

Institutionelle Kapitalanlage stabiler als gefühlt

Nach der langanhaltenden Niedrigzinsphase und den anschließenden Verwerfungen aufgrund der rasanten Zinswende war 2023 eher ein ruhigeres und konsistentes Anlagejahr. Die Trends der letzten Jahre sind hingegen gebrochen oder haben sich zumindest verlangsamt. Das Comeback der Zinsanlagen macht sich in der Allokation deutscher Institutioneller bislang weniger stark bemerkbar als erwartet, wie **Manfred Mönch** berichtet.



Foto: Pascal M. - stock.adobe.com

Das Wachstum des Kapitalanlagevolumens aller institutionellen Investoren in Deutschland fiel 2023 zu Buchwerten schwächer aus als in den Vorjahren. Während die Kapitalanlagen im Schnitt der letzten Jahre um rund 100 Milliarden Euro per annum zulegten, betrug das Wachstum 2023 nur etwa die Hälfte. Das lag an sinkenden Beständen bei der klassischen Lebensversicherung (-13 Milliarden Euro), wohingegen die fondsgebundene LV (+26), Krankenversicherungen (+14), Versorgungswerke (+13), Zusatzversorgungskassen (+10) und Pensionskassen (+6) weiterwuchsen. Da auch immer ein gewichtiger Anteil an Bestandsanlagen ausläuft oder umgeschichtet wird, betrug das gesamte Neuanlagevolumen 2023 mehr als eine Viertelbillion Euro.

Alle von der GAC GmbH getrackten Investorengruppen verwalten Ende 2023 insgesamt ein Vermögen von rund 3,7 Billionen Euro zu Buchwerten (siehe Grafik „Kapitalanlagen deutscher institutioneller Investoren“ auf Seite xx).

Versicherungen verkörpern mit gut 2 Billionen Euro mehr als die Hälfte des Gesamtvolumens. Corporates, Pensionskassen und Pensionsfonds zusammen sowie das Depot-A-Volumen der Sparkassen und Genossenschaftsbanken decken jeweils gut eine halbe Billion Euro ab. Versorgungswerke verwalten bald 300 Milliarden Euro und die kommunalen sowie kirchlichen Versorgungseinrichtungen rund 200 Milliarden Euro. Die sonstigen Investoren wie Stiftungen, Kirchen, SGB-Investoren und Organisationen sowie Verbände haben ein Volumen deutlich im dreistelligen Milliardenbereich.

Die Marktwerte der Assets konnten sich 2023 bei leicht sinkenden Zinsen und deutlich steigenden Aktienkursen gegenüber dem Vorjahr leicht erholen. Während das Gesamtanlagevolumen zu Marktwerten 2022 um rund eine halbe Billion Euro gesunken war, legten die Kapitalanlagen zu Marktwerten 2023 wieder zu. Lebensversicherungen (Krankenversicherungen) müssen zwar noch deutliche (geringfügige) stille Lasten ausweisen, bei den meisten Betriebs-Pensionskassen, Zusatzversorgungskassen und Versorgungswerken liegen hingegen insgesamt stille Bewertungsreserven vor.

Asset Allocation

Würde man alle veranlagten Assets der institutionellen Investorenlandschaft in Deutschland aggregieren, sähe die Allokation wie folgt aus: Insgesamt waren Ende 2023 knapp 70 Prozent der Gelder in Renten investiert, mehr als ein Drittel davon indirekt über Fonds. Die Aktienquote ist weiter unter 9 Prozent abgesunken. Immobilien machen 9 bis 10 Prozent aus und Alternatives fast 9 Prozent.

Auf Ebene der einzelnen Investorengruppen – und vor allem auch innerhalb der Gruppen – ist die Asset Allocation allerdings sehr unterschiedlich (siehe Grafik auf Seite xx). Die höchste Rentenquote – inklusive (Hypotheken-)Darlehen – haben

mit gut 76 Prozent weiterhin Lebensversicherungen. Allerdings ist auch deren Anteil während der Niedrigzinsphase gesunken. Vor allem Immobilien und Alternatives wurden deutlich ausgebaut – in den letzten zehn Jahren absolut um fast 150 Milliarden Euro. Das höchste Aktienexposure fahren Corporates. Am breitesten diversifiziert sind Versorgungswerke, deren Rentenquote gut 40 Prozent beträgt und gleichzeitig zu mehr als 40 Prozent in illiquiden Assets wie Immobilien und Alternatives allokiert sind. Ein ähnliches Bild sieht man bei einigen Investoren aus

dem Sektor der kommunalen und kirchlichen Versorgungsanstalten.

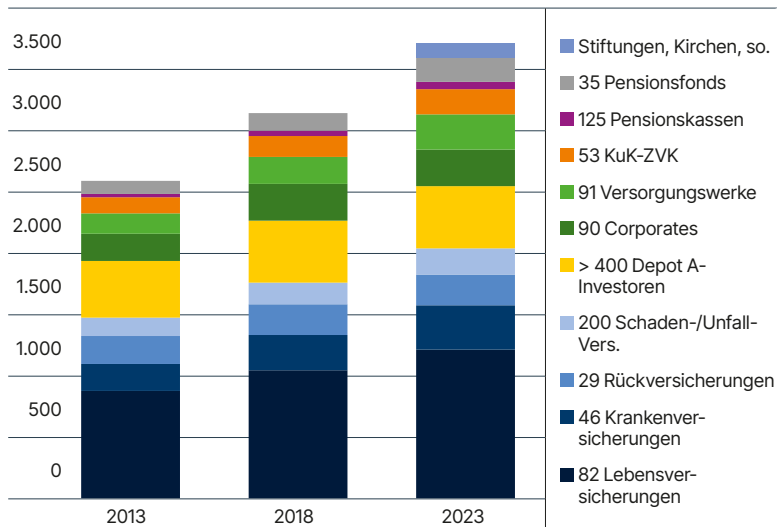
Rentenquote steigt leicht, Aktienquote sinkt, Immobilien bleibt konstant, Alternatives gewinnen an Gewicht

Die Trends in der Veranlagung der letzten Jahre setzten sich im Rahmen der Zinswende nicht weiter oder verlangsamt fort. Die Rentendirektanlage hat hingegen wieder an Bedeutung gewonnen. Am deutlichsten sichtbar wurde das bei den Versorgungswerken, die zuletzt auch die mit Abstand niedrigste Rentenquote

„Das Wachstum
des Kapitalanla-
gevolumens aller
institutionellen
Investoren in
Deutschland fiel
2023 zu Buchwerten
schwächer aus als
in den Vorjahren.“

MANFRED MÖNCH

Kapitalanlagen deutscher institutioneller Investoren



Quelle: GAC

aufwiesen. Nachdem das Exposure seit der Finanzkrise 2008/09 von rund 75 Prozent auf deutlich unter 40 Prozent Ende 2022 absank, war hier der Bedarf am größten, die Quote wieder anzuheben. Bei vielen Werken lag 2023 der Fokus auf dem Aufbau der Rentenquote, die so wieder auf über 41 Prozent anstieg. Dabei lag der Schwerpunkt auf der Rentendirektanlage, während Rentenfonds nur leicht zulegten.

Bei den Corporates legte die gesamte Rentenquote von 47 auf 49 Prozent zu, bei den Betriebs-Pensionskassen um 1 Prozent auf fast 65 Prozent. Lebensversicherungen haben während der Niedrigzinsphase ihre Rentenquote um mehr als 10 Prozentpunkte abgesenkt. Insbesondere die Rentendirektanlage wurde von fast 60 Prozent um ein Drittel reduziert. 2023 haben auch Lebensversicherungen wieder mehr den Fokus auf die Rentendirektanlage gelegt. So wurden – anders als in den Vorjahren – wieder fast 60 Milliarden Euro in Direkt-Investments gesteckt. Da aber mehr als 70 Milliarden Euro an Bonds ausliefen oder verkauft wurden, sank die Quote dennoch leicht auf gut 39 Prozent. Auch die Gesamtrentenquote sank weiter leicht auf gut 76 Prozent.

Das Aktien-Exposure hat trotz sehr gutem Marktumfeld im zweiten Jahr in Folge bei zahlreichen Kapitalsammelstellen abgenommen. Das gilt allerdings nicht für Corporates, die seit der Finanzkrise eine relativ stabile Quote innerhalb des Korridors von 20 bis 25 Prozent fahren, 2023 blieb das Exposure konstant bei 22 Prozent. Weiter gesunken ist die Quote hingegen bei den Lebensversicherungen auf nur noch gut 4 Prozent Ende 2023, nachdem das Exposure vor zwei Jahren absolut noch um über ein Drittel höher ausfiel. Jedes dritte Lebensversicherungsunternehmen hat überhaupt kein Exposure (<1 Prozent), wir konnten nur drei Gesellschaften mit einer Quote von mindestens 10 Prozent identifizieren. Auch bei den Betriebs-Pensionskassen und Versorgungswerken ist die Aktienquote unter 10 Prozent und bzw. rund 16 Prozent spürbar gesunken.

In den Jahren der Niedrigzinsphase wurde die Immobilienquote flächendeckend über alle Investorengruppen hinweg massiv ausgebaut. In absoluten Zahlen ist allein das Bestandsvolumen bei Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen in fünf Jahren um fast 100 Milliarden Euro angestiegen. Das höchste Exposure weisen hier Versorgungswerke aus, deren Quote 2023 allerdings um fast 1 Prozentpunkt auf rund 23 Prozent abnahm. Das lag teilweise an notwendigen Abschreibungen, aber auch an einer Verwässerung der Quote, da Versorgungswerke stark wachen, Neuinvestitionen in Immobilien aber deutlich zurückgingen. Das Immobilien-Exposure bei Lebensversicherungen und Betriebs-Pensionskassen verblieb bei noch geringem absolutem Wachstum relativ konstant bei knapp 8 Prozent bzw. gut 13 Prozent.

Vom Rückgang der Rentenquote während der Niedrigzinsphase am stärksten profitieren konnten Alternatives. Auch hier erfolgte der Ausbau flächendeckend über alle Investorengruppen und nahezu allen Kapitalsammelstellen. Hier konnte das Gewicht auch 2023 noch weiter hinzugewinnen, was teilweise an dem Nachlauf durch offene Kapitalzusagen

lag, aber auch an weiter erfolgenden Neuinvestitionen zum Beispiel im Bereich Infrastruktur. Die höchste Quote haben hier wiederum Versorgungswerke mit inzwischen gut 18 Prozent, wobei der Bereich Private Equity hier das stärkste Gewicht hat. Bei den Lebensversicherungsunternehmen ist die Quote 2023 erstmals über die 10-Prozent-Marke gesprungen, wobei dort das größte Volumen im Sektor Private Debt liegt. Bei den Betriebs-Pensionskassen beträgt das Exposure rund 11 Prozent und war 2023 ebenfalls weiter steigend.

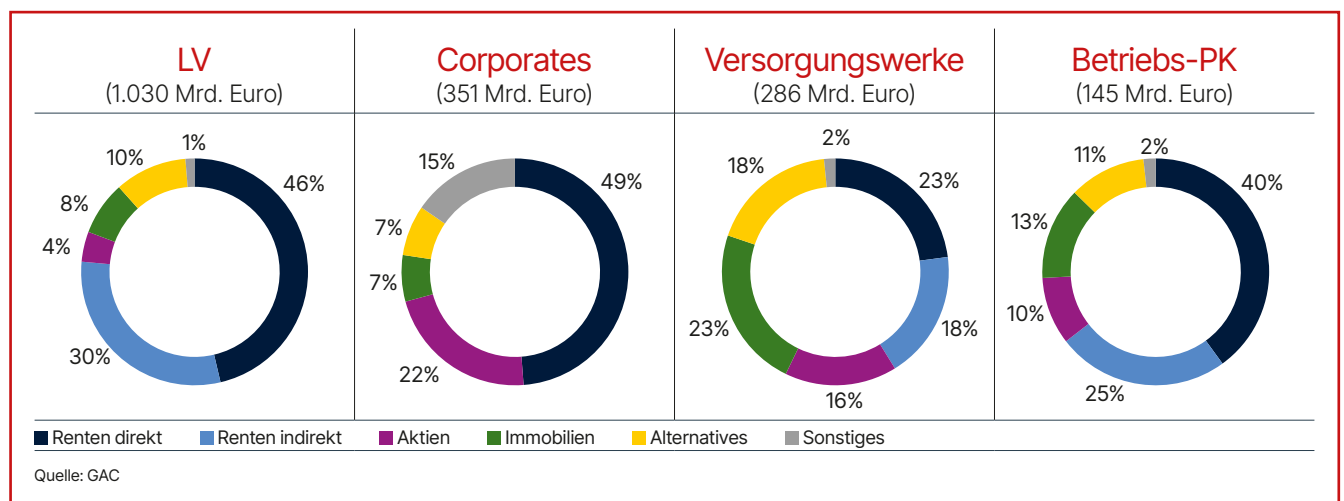
Außerhalb der Rentendirektanlage und der eigenen Immobilien-Investments bespielen die meisten Investoren darüber hinausgehende Asset-Klassen über externe Asset Manager. Eine Auswertung bei 30 der größeren Pensionskassen in der Schweiz ergab beispielhaft: Die Investoren setzen im Durchschnitt sechs Asset Manager auf der Bondseite ein, wobei zwei für Sub-Asset-Klassen – Emerging Market Bonds, High Yield, Convertibles – außerhalb der klassischen Staats- und Unternehmensanleihen zuständig waren. Auch auf der Aktienseite wurden im Schnitt sechs Asset Manager eingesetzt. Insgesamt konnten wir im Aktienbereich 51 verschiedene Asset Manager bzw. Fondsgesellschaften zählen. Im Bereich Private Equity waren es zum Beispiel 20, bei Infrastruktur sogar 30.

Verschiebung der Asset Allocation durch Run-off

In den vergangenen Jahren kam es insbesondere bei ausländischen Versicherungsgesellschaften zu Auslagerungen von Versicherungsbeständen an sogenannte Run-off-Gesellschaften. Die Anlageportfolien der Run-off-Gesellschaften werden über die Jahre weitgehend auf den Fixed-Income-Bereich ausgerichtet. Abgesehen von teilweise nennenswerten Volumina an Debt-Strukturen finden sich häufig fast ausschließlich Rentenanlagen. Immobilien und Aktien werden größtenteils abgebaut.

Aktuell sieht man das sehr schön an der Aufspaltung zweier Lebensversicherungsunternehmen zur Vorbereitung eines Teil-Run-offs. Bei der Ausgliederung der Teilbestände wurden überwiegend Rentenanlagen auf die neuen Gesellschaften übertragen. Nahezu alle illiquiden Assets sind bei den ursprünglichen Gesellschaften verblieben, wodurch deren Quoten für Immobilien und Alternatives in der Spitze auf über 30 Prozent anstiegen.

Bislang machen die Kapitalanlagen der Run Off-Gesellschaften etwa 5 Prozent der Gesamtanlagen im klassischen Lebensversicherungsbereich aus, mit den beiden angekündigten Transaktionen hätte sich das Volumen fast verdoppelt. Allerdings hat die BaFin die eine Transaktion nicht genehmigt und die andere wurde aufgrund „maßgeblicher Veränderungen an





den Finanzmärkten“ von den Beteiligten wieder abgesagt. Aufgrund der Zinswende scheint der Druck zur Ausgliederung von Lebensversicherungsbeständen auf die Gesellschaften abgenommen zu haben.

Performance

Wie wirkt sich die unterschiedliche Asset Allocation auf die Kapitalanlageergebnisse aus? Lohnt sich eine breitere Diversifikation, das eingegangene Risiko und der höhere Aufwand? In Deutschland wird die Performance meist als Nettoverzinsung veröffentlicht. Sie beinhaltet ordentliche und außerordentliche Kapitalerträge, beruht allerdings auf Buchwerten und ist – zumindest kurzfristig – durch Bildung oder Aufdeckung stiller Reserven gut steuerbar. Lebensversicherungen haben 2023 im Mittel eine Nettoverzinsung von rund 2,2 Prozent mit beobachteten Ausprägungen von 0,4 bis 4,1 Prozent erzielt, Betriebs-Pensionskassen von 2,8 Prozent (–1,35 bis +6,2 Prozent) und Versorgungswerke von rund 3 Prozent (–2,2 bis 5 Prozent).

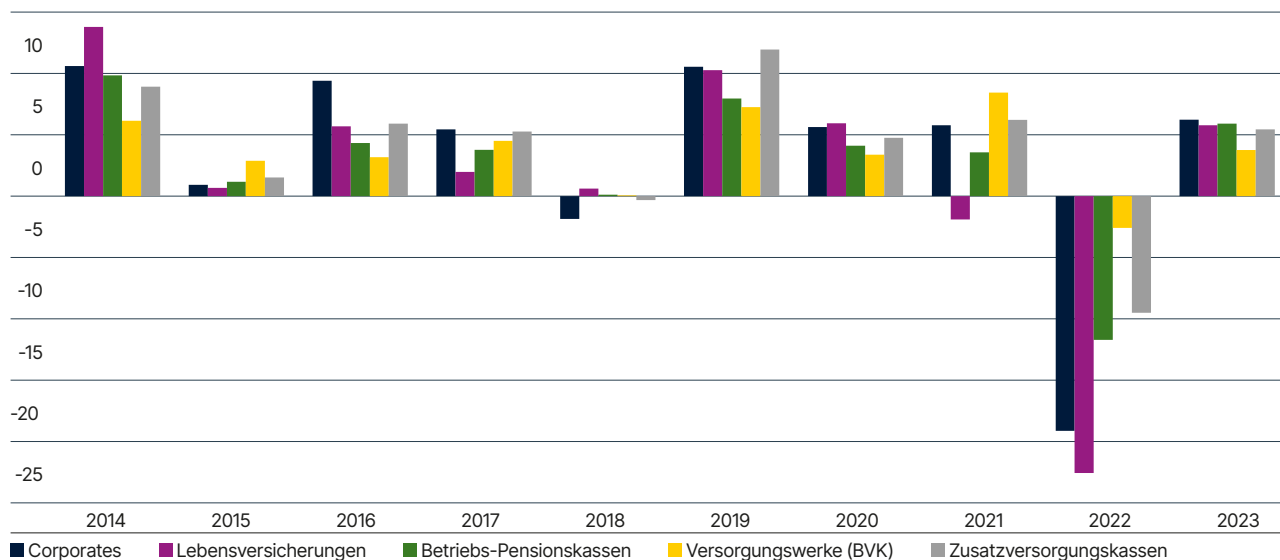
Auch wenn sich Nettoverzinsung und Marktwertrendite über den gesamten Lebenszyklus einer Kapitalsammelstelle entsprechen müssen, sind die Ergebnisse der einzelnen Anlagejahre häufig nicht aussagekräftig. Letztendlich könnte nahezu jeder Investor für ein einzelnes Anlagejahr eine nennenswert positive oder auch negative Nettoverzinsung ausweisen. So haben zum Beispiel Lebensversicherungen über viele Jahre der Niedrigzinsphase im Mittel überdurchschnittliche Nettorenditen von deutlich über 4 Prozent ausgewiesen, weil sie stille Reserven zur Finanzierung der bilanziell zu bildenden Zinszusatzreserve aufdecken mussten. Nach der Anpassung der Berechnungsmethode zur Bildung der Reserve sank der Wert deutlich. Ein weiteres Beispiel sind einige der größten Versorgungswerke, die – trotz Niedrigzinsphase oder Verwerfungen an den Kapitalmärkten – Jahr für Jahr erstaunlich konstante Werte von rund 3,5 Prozent ausweisen. Wir legen deshalb den Fokus auf die Marktwertrendite, die nicht steuerbar ist und deshalb besser für einen Vergleich (auch mit Indices) geeignet ist.

In vielen Geschäftsberichten wurden schwierige Rahmenbedingungen betont. Im Ergebnis war 2023 allerdings ein eher stabiles und konsistentes Anlagejahr. Die Schwankung der Ergebnisse war insbesondere gegenüber dem Vorjahr deutlich geringer als die Marktwertrendite von –22 Prozent für Lebensversicherungen, über –12 Prozent für Betriebs-Pensionskassen bis –3 Prozent für den größten Vertreter der Versorgungswerke reichte. 2023 lagen die Ergebnisse in einem engen Korridor von 4 bis 6 Prozent. Natürlich ist die Streuung auf Ebene der einzelnen Investoren ausgeprägter, allerdings konnten wir bei der Analyse von mehreren hundert Kapitalsammelstellen, bislang nur fünfzehn mit einer negativen Marktwertrendite für 2023 identifizieren. Problematisch war zum Beispiel eine hohe einzelprojektbezogene Exponierung im Immobilienentwicklungsbereich.

Bei Betrachtung von Mehrjahreszeiträumen ergibt sich folgendes Bild (jeweils kapitalgewichtetes geometrisches Mittel): Lebensversicherungen müssen für die Jahre 2019 bis 2023 durchschnittlich eine negative Marktwertrendite von rund –1 Prozent per annum ausweisen, während Corporates und Betriebs-Pensionskassen für diesen 5-Jahreszeitraum eine Performance von 1,2 bzw. 1,7 Prozent per annum und Zusatzversorgungskassen sowie der größte Vertreter der Versorgungswerke von 3,5 bzw. 4 Prozent per annum erzielten. Für den 10-Jahreszeitraum 2014 bis 2023 erreichten Lebensversicherungen rund 1,6 Prozent per annum, Betriebs-Pensionskassen und Corporates 2,8 bzw. 3 Prozent und Versorgungswerke und Zusatzversorgungskassen 3,7 bzw. 3,9 Prozent. Letztere erwirtschafteten für den Zehnjahreszeitraum also eine mehr als doppelt so hohe Marktwertrendite wie Lebensversicherungen. Für den 15-Jahreszeitraum reicht die Spannweite von Lebensversicherungen mit 2,9 Prozent per annum bis fast 5 Prozent für Zusatzversorgungskassen. Eine breite Diversifikation hat sich also durchaus gelohnt. Allerdings variieren die Ergebnisse je nach individueller Asset Allocation auf Investorenebene erheblich.

Foto: Pascal M. - stock.adobe.com

Performance (Marktwertrendite; in Prozent)



Quelle: Geschäftsberichte; Basis: Mehr als 60 Lebensversicherungsgesellschaften mit einem Gesamtvolumen von mehr als einer Billion Euro, mehr als 60 Betriebs-Pensionskassen (> 140 Milliarden Euro), mehr als 30 Corporates (> 250 Milliarden Euro), sieben kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen (> 125 Milliarden Euro), fünf Versorgungswerke der Bayerischen Versorgungskammer (> 60 Milliarden Euro)

Gilt der Satz „Bigger is more beautiful“?

Gibt es Anhaltspunkte für einen Größenvorteil oder auch einen Tankernachteil? Auf der Basis unserer Analyse von mehreren hundert Geschäftsberichten können wir zwar grundsätzlich auf einen sehr großen Datenpool zugreifen, allerdings macht es wenig Sinn, die Analyse investorengruppenübergreifend vorzunehmen, da dann unter Umständen die unterschiedliche Asset Allocation die Ergebnisse überlagert. Wir haben deshalb zwei Investorengruppen getrennt voneinander untersucht: 62 Lebensversicherungsunternehmen – davon 23 mit einem Anlagevolumen von mindestens 10 Milliarden Euro, 14 mit 5 bis 10 Milliarden Euro, 10 mit 2,5 bis 5 Milliarden Euro und 15 mit 1 bis 2,5 Milliarden Euro – sowie 91 Pensionskassen – davon zehn mit mindestens 5 Milliarden Euro, zehn mit 2,5 bis 5 Milliarden Euro, 19 mit 1 bis 2,5 Milliarden Euro, 19 mit 0,5 bis 1 Milliarden Euro, 33 mit 250 bis 500 Millionen Euro.

Bei den Ergebnissen der Lebensversicherungsunternehmen ist auf Basis erster

Analysen kein signifikanter größenabhängiger Kapitalanlageerfolg erkennbar. Im 10-Jahreszeitraum unterscheiden sich die Ergebnisse zwischen den Größensegmenten um weniger als einen halben Prozentpunkt per annum, und in den einzelnen Jahren liefern unterschiedliche Größensegmente das jeweils beste Ergebnis.

Bei den Pensionskassen ist lediglich eine leichte Tendenz in Richtung des Segments mit dem größten Anlagevolumen erkennbar, das in einer langjährigen Betrachtung im Mittel einen Performancevorteil von etwas mehr als einem halben Prozentpunkt pro Jahr aufweist.

Bei beiden Investorengruppen – Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen – fällt jedoch auf, dass das jeweils schlechteste Ergebnis aus allen Teilnehmern in den meisten Jahren aus dem Segment mit dem kleinsten Anlagevolumen stammt und nur sehr selten aus den großvolumigen Gruppen. Ein größeres Anlagevolumen scheint demnach in gewisser Weise vor Ausreißern nach unten zu schützen. ●