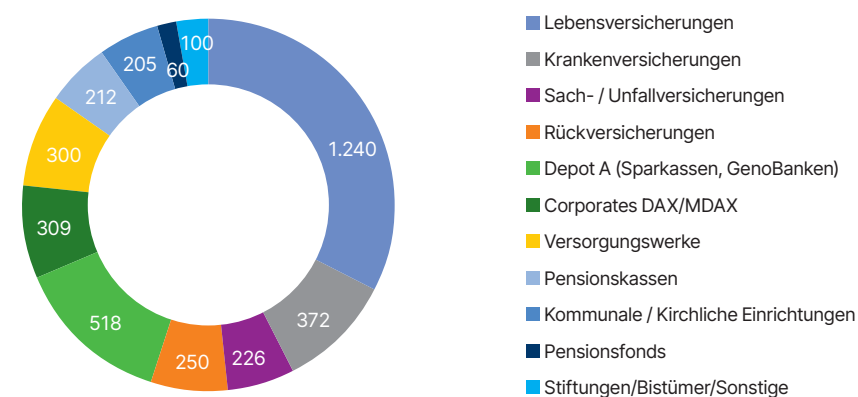


Institutionelle Kapitalanlage im Jahr 2 nach der Zinswende

Nach der Niedrigzinsphase verlangsamte die Zinswende langjährige Trends. Die Marktwertrendite lag 2024 unter dem Vorjahr, aber über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Folgt die institutionelle Kapitalanlage einer Rendite-Risiko-optimierten Prämisse oder wird sie von anderen Einflüssen und Themen überlagert? **Manfred Mönch** von **GAC GmbH** gibt Antworten darauf.

Kapitalanlagen institutioneller Investoren (insgesamt über 3,8 Billionen Euro)



Quelle: GAC GmbH auf Basis von Geschäftsberichten und anderen Quellen, Stand: 31.12.2024

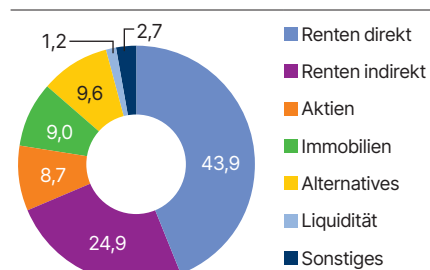
Das Gesamtvolumen der institutionellen Kapitalanlage in Deutschland ist 2024 – zu Buchwerten, wobei Corporates und die fondsgebundene Lebensversicherung zu Marktwerten berichten – so wie ungefähr im Schnitt der vergangenen zehn Jahre um rund 100 Milliarden Euro gewachsen. **Alle von der GAC GmbH getrackten Investorengruppen verwalteten Ende 2024 insgesamt ein Vermögen von rund 3,8 Billionen Euro zu Buchwerten.**

Der Versicherungsbereich verkörpert mit über 2 Billionen Euro mehr als die Hälfte des Gesamtvolumens. Während die klassische Lebensversicherung in den vergangenen beiden Jahren um fast 20 Milliarden Euro geschrumpft ist, wächst der fondsgebundene Typ dynamisch. Auch Kranken- und Sachversicherungen kön-

nen ihr Anlagevolumen weiter ausbauen, so dass der Bereich 2024 insgesamt um fast 50 Milliarden Euro zulegen konnte.

Corporates, Pensionskassen und Pensionsfonds zusammen sowie das Depot-A-Volumen der Sparkassen und Genossenschaftsbanken decken jeweils gut eine halbe Billion Euro ab. Pensionskassen wachsen jährlich um mehr als 5 Milliarden Euro und konnten ihr Vermögen in den vergangenen zehn Jahren um mehr als die Hälfte ausbauen. Der erst 2005 gestartete Durchführungsweg der Altersvorsorge in Form des Pensionsfonds ist durch zahlreiche Neugründungen von Versicherungen, Einzelunternehmen, Banken oder Beratungsgesellschaften auf inzwischen rund 60 Milliarden Euro gewachsen. Da 2024 die ausgezahlten Leistungen jedoch deutlich die Zuflüsse aus

Kapitalanlagen Institutionelle Investoren D (in %)



Quelle: GAC GmbH auf Basis von Geschäftsberichten und anderen Quellen, Stand: 31.12.2024

Beiträgen überschritten, konnten Pensionsfonds nur aus der positiven Performance heraus leicht zulegen.

Berufsständische Versorgungswerke wachsen jährlich dynamisch um rund 14 Milliarden Euro und verwalten inzwischen 300 Milliarden Euro. Auch die kommunalen und kirchlichen Versorgungseinrichtungen legen deutlich um mehr als 10 Milliarden Euro jährlich zu und verwalten Ende 2024 mehr als 200 Milliarden Euro. Die sonstigen Investoren wie Stiftungen, Kirchen, SGB-Investoren sowie Organisationen und Verbände haben ein Volumen deutlich im dreistelligen Milliardenbereich.

Zu Marktwerten betrug das gesamte Anlagevolumen Ende 2021 erstmals mehr als 4 Billionen Euro. Im Zuge der Zinswende sackte es 2022 um eine halbe Billion Euro ab. Seitdem erholten sich die Marktwerte teilweise wieder, auch wenn sie Ende 2024 die Buchwerte über alle Investorengruppen hinweg immer noch unterschritten.

Während Lebens- (bzw. Kranken)versicherungen weiter deutliche (bzw. leichte) stille Lasten ausweisen, haben Versorgungswerke, Pensionskassen und kommunale/kirchliche Einrichtungen stille Reserven.

Asset Allocation

Fasst man die gesamten Assets aller institutionellen Investoren in Deutschland in Höhe von fast 4 Billionen Euro zusammen, ergibt sich folgendes Bild: In Rentenanlagen sind über alle Investorengruppen

Ende 2024 knapp 70 Prozent investiert, wobei in den vergangenen beiden Jahren der Anteil direkter Anlagen gegenüber Fonds wieder leicht zugenommen hat. Die Aktienquote ist in den vergangenen drei Jahren trotz guter Märkte leicht gesunken und beträgt noch rund 9 Prozent. Die Immobilienquote hat in den vergangenen beiden Jahren bei rund 9 Prozent stagniert, nachdem sie viele Jahre ausgebaut wurde. Weiter zugenommen hat hingegen das Gewicht der Alternatives, die Ende 2024 fast 10 Prozent der Gesamtallokation abdecken. Auf Ebene der einzelnen Investorengruppen – und vor allem auch innerhalb der Gruppen – ist die Asset Allocation allerdings sehr unterschiedlich.

Rentendirektanlage wieder relevant

Nach der Finanzkrise 2008/09 gab es während der Niedrigzinsphase einen anhaltenden Trend weg von der Rentendirektanlage hin zu indirekten Fondsanlagen. Investiert wurde zunächst in Rentenfonds unterschiedlicher Sub-Asset-Klassen wie Corporates, High Yield oder Emerging Markets sowie individuell in Aktien und im Verlauf zunehmend in Immobilien und Alternatives. **Im Zuge der Zinswende 2022/23 gewann die Rentendirektanlage wieder an Bedeutung, und die Quote stieg insbesondere bei Investoren mit geringem Rentenbestand wieder an.**

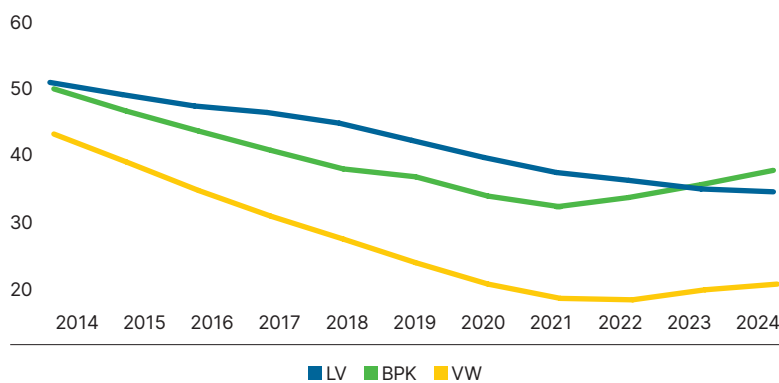
Am sichtbarsten wird das bei Pensionskassen und Versorgungswerken. Letztere wiesen vor der Zinswende noch eine Rentendirektquote von rund 20 Prozent und eine Gesamtrentenquote inklusive Rentenfonds von unter 40 Prozent auf. Sie nutzten in den beiden folgenden Jahren das gestiegene Zinsniveau für ihren Nachholbedarf und erhöhten den Rentendirektbestand wieder auf rund 23 Prozent der Gesamt-Assets. Auch bei den Betriebs-Pensionskassen kam es zu einem deutlichen Bruch des Trends: Während die Rentendirektquote von 2009 bis 2021 um rund 30 Prozentpunkte auf rund 37 Prozent abnahm, wurde sie in den vergangenen beiden Jahren wieder auf rund 42 Prozent gestärkt.

Etwas anders gelagert ist das bei Investoren mit einem ohnehin hohen Rentenbestand. So hat im Versicherungsbereich die

**„Das Gesamt-
volumen der
institutionellen
Kapitalanlage in
Deutschland ist
2024 so wie unge-
fähr im Schnitt der
vergangenen zehn
Jahre um rund 100
Milliarden Euro
gewachsen.“**

MANFRED MÖNCH

Entwicklung Quote Rentendirektanlage (in %)



Basis: 65 Lebensversicherungen (1,01 Bill. Euro), 79 Betriebs-Pensionskassen (148 Mrd. Euro), 57 Versorgungswerke (273 Mrd. Euro)

Rentendirektquote auch 2023 und 2024 weiter leicht abgenommen. Zwar haben 2024 Lebensversicherungen fast 50 Milliarden Euro in Direktinvestments gesteckt. Da aber mehr als 58 Milliarden Euro an Bonds ausliefen oder verkauft wurden, nahm der Bestand weiter ab, und die Quote sank leicht. Auch die Gesamtrentenquote ging weiter leicht auf gut 75 Prozent zurück.

Bei den Corporates legte seit der Zinswende die gesamte Rentenquote von 47 auf knapp 50 Prozent zu. Sparkassen und Genossenschaftsbanken hatten Ende 2024 rund 65 Prozent des gesamten Depot-A-Wertpapiervolumens in Direktrenten veranlagt, 35 Prozent sind über Spezialfonds in Renten, Aktien, Immobilien und Alternatives investiert.

Aktienquote profitiert nicht

Die Entwicklung in der Niedrigzinsphase erhöhte die Quoten für Realwerte erheblich, wobei die Aktienquote nur individuell und flächendeckend deutlich weniger ausgeprägt zunahm. In den letzten drei Jahren sank sie im Schnitt sogar merklich. **Das höchste Aktien-Exposure haben in Deutschland Corporates.** Bei ihnen liegt die Quote seit der Finanzkrise relativ stabil in einem Korridor von 20 bis 25 Prozent. 2024 stieg das Exposure geringfügig auf gut 22 Prozent.

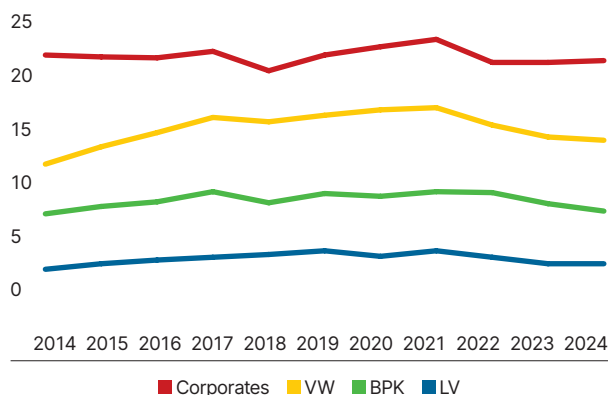
Bei den übrigen Investorengruppen war die Aktienquote in den vergangenen Jahren trotz überwiegend gutem Marktumfeld eher auf dem Rückzug. So liegt die Quote bei Lebensversicherungen Ende 2024 nur noch bei gut 4 Prozent, nachdem das Exposure Ende 2021 absolut noch um über ein Drittel höher ausfiel. Nahezu jedes dritte Lebensversicherungsunternehmen hat überhaupt kein Exposure (< 1 Prozent). Wir konnten vier Gesellschaften mit einer Quote von mindestens 10 Prozent identifizieren.

Auch bei Betriebs-Pensionskassen ist die Quote weiter unter 9 Prozent gesunken. Hier lag das Exposure vor zwei Jahren noch um rund ein Siebtel höher. Jeweils jede sechste Pensionskasse hat eine Quote von mindestens 15 Prozent oder kein Exposure. Bei Versorgungswerken hat die Aktienquote in den vergangenen Jahren von knapp 20 Prozent auf rund 16 Prozent abgenommen. Hier konnten wir acht Werke mit einer Quote oberhalb von 20 Prozent identifizieren, eine Quote unterhalb von 5 Prozent ist die Ausnahme. Auch die von wenigen großen Einrichtungen geprägte Investorengruppe der kommunalen und kirchlichen Zusatzversorgungskassen fährt eine nennenswerte Aktienquote, wobei der kirchliche Bereich mit mehr als 60 Milliarden Euro Kapitalanlagevolumen Ende 2024 eine Quote oberhalb von 20 Prozent vorweist. Zum Vergleich fahren Pensionskassen in der Schweiz mit Gesamtanlagen von mehr als 1 Billion Schweizer Franken seit Jahren ein Aktien-Exposure von rund 30 Prozent.

Immobilienquote stagniert bzw. sinkt leicht im zweiten Jahr

In den Jahren der Niedrigzinsphase wurde über alle Investorengruppen hinweg die Immobilienquote massiv ausgebaut. In absoluten Zahlen ist das Bestandsvolumen allein bei Versicherungen, Versorgungswerken und Pensionskassen in fünf Jahren um fast 100 Milliarden Euro angestiegen. **In den vergangenen beiden Jahren hat die Quote allerdings stagniert bzw. ist leicht gesunken.** Das lag neben einer Verwässerung der Quote aufgrund abnehmender Neuinvestitionen auch an teilweise notwendigen Abschreibungen auf den Bestand.

Entwicklung Quote Aktien (in %)



Basis: 65 Lebensversicherungen (1,01 Bill. Euro Gesamtanlagen), 73 Corporates (356 Mrd. Euro), 79 Betriebs-Pensionskassen (148 Mrd. Euro), 57 Versorgungswerke (273 Mrd. Euro)

Das höchste Exposure weisen hier Versorgungswerke aus, deren Quote in den vergangenen beiden Jahren um fast 2 Prozentpunkte auf rund 22 Prozent abnahm. Mehr als ein Drittel der Werke hat eine Quote oberhalb von 25 Prozent. Das Immobilien-Exposure bei Lebensversicherungen und Betriebs-Pensionskassen hat 2024 bei rund 7,5 Prozent bzw. gut 13 Prozent stagniert. Fast jede siebte Lebensversicherung und mehr als die Hälfte der Betriebs-Pensionskassen haben eine Quote von mindestens 15 Prozent. Der Bereich der kommunalen und kirchlichen Vorsorgeeinrichtungen hat im Schnitt ein Immobilien-Exposure oberhalb von 15 Prozent, sechs Einrichtungen weisen eine Quote oberhalb von 20 Prozent aus.

Alternatives gewinnen weiter

Vom Rückgang der Rentenquote in der Niedrigzinsphase profitierten Alternatives am stärksten. Auch hier erfolgte der Ausbau flächendeckend über alle Investorengruppen und nahezu alle Kapitalsammelstellen hinweg. **Entgegen der Entwicklung bei Aktien und Immobilien konnten sie das Gewicht auch in den vergangenen beiden Jahren weiter ausbauen.** Das lag teilweise am Nachlauf aufgrund offener Kapitalzusagen, aber auch an weiter erfolgreichen Neuinvestitionen, zum Beispiel im Bereich Infrastruktur.

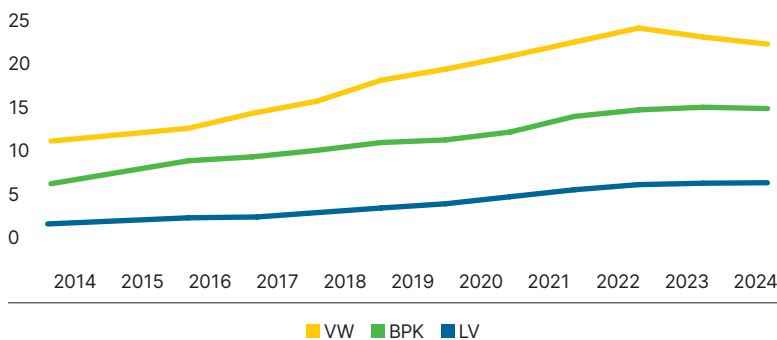
Die höchste Quote haben hier wiederum Versorgungswerke mit rund 19 Prozent, wobei Private Equity das stärkste Gewicht hat. Bei Lebensversicherungsunternehmen stieg die Quote 2024 auf über 11 Prozent. Dort liegt das größte Volumen bei Private Debt. Bei Betriebs-Pensionskassen beträgt das Exposure gut 11 Prozent und war 2024 ebenfalls weiter leicht steigend. Auch die kommunalen und kirchlichen Versorgungseinrichtungen fahren häufig eine beachtliche Quote bei Alternatives, insbesondere im Bereich Private Equity und Infrastruktur.

Folgt die institutionelle Kapitalanlage rein Rendite-Risiko-Orientierung?

Vor dem Hintergrund der Analyse der Anlageergebnisse stellt sich die Frage, ob einzelne Investorengruppen eine Optimierung nach Rendite-Risiko-Gesichtspunkten in den Mittelpunkt stellen oder zusätzlich von Themen wie produktspezifischen Benchmarks, Regulatorik, Bilanzierung, Berichtszyklen und so weiter geleitet werden.

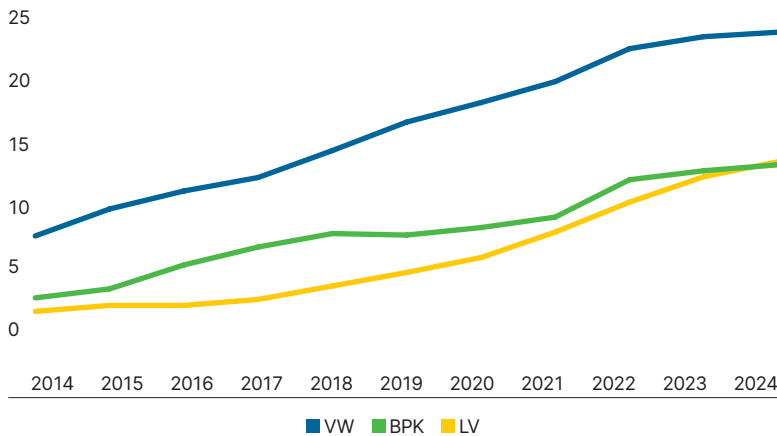
Viele Einrichtungen der Altersvorsorge orientieren sich an einer Größe, die sich aus ihrem produktspezifischen Rechenwerk ergibt. So gilt für die Lebensversicherung obligatorisch bindend der Garantiezins. Für Pensionskassen, kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen und Versorgungswerke gilt nicht bindend, aber bilanziell kalkulatorisch unterstellt, der Rechnungszins. Diese Parameter wurden in der

Entwicklung Quote Immobilien (in %)



Basis: 65 Lebensversicherungen (1,01 Bill. Euro), 79 Betriebs-Pensionskassen (148 Mrd. Euro), 57 Versorgungswerke (273 Mrd. Euro)

Entwicklung Quote Alternatives (in %)



Basis: 65 Lebensversicherungen (1,01 Bill. Euro), 79 Betriebs-Pensionskassen (148 Mrd. Euro), 57 Versorgungswerke (273 Mrd. Euro)

Niedrigzinsphase teilweise erheblich nach unten korrigiert. So wurde zum Beispiel der Garantiezins bei den Lebensversicherern in den letzten Jahren auf 0,25 Prozent zurückgenommen. Seit 1. Januar 2025 steht er wieder bei 1,0 Prozent. Während vor 15 Jahren noch drei Viertel der Versorgungswerke mit einem Rechnungszins von 4 Prozent kalkuliert haben, verwendet Ende 2024 nur noch jedes siebte Werk diesen Satz.

In Geschäftsberichten oder anderen Verlautbarungen finden sich Aussagen wie: „Das gestiegene Zinsniveau festverzinslicher Anlagen reicht nun wieder, um die vorgegebenen Ziele der Kapitalsammelstelle zu erreichen. Wir haben uns deshalb im vergangenen Jahr voll auf dieses Anlagesegment fokussiert.“ Unter Umständen stimmt das nur, weil die Orientierungsgröße in Form des Rechnungszinses deutlich gesunken ist. Aber ist das ökonomisch abgedeckt? Sind auch die Renditeaussichten – insbesondere unter Berücksichtigung der Inflation – insgesamt gesunken? Was kalkulatorisch vernünftig und vorsichtig ist (Absenkung Rechnungszins), führt unter Umständen zu einer fragwürdigen und nicht immer nachvollziehbaren Benchmark, wenn sie nicht als Mindestgröße, sondern als grundsätzliche Orientierung für die Asset Allocation dient.

Ein anderer Aspekt ist die starke Orientierung an der Passivseite. Insbesondere Corporates fokussieren auf einen Liability-driven-Investment-Ansatz. Dessen Ziel ist, dass sich Aktiv- und Passivseite möglichst kongruent verhalten, also Planvermögen auf der Aktiv- und Deckungsrückstellung auf der Passivseite möglichst im Gleichklang marschieren und so die bilanzielle Volatilität begrenzt wird. Dies führt häufig zu einer starken Orientierung an Rentenanlagen mit langer Laufzeit, denn die Verpflichtungsseite weist bei den DAX-Unternehmen Ende 2024 eine Duration von durchschnittlich rund 13 Jahren auf. So haben zwei Unternehmen mit nennenswerten Planvermögen abrupt ihr Aktien-Exposure um 10 Prozentpunkte bzw. auf null heruntergefahren. Auch diese Allocation folgt weniger systematischen Rendite-Risiko-Überlegungen, sondern dem Wunsch, einen erreichten Ausfinanzierungsgrad einzufrieren.

Dies soll keine Wertung der Anlagestrategie sein, ist aber wichtig bei Betrachtung der folgenden Performance-Analyse, da nicht alle Investoren ein optimiertes Rendite-Risiko-Verhältnis zum Ziel haben, sondern von anderen Überlegungen geleitet werden.

Performance

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 steuerbar. Lebensversicherungen haben 2024 im Mittel eine Nettoverzinsung von rund 2,3 Prozent mit beobachteten Ausprägungen von 0,9 bis 5,2 Prozent erzielt, Betriebs-Pensionskassen von 3,0 Prozent (-0,1 Prozent bis +8,0 Prozent) und Versorgungswerke von rund 3,5 Prozent (2,5 bis 5,8 Prozent, wobei hier noch nicht alle Ergebnisse für 2024 vorliegen).

Aussagekräftiger ist die Performance auf der Basis von Marktwerten. Während Lebensversicherungen 2024 eine Marktwertrendite von rund 2,5 Prozent erzielen konnten, lag diese für Betriebs-Pensionskassen bei rund 4 Prozent und für Corporates bei rund 5 Prozent. Zum Vergleich betrug die Performance der schweizeri-

schen Pensionskassen im vergangenen Jahr mehr als 7 Prozent.

Für den 5-Jahres-Zeitraum von 2020 bis 2024 mussten Versicherer noch eine negative annualisierte Marktwertrendite ausweisen. Für die vergangenen zehn Jahre liegt bei ihnen die Jahresperformance bei 0,5 Prozent (Lebensversicherer) bzw. 1 Prozent per annum (Krankenversicherer). Der Wert hierfür liegt bei den Betriebs-Pensionskassen bei über 2 Prozent und bei ausgewählten Vertretern von Versorgungswerken und kommunalen und kirchlichen Einrichtungen bei über 3 Prozent. Zum Vergleich erzielten Pensionskassen in der Schweiz für den Zeitraum von 2015 bis 2024 eine annualisierte Performance von 3,6 Prozent.

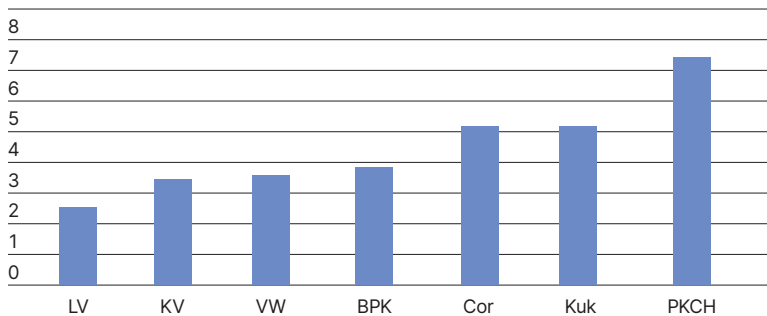
Ergebnisse auf Investorenebene

Doch auch innerhalb der Investorengruppen ist die Streuung groß. So lagen die Ergebnisse für Lebensversicherer für 2024 zwischen -2,4 Prozent und +5,25 Prozent. Bei den Corporates ist die Spannweite aufgrund der noch breiter variierenden Asset Allocation weiter, hier wurden Ergebnisse zwischen -1,3 Prozent und +14,7 Prozent erzielt. Ähnlich weit ist die Streuung bei den Betriebs-Pensionskassen (-3,4 Prozent bis 9,0 Prozent). Bei den Versorgungswerken konnten wir bislang Einzelergebnisse zwischen 3,3 Prozent und 7 Prozent und bei den Zusatzversorgungskassen von 3,4 Prozent bis 8,9 Prozent beobachten.

Bei Betrachtung einer längeren Anlageperiode nimmt die Volatilität der Ergebnisse naturgemäß ab, ist aber immer noch ausgeprägt. So mussten vereinzelt Lebensversicherungen auch für den 10-Jahres-Zeitraum von 2025 bis 2024 eine negative Marktwertrendite ausweisen, während in der Spitze Renditen von über 3 Prozent per annum erzielt wurden. Bei Betriebs-Pensionskassen reicht die Spannweite von rund 0 Prozent bis über 4 Prozent per annum. Im Bereich der Corporates konnten wir 10-Jahres-Ergebnisse von rund 0,5 Prozent bis über 4,5 Prozent per annum errechnen. Auch für einige größere Einrichtungen der kommunalen und kirchlichen Vorsorgeeinrichtungen konnten beispielhafte Werte von über 4 Prozent per annum ermittelt werden. ●

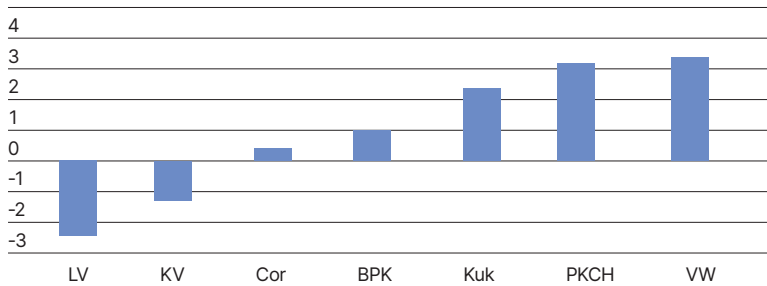
Performance auf der Basis von Marktwerten

Marktwertrendite 2024 (in %)



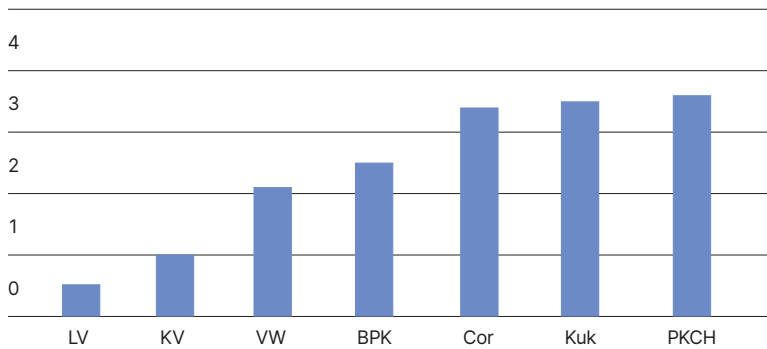
Basis: 65 Lebensversicherungen (1,01 Bill. Euro), 38 DAX-/MDAX-Corporates (305 Mrd. Euro), 79 Betriebs-Pensionskassen (148 Mrd. Euro).

Marktwertrendite 5 Jahre p.a. (geometrisches Mittel in %)



Basis: 26 Krankenversicherungen (368 Mrd. Euro), als Vertreter für Versorgungswerke die Bayerische Versorgungskammer (117 Mrd. Euro).

Marktwertrendite 10 Jahre p.a. (geometrisches Mittel)



Basis: 9 kommunale und kirchliche Zusatzversorgungskassen (KuK, 136 Mrd. Euro)