

# Ständiger Anpassungsdruck

Die dynamisch wachsenden Versorgungswerke treiben die Transition der Vermögensanlage weiter voran und senken individuell und langsam den Rechnungszins, berichtet **Manfred Mönch**.

Versorgungswerke sind nicht nur Einrichtungen mit einem dynamischen Wachstum. Bei keiner Investorengruppe zeigt sich die Veränderung der Vermögensanlage so deutlich. Inzwischen mit einem Volumen von fast 175 Milliarden Euro zu einem Tanker gewachsen, nutzen zahlreiche Versorgungswerke Spielräume. Anders als Lebensversicherungen sind sie nicht an einen Garantiezins gebunden. Die Abkehr von der direkten Rentenanlage sowie Investitionen in Renten- und Immobilienfonds sowie Alternatives prägten 2014. Dieser Artikel – auf Basis von rund drei Viertel des Investitionsvolumens aller Versorgungswerke – ist ein exklusiver Abriss zu dem in diesen Wochen erschienenen Versorgungswerke-Report 2015 der Gesellschaft für Analyse und Consulting (GAC). Der Report enthält aggregierte Ergebnisse über die Entwicklung der Investorengruppe sowie detaillierte Informationen zu Struktur, Asset Allocation und Performance der einzelnen Versorgungswerke.

## Entwicklung der Versorgungswerke

Die berufsständische Versorgung beruht auf einer gesetzlichen Pflichtmitgliedschaft für kammerfähige freie Berufe. Ihre Wurzeln reichen mit der Gründung der Bayerischen Ärzteversorgung bis in das Jahr 1923 zurück. Die Rentenreform 1957 verweigerte den freien Berufen die Aufnahme in die gesetzliche Rentenversicherung und führte zur Gründung zahlreicher Versorgungswerke. Aus der Not heraus geboren stellen Versorgungswerke heute in Deutschland einen wichtigen Teil der ersten Säule der Altersvorsorge dar. Die Zahl der anwartschaftsberechtigten Mitglieder hat sich seit den 80er Jahren auf heu-



## CV

**Manfred Mönch**

**Seit Juli 2014**  
Gesellschaft für Analyse und Consulting (GAC), GF

**2012–2014**  
SF II, Leiter Business Develop.

**2011**  
CFA Charterholder

**2006–2012**  
LGT, Alternative Investments

**2005–2006**  
Real I.S., Bereichsleiter

**2003–2005**  
UBS, Analyst

**1995–2003**  
KGAL, Projektleiter

te nahezu 1 Million vervierfacht. Hinter den Mitgliederzahlen stehen jährliche Zahlungsströme in Milliardenhöhe. So leisteten die Mitglieder 2014 Beiträge in Höhe von 8,7 Milliarden Euro und erhielten Leistungen von 5,0 Milliarden. Während auf aggregierter Ebene der Überschuss der Beiträge über die von den Versorgungswerken ausgezahlten Leistungen noch leicht ansteigt, gibt es auf Ebene einzelner Versorgungswerke auch Beispiele für ein starkes Abschmelzen der Überschüsse beziehungsweise einen Überhang der Leistungen über die Beiträge.

## Asset Allocation im Wandel

In 2014 ist das Anlagevolumen der 90 Versorgungswerke um fast 6 Prozent oder knapp 10 Milliarden Euro auf rund 174 Milliarden Euro angewachsen. 20 Versorgungsträger verwalten ein Vermögen von mehr als 2,5 Milliarden Euro, fast 50 von mindestens 500 Millionen. Allerdings existiert auch eine Reihe von Versorgungswerken mit zu veranlagendem Kapital unterhalb von 100 Millionen Euro, für die eine breit gestreute und systematische Kapitalveranlagung herausfordernd ist.

Der bilanzielle Ausweis der Kapitalanlagen zeigt den Anteil direkter Investments in Renten und Immobilien sowie Investitionen in Investment-Anteile, Darlehen sowie Beteiligungen und Bankeinlagen. Inzwischen ist durchschnittlich deutlich weniger als die Hälfte der Mittel in direkte Rentenanlagen wie Namens- oder Inhaberschuldverschreibungen sowie Schuldscheinforderungen investiert. Mit rund 45 Prozent haben Aktien und Investment-Anteile ein ähnliches Niveau erreicht. Die direkte Immobilienquote liegt in der Spitze einzelner Versorgungswerke zwar über 25 Prozent, hat et-

was überraschend im Mittel aber leicht auf unter 4 Prozent abgenommen.

In den letzten Jahren hat sich damit ein deutlicher Shift von direkten Rentenanlagen hin zu Investment-Anteilen vollzogen. Im Zuge der Finanzkrise war der Anteil zunächst auf über 60 Prozent angestiegen und seitdem auf deutlich unter 50 Prozent gesunken. Dementsprechend ist der Anteil der Fonds zunächst auf rund 30 Prozent gefallen und danach auf rund 45 Prozent angewachsen.

Hinter den Bilanzpositionen der Investmentanteile und Beteiligungen kann sich eine Reihe von unterschiedlichen Asset-Klassen verbergen. Im Wesentlichen besteht die Vermögensallokation der Versorgungswerke aus Bonds, Aktien und Immobilien, ergänzt teilweise um Hypothekendarlehen und individuell, aber zunehmend Alternatives wie Infrastruktur-, Erneuerbare-Energien- oder Private-Equity-Investments. Die Asset Allocation ist sehr heterogen: Während einige Werke weiterhin einen sehr deutlichen Schwerpunkt auf Bond-Investments legen, streuen andere breiter. Der Aktienanteil schwankt zwischen 3 und 30 Prozent, der Immobilienanteil zwischen 5 und über 25 Prozent. Die durchschnittliche Vermögensallokation stellte sich Ende 2014 wie in Abbildung 3 dar.

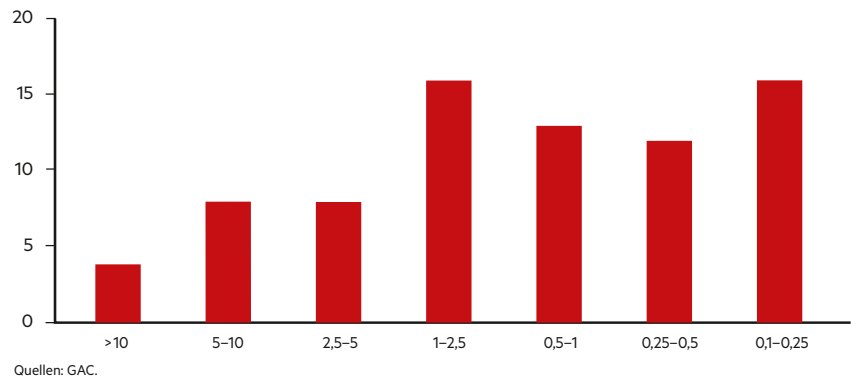
### Bond-Quote zugunsten von Aktien und Immobilien gesunken

Mit knapp 64 Prozent sind Anleihen nach wie vor die mit Abstand wichtigste Asset-Klasse. Der Anteil ist im letzten Jahr nur leicht gesunken, obwohl der Anteil direkter Rentenanlagen deutlich heruntergefahren wurde. Im Rentenbereich findet teilweise eine Umschichtung von direkten zu indirekten Anlagen mit einer weiteren Diversifizierung über Corporates, High Yields, EMMA Bonds oder Convertibles statt. Nur noch rund 70 Prozent des Rentenanteils werden im Durchschnitt direkt im Eigenmanagement veranlagt.

Historisch engagieren sich viele Werke direkt im deutschen Immobilienmarkt. Diese Quote ist zuletzt aber größtenteils relativ konstant geblieben beziehungsweise in 2014 sogar leicht gesunken, obwohl die Immobilienquote insgesamt recht deutlich auf 14 bis 15 Prozent zunahm. Auch bei Immobilienanlagen hat der Anteil indirekter Anlagen über Fonds also zugenommen. Dies fördert die Diversifikation in Regionen und Sub-Asset-Klassen. Jedes fünfte Versorgungswerk hat eine Immobilienquote von über 20 Prozent.

Der Aktienbereich wurde in 2014 nur noch leicht ausgebaut, die durchschnittliche Quote liegt wie im Vorjahr bei 13 bis 14 Prozent. Auch ist die Entwicklung der Aktienquote nicht so

**Abb. 1: Anzahl Versorgungswerke nach Anlagevolumen (in Mrd. Euro)**



## KEY FACTS

- **Das Kapitalvolumen der Versorgungswerke ist auf fast 175 Milliarden Euro angewachsen; mit einem jährlichen Anlagevolumen von über 20 Milliarden Euro sind sie ein bedeutender Investor am Kapitalmarkt.**
- **Die Asset Allocation ist innerhalb der Investorengruppe sehr unterschiedlich und hat sich in den letzten Jahren meist erheblich gewandelt; in 2014 setzte sich die Umschichtung von direkten Rentenanlagen hin zu indirekten Investments fort, ausgebaut wurden vor allem Rentenfonds, Immobilien und Alternatives.**
- **Die Nettoverzinsung übertraf im Durchschnitt aller Versorgungswerke in den letzten drei Jahren knapp die 4 Prozent-Marke und lag auch für den Zeitraum 2005-2014 über 4 Prozent per annum.**

kontinuierlich und flächendeckend wie bei Immobilien, sondern verläuft innerhalb der Versorgungswerke sehr heterogen. Während einige Versorgungswerke ihr Exposure während der Finanzkrise nachhaltig abgebaut haben, haben andere wieder eine nennenswerte Quote aufgebaut beziehungsweise beibehalten. Fast jedes vierte Werk hat eine Quote von über 20 Prozent. Aktien-Investments erfolgen überwiegend über Fonds. Die Abbildungen 4 und 5 zeigen, dass die Bond-Quote in den letzten fünf Jahren zugunsten von Aktien und Immobilien um rund 10 Prozent gesunken ist.

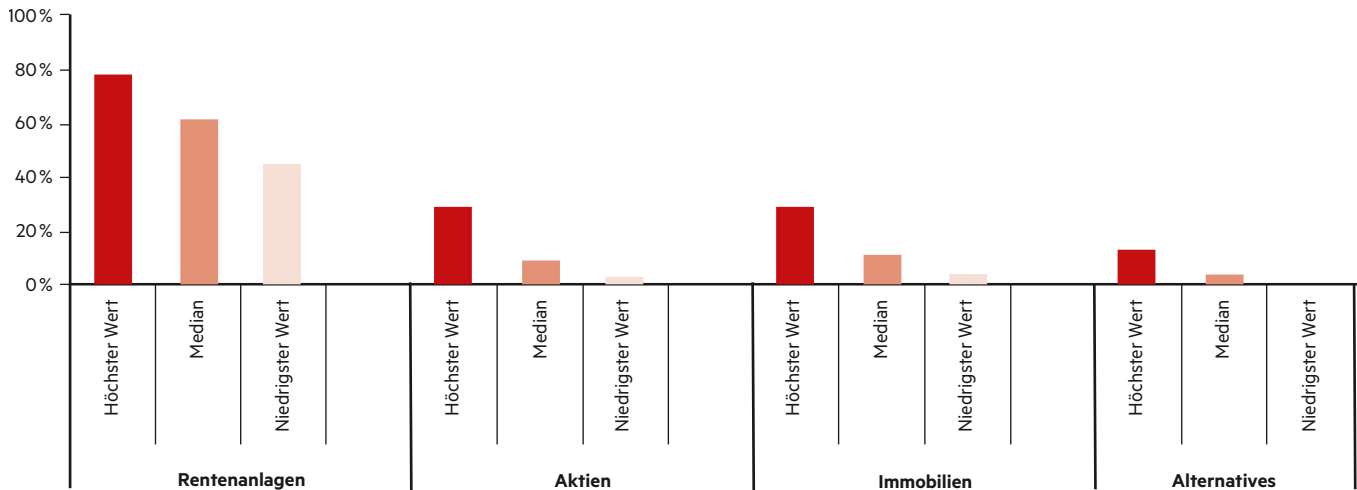
Während sich Hedgefonds nachhaltig nur vereinzelt durchsetzen konnten und einzelne Versorgungswerke in den letzten Jahren Positionen geschlossen haben, wird von vielen Versorgungswerken die teilweise Transition der Vermögensallokation hin zu Realwerten betont. Neben Immobilien werden hier zuletzt insbesondere Private-Equity- und Infrastrukturinvestitionen hervorgehoben. Eine Allokation in Private Equity findet sich bereits bei mehr als zwei Drittel der untersuchten Investoren, teilweise mit nennenswerten Allokationen bis zu 9 Prozent der Gesamtmittel. Auch Infrastrukturinvestitionen sind bereits weit verbreitet, die Allokationshöhe wird hier mit Abruf der Mittel durch gezeichnete Fonds in den nächsten Jahren weiter zunehmen. Zahlreiche Versorgungswerke haben den Einstieg über erneuerbare Energien gefunden. Zudem finden sich vereinzelt Investitionen in Timber, in Platzierung finden sich außerdem Flugzeugfonds.

### Performance

Versorgungswerke erwirtschafteten in 2014 Vermögenserträge von über 7 Milliarden Euro. Abbildung 6 zeigt jeweils die niedrigste und

**1/1 Ad**

**Abb.2: Anteil an der Gesamtallokation**



Quellen: Geschäftsberichte und sonstige Quellen/Versorgungswerke.

höchste erzielte Nettoverzinsung sowie den Mittelwert und den Median der letzten zehn Jahre. Berücksichtigt wurden nur Versorgungswerke mit einem Mindestanlagevolumen von 100 Millionen Euro. Die einzelnen Werte wurden nicht kapitalgewichtet, da hinter jedem Versorgungswerk eine eigene Anlageentscheidung und Versichertengruppe stehen.

Auch in den Jahren 2012 bis 2014 in dem vorherrschenden Niedrigzinsumfeld konnten Versorgungswerke im Durchschnitt eine Rendite von leicht über 4 Prozent erzielen. In dem Zehn-Jahres-Zeitraum seit 2005 wurde eine Rendite von 4,1 Prozent (geometrisches Mittel) erreicht, für den Zeitraum 2008 bis 2014 lag dieser Wert mit 3,8 Prozent unterhalb der 4-Prozent-Marke. Für 2015 kann ein ähnliches Ergebnis wie für 2014 auf einem leicht niedrigeren Niveau erwartet werden. Innerhalb der Investorengruppe fällt eine deutliche Spreizung der Ergebnisse auf. Dies kann nur teilweise durch eine unterschiedliche bilanzielle Handhabung erklärt werden. Denn auch beim Vergleich der Fünf- und Zehn-Jahres-Zeiträume ist die Spreizung markant. Jedes vierte Versorgungswerk erreichte für den Zeitraum 2008 bis 2014 eine Nettoverzinsung von unter 3,5 Prozent per annum.

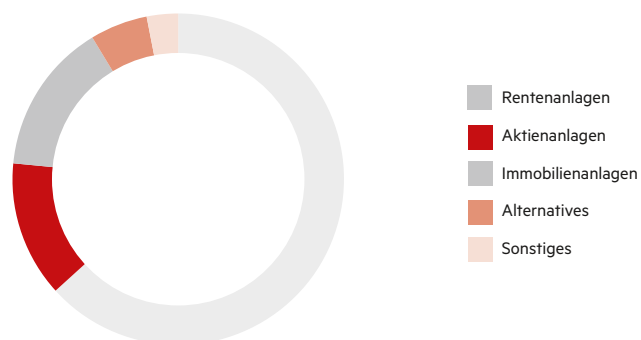
**Bewertungsreserven steigen**

Anders als in 2013, als im Zuge steigender Zinsen die Bewertungsreserven der Versorgungswerke deutlich abschmolzen, nahmen in 2014 die stillen Reserven im Durchschnitt der untersuchten Kassen von 8 bis 9 Prozent auf über 11 Prozent zu. Bezieht man die Veränderung der stillen Re-

„Im Zehn-Jahres-Zeitraum seit 2015 wurde eine Rendite von 4,1 Prozent erreicht.“

serven in die Renditeberechnung mit ein, erhält man die Marktwertrendite. Sie hat den Vorteil, dass sie nicht auf Buchwerten beruht, weniger durch Bilanzpolitik beeinflusst werden kann und besser für Vergleiche mit Marktindizes geeignet ist. Die Schwankung der jährlichen Ergebnisse nimmt naturgemäß zu, da ein Ausgleich durch Bildung und Auflösung stiller Reserven nicht möglich ist. Im Jahr 2014 lag die Marktwertrendite mit rund 6 Prozent deutlich über der Nettoverzinsung und war mehr als doppelt so hoch wie im Vorjahr. Da nur zu einigen Werken komplette Datensätze zur Berechnung der Marktwertrendite vorliegen, ist das jedoch nur ein eingeschränkt repräsentativer Wert.

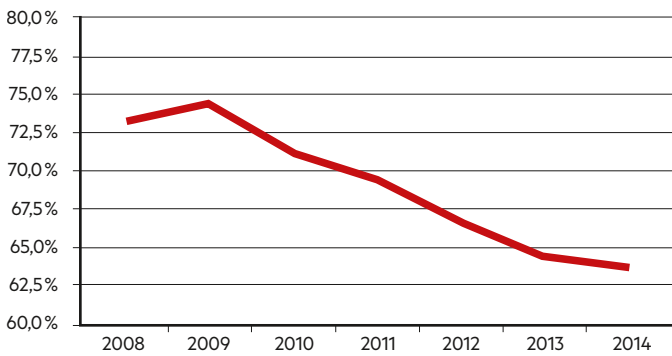
**Abb.3: Durchschnittliche Asset Allocation Versorgungswerke**



Quelle: Angaben von Versorgungswerken, bei denen eine klare Zuordnung des gesamten Anlagekapitals möglich war.

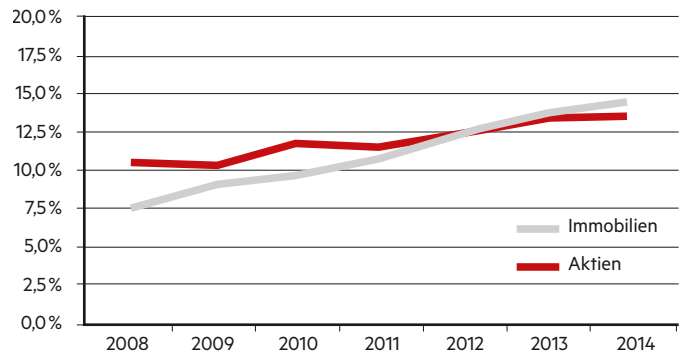
**1/1 Ad**

Abb. 4: **Bond-Quote seit 2008**



Quelle: Angaben von Versorgungswerken, bei denen eine klare Zuordnung des gesamten Anlagekapitals möglich war.

Abb. 5: **Aktien-/Immobilienquote seit 2008**



Quelle: Angaben von Versorgungswerken, bei denen eine klare Zuordnung des gesamten Anlagekapitals möglich war.

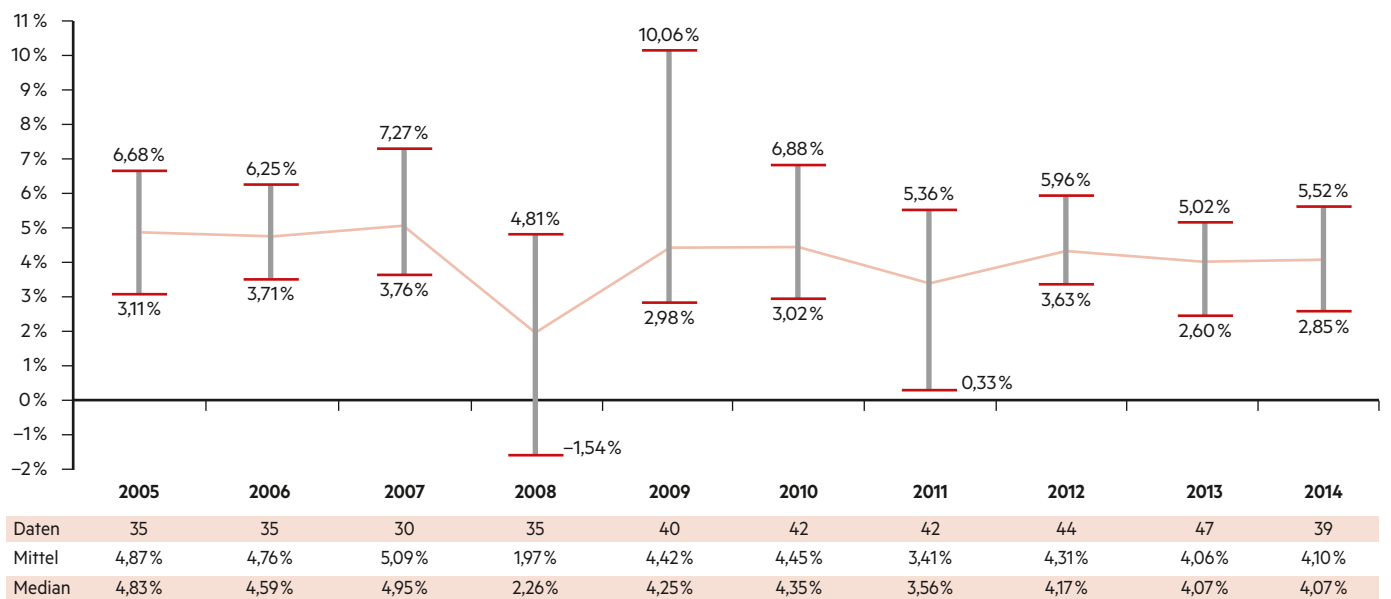
**Rechnungszins und bilanzielle Reserven**

Anders als bei Lebensversicherungen (Garantiezins) wird der Kalkulationszinssatz zur Berechnung der späteren Leistungen von Versorgungswerken nicht garantiert (Rechnungszins). Aufgrund der versicherungsähnlichen Verpflichtungsstrukturen muss der Rechnungszins jedoch langfristig erwirtschaftet werden, um das Leistungsversprechen umzusetzen. Liegt die erwirtschaftete Rendite oberhalb des zur Berechnung der Deckungsrückstellung verwendeten Rechnungszinses kann das Versorgungswerk diese Überschüsse in die Rücklagen einstellen.

Liegt die Rendite nachhaltig über einen längeren Zeitraum darüber, entsteht Dynamisierungspotenzial. Liegt das Kapitalanlageergebnis jedoch unter dem gewichteten Rechnungszins, muss das Versorgungswerk auf seine Rücklagen zurückgreifen. Ist die Unterschreitung als dauerhaft anzusehen, kommt das Versorgungswerk über kurz oder lang nicht umhin, in die Beitrags-Leistungs-Relation einzugreifen.

In den letzten Jahren haben Versorgungswerke zunehmend, aber sehr individuell den Rechnungszins zumindest für neue Beitragsleistungen gesenkt. Aber noch immer verwenden über 40

Abb. 6: **Nettoverzinsung deutscher Versorgungswerke 2005–2014**



Quellen: Geschäftsberichte und sonstige Veröffentlichungen von Versorgungswerken, eigene Berechnungen.

**1/1 Ad**

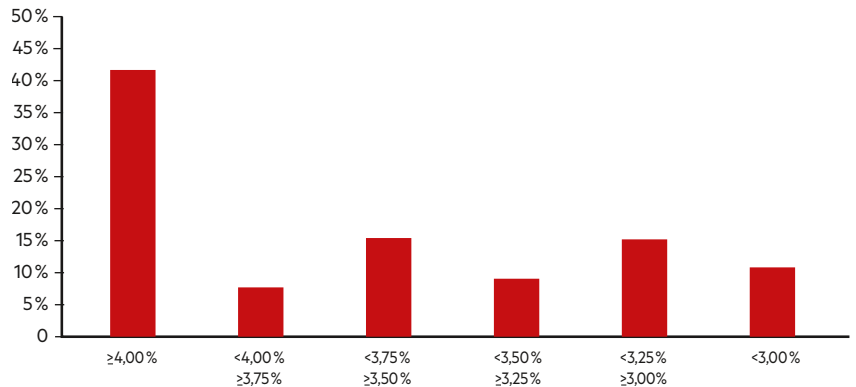
Prozent aller untersuchten Versorgungswerke einen Rechnungszins von 4 Prozent.

Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes haben viele Versorgungswerke immer noch ambitionierte Anlageziele. Zumal es sich bei dem Zins in der Abbildung 7 in der Regel um den derzeit gültigen Rechnungszins für neue Beitragsleistungen handelt. Aufgrund meist erheblichen Altbestandes sinkt der tatsächlich erforderliche Anlagezins – ähnlich wie bei Lebensversicherungsgesellschaften – nur langsam. Beispielhaft lag der relevante Mischzins eines Versorgungswerkes Ende 2014 bei 3,4 Prozent, obwohl der Rechnungszins bereits für Beiträge ab 2010 auf 2,5 Prozent gesenkt wurde. Eine Herabsetzung für den kompletten Bestand bei gleichzeitiger Beibehaltung der zugesagten Versorgungsleistungen würde eine sofortige Aufstockung der Deckungsrückstellung in erheblicher Höhe erfordern. Dies ist von den meisten Versorgungswerken bilanziell nicht darstellbar. Immer mehr Versorgungswerke wirken dem Zinsrisiko durch Aufbau einer Zinsschwankungsreserve innerhalb der Deckungsrückstellung entgegen, die bei Unterschreiten des Rechnungszinses zum Ausgleich verwendet werden kann.

### Überdeckung auf Niveau des Vorjahres

Für Versorgungswerke ist die Äquivalenz zwischen dem Wert der Kapitalanlagen und der Deckungsrückstellung, also der mit dem Rechnungszins ermittelte Barwert der zukünftigen Rentenleistungen abzüglich des Barwertes der zukünftig von den Versicherten noch zu leistenden Beiträge, entscheidend. Im Durchschnitt überstieg Ende 2014 der Buchwert der Kapitalanlagen den Wert der Deckungsrückstellung gleichgewichtet um 3 bis 4 Prozent. Die Überdeckung befand sich damit auf einem ähnlichen Niveau wie im Vorjahr und konnte seit 2007 ausgebaut werden. Ein „Puffer“ kann in Form von stillen Reserven innerhalb der Kapitalanlagen vorliegen. Der Marktwert der Kapitalanlagen übersteigt die ausgewiesenen Buchwerte teilweise erheblich. Im Durchschnitt der Versorgungswerke, die Angaben zu den Marktwerten ihrer Kapitalanlagen gemacht haben, lag der Wert der stillen Reserven Ende 2014 bei 11 bis 12 Prozent der Buchwerte. Die Bewertungsreserven befanden sich damit auf einem deutlich höheren Niveau als im Vorjahr. Aufgebaut wurden sie größtenteils im Zuge der stark gesunkenen Zinsen der letzten Jahre. Bei stillen Reserven festverzinslicher Wertpapiere handelt es sich jedoch um einen temporären Effekt, der sich – sofern Zinssteigerungen nicht ohnehin zum Abbau der stillen Reserven beitragen – bis

**Abb. 7: Anteil Versorgungswerke abhängig vom verwendeten Rechnungszins**



Quelle: Angaben von 65 Versorgungswerken.

„Im Durchschnitt überstieg Ende 2014 der Buchwert der Kapitalanlagen den Wert der Deckungsrückstellung gleichgewichtet um 3 bis 4 Prozent.“

zur Endfälligkeit der Titel sukzessive abbauen wird. Es handelt sich letztendlich um eine Art vorausbezahlten Zins. Zahlreiche Versorgungswerke besitzen aber auch nennenswerte Reserven im Immobilienbereich. Die aus einer erfolgreichen Anlage erzielten Überschüsse werden in der Regel zunächst in die Verlustrücklage eingestellt, bis diese eine definierte Höhe erreicht hat. Sie stellt für das Versorgungswerk Eigenkapital dar. Die Verlustrücklage lag im Durchschnitt der untersuchten Werke Ende 2014 bei 3 bis 4 Prozent der Deckungsrückstellung und wurde in den letzten Jahren deutlich ausgebaut (2007 < 2 Prozent). Bei mehr als jedem fünften der untersuchten Werke lag der Wert jedoch unter 1 Prozent. Darüber hinausgehende Überschüsse werden in der Regel in die Rückstellung für zukünftige Leistungsverbesserungen eingestellt und stehen als Puffer oder für eine Leistungsdynamik zur Verfügung.

### Ständiger Anpassungsdruck

Für die Kapitalsammelstellen sind derzeit große Herausforderungen zu meistern. Vom Trend zunehmender Langlebigkeit sind Versorgungswerke überdurchschnittlich stark betroffen, zudem steigen die regulatorischen Anforderungen. Die größte Herausforderung liegt aber in der Niedrigzinsphase. Bleiben die Zinsen auf dem derzeitigen Niveau, wird es für die Kapitalsammelstellen der Altersvorsorge immer schwieriger, die zugesagten Leistungen langfristig zu erbringen. Dies erfordert zum einen eine laufende Anpassung des technischen Geschäftsplanes, insbesondere eine marktgerechte Anpassung des Rechnungszinses. Zum anderen erfordert es aber auch eine Weiterentwicklung der Vermögensanlage mit der Erschließung neuer Renditequellen. ●