

# Zunehmend alternativ

2015 war ein schwieriges Anlagejahr. Die Asset Allocation von Lebensversicherungsgesellschaften ist weiterhin konservativ und wirkt sehr statisch. Bei genauerem Hinsehen tut sich jedoch auch bei dieser Investorengruppe etwas, berichtet exklusiv **Manfred Mönch**, Geschäftsführer der Gesellschaft für Analyse und Consulting (GAC).

Der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) haben sich trotz schwachem Neugeschäft die Kapitalanlagen der Lebensversicherungsgesellschaften in 2015 um 3,5 Prozent auf über 850 Milliarden Euro erhöht. Gemessen an den Marktwerten wird bald die Billionengrenze erreicht. Das Kapitalvolumen der fondsgebundenen Verträge wuchs stärker, um etwa 8 Prozent, auf bald 95 Milliarden Euro. Die Gesellschaft für Analyse und Consulting (GAC) hat auf der Basis von 25 Lebensversicherungsgesellschaften mit einem Mindestanlagevolumen von jeweils 5 Milliarden Euro und einem Gesamtvolumen von über 600 Milliarden Euro deren Performance und Asset Allocation für das Geschäftsjahr 2015 untersucht.

## **Schwieriges Anlagejahr 2015**

Das Anlagejahr 2015 war nach dem guten Vorjahr wieder herausfordernd. Europäische Aktien konnten insgesamt zwar einen leicht positiven Beitrag leisten, globale Aktien kosteten in 2015 jedoch überwiegend Rendite. Auf der Bondseite konnten Staatsanleihen punkten, wohingegen Unternehmensanleihen aufgrund der Ausweitung der Spreads insbesondere bei schwächerer Bonität meist negativ abschnitten. Grund für einen Kursrückgang

bei Bonds war auch ein Zinsanstieg im Laufzeitbereich von über 5 Jahren.

Auf den Ausweis der Nettoverzinsung von Lebensversicherungsgesellschaften hatte das keine Auswirkung. Diese betrug in 2015 im gleichgewichteten Mittel knapp 4,5 Prozent und bewegte sich damit auf Vorjahresniveau (4,6 Prozent). Sie war wie in den Vorjahren stark von der Auflösung stiller Reserven geprägt. Die Aufdeckung der Reserven ist notwendig um die Erfordernisse der Zinszusatzreserve zu erfüllen, da mit dem Absinken des Referenzzinssatzes auf 2,88 Prozent nun auch Verträge mit einem Garantiezinssatz von 3,0 Prozent betroffen sind. Im vergangenen Jahr haben die Lebensversicherungsunternehmen die Zinszusatzreserve durchschnittlich mit mehr als 1 Prozent der Deckungsrückstellung dotiert. Damit beträgt das Gesamtvolumen der Zinszusatzreserve nun durchschnittlich rund 4 Prozent des Wertes der Deckungsrückstellungen.

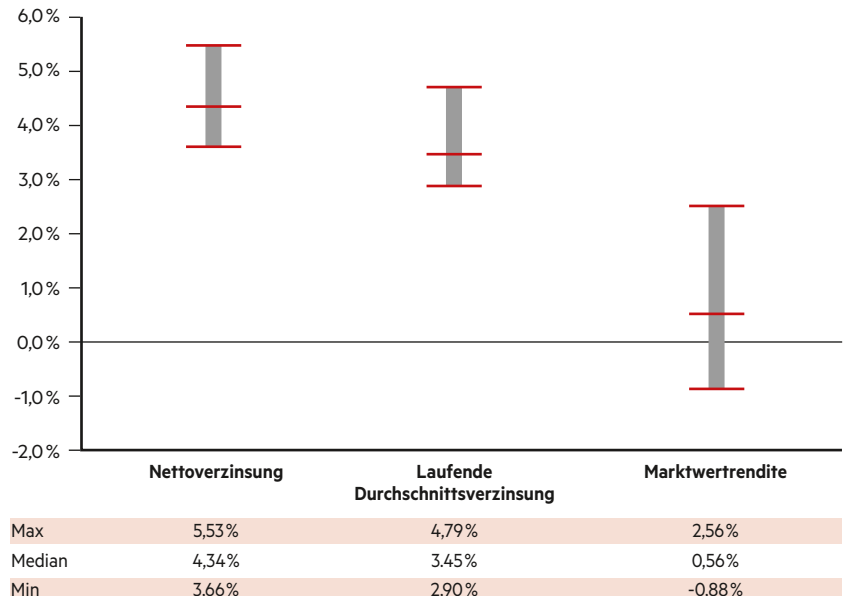
Deutlicher wird das schwierige Kapitalmarktumfeld bei Betrachtung der laufenden Durchschnittsverzinsung ohne außerordentliche Erträge und Aufwendungen sowie der Marktwertrendite unter Berücksichtigung der Veränderung der stillen Reserven. Die stillen Reserven der Kapitalanlagen sind in 2015 nicht nur wegen deren gezielter Auflösung, sondern vor allem wegen der sinkenden Marktbewertung zahlreicher Kapitalmarktinstrumente im Bondbereich durchschnittlich um rund 4 Prozent abgeschmolzen. Die Rendite auf Basis von Marktwerten betrug entsprechend im gleichgewichteten Schnitt nur etwas mehr als ein halbes Prozent. Nahezu jede sechste Gesellschaft musste eine negative Rendite hinnehmen.

Die laufende Durchschnittsverzinsung nach der GDV-Methode ohne Berücksichtigung außerordentlicher Erträge und Aufwendungen ist weiter gesunken. Sie hat in 2015 noch ein Niveau von rund 3,5 Prozent. Der wahre Wert dürfte insgesamt noch etwas niedriger sein, da einige Gesellschaften – insbesondere mit einem hohen Anteil indirekter Anlagen – aufgrund von laufenden Ausschüttungen außerordentlicher Erträge aus Spezialfonds und anderen Einmaleffekten eine überhöhte Kennzahl ausweisen. Bei einzelnen Gesellschaften ist die Kennzahl im vergangenen Jahr unter 3 Prozent abgerutscht.

### Asset Allocation weiter sehr statisch?

Die Asset Allocation der Lebensversicherungsgesellschaften wirkt weiterhin sehr

**Abb. 1: Performance Lebensversicherungen 2015**



Quelle: Geschäftsberichte Lebensversicherungsgesellschaften

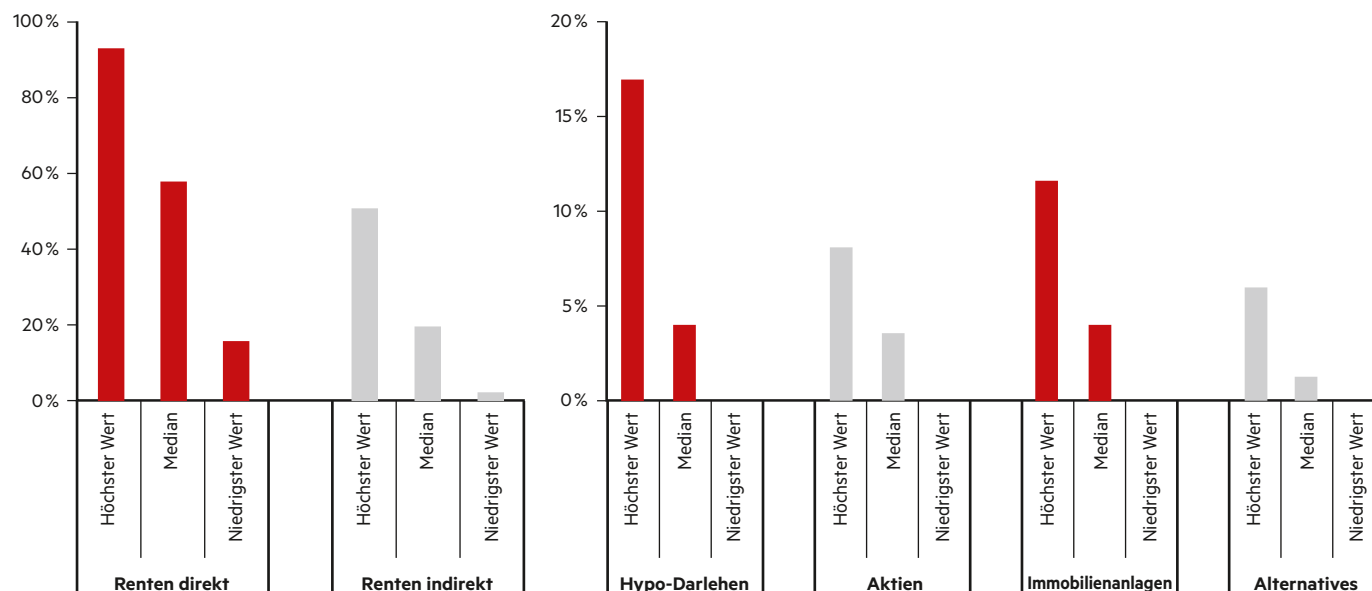
statisch. Noch immer sind 86 Prozent der Gesamtmittel in festverzinsliche Anlagen (inklusive Hypotheken- und Rentenschuldforderungen) investiert. Allerdings gibt es innerhalb der Investorengruppe durchaus erhebliche Unterschiede.

Festverzinsliche Anlagen sind zwar bei allen Gesellschaften weiterhin die dominierende Asset-Klasse. Allerdings schwankt die Quote je nach Gesellschaft zwischen deutlich unter 80 Prozent und fast 100 Prozent. Die Aktienquote beträgt im Mittel gut 4 Prozent. Während einige Gesellschaften überhaupt nicht in Aktien investiert sind, reicht bei anderen die Allokation bis über 8 Prozent. Die Immobilienquote beträgt zwischen 0 Prozent und über 10 Prozent und im Mittel ebenfalls 4 Prozent. Der Anteil von Alternatives liegt noch unter 3 Prozent.

### Veränderungen bei der Rentenquote

Betrachtet man die Rentenquote genauer, fällt auf, dass in den letzten Jahren Umschichtungen von der Direktanlage in indirekte Anlagen von über 5 Prozent des Gesamtvolumens stattgefunden haben – immerhin ein Volumen von 40 Milliarden Euro. Dies geht häufig mit einer weiteren Diversifikation in Sub-Asset-Klassen wie Corporates, High Yield oder Emerging Markets einher. Im kapitalgewichteten Durchschnitt betrug die Quote für Rentenfonds etwas mehr als 25

**Abb. 2: Anteil an der Gesamtallokation Ende 2015**



Quelle: Geschäftsberichte Lebensversicherungsgesellschaften

Prozent der Gesamtanlagen, im Maximum sogar rund 50 Prozent.

Innerhalb der festverzinslichen Anlagen wurden Pfandbriefe und Darlehen an Kreditinstitute nennenswert abgebaut. Pfandbriefe machen nun deutlich weniger als 20 Prozent der Gesamtallokation aus. Ausgebaut wurden in den letzten Jahren leicht Staats- und Unternehmensanleihen sowie deutlicher vor allem Rentenfonds. Auch Spezialthemen wie Flugzeugfinanzierungen finden sich in einigen Portfolios.

### Aktienquote weiter gering

Die Aktienquote wurde in den letzten Jahren zwar leicht erhöht, betrug Ende 2015 aber immer noch nur wenig über 4 Prozent. Das Vorkrisenniveau wird von vielen Investoren noch nicht wieder erreicht. Der ganz überwiegende Teil der Aktienquote wird über Fonds abgebildet. Jedes Fünfte der Unternehmen hat eine Quote von mehr als 6 Prozent, ein weiteres Fünftel hat nahezu überhaupt kein Aktien-Exposure.

### Immobilienbestände häufig mit hohen stillen Reserven

Lebensversicherungsgesellschaften sind traditionell seit Jahrzehnten im Immobiliensegment engagiert. Fast alle untersuchten Investoren sind in Immobilien investiert, nur jedes zehnte Unternehmen hat überhaupt

kein Exposure. Die Immobilienquote zu Buchwerten betrug Ende 2015 wie im Vorjahr durchschnittlich 4 Prozent. Zwei Drittel davon sind direkt investiert, der Rest über Fonds. Bei dem überwiegenden Teil des Direktbestandes handelt es sich um gewerblich genutzte Immobilien, Wohnimmobilien haben nur einen Anteil von 15 Prozent. REIT's spielen bei der Kapitalanlage von Lebensversicherungen keine bedeutende Rolle.

Der ausgewiesene direkte Immobilienbestand (ohne Beteiligungen und Fonds) der 15 größten Immobilieninvestoren unter den Lebensversicherern betrug Ende 2015 knapp 11 Milliarden Euro zu Buchwerten. Diese Gesellschaften haben in 2015 über 800 Millionen Euro neu investiert, aber auch 450 Millionen Euro desinvestiert, so dass unter Berücksichtigung der planmäßigen Abschreibung der Bestand zu Buchwerten nur geringfügig anstieg.

Diese direkt gehaltenen Immobilien weisen hohe stille Reserven auf: Der Marktwert der Immobilien von deutlich über 14 Milliarden Euro liegt kapitalgewichtet 36 Prozent über den Buchwerten. Die stillen Reserven betragen insbesondere abhängig von Alter und Lage des Bestandes je nach Gesellschaft zwischen 8 und fast 90 Prozent der jeweiligen Buchwerte. Denn auch ohne echte Fortentwicklung des Marktwertes steigen stille Reserven aufgrund der jährlichen bilanziellen Abschreibung des Bestandes kontinuierlich an.

In Bezug auf diesen Direktbestand beispielhaft ein paar aggregierte Kennzahlen ohne Berücksichtigung der individuellen Verhältnisse der einzelnen Investoren: Die Brutto-Rendite (Mietträge zum Buchwert des Immobilienbestandes) liegt im Mittel der 15 größten Lebensversicherungsgesellschaften seit Jahren relativ konstant bei 8,2-8,7 Prozent. Nach Abzug der Immobilien-Aufwendungen ergibt sich für 2015 eine Netto-Rendite von circa 6 Prozent und nach Berücksichtigung von Ab- und Zuschreibungen eine Nettoverzinsung von circa 4 Prozent. In den Jahren 2008-2011 war die Nettoverzinsung aufgrund von Abschreibungen deutlich geringer. Ergebnisse aus dem Abgang von Immobilien wurden bei den Berechnungen nicht berücksichtigt. Der Beitrag zur Nettoverzinsung ist in der Regel umso höher, je älter der Immobilienbestand und geringer der Buchwert nach entsprechenden Abschreibungen ist.

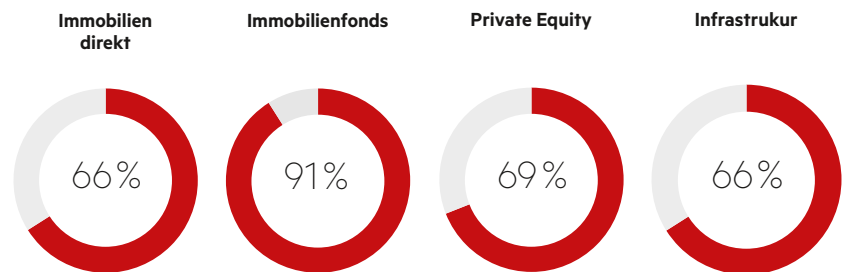
Der Immobilienbestand der 15 größten Lebensversicherungsgesellschaften konnte in 2015 eine leichte Wertsteigerung von gut einem Prozent verzeichnen, nachdem die Entwicklung in den Jahren 2008-2012 abhängig von den Segmenten überwiegend negativ war.

### Immobilienfonds

Bei den untersuchten Gesellschaften finden sich zudem zahlreiche Immobilienfonds, die insgesamt rund ein Drittel der gesamten Immobilienquote abdecken. Mehr als 80 unterschiedliche Immobilienfonds können identifiziert werden. Da nicht alle Gesellschaften ihre Bestände ausweisen kann von einer zusätzlichen Dunkelziffer ausgegangen werden. Die GAC hat begonnen, reale Ergebnisse von Investoren gleichgerichteter Rahmenbedingungen zu sammeln und aggregiert und anonymisiert zurückzuspielen. So kann ein Beitrag zu einer praxisnahen Benchmark geliefert werden, damit Investoren zum einen eine Einschätzung vornehmen können, ob sich eine (Sub-)Asset-Klasse insgesamt gelohnt hat, und zum anderen, wie die ausgewählten Fonds im Vergleich zu einer geeigneten Peer Group abgeschnitten haben. Das gilt insbesondere auch für neue Assetklassen wie Infrastrukturinvestitionen, für die bislang keine geeignete Datenbasis vorliegt.

Auf Grundlage der bislang vorliegenden Daten konnte eine durchschnittliche Ausschüttungsquote der Fondsbestände von rund vier Prozent ermittelt werden. Die stillen Reserven sind bei den Fonds naturgemäß deutlich geringer als im Direktbestand, weil

**Abb. 3: Anteil der aktiven Investoren**



Quelle: GAC

die Immobilien in den Fonds meist (noch) eine erheblich kürzere Haltedauer aufweisen. Bei den untersuchten Immobilienfonds betragen sie durchschnittlich drei bis vier Prozent.

### Alternatives bereits weit verbreitet aber meist noch mit geringem Volumen

Auch zahlreiche Lebensversicherungsgesellschaften haben in den letzten Jahren in alternative Asset-Klassen wie Private Equity oder Infrastruktur investiert. Bezogen auf ihr gesamtes Kapitalanlagevolumen im Vergleich zu Versorgungswerken oder Pensionskassen aber auf einem deutlich geringeren Niveau. Nichtsdestotrotz sind bereits viele Investoren in diesen Assetklassen engagiert.

Private Equity ist bei zahlreichen Lebensversicherungsgesellschaften seit Jahren eine etablierte Asset-Klasse. Bei 70 Prozent der untersuchten Investoren finden sich Bestände. Allerdings ist das Volumen noch relativ gering und macht knapp 1 Prozent der gesamten Kapitalanlagen aus. Viele Gesellschaften haben den Zugang über Dachfonds gesucht. Die Transparenz der Ergebnisse ist gering.

Etwas sehr Ähnliches gilt für Infrastrukturanlagen. Auch hier ist die Verbreitung weit fortgeschritten. Fast zwei Drittel der Investoren sind bereits investiert. Das Volumen ist allerdings noch geringer als bei Private Equity. Über Abrufe von bereits gezeichneten Fonds wird mit Fortschreiten der Investitionstätigkeit der Fondsmanager das Volumen weiter steigen. Insbesondere über erneuerbare Energien ist vielen Lebensversicherungsgesellschaften der Einstieg in diese Asset-Klasse gelungen.

Hedgefonds konnten sich nur bei wenigen Investoren dauerhaft durchsetzen. Hier finden sich nur bei wenigen Gesellschaften Bestände. In der Gesamtallokation spielen sie keine Rolle. ●