst dann kommt die unterschiedliche Asset Allocation zum Tragen und ist ein Vergleich mit Marktindizes sinnvoll.

Klassische Lebensversicherungen (KLV) erzielten mit -21 Prozent im Jahr 2022 das schlechteste Ergebnis seit dem Beginn unserer Beobachtung, also seit 2006. Bei ihnen ist auch die Spreizung mit Ergebnissen von -37,7 Prozent bis +0,3 Prozent am weitesten. Die fondsgebundene Sparte (FLV) hat mit rund -15 Prozent im vergangenen Jahr besser abgeschnitten. Auch Krankenversicherungen (Median: -17 Prozent) weisen für das Jahr 2022 leicht bessere Ergebnisse aus.

Ein deutlich besseres Ergebnis haben im Schnitt Betriebspensionskassen erzielt (Median: -10 Prozent). Auch hier ist die Spreizung mit Ausprägungen von -34,8 bis +1,5 Prozent erheblich. Auf der Basis aggregierter Angaben der Bayerischen Versorgungskammer sowie des ausgewiesenen Ergebnisses einer Einzelgesellschaft der Oberbehörde hat der größte Vermögensverwalter außerhalb des Versicherungsbereichs mit rund -3 Prozent erheblich besser abgeschnitten.

Immobilienbestand Versicherungen/PK/VW (in Mrd. Euro)

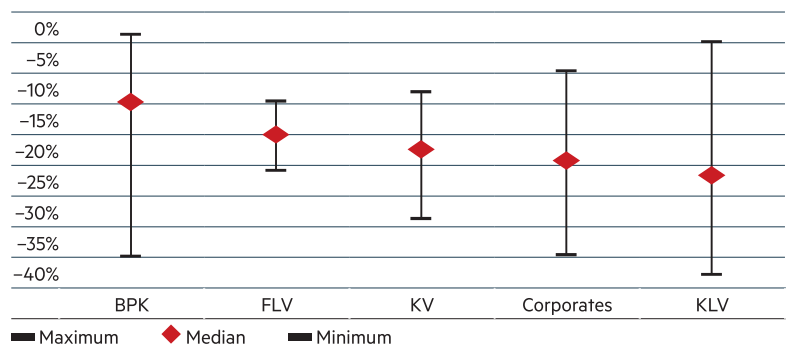


Quelle: Geschäftsberichte Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke; Buchwerte

Fazit

2022 war ein sehr schwieriges Anlagejahr mit deutlich gesunkener Nettoverzinsung und teilweise historisch niedrigen Marktwertrenditen. Die schnelle Zinswende führte bei zahlreichen Investoren zum Ausweis erheblicher stiller Lasten im Bond-Bereich, die letztlich nur vorübergehender Natur sind, aber die Bestände in diesem Bereich bis zum Auslaufen wohl teilweise festfrieren. Gleichzeitig führte die Umkehr am Zinsmarkt zu einer Abschwächung der anhaltenden Anlagetrends der letzten Jahre, die sich je nach Investorengruppe und individuellem Investor in den Zahlen für 2023 wohl noch deutlicher zeigen wird. ●

Marktwertrendite 2022



Quelle: GAC, Geschäftsberichte Pensionskassen, Versicherungen, DAX-/MDAX-Unternehmen