

# Drei Billionen Euro auf der Suche nach Rendite

Viele Institutionelle vermeiden die Wiederanlage auslaufender Titel in die Rentendirektanlage. Die schleichende Transition führt zu einer deutlich veränderten Asset Allocation – nicht immer aus voller Überzeugung, berichtet **Manfred Mönch**.

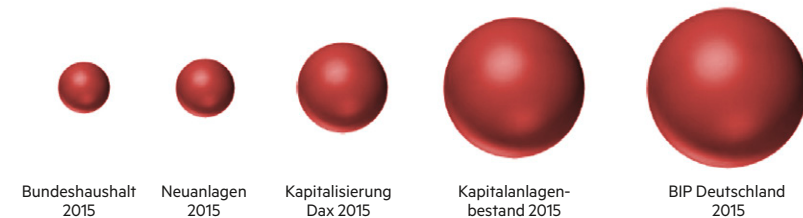
**O**bwohl die kapitalgedeckten Altersvorsorgesysteme hinsichtlich des Wachstums ihrer Teilnehmer teilweise schwächeln, erhöht sich das Anlagevolumen institutioneller Investoren kontinuierlich. In den letzten fünf Jahren um 500 Milliarden Euro. Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, Versorgungswerke, die Planvermögen der Corporates sowie kom-

munale und kirchliche Versorgungseinrichtungen wiesen Ende 2015 ein Anlagekapital zu Buchwerten von über 2,3 Billionen Euro aus (Marktwert 2,6). Die genannten Kapital-sammelstellen könnten damit für acht Jahre den Bundeshaushalt bestreiten oder fast dreimal alle Unternehmen des DAX erwerben. Stiftungen oder Family Offices sind darin noch nicht enthalten.

Doch das Kapital der Einrichtungen wächst unterschiedlich dynamisch. Während Lebensversicherungsgesellschaften in den letzten 10 Jahren ihr Kapital nur um knapp 40 Prozent ausweiten konnten, haben Versorgungswerke ihr Vermögen fast verdoppelt. Innerhalb der Versicherungen weisen Krankenversicherungsgesellschaften ein hohes Wachstum aus, ebenso wie Corporates und Pensionskassen. Deutlich an Kapital hinzugewonnen haben seit der Systemumstellung in 2001 auch kirchliche und kommunale Versorgungseinrichtungen.

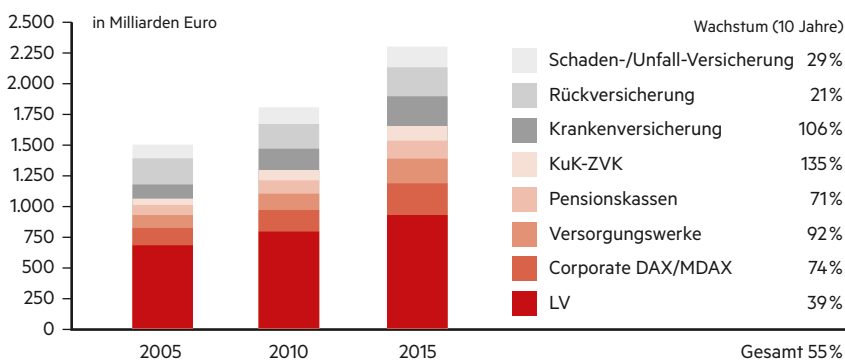
Das Neuanlagevolumen betrug allein in 2015 rund 400 Milliarden Euro. Darin sind zwar auch gezielte Umschichtungen zur Hebung stiller Reserven insbesondere von Lebensversicherungsgesellschaften enthalten, aber auch ohne diesen Effekt wurden wohl mehr als 300 Milliarden Euro neu veranlagt.

**Abb. 1: Einordnung der Größe der Kapitalanlagen und des jährlichen Neuanlagevolumens**



Quelle: BMF, www.statista.com, Börse Frankfurt, Gesellschaft für Analyse und Consulting (GAC)

**Abb. 2: Kapitalanlagen deutscher institutioneller Investoren**



Quelle: GAC, BaFin, GDV, ABV, aba, AKA; ohne Pensionsfonds (32 Mrd. Euro, teilweise in Corporates enthalten) und Stiftungen

## Die schleichende Transition der Asset Allocation

Im vorherrschenden Niedrigzinsumfeld befindet sich die Asset Allocation vieler institutioneller Investoren in einem kontinuierlichen Transitionsprozess – je nach Investorengruppe und individuellem Investor mit unterschiedlicher Intensität und Geschwindigkeit. Regulatorische Rahmenbedingungen sowie die Ausgestaltung der Leistungsverpflichtungen spielen dabei eine wichtige Rolle. Während Le-

KEY FACTS

- **Der Kapitalanlagenbestand institutioneller Investoren in Deutschland wächst jährlich um mehr als 100 Milliarden Euro, das Neuanlagevolumen beträgt das 3-4-fache davon.**
- Die Asset Allocation der Kapitalsammelstellen befindet sich in einem schleichenden Transitionsprozess, der sich zuletzt beschleunigt hat; die Rentendirektanlage wird bei der Wiederanlage häufig vermieden; Rentenfonds, Immobilien und Alternatives wurden in den letzten Jahren deutlich ausgebaut.
- **Die erzielten Renditen der letzten Jahre sind stark vom sinkenden Zinsumfeld überlagert und werden von einer hohen Bondquote mit langer Duration begünstigt; die angepasste Asset Allocation drückt sich noch nicht in signifikanten Performanceunterschieden aus.**

bensversicherungsgesellschaften von ihren Garantieverpflichtungen eingeschränkt werden, haben Corporates bei der Anlage ihres Planvermögens weitgehende Freiheiten. Versorgungswerke bewegen sich mit dem wichtigen aber gestaltbaren Rechnungszins ebenso wie Pensionskassen, die bei leistungsorientierten Plänen gegebenenfalls auf ihre Träger zurückgreifen können, zwischen den Polen.

*Direkte Rentenanlage bald nur noch als Beimischung? (Abbildung 3)*

Doch alle Investoren leiden unter dem Niedrigzins. Während noch vor einigen Jahren der risikolose Zins (soweit es ihn noch gibt) ausreichte um den Geschäftsplan zu erfüllen, stellen auslaufende festverzinsliche Anlagen die Portfoliomanager heute vor das Problem deutlich geringerer Wiederanlagezinsen. Zahlreiche Investoren scheuen regelrecht die Rentendirektanlage. So schreibt die größte Pensionskasse, dass „im klassischen zinstragenden Direktbestand mangels hinreichender Renditen lediglich vereinzelt zielführende Neuinvestment vorgenommen werden konnten“. Bei dem größten Versorgungswerk stand

das Anlagejahr 2015 unter dem Motto „die Rentendirektanlage weitestgehend vermeiden“. Das hat den Anschein einer „alternativen“ Anpassung der Asset Allocation rein unter Renditegesichtspunkten.

In der Tat hat die Bedeutung der Rentendirektanlage innerhalb der Gesamtveranlagung in den letzten Jahren deutlich abgenommen. Selbst bei den konservativ agierenden Lebensversicherungsgesellschaften hat die Allokation seit der Finanzkrise um rund 8 Prozentpunkte abgenommen. Das bedeutet eine Ausweitung der indirekten Anlagen um über 100 Milliarden Euro. Deutlich schneller verlief die Entwicklung bei Pensionskassen. Während die von Lebensversicherungsgesellschaften Anfang des Jahrtausends gegründeten Wettbewerbs-Pensionskassen weiterhin sehr statisch veranlagen, ist bei den Betriebs-Pensionskassen die Rentendirektanlage um ein Viertel gesunken und macht noch rund die Hälfte der Gesamtallokation aus. Am dynamischsten verläuft die Entwicklung bei Versorgungswerken. Hier beträgt die Rentendirektquote nur noch etwas mehr als 40 Prozent, auch wenn hier für 2015

„Zahlreiche Investoren scheuen regelrecht die Rentendirektanlage.“

**1/1 ANZEIGE**

noch nicht alle Daten vorliegen. Obwohl einige Investoren auch in externen Vehikeln Rentendirektbestände steuern ist der Trend klar und in den letzten Jahren sind so mehr als 250 Milliarden Euro in indirekte Anlagen geflossen.

Doch auch innerhalb der Direktanlage von Renten kommt es zu erheblichen Verschiebungen. Tendenziell hat die Qualität abgenommen während die Duration erhöht wurde. Hypotheken, Ausreichungen an Kreditinstitute und vor allem Pfandbriefe haben deutlich abgenommen. Zugelegt haben Inhaberschuldverschreibungen mit Staats- und Unternehmensanleihen.

*Wie weit kann der Anteil von Renten-Sub-Asset-Klassen noch ausgebaut werden?* (Abbildung 4)

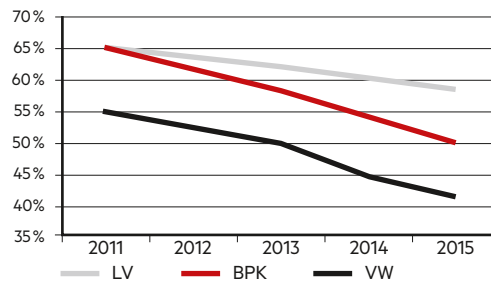
Der Abbau der Rentendirektanlage bedeutet nicht, dass die Rentenquote insgesamt in diesem Maße abgenommen hat. Viele Kapitalsammelstellen haben zunächst die indirekte Anlage über Rentenfonds ausgebaut. So fahren Lebensversicherungsgesellschaften im Mittel immer noch eine Rentenquote von über 85 Prozent, allerdings inzwischen fast ein Drittel über Rentenfonds. Auch Pensionskassen haben Rentenfonds deutlich ausgebaut. Meist geht damit eine zusätzliche Diversifizierung über Unternehmensanleihen, hochverzinsliche Rentenanlagen, Anleihen aus Schwellenländern oder Wandelanleihen einher.

Doch der Ausbau des Rentenbereichs über Sub-Asset-Klassen wie High Yield- oder Emerging Market-Anleihen wird bei einigen Investoren an seine Grenzen stoßen, denn einzelne Investments reagieren im Krisenmodus hinsichtlich Volatilität und Draw-down eher wie Aktieninvestments.

*Wieviel Volatilität verträgt das Portfolio?* (Abbildung 5)

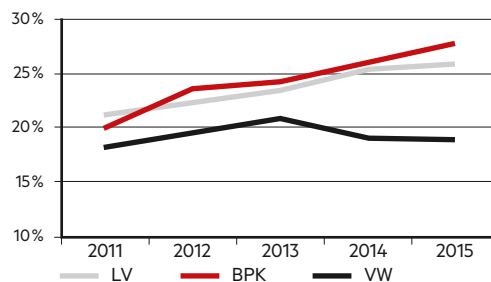
Aktien konnten nicht in vollem Umfang vom Rückgang der Rentendirektanlage profitieren. So weisen Lebensversicherungsgesellschaften Ende 2015 eine Quote von nur gut 4 Prozent aus, was zwar fast eine Verdoppelung des Wertes von 2009 darstellt, aber immer noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau von über 8 Prozent liegt. Die GAC konnte nur zwei größere Gesellschaften identifizieren, die Ende 2015 eine Aktienquote von mindestens 10 Prozent hielten. Nahezu alle Investorengruppen haben die Aktienquote, mit der sie in 2007/2008 in die Finanzkrise gegangen sind, nicht wieder erreicht. Sie mussten – im

**Abb. 3: Abbau der direkten Rentenanlagen**



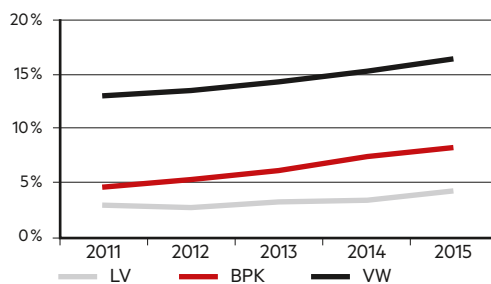
Quelle: GAC, BaFin, GDV, Geschäftsberichte der Kapitalsammelstellen

**Abb. 4: Aufbau der indirekten Rentenanlagen**



Quelle: GAC, BaFin, GDV, Geschäftsberichte der Kapitalsammelstellen

**Abb. 5: Aufbau der Aktienquote**



Quelle: GAC, BaFin, GDV, Geschäftsberichte der Kapitalsammelstellen

„Das hat den Anschein einer ‚alternativlosen‘ Anpassung der Asset Allocation rein unter Renditegesichtspunkten.“

Mittel – also „Timingverluste“ hinnehmen. Ein diszipliniertes Rebalancing, mit dem man gut durch die Krise kam, wurde nur vereinzelt umgesetzt. Regulatorische Einschränkungen und Zwänge aus dem Geschäftsplan erschwerten sicherlich die Handlungsfähigkeit.

Betriebs-Pensionskassen wiesen Ende 2015 im Mittel eine Aktienquote von gut 8 Prozent aus, nahezu jede Vierte hält über 10 Prozent. Bei Versorgungswerken ist das Aktienexposure deutlich höher. Hier haben zwei Drittel

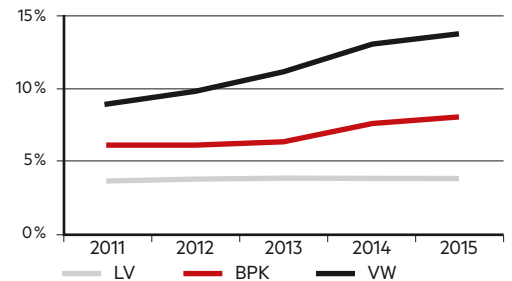
„Ein Großteil des neu anzulegenden Kapitals stammt von auslaufenden festverzinslichen Anlagen. Gerne suchen Investoren Wiederanlagemöglichkeiten mit einem ähnlichen Profil.“

der Werke eine Quote über 10 Prozent, fast die Hälfte davon über 20 Prozent. Die höchste Aktienquote haben die Planvermögen der Corporates aus dem DAX: Sie sind mit Quoten von durchschnittlich 30 bis 40 Prozent in die Finanzkrise gegangen und halten seitdem zwischen 20 und 25 Prozent, wobei Ende 2015 weniger als ein Drittel unter 20 Prozent hält.

*Wieviel Illiquidität verträgt das Portfolio?*  
Ein Großteil des neu anzulegenden Kapitals stammt von auslaufenden festverzinslichen Anlagen. Gerne suchen Investoren Wiederanlagemöglichkeiten mit einem ähnlichen Profil. Immobilien, Infrastrukturanlagen oder Absolut Return-Strategien versprechen kontinuierliche Ergebnisse bei geringer Volatilität.

*Wie weit können Immobilienquoten ausgeweitet werden? (Abbildung 6)*  
Deutsche Institutionelle sind traditionell Immobilieninvestoren. Zwischenzeitlich

**Abb. 6: Aufbau der Immobilienquote**

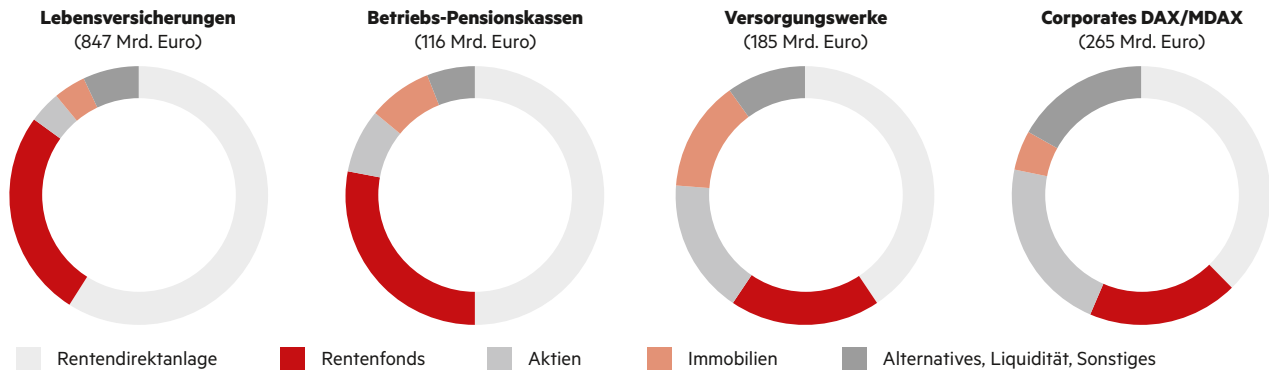


Quelle: GAC, BaFin, GDV, Geschäftsberichte der Kapitalsammelstellen

waren Immobilien ein wenig aus dem Fokus gerückt. So sank die Immobilienquote von Lebensversicherungen von gut fünf Prozent Anfang des Jahrtausends auf unter drei Prozent. Seit der Finanzkrise haben Immobilien wieder an Bedeutung gewonnen. Am deutlichsten macht sich das wieder bei

**1/2 ANZEIGE**

Abb. 7: Asset Allocation institutioneller Investorengruppen Ende 2015



Quelle: GAC, BaFin, GDV, Geschäftsberichte der Kapitalsammelstellen

Versorgungswerken bemerkbar, der Immobilienanteil ist hier deutlich im zweistelligen Bereich. Nur jedes fünfte Werk hat einen Immobilienanteil unterhalb von 10 Prozent, ebenfalls ein Fünftel der Werke weist eine Quote von über 20 Prozent aus. Auch bei Betriebs-Pensionskassen ist der Anteil zuletzt deutlich auf über 8 Prozent angestiegen. Hier hat fast jede zweite Kasse eine Quote von über 10 Prozent. Lediglich bei Lebensversicherungen ist die Quote nur leicht auf knapp vier Prozent gestiegen.

Ausgeweitet wurde vor allem die indirekte Immobilienanlage. Da Investoren über die Direktanlage meist einen starken Fokus auf Deutschland und häufig sogar auf das unmittelbare regionale Umfeld hatten, ist die Anlage über Fonds eine gute Diversifikationsmöglichkeit über Investitionsstile und Regionen. Die GAC hat inzwischen über 100 Immobilienfonds in den Portfolios institutioneller Investoren identifiziert. Die tatsächliche Zahl dürfte deutlich darüber liegen. Insbesondere sehr große Kapitalsammelstellen tun sich aufgrund ihrer Anlagevolumina häufig schwer die Allokation in Immobilien nennenswert zu erhöhen. Sie vergeben mitunter Mandate an weltweit agierende Immobilienmakler für den globalen Objekterwerb.

Teilweise stoßen Investoren mit Quoten von über 20 Prozent langsam an Grenzen. Letztendlich handelt es sich um eine Asset-Klasse mit eingeschränkter Liquidität. Zudem sind die Einstiegspreise auf einem hohen Niveau und drohen bei einer Zinswende zumindest teilweise zurückzukommen. Vergessen werden darf auch nicht, dass die Erfahrungen mit Immobilien nicht über alle Zyklen gut waren. So sind Wohnimmobilienpreise in Deutschland

„Ausgeweitet wurde vor allem die indirekte Immobilienanlage.“

von Mitte der 1990er Jahren bis zur Finanzkrise real teilweise gefallen. Erst seit 2010 sind deutliche Wertsteigerungen erkennbar, die in den letzten Jahren allerdings sehr attraktiv waren. Bei europäischen Gewerbeimmobilien kam es während der Finanzkrise teilweise zu erheblichen Abschreibungen.

#### Alternatives bald in allen Portfolios?

Um angesichts des Niedrigzinsumfeldes die versprochenen Leistungen erfüllen zu können identifizieren viele Kapitalsammelstellen neue Renditequellen und erschließen zusätzliche Asset-Klassen. Bereits seit mehr als 10 Jahren allerdings sind einige Investoren in Unternehmensbeteiligungen investiert. Eine direkte Investition ist sowohl in der Anbahnung als auch in der Verwaltung aufwendig. Die Investition erfolgt deshalb über Private-Equity-Fonds, aufgrund des großen Investmentuniversums häufig über Dachfonds. Rund die Hälfte der Betriebs-Pensionskassen und zwei Drittel der Versorgungswerke mit einem Anlagekapital von mindestens einer Milliarde Euro sind in dieser Asset-Klasse engagiert. Die Quoten liegen im Mittel bei 2-3 Prozent und reichen bis 9 Prozent. Versicherungsgesellschaften weisen im Mittel eine Allokation von knapp 1 Prozent aus.

Die Asset-Klasse Infrastruktur ist noch jung, die ersten Investments wurden meist in den letzten 5 Jahren getätigt. Die Verbreitung ist aber bereits hoch: Mehr als die Hälfte der Betriebs-Pensionskassen hat bereits investiert, bei Versorgungswerke finden sich nur noch wenige ohne Exposure. Viele Investoren haben den Einstieg über Erneuerbare Energien vorgenommen. Das Investitionsvolumen ist allerdings häufig noch gering, da Zusage erst

**Abb. 8: Marktwertrendite institutioneller Investorengruppen**

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	3 Jahre	5 Jahre	8 Jahre
<b>Lebensversicherungen</b>											
Min	-1,77%	8,30%	-2,07%	7,62%	0,21%	1,68%	3,25%	-1,73%	3,3%	4,9%	4,7%
Mittelwert	0,78%	12,86%	0,99%	11,00%	5,27%	4,68%	5,86%	3,86%	4,9%	6,2%	5,7%
Median	0,65%	12,32%	0,89%	10,81%	5,00%	4,87%	5,78%	3,65%	4,9%	6,1%	5,6%
Max	2,73%	20,01%	5,42%	16,68%	8,96%	7,25%	9,02%	9,99%	6,3%	8,0%	6,8%
<b>Betriebs-Pensionskassen</b>											
Min	-1,82%	3,57%	-1,47%	4,76%	-2,11%	1,87%	3,67%	-17,34%	1,6%	3,0%	3,1%
Mittelwert	1,14%	9,70%	1,78%	9,70%	4,15%	4,61%	7,46%	0,61%	4,2%	5,3%	4,9%
Median	0,85%	8,81%	1,40%	9,30%	4,56%	4,38%	6,69%	3,17%	4,6%	5,2%	4,8%
Max	6,98%	17,01%	6,14%	15,54%	10,66%	8,75%	16,03%	10,64%	6,9%	7,3%	7,2%
<b>Corporates DAX/MDAX</b>											
Min	-10,16%	2,82%	-0,01%	2,29%	-2,69%	4,53%	-5,22%	-25,70%	1,7%	3,6%	1,6%
Mittelwert	0,42%	10,63%	4,46%	9,27%	3,99%	7,89%	8,59%	-8,43%	5,2%	5,7%	4,5%
Median	0,93%	9,08%	4,90%	9,28%	3,75%	7,61%	8,41%	-9,28%	5,0%	5,7%	4,4%
Max	6,92%	25,08%	9,52%	14,94%	14,33%	13,26%	19,26%	5,16%	8,2%	8,9%	6,7%

Quelle: Geschäftsberichte der Kapitalsammelstellen, Berechnungen GAC, nur Einrichtungen mit einem Mindestkapital von 500 Mio. Euro.

„Commodities spielen in der Asset Allocation keine bedeutende Rolle. Auch Hedgefonds haben sich bei nur wenigen institutionellen Investoren durchsetzen können. Die Vielfalt an Real Assets ist allerdings groß.“

über Kapitalabrufe in den Folgejahren ihren Niederschlag finden.

Commodities spielen in der Asset Allocation keine bedeutende Rolle. Auch Hedgefonds haben sich nur bei wenigen institutionellen Investoren durchsetzen können. Die Vielfalt an Real Assets ist allerdings groß. Einzelne Investoren haben bereits vor einigen Jahren begonnen in Timber (Waldbestände) zu investieren. Aktuell wurde ein Flugzeugfonds mit 400 Millionen Euro Eigenkapital von sechs Versicherungsgruppen, zwei Pensionskassen und zwei Versorgungswerken geschlossen. Auch kleinere Investoren investieren zunehmend in Alternatives.

*Wirkt sich die Anpassung der Asset Allocation bereits auf die Performance aus? (Abbildung 8)*

Als Maßstab für den Anlageerfolg wird häufig die Nettoverzinsung herangezogen. Sie beinhaltet ordentliche und außerordentliche Kapitalerträge (einschließlich Gewinne aus dem Abgang von Kapitalanlagen) sowie Aufwendungen für die Verwaltung der Kapitalanlagen, Abschreibungen und Verluste aus deren Abgang. Die Kennzahl beruht auf Buchwerten und ist – zumindest kurzfristig – durch Bildung oder Aufdeckung stiller Reserven beeinflussbar. So weisen insbesondere Lebensversicherungsgesellschaften seit 2012 relativ hohe Werte von rund 4,5 Prozent p.a. aus, da sie zur Finanzierung der Zinszusatzreserve stille Reserven aufdecken (müssen). Für einen Vergleich besser geeignet ist die Marktwertrendite, die auf Marktwerten be-

ruht und weniger durch Bilanzpolitik beeinflussbar ist. Die Schwankung der jährlichen Ergebnisse nimmt zu, da ein Ausgleich durch Bildung und Auflösung stiller Reserven nicht möglich ist. Zugleich nimmt die Spreizung zwischen den Investoren aufgrund der unterschiedlichen Asset Allocation und Duration des Bondportfolios zu.

Im 8-Jahreszeitraum seit 2008 konnten Lebensversicherungsgesellschaften durchschnittlich die beste Marktwertrendite erzielen. Allerdings ist das auch dem betrachteten Zeitraum geschuldet, der von massiven Zinssenkungen und damit einhergehenden Kursgewinnen bei Bonds geprägt war. Dies verdeutlicht auch der Zickzack-Kurs der Renditen seit 2012, bei dem – geprägt von der Zinsentwicklung – ein gutes Jahr stets von einem eher schlechten Jahr gefolgt wurde und der bei Lebensversicherungsgesellschaften besonders ausgeprägt ist.

Bei Corporates ist die Spreizung innerhalb der Investorengruppe am größten. Sie schneiden im 8-Jahreszeitraum schlechter ab, da sie mit einer hohen Aktiengewichtung in die Krise gegangen sind und in 2008 häufig erhebliche Verluste hinnehmen mussten. Bei Ausweitung des Zeitraums auf gute vorherige Aktienjahre würde sich das Bild ggfs. ändern. In der 3-Jahresbetrachtung liegen die Planvermögen der Corporates vorne.

Die breitere Diversifikation wirkt sich bislang nicht klar auf die Ergebnisse aus. Die Performance ist noch stark vom gesunkenen Zinsniveau überlagert. Allerdings sind die Kursgewinne am Bondmarkt in den nächsten Jahren kaum zu wiederholen. ●