



VERSICHERUNGEN & PENSIONSEINRICHTUNGEN

Analyse der Vermögensverhältnisse von 2005 bis 2021

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

Zeitenwende und Regimewechsel tauchen als Begriffe immer mehr im Kontext von Politik und Kapitalmarktkommunikation auf. Zinserhöhungen, Inflation, geopolitische Entwicklungen, Krisen und Krieg dominieren die Schlagzeilen. Da tut es meines Erachtens gut, auch mal den Blick auf stabile und konstruktive Sachthemen zu richten, womit wir beim Gegenstand der vorliegenden Marktanalyse sind.



Clemens Schuerhoff
Vorstand
Kommalpha AG

Große Zahlen und Wachstum müssen nicht immer negativ sein, wie die Analyse der Vermögensverhältnisse von Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen in Deutschland beeindruckend zeigt. Mit einem Finanzvermögen von knapp 3,3 Billionen Euro sind diese beiden Investorensegmente die mit Abstand wichtigsten Player im institutionellen Asset-Management in Deutschland. Das Wachstum ist ebenfalls fulminant, denn dieser Wert hat sich innerhalb der letzten 16 Jahre mehr als verdoppelt. Dieser Zeitraum war allerdings auch geprägt durch stetig wachsende Herausforderungen an die Kapitalanlage, primär bedingt durch einen historischen Zinssenkungszyklus. Angesichts dieser Marktdynamik analysieren wir die Veränderungen der Bestands- und Transaktionsdaten der Finanzaktiva der Versicherungs- und Altersvorsorgeindustrie innerhalb der vergangenen 16 Jahre. Ein besonderes Augenmerk legen wir dabei auf Investmentfonds und insbesondere auf Spezialfonds, die in dem Zeitraum enorm an Bedeutung im Rahmen der Kapitalanlage der Betrachtungsgruppen gewonnen haben.

Ganz besonders möchte ich auf das Panel in Kapitel 2 hinweisen, in dem Experten aus dem Sponsorenkreis zu bewusst provokant formulierten Thesen Stellung nehmen. Zum Abgleich dazu haben wir eine Umfrage durchgeführt, deren Ergebnisse Sie in Kapitel 7 finden.

Ich danke den Sponsoren Clearwater Analytics, Donner & Reuschel, HSBC Deutschland, Landesbank Baden-Württemberg und Universal Investments, die diese Marktanalyse ermöglicht haben. Viel Spaß bei der Lektüre und Analyse!

Herzlichst

Ihr Clemens Schuerhoff

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	4
1. Sponsoren	
Neue Wege gesucht - Rendite, Regulatorik und Risiken für professionelle Anleger	8
2. Acht Thesen – vier Experten	14
3. Methodik & Struktur	25
4. Überblick über die Finanzaktiva	28
5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva	36
5.1 Einlagen	37
5.2 Kredite	40
5.3 Schuldverschreibungen	42
5.4 Anteilsrechte	48
5.5 Investmentfondsanteile	52
6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts	58
6.1 Überblick	58
6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen	66
6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen	71
7. Befragung von Experten	76
Impressum	83

Executive Summary

- In diesem Ergebnisdokument liegt der Fokus auf den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen und somit auf den Kapitalanlagen, da die vorliegende Analyse primär die Asset-Management-Industrie adressiert.
- Die vorliegende Marktanalyse basiert auf Datensätzen der Deutschen Bundesbank. Kommalpha hat die relevanten Daten bezogen und gemäß der inneren Logik zur weiteren Analyse datenbanktechnisch aufbereitet. Dabei handelt es sich um rund 500.000 Datensätze der letzten 16 Jahre mit Datenstichtag 31. Dezember 2021.
- Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind die mit Abstand größten und wichtigsten Marktteilnehmer im deutschen institutionellen Finanzmarkt. Die Summe der Finanzaktiva beträgt per Ende 2021 sagenhafte 3.293,4 Milliarden Euro und hat sich in den letzten 16 Jahren um über 1.659 Milliarden Euro mehr als verdoppelt. Pensionseinrichtungen sind dabei das Investorensegment mit den in Relation größten Wachstumsraten der Finanzaktiva.
- Investmentfondsanteile sind mit 1.364 Milliarden Euro und einem Anteil von über 41 % die deutlich dominierende Anlageform der Finanzanlagen der Betrachtungsgruppe. Die Entwicklung der Fondsquote ist dabei eindrucksvoll. Sie stieg von 22 % per Ende 2005 um 1.008 Milliarden Euro. Schuldverschreibungen machen 529 Milliarden Euro und einen Anteil von rund 16 % der Finanzaktiva der betrachteten Branchen aus. Anteilsrechte folgen mit 481 Milliarden Euro und Kredite mit 404 Milliarden Euro. Bargeld und Einlagen schließen sich mit immerhin noch 349 Milliarden Euro und einem Anteil von knapp 11 % an. Die übrigen Finanzaktiva machen einen Betrag von 163 Milliarden Euro und einen Anteil von 5 % aus.
- Lebensversicherungen sind die größte Anlegergruppe in Investmentfonds mit einem Volumen von 656 Milliarden Euro und einem Anteil von 48 % des Gesamtbestands an Investmentfonds. Pensionseinrichtungen folgen auf Platz zwei mit 464 Milliarden Euro und einem Anteil von 34 %. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 227 Milliarden Euro an. Für Rückversicherungen spielen Investment-

fonds eine nachgelagerte Rolle.

- Die Bedeutung von Investmentfonds an den jeweiligen Finanzaktiva ist sehr unterschiedlich. Die Fondsquote ist bei Pensionseinrichtungen mit über 67 % mit Abstand am höchsten, gefolgt von Lebensversicherungen mit knapp 48 % und Nicht-Lebensversicherungen mit 32 %. Für Rückversicherungen haben Investmentfonds im Rahmen der Allokation der Finanzaktiva mit rund 3 % so gut wie keine Bedeutung.
- Über 60 % des Wachstums der Finanzaktiva wurden im Betrachtungszeitraum in Investmentfonds allokiert. Das zeigt den Trend zur Verlagerung von der direkten zur indirekten Kapitalanlage eindrucksvoll auf.
- Bezüglich der langfristigen Entwicklung der Fondsquote an den jeweiligen Finanzaktiva wird sehr deutlich, dass Pensionseinrichtungen im Betrachtungszeitraum mit einigem Abstand immer die höchste Fondsquote aufwiesen und dass insbesondere ab 2016 eine besondere Dynamik diesbezüglich einsetzte. Pensi-

onseinrichtungen sind in Relation zu den übrigen Sparten die am stärksten wachsende Anlegergruppe im Fondsgeschäft. Rund 85 % des Wachstums der Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen ist vom Investmentfondsgeschäft geprägt.

- Bezüglich der Domizilierung der Fondsemittenten liegen Daten nur für Versicherungen vor. Es wird deutlich, dass in Deutschland domizilierte Investmentfonds mit einem Bestand von 731 Milliarden Euro und einem Anteil von 81 % absolut dominierend sind. Das Fondsgeschäft mit Versicherungen ist fest in deutscher Hand, dabei spielen Anlagen in deutsche Spezialfonds die Hauptrolle.
- Der deutsche Spezialfonds wurde in den letzten Dekaden einige Male totgesagt, aber das Wachstum ist ungebrochen und er bleibt das favorisierte Anlagevehikel für deutsche institutionelle Investoren. Das Spezialfondsvolumen hat sich in den vergangenen 16 Jahren fast vervierfacht.

- Versicherungen sind im Spezialfondsmarkt die größte Anteilseignergruppe mit 657,6 Milliarden Euro und einem Marktanteil von rund 30 %. Altersvorsorgeeinrichtungen rangieren auf dem zweiten Platz mit 586,1 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 27 %. Insofern stellen die beiden in diesem Dokument analysierten Investorengruppen mit einem Spezialfondsvolumen in Höhe von knapp 1.244 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 57 % die Ankerpunkte und Treiber des deutschen Spezialfondsgeschäfts dar.
- Bei Versicherungen scheinen die goldenen Zeiten von sehr hohen Nettomittelaufkommen vorbei zu sein, wenn man sich den Trend seit 2018 ansieht. Im Rekordjahr 2015 sammelten Spezialfonds von Versicherungen noch 52,3 Milliarden Euro netto ein, im Jahr 2021 dagegen magere 13 Milliarden Euro. Die Mittelzuflüsse von frischer Liquidität befinden sich allerdings auf nach wie vor sehr hohem Niveau. Das bedeutet, dass insbesondere in den Jahren seit 2018 auf Jahressicht sehr viel Liquidität seitens Versicherungen aus deutschen Spezialfonds entzogen wurde. Diese findet sich in Allokationen außerhalb des Spezialfonds wieder oder wird für betriebliche und bilanzielle Zwecke eingesetzt.
- Das Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds befindet sich dagegen seit Jahren auf hohem Niveau mit jüngst wieder steigender Tendenz. Das Jahr 2021 stellt das Rekordjahr hinsichtlich der Cashflows dar, sowohl für das Nettomittelaufkommen mit 38,8 Milliarden Euro als auch für die Mittelzuflüsse von frischer Liquidität in Höhe von 76,2 Milliarden Euro. Im Vergleich zu Versicherungen landet bei Altersvorsorgeeinrichtungen von der dotierten frischen Liquidität deutlich mehr netto in Spezialfonds. Die Anteilscheindynamik ist im Vergleich geringer und Altersvorsorgeeinrichtungen entziehen dem Spezialfondsmarkt deutlich weniger Liquidität als Versicherungen.
- Die Sprengkraft der Portfolien verbindlichkeitsorientierter Investoren im Hinblick auf Zinssteigerungen, eingegangene höhere Risiken aufgrund des Renditedilemmas, regulatorischen Druck auch in Richtung ESG-Investments sowie die perspektivi-

sche Implosion von Bilanzstrukturen vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung wird von Experten und im Rahmen einer Umfrage teilweise kontrovers eingeschätzt. Unter dem Strich herrscht aber Zuversicht.

Neue Wege gesucht - Rendite, Regulatorik und Risiken für professionelle Anleger

Kapitalmärkte im Krisenmodus und eine Zinswende, die zu weiteren Kursverlusten bei Anleihen führen wird: Für institutionelle Anleger könnte das Umfeld nicht schwieriger sein. Was erwartet uns im zweiten Halbjahr 2022, welchen Herausforderungen müssen wir uns stellen und wie können Lösungen gefunden werden, um regulatorische Anforderungen einzuhalten und gleichzeitig eine positive Rendite zu erwirtschaften? Welche Investitionsmöglichkeiten haben Sie? Lösungsansätze erläutern uns die Experten vom Bankhaus DONNER & REUSCHEL.

Herr Vitt, als Vorstandssprecher des Bankhauses DONNER & REUSCHEL und als Präsident des nord-deutschen Bankenverbandes sind Sie ganz dicht an der Entwicklung im Bankenwesen. Wie schätzen Sie die grundsätzlichen Veränderungen am Bankenmarkt ein?

Marcus Vitt: Unsere Zeit ist von einer Vielzahl an Krisen geprägt, die es gesamtgesellschaftlich zu stemmen gilt. Die Corona-Pandemie wird uns noch lange fordern, die Lösungen zur Klimakrise sind erst am Anfang, neuerdings haben wir es erschreckenderweise sogar mit einem Kriegsgeschehen in Europa zu tun. Bislang völlig unterschätzt sind zudem die Folgen des demografischen Wandels, der unsere Arbeitswelt schon in wenigen Jahrzehnten massiv verändern wird. All das sind Herausforderungen, denen sich auch die Banken stellen müssen. In erster Linie in Form von kreativen Lösungen und Schulterschlüssen, um Entwicklungen (finanziell) möglich zu machen und um die wirtschaftlichen Schäden als Folge der Inflation abzuwenden. Es geht darum, Wege zu ebnen, die es Deutschland und Europa ermöglichen, diese Krisen mit eigener Kraft zu überwinden. Die Banken nehmen bei der anstehenden Transformation in klimaneutrale und

digitalisierte Zukunft eine Schlüsselrolle ein. Den Masterplan für Erneuerung und wirtschaftlichen Aufbruch kann aber nur die Politik entwickeln.

Herr Mumm, Sie sind Chefvolkswirt im Bankhaus DONNER & REUSCHEL und beobachten die Kapitalmärkte sehr genau. Wie sehen die aktuellen Herausforderungen am Kapitalmarkt aus?

Mumm: Im Jahr 2021 hat sich die Situation im Bereich der verzinslichen Kapitalanlage durch den steilen Anstieg der Inflationsraten noch einmal erheblich verschärft. Heute finden sich Anleger in einem Umfeld historisch tiefer negativer Realrenditen wieder.

Mittlerweile hat die seit langem befürchtete Zinswende bereits begonnen – zunächst in den USA. Auch in der Eurozone haben hohe Inflationsraten sowie der zunehmende gesellschaftliche und politische Druck auf die Europäische Zentralbank dazu geführt, so dass eine erste Leitzinsanhebung noch im Juli erfolgt. Im Zuge weiter steigender Zinsen, also nachgebender Anleihenotierungen, bleiben parallele Kurskorrekturen in anderen Anlageklassen, wie Aktien und Immobilien wahrscheinlich.

Zudem sind die bisher nicht endende Corona-Pandemie sowie vor allem die historisch beispiellosen globalen Lieferkettenengpässe und damit zusammenhängend explodierende Produktionskosten erhebliche Unsicherheitsfaktoren. Die öffentliche und regulatorische Forderung nach einer zunehmend dekarbonisierten Energieerzeugung sowie der notwendige Umbau der Produktion und der Mobilität setzen Unternehmen weltweit unter massiven Innovationsdruck und dürfte erhebliche Chancen, aber auch Risiken mit sich bringen. Nicht zu vergessen sind außerdem die Krisengebiete wie China und Taiwan sowie insbesondere der Krieg Russlands gegen die Ukraine, der noch nicht final einschätzbare Folgen für die Volkswirtschaften hat.

Herr Mauß, Sie leiten den Bereich Institutionelle Kunden beim Bankhaus DONNER & REUSCHEL und kennen die Probleme von Anlegern mit regulatorischen Vorgaben sehr gut. Wie wirken sich diese Veränderungen nun konkret auf die Investitionsmöglichkeiten, gerade auch im Hinblick auf die Renditeerwartungen, institutioneller Anleger aus?

Mauß: Die aufgezeigten Veränderungen und die auch künftigen Herausforderungen wirken massiv auf die Investitionsmöglichkeiten institutioneller Anleger. Der Fokus vieler Investoren lag vor über 15 Jahren noch primär auf Staatsanleihen, Pfandbriefen und leichten Beimischungen von Aktien und Immobilien.

Leider konnten Zielrenditen in den letzten Jahren nur durch die Nutzung von Risikoaufschlägen erwirtschaftet werden. Beispielsweise durch Unternehmens- und Nachranganleihen oder Covered Bonds, gefolgt von erhöhten Aktienquoten in den Kundenportfolien.

Zusätzlich hat das Niedrigzinsumfeld in der letzten Dekade die Gesamtgemengelage hinsichtlich Zielrenditen und Komplexität bei den Investitionen deutlich erhöht. Daraus entwickelte sich ein Trend, zusätzlich illiquide Titel in die Portfolios mit aufzunehmen. In diesem Zusammenhang rücken neben Immobilien (aus Deutschland, Europa, den USA und Asien) auch weitere Alternative Investments als Anlageobjekte immer stärker in den Fokus.

Herr Mauß, sollten Anleger also Risiken eingehen und aktiv handeln oder doch besser auf steigende Zinsen noch warten? Und wie beeinflussen die unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen das Wirken der institutionellen Anleger hierauf?

Mauß: Nein, Abwarten ist trotz steigender Zinsprognose keine Option. Professionelle Kapitalanleger müssen Risiken eingehen, um ihre Renditeziele erreichen zu können. Mehr denn je ist eine breit diversifizierte Asset Allokation und die Ausnutzung verschiedenster Risikoprämien sinnvoll. Zudem rücken nicht börsennotierte Anlagen immer stärker in den Fokus, um zusätzlich Illiquiditätsprämien zu vereinnahmen. Für viele institutionelle Anlegergruppen ist es daher mehr denn je sinnvoll, gezielt

Im Interview



Marcus Vitt
Sprecher des Vorstands

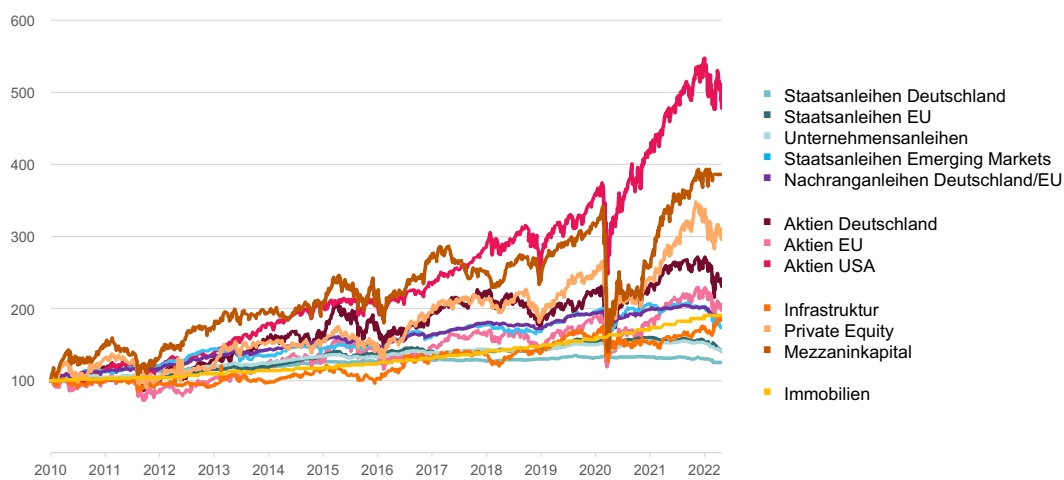


Volker Mauß
Leiter Institutionelle Kunden



Carsten Mumm
Chefvolkswirt

Abbildung 1.1:
Relative Entwicklung verschiedener Anlageformen seit 2010 (indexiert)



Quelle: macrobond, eigene Berechnung durch DONNER & REUSCHEL Aktiengesellschaft

aktive Management- und ggf. Reporting-Mandate zu vergeben.

Doch in der Tat steigt mit den o.g. Investitionsalternativen auch die Komplexität, oftmals zulasten der Transparenz und damit die Anforderungen an die Entscheider. Besonders dieses aktive Management wird durch Leitplanken geführt. Das Vierte Sozialgesetzbuch (SGB IV) regelt die Vorschriften für Sozialversicherungen und damit u. a. unser Kundensegment der Krankenkassen und Berufsgenossenschaften. Die Vermögensanlage für deren Altersrückstellungen ist sehr konservativ geprägt und mit einem sehr geringen Aktienanteil von bis zu 20 % auf EU-Ebene festgelegt.

Maßgeblich für verpflichtungsorientierte Anleger, wie Pensionskassen und Versorgungswerke ist die Anlageverordnung. Je nach Bundesland weichen die Auslegungen der einzelnen Assetklassen durch

die föderalistisch geprägte Aufsicht ab. Kammern, Stiftungen und Kirchen sind satzungsorientierte Anleger. Diese sind meist selbstauferlegt, jedoch nicht minder konservativ. Um Ihrer Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit nachzukommen, fokussiert sich diese Anlegergruppe ebenfalls stark auf das Thema Nachhaltigkeit.

Stichwort Nachhaltigkeit, Herr Mumm, welche Rolle werden nachhaltige Kapitalanlagen künftig spielen?

Mumm: Die Berücksichtigung nachhaltiger (ESG-) Kriterien im Rahmen von Anlageentscheidungen wird weiter zunehmen. Schon heute achten viele Anleger neben klassischen Faktoren, wie Rendite, Risiko und Liquidität auch auf die Wirkung ihrer Kapitalanlage. Niemand möchte wissentlich und indirekt durch sein Investment von Umweltzerstö-

rung, schlechten Arbeitsverhältnissen oder ähnlichem profitieren. Neben diesem gesellschaftlichen Wertewandel nimmt auch der Druck vonseiten der Regulierung zu. Allerdings zeigt sich, dass bei der Bewertung der Nachhaltigkeit von Unternehmen und Geschäftsmodellen kaum trennscharfe Grenzen gezogen werden können. Zudem gibt es vielfach ganz unterschiedliche Auffassungen, wie bspw. die Einordnung der Atomkraft im Rahmen der EU-Taxonomie gezeigt hat. Trotzdem haben Unternehmen bzw. Emittenten, die sich nicht nachweislich nachhaltig aufstellen, höhere Risiken, etwa mögliche Reputationsschäden oder Schadenersatzforderungen. Entsprechend werden sie höhere Risikoprämien zahlen müssen, um sich zu refinanzieren. Daran erkennt man die besonders wichtige Rolle von Kapitalgebern für die notwendige Transformation in Richtung nachhaltigen Wirtschaftens: sie bestimmen über die Vergabe eines der wichtigsten Produktionsfaktoren - des Kapitals.

Herr Vitt, wie begleitet D&R institutionelle Anleger in diesem Kapitalmarktumfeld?

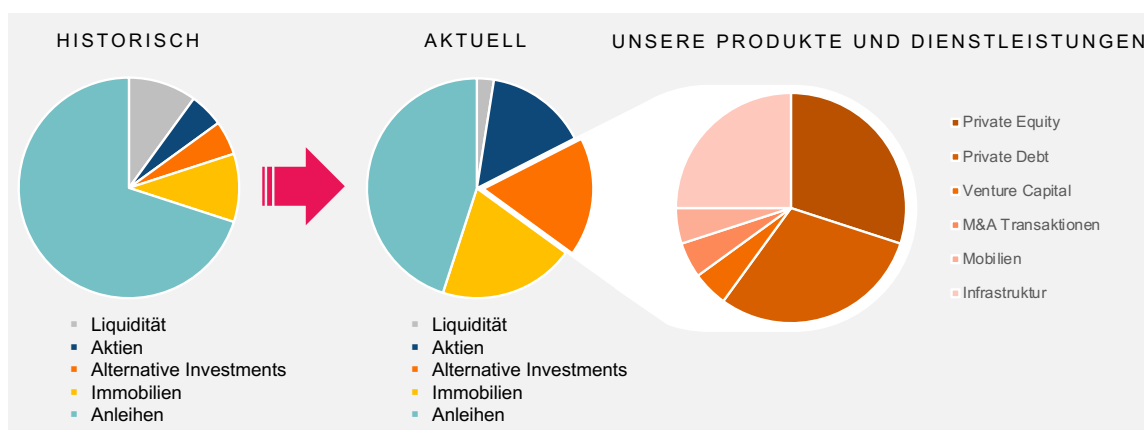
Vitt: Damit institutionelle Anleger erfolgreich ihren Kernaufgaben nachkommen, müssen wir ihnen den Zugang zu europäischen und internationalen Kapitalmärkten erleichtern. Das ist jedoch derzeit aufgrund der sehr heterogenen Rahmenbedingungen in Europa nicht so einfach. Auch die Zinspolitik der EZB hinkt hinterher. Die Abkehr von der expansiven Geldpolitik ist überfällig. Wir sind in vielerlei Hinsicht noch ganz am Anfang, es kommen große Veränderungen auf uns zu. Doch gerade als Vermittler zwischen Anlegern und Märkten in einem hochdynamischen Umfeld kommt uns als Bank und verlässlichem Partner eine enorm wichtige Rolle zu.

Herr Mauß, welche Rolle kann D&R hierbei im Hinblick auf Risikomanagement & Opportunitäten spielen?

Mauß: Das Bankhaus DONNER & REUSCHEL bietet ein hochprofessionelles Asset Management mit

Abbildung 1.2:

Kapitalmarktentwicklung: Historische Portfolios vs. aktuelle Portfolios



Quelle: DONNER & REUSCHEL Aktiengesellschaft

einer langjährigen Erfahrung in der liquiden Vermögensverwaltung. Insbesondere bei risikoadjustierten Nachrangtiteln konnten wir in der Vergangenheit gute Ergebnisse erzielen.

In einem eigenen Bereich bieten wir institutionellen Anlegern den Zugang zu „Alternative Investment“-Produkten einen exzellenten Marktzugang in den Feldern Immobilien, Infrastructure sowie nachhaltige Investments. Mit innovativen Themen wie Medien und Sport können Investoren ihr Anlagespektrum weiter diversifizieren, um ihre Renditen risikoadjustiert steigern zu können.

Herr Mauß: Welche Möglichkeiten sehen Sie darüber hinaus noch für Investoren, um aktuell am Finanzmarkt zu profitieren?

Mauß: Die gestiegene Kreditnachfrage, gekoppelt an die hohen Eigenkapitalanforderungen der Banken, lässt nicht zu, dass alle Anfragen oder Volumina vom Bankenmarkt bedient werden können. Eine Lösung kann sein, dass der professionelle Investor diese Lücke schließt und sich somit am Kreditportfolio der Bank beteiligt.

Hieraus können sich zusätzliche Vorteile für den Investor ergeben. Zum einen ist die Investition in kleineren Losgrößen möglich, zum anderen erhalten Anleger, je nach Ausgestaltung Kredite, die zusätzlich dem Screening der Bank unterliegen. Mit einem gut ausgewählten Kreditkundenportfolio können so Risiken minimiert bzw. breit diversifiziert und attraktive Renditen erzielt werden.

Herr Vitt, warum sollten sich institutionelle Anleger diesen Herausforderungen mit D&R als Partner an ihrer Seite stellen?

Vitt: Der Vorteil unseres Bankhauses ist, dass wir innovativ denken und handeln. Unsere Berater sind seit vielen Jahren als Spezialisten in den Märkten unterwegs. Sie verfügen über hervorragende Netzwerke, die sich auf allen Ebenen für unsere Kunden bezahlt machen. Unser Asset Management schafft es seit Jahren, mit herausragenden Performances die Märkte zu schlagen und unsere Kunden sicher durch die bewegten Zeiten zu manövrieren.

Bei DONNER & REUSCHEL herrschen keine Hierarchien, die Entscheidungen aufhalten. Unser Anliegen ist es, unseren Kunden einen qualifizierten Zugang zu den Kapitalmärkten so unkompliziert wie möglich zu gestalten – und ich denke, dass uns das hervorragend gelingt. Das bestätigen uns nicht nur unsere Kunden, sondern immer wieder auch unabhängige Institute.



DONNER & REUSCHEL



Volker Mauß

Leiter Institutionelle Kunden

DONNER & REUSCHEL Aktiengesellschaft
Königsallee 27
40212 Düsseldorf

T: +49 211 1592 6363

E: volker.mauss@donner-reuschel.de

www.donner-reuschel.de

DONNER & REUSCHEL – PRIVATBANK SEIT 1798

Unser Traditionshaus setzt auf qualifizierte und umfassende Beratung für vermögende Privatkunden, Unternehmer, Immobilienkunden und institutionelle Kunden.

Die Hamburger CONRAD HINRICH DONNER Bank wurde 1798 von dem 24-jährigen Kaufmann und Reeder Conrad Hinrich Donner gegründet. Im Jahr 1990 stellte sich mit der SIGNAL IDUNA Gruppe ein starker Partner und Aktionär an die Seite des Bankinstituts. Im Oktober 2010 schlossen sich die Hamburger CONRAD HINRICH DONNER Bank und das Münchner Bankhaus Reuschel & Co. zu DONNER & REUSCHEL zusammen.

2. Acht Thesen – vier Experten

In diesem Kapitel haben wir Vertreter aus den Sponsorenhäusern gebeten, zu acht Thesen Stellung zu nehmen. Die Thesen sind bewusst plakativ formuliert und bieten Potential für unterschiedliche Sichtweisen. Im Kern geht es um die Charakteristika und Risiken der Portfolien von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. In Kapitel 7 haben wir Meinungen zu den wesentlichen Thesen im Rahmen einer Marktbefragung abgefragt, um die nun folgenden Experteneinschätzungen zu verproben.



Volker Mauß
Bereichsleiter Institutionelle Kunden

DONNER & REUSCHEL
Aktiengesellschaft



Gerald Noltsch
Managing Director,
Head of HSBC Securities Services
Germany

HSBC Deutschland



Christian Sagerer
Bereichsvorstand Financial
Institutions & Corporates

Landesbank Baden-Württemberg



Jochen Meyers
Head of Relationship Management
Institutional Investors

Universal-Investment-Gesellschaft mbH

1. »Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind in den letzten Jahren aufgrund des Renditedrucks und Zinsdilemmas kontinuierlich höhere Risiken bei der Allokation und Struktur ihrer Kapitalanlagen eingegangen, was zu einer nicht zu unterschätzenden Fragilität und Sprengkraft der Kapitalanlagen führt.«

Mauß: Die Möglichkeit, über risikofreie Rentenanlagen den benötigten Rechnungszins zu erreichen, ist seit vielen Jahren nicht mehr möglich. Dies hat dazu geführt, dass alle Anleger sich mit einer breiter diversifizierten Anlagepolitik auseinandergesetzt haben. Daher wurden in den letzten Jahren zunehmend Engagements in Aktien, Immobilien oder alternativer Investments eingegangen. Durch ein Parallel aufgebautes Risikomanagement ist es jedoch bei den meisten Anlegern zu einer risikoadjustierten Investition gekommen, die überwiegend zu Mehrrenditen bei ausgewogenen Risiken geführt hat. Auch innerhalb der einzelnen Sub-Assetklassen haben wohl diversifizierte Investments dazu geführt, dass häufig nicht miteinander korrelierende Renditen in Summe das Ergebnis gesteigert haben.

Noltsch: Auf der Suche nach Rendite erfolgte in den letzten Jahren die Fokussierung auf eine breitere Diversifikation der Portfolios.

Insbesondere der Einstieg bzw. Ausbau der Assetklasse 'Alternative Investments' rückte weiter in den Vordergrund. Der deutsche Gesetzgeber hat an dieser Stelle aufsichtsrechtlich und steuerrechtlich Möglichkeiten geschaffen, alternative Investmentstrategien in Deutschland abbilden zu können. Dies wurde und wird von unseren Kunden vermehrt nachgefragt. Um die eingegangenen Risiken sachgerecht bewerten und managen zu können, sind starke und verlässliche Dienstleister sowie ein entsprechendes, regulatorisch abgestimmtes Reporting, zur Identifikation und Beobachtung der Risiken innerhalb des Portfolios unerlässlich.

Sagerer: Bei der Auswahl der Anlage erfordert der Bedarf nach höheren Renditen Kompromisse in Bezug auf die Volatilität und die Liquidität der Assets. Der überwiegenden Mehrzahl der deutschen LDIs (Liability Driven Investors) ist es gelungen, eine Erhöhung der Rendite in den Kapitalanlagen, unter Berücksichtigung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben, zu erreichen. Die gleichzeitige Reduzierung der benötigten Renditen auf der Passivseite hat, zusammen mit der zunehmenden Anwendung eines effektiven Risikomanagements und dem Vorhandensein von stillen Reserven, einen positiven Beitrag zur Stabilisierung der Bilanzen geleistet.

Meyers: Es ist richtig, dass Versicherer und Pensionseinrichtungen höhere Risiken eingehen müssen. Das beobachten wir bereits seit

einigen Jahren, da sie durch das andauernde Niedrigzinsumfeld Investments in Alternatives und Immobilien erhöhen. Allerdings geschieht dies im aufsichtsrechtlichen Rahmen. Grundsätzlich sind die Eigenkapitalstruktur und Solvency Capital Requirements der Versicherungsunternehmen gut und die Risiken damit verkräftbar. Von einer gefährlichen Sprengkraft kann also keine Rede sein. Wichtig ist ein professionelles Risikomanagement durch den Anleger oder die Master-KVG. Insbesondere Pensionseinrichtungen fragen dies inzwischen immer stärker nach.

2. »Im Zusammenhang mit sich andeutenden Zinssteigerungsszenarien stellt die immer noch zu verzeichnende Rentenlastigkeit samt langer Durationen der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ein völlig unterschätztes Risiko mit bedrohlichem Ausmaß dar.«

Meyers: Ich denke diesem Risiko sind sich die Anleger bewusst: Hinsichtlich der Duration wird versucht, diese mit den Versicherungsverbindlichkeiten übereinzubringen. Da Versicherer oft nach HGB bilanzieren, gilt das Niederstwertprinzip, so dass keine Abschreibungen im Direktbestand notwendig sind. Zudem kann die Duration durch Overlays oder internes Risikomanagement gesteuert

werden. Das ist teils auch notwendig, um die Zins-Stresstests der Finanzaufsicht zu bestehen. Diese Tests sind ein weiterer Faktor, der solche Szenarien unwahrscheinlich macht.

Mauß: insbesondere bei der Anlage in Zinstiteln ist es in der Vergangenheit weniger zu Mehrrenditen über längere Laufzeiten, sondern eher zur Investition in Wertpapieren mit Kredit-Aufschlägen gekommen. So konnten wir vermehrt Aufstockungen in Unternehmensanleihen oder Nachrang-Titeln sehen. Seit Ende letzten Jahres haben viele Asset Manager ihre Strategie auf kürzere Durationen oder inflationsgelinkte Papiere verändert. Dies zeigt, dass insbesondere in bewegten Marktphasen ein aktives Management immer wichtiger wird, als lediglich der Performance eines Indizes zu folgen. Interessant ist ferner der Trend, dass viele Investoren in fallenden Zinsmärkten sich eher Sorgen um ihre Wiederanlage machen und in steigenden Zinsphasen (wie aktuell) auf die Kursrückgänge ihrer Bestände schauen. Und dies, obwohl die Papiere ihres Anlagevermögens zu 100% zurückgezahlt werden.

Noltsch: Im Hinblick auf potentielle Zinssteigerungen haben die Notenbanken in 2021 immer wieder betont, dass sie die wirtschaftliche Erholung nicht riskieren wollen. Trotzdem sind Zinssteigerungsszenarien auch im europäischen Raum schon lange nicht mehr auszuschließen. Unsere Anleger sind sich der

damit einhergehenden Risiken sehr bewusst und reagieren mit entsprechenden Absicherungsmaßnahmen in ihren Portfolios.

Sagerer: Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung sind die Anforderungen und Erwartungen von Aufsichtsbehörden, die Duration der Aktivseite weiter zu verlängern, um eine möglichst hohe Übereinstimmung zur Dauer der Verpflichtungen auf der Passivseite zu erreichen (Stichwort Reduzierung der Aktiv-Passiv-Lücke). Ein Anstieg der Renditen führt zu einer Reduzierung des Barwerts der Verpflichtungen auf der Passivseite. Der sich dadurch ergebende Gesamteffekt kann so, trotz Abwertung der Aktivseite, entlastend wirken. Darüber hinaus halten LDIs heutzutage einen erheblichen Teil der Vermögensanlagen in Produkten, die keinen oder nur im geringen Ausmaß Zinsänderungsrisiken unterliegen.

3. »Verbindlichkeitsorientierte institutionelle Investoren bekommen in der kommenden Dekade ernsthafte Probleme, auskömmliche Renditen zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu generieren.«

Sagerer: Bei steigenden Zinsen führen die regelmäßigen Beitragseinnahmen, so wie die

Fälligkeiten, zu Neuanlagen auf einem höheren Renditeniveau und erhöhen im Zeitablauf die Gesamtrendite des Portfolios. Darüber hinaus ist festzustellen, dass institutionelle Investoren seit Jahren eine diversifizierte und globale Anlagestrategie verfolgen, die zu höheren Renditen im Vergleich zu Portfolios mit starkem Bezug zum Heimatmarkt führen. Es bleibt zu beobachten, inwieweit steigende Zinsen sich auf die Entwicklung der Stornoraten bei der Lebensversicherung auswirken. Historisch lässt sich ein solcher Zusammenhang bislang kaum erkennen.

Meyers: Sowohl auf der liquiden als auch illiquiden Anlagenseite sprechen einige Argumente dagegen: Innovative Kreditinstrumente wie Infrastructure Debt oder Real Estate Debt, in die mehr und mehr investiert wird, erwirtschaften sowohl Rendite als auch stabile Cashflows. Sie tragen damit zu einer breiteren Asset-Allokation und Risikodiversifikation bei. Im liquiden Segment sehen wir zudem immer mehr risikoaffinere strategische Asset-Allokationen in Kombination mit Overlays. Aktien- oder High-Yield-Quoten werden hier voll ausgenutzt.

All das führt dazu, dass Anleger auskömmliche Renditen erwirtschaften können. Versicherer auf unserer Plattform generierten annualisiert in den vergangenen fünf Jahren durchschnittlich 6,8 Prozent Rendite. Auf zehn Jahre stehen sie mit 5,7 Prozent per annum ebenfalls gut da. Bei Pensionskas-

sen und Versorgungseinrichtungen waren es jährlich 6,2 bzw. 6,0 Prozent.

Mauß: Die meisten verpflichtungsorientierten Anleger haben in den letzten Jahren sowohl auf der Asset- als auch auf der Liability-Seite sehr gute Arbeit geleistet, um dem oben beschriebenen Trend entgegenzuwirken. So wurden auch seitens der Aufsicht oder der Dachverbände Maßnahmen ergriffen, um es diesen professionellen Anlegern zu ermöglichen, in neue Assetklassen zu investieren oder begleitend durch ein zielgerichtetes Risikomanagement wohl diversifizierte und renditestarke Investments einzugehen, um letztlich die Zielrenditen erreichen zu können. Wichtig ist hier ein weiterhin gutes Zusammenspiel zwischen innovativen Produktanbietern, den jeweiligen Aufsichten und den Dachverbänden, um eine zukunftsgerichtete Strategie zur Erzielung der Kernleistungen zu ermöglichen.

Noltsch: Vor dieser Herausforderung stehen im Angesicht des vorherrschenden Niedrigzinsumfelds alle Investorengruppen. Investoren reagieren darauf unter anderem mit einer Verschiebung ihres Chance-Risiko-Profiles, natürlich begrenzt durch die vorgegebenen regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen. Zudem streben Investoren nach Effizienz und somit nach Kostenoptimierungspotenzialen in Bezug auf ihre Kapitalanlage. Konsolidierte Fondskonstrukte, eine verringerte Anzahl an Segmenten bei steigenden Volumi-

na, ein Abschmelzen von Direktbeständen zu Gunsten von Spezialfonds, das alles sind wahrnehmbare Trends, ausgelöst durch den Rendite- und Kostendruck der Marktteilnehmer. Derzeit rückt aber auch das Thema Sicherheit und die damit einhergehende Qualität und Bonität der ausgewählten Dienstleister zusätzlich immer weiter in den Fokus, der bei der Bedienung von Verbindlichkeiten, im Hinblick auf die Reform der Einlagensicherung, ebenfalls eine wesentliche Rolle spielt.

4. »Der regulatorische und politische Druck, ESG-konforme Investments zu tätigen, wird zu hohen entsprechenden Allokationen führen und birgt die Gefahr von negativen Auswirkungen am Kapitalmarkt (z. B. preisliche Übertreibung, Fehlbewertungen, „Stranded Assets“ etc.).«

Noltsch: Wir begrüßen, dass das Thema ESG in den letzten Jahren eine immer größere Bedeutung gewonnen hat und glauben, dass die Dynamik in dem Segment auch weiterhin anhalten wird. Der wachsenden Nachfrage nach ESG-Produkten und den steigenden Anforderungen kommen wir durch umfangreiche Nachhaltigkeits-Reportings nach. Insbesondere ergeben sich aus der Offenlegungs-VO und der Taxonomie-VO neue Veröffentlichungspflichten für Asset Manager und Finanzberater. Dabei ist die Implementierung dieser

Vorgaben nicht trivial, zumal die Nachfrage der institutionellen Investoren nach Hilfestellungen in Bezug auf die Unklarheiten in Zusammenhang mit der EU-Taxonomie deutlich angestiegen ist.

Sagerer: Alle Beteiligten stehen hier am Anfang einer Neuausrichtung der Kapitalanlagen, die unumkehrbar ist. In der Tat war zu Beginn die Auswahl möglicher Investments limitiert. Wir sehen in den vergangenen Quartalen einen stark zunehmenden Trend an Kapitalmarktinstrumenten mit einem ESG Bezug. Die Marktteilnehmer intensivieren ihre Expertise im Zeitablauf und die Investitionen erfolgen auch in immer größeren Schritten. Die wenigsten Investoren führen eine vollständige und umgehende Portfolioallokation durch, somit bleibt die Gefahr von Übertreibungen überschaubar.

Meyers: Es ist richtig, dass mehr und mehr Gelder in ESG-konforme Anlagen fließen. Das ist bereits heute deutlich zu spüren. In Einzelfällen sind Fehlbewertungen möglich – so wie auch bei „konventionellen“ Kapitalanlagen. Auch Stranded Assets sind aus unserer Sicht noch kein akutes Thema, von Ausnahmen abgesehen, die es ebenfalls immer gegeben hat. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass es viele positive Beispiele für erfolgreiche Turnaround-Strategien gestresster Assets gibt, wie beispielsweise die Transformation vom Shopping-Center zum Mixed-Use-Stadt-

teilzentrum. Eine signifikante Gefahr sehe ich daher nicht.

Mauß: In nachhaltige Anlageformen zu investieren, ist schon immer ein hohes Bestreben von professionellen Investoren gewesen. Bei ESG stand aber nicht nur die Umwelt (E) im Vordergrund sondern auch die Faktoren Social und Governance, denn schon immer hat man darauf geachtet, in sozial ausgerichtete Unternehmen oder Staatsanleihen zu investieren, in deren Länder keine politischen Unruhen oder Korruption zu erkennen waren. Denn dies hat schon immer Ausschüttungen oder Rückzahlungen gefährdet. Als Bankhaus sind wir natürlich darüber hinaus sehr daran interessiert, einheitliche und verständliche Rahmenbedingungen zu erhalten, um innovative und nachhaltige Produkte entwickeln und den Investoren an die Seite stellen zu können. Hier sehe ich aktuell die größten To Dos seitens der Regulatorik.

5. »Der Bereich der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ist sowohl auf Seiten der Investoren als auch der Anbieter überreguliert, was ein deutlich zu enges und kostenintensives Korsett darstellt und somit als suboptimal zu bezeichnen ist.«

Mauß: Mit steigender Notwendigkeit von Anlegern, risikoadjustiert in immer neue und sich auch stark verändernde Anlageklassen investieren zu müssen, werden regulierende Rahmenbedingungen immer wichtiger. Dazu gehört auch die nötige Transparenz von Produkten und das Schließen von unsicheren Lücken bei Interpretationen. Unregulierte Märkte, intransparente Produkte und unsichere Rahmenbedingungen sind ein schlechtes Fundament, um die notwendigen Renditen von verpflichtungsorientierten Anlegern zu erreichen. Es ist uns daher wichtig, mit diesen Regularien vertraut zu sein und auch als Lösungsanbieter mit den Dachverbänden und den Aufsichtsbehörden im engen Kontakt zu stehen.

Noltsch: Infolge der letzten Finanzkrise hat der Finanzmarkt einen sehr starken Anstieg an regulatorischen Anforderungen und Vorgaben erlebt. Die regulatorischen Vorgaben sollen Investoren schützen, stellen diese aber gleichermaßen vor hohe Hürden und binden viele Kapazitäten. Das anhaltende Niedrig-

zinsumfeld in Kombination mit dem Renditedruck zur Bedienung der Verbindlichkeiten stellt den Markt auch bereits ohne zusätzliche regulatorische Einschränkungen vor große Herausforderungen. Es bleibt abzuwarten, ob sich eine Deregulierung, die wir bereits in einigen europäischen Ländern sehen, durchsetzt und Investoren hier entlastet werden.

Sagerer: Die zunehmende Regulierung wie Solvency I & II, MiFID, ESG bindet in den LDIs große Ressourcen, bei gleichzeitigem Druck der Stakeholder auf weitere Kosteneinsparungen. Wir haben es an dieser Stelle mit einem klassischen Optimierungsproblem zu tun. Viele Variablen und eine sehr begrenzte Personalkapazität gehen zu Lasten der weiteren Fokussierung auf das immer komplexer werdende Management der Kapitalanlagen.

Meyers: Aufsicht und Regulierung sind wichtig, aber diese sind in Deutschland an einigen Stellen in der Tat sehr ausgeprägt. Wir würden uns wünschen, dass Bürokratie abgebaut und Prozesse beschleunigt werden. Zudem würde EU-weit mehr Harmonisierung und Synchronisierung hinsichtlich der Regelwerke jedem Branchenteilnehmer zu Gute kommen.

6. »Der deutsche Spezial-AIF bleibt in den kommenden 10 Jahren die attraktivste Anlageform für indirekte Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland.«

Meyers: In Deutschland wird der Spezial-AIF weiterhin eine wichtige Rolle spielen. Aber auch andere Fondsvehikel wie die Investment KG und beispielsweise der RAIF in Luxemburg gewinnen für deutscher Anleger an Bedeutung, besonders für alternative Anlageformen wie Infrastruktur, erneuerbare Energien oder Immobilien.

Mauß: Da die früher als Basis dienende Renditedirektanlage immer stärker in den Hintergrund gedrängt wird, finden sich immer mehr Anlageklassen in einer Fondskonstruktion. Dass ab einer bestimmten Größenordnung Spezial-AIF hier eine perfekte Hülle bilden, hat sich in den letzten Jahren immer mehr herausgebildet. Auch die Gründung von Masterfonds mit entsprechenden Segmenten findet zunehmend Zuspruch. Hier ist es besonders wichtig, eine vertrauensvolle und perfekt funktionierende Verwahrstelle zu finden, die mit zukunftsgerichteter Technik und persönlichem Service dem Anleger zur Seite steht; und dies nicht nur in Deutschland, sondern auch in Luxemburg.

Noltsch: Dieser Trend ist eindeutig erkennbar. In den letzten Jahren erfolgte durch den Gesetzgeber eine Flexibilisierung des Spezial-AIF, sodass die Zukunftsfähigkeit dieses Erfolgsmodells langfristig abgesichert ist. Die immer breiter werdende Kapitalanlage lässt sich durch Investments in Private Assets oder Schwellenländern in Asien zudem über Spezial-AIF oftmals effizienter darstellen.

Sagerer: Der positive Trend zunehmender Spezial-AIFs scheint weiter ungebrochen und ein Ende dieser Entwicklung ist aus unserer Sicht aktuell nicht zu erkennen. Die Möglichkeit maßgeschneiderte und individuelle Lösungen zu schaffen machen diese Form der Kapitalanlage für viele Investoren sehr attraktiv. Weiterhin ergeben sich Vorteile für die bilanzielle Abbildung der Kapitalanlagen. Die Einbindung von Private Markets und anderen Alternativen Assets stellt eine der Herausforderungen für die Zukunft dar. Diese gilt es zu bewältigen, um die Attraktivität dieses Vehikels weiter zu steigern.

7. »Die Folgen der Corona-Pandemie an den Finanzmärkten werden erhebliche Auswirkungen auf die Allokation und belastende Konsequenzen auf die Solvenz von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland haben.«

Sagerer: Über die gesamte Dauer der Corona-Pandemie haben staatliche Unterstützungsprogramme zu zahlreichen befristeten Sonderregelungen geführt, beispielsweise die Auszahlung von Kurzarbeitergeld. Dies führte bis heute weder bei Geschäfts- noch bei Privat-Kunden zu nennenswerten Beitragsausfällen. Gleichzeitig haben Maßnahmen der Europäischen Zentralbank und weiterer Zentralbanken sowie die fiskalpolitischen Eingriffe von Staaten für eine rasche Erholung und Stabilität der Finanzmärkte gesorgt. Auch wenn eine abschließende Beurteilung der Situation noch nicht vorgenommen werden kann, haben die Versicherungen und Pensionseinrichtungen diese Pandemie gut gemeistert.

Meyers: Als Service- und Master-KVG haben wir uns der Administration verschrieben und vertreten keine Meinungen zu den Märkten. Wir sehen jedoch, dass Anleger durch ihre Weitsicht und Diversifizierung gut durch die bisherigen Krisen gekommen sind. Nach allem was wir seit März 2020 feststellen können, gilt das auch für die Corona-Pandemie. Behalten

sie diese Weit- und Vorsicht bei, sehen wir keinen Grund zur Sorge.

Insbesondere mit Blick auf andere Herausforderungen, die auf Versicherer zukommen, erscheinen uns die Folgen der Pandemie überschaubar zu sein. Belastender werden aller Voraussicht nach die Auswirkungen des Klimawandels und die damit einhergehende Zunahme von beispielsweise Naturkatastrophen.

Mauß: Die finanziellen Auswirkungen der Corona Pandemie sind rückwirkend betrachtet sicherlich deutlich besser einzuschätzen als die noch vorliegenden Auswirkungen der geopolitischen Risiken im Osten Europas. Innovative Lösungsvorschläge zu erarbeiten ist Aufgabe in einem engen Zusammenspiel zwischen den Finanzproduktanbietern und den Investoren.

Noltsch: Die Welt hat sich durch Corona in jederlei Hinsicht verändert und dies betrifft auch eine „Normalisierung“ der Finanzmärkte. Hinzu kommt der Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine und die damit einhergehenden Faktoren und Auswirkungen auf die Finanzmärkte, das Wirtschaftswachstum, die Politik und die Gesellschaft. Investoren steuern Risiken mit Hilfe von Risikomanagementsystemen, adäquaten Reportings und professionellen Dienstleistern, im Rahmen ihrer regulatorischen Vorgaben. Diese Maßnahmen können zwar einen potentiellen, durch exogene Faktoren ausgelösten Krisenmodus nicht gänzlich verhindern, un-

terstützen allerdings dabei, die Auswirkungen dessen einzuschränken.

8. »Die demografische Entwicklung in Deutschland wird dazu führen, dass in rund 10 Jahren die große Auszahlungsphase für verbindlichkeitsorientierte Investoren beginnt und die Bilanzstrukturen und Asset-Liability-Modelle implodieren.«

Noltsch: Die demografische Entwicklung in Deutschland bringt grundsätzlich viele Herausforderungen mit sich. Diese Entwicklung ist ein bekannter und somit ein voraussehbarer Prozess, der eine gewisse Planbarkeit mit sich bringt. So haben die Investoren die Möglichkeit, frühzeitig zu reagieren und sich entsprechend vorzubereiten und insofern angebracht, umzustrukturieren.

Sagerer: Das Know-how im Asset Liability Management (ALM) bei Versicherungen und Pensionseinrichtungen hat in den vergangenen Jahren weiter deutlich zugenommen. Nicht zuletzt haben regulatorische Vorgaben der Aufsichtsbehörden wie Solvency I & II dazu geführt, neue und dynamische Risikomodelle zu implementieren, um Risiken und Cash-Flow Modelle über einen sehr langen Zeitraum abbilden zu können. Darüber hinaus bestehen auch Programme der unmittelbaren Versorgungszu-

sagen in Form der Beitragszusage (Defined Contribution), die mögliche Probleme bei großen Auszahlungsphasen weiter reduzieren. Der Trend hin zu Non-Life ist intakt und wird die kommenden Jahre weiter zunehmen. Sollten die Reduzierungen der Bilanzsummen bei den Unternehmen zu strukturellen Problemen führen und der Kostendruck durch weiter zunehmende Regulierungen anhalten, ist mit hoher Wahrscheinlichkeit von weiteren Fusionen bei Unternehmen der Finanzindustrie auszugehen.

Meyers: Ich stimme zu, dass Anlegern dieser Wechsel in den nächsten Jahren bevorsteht. Es gibt allerdings mehrere Gründe dafür, dass die Bilanzen der Anleger nicht implodieren werden. Zunächst einmal werden heute anstatt Leistungszusagen vermehrt kapitalgedeckte Modelle angeboten. Darüber hinaus werden die höheren Alternatives- und Immobilien-Quoten in Zukunft für stabile Cashflows sorgen. Ein dritter Grund ist die Voraussicht, die wir bei vielen Anlegern beobachten konnten: In den vergangenen, teils sehr guten, Kapitalmarktjahren haben sie Rückstellungen gebildet, um ihre zukünftigen Verpflichtungen erfüllen zu können. Und schließlich haben die Asset-Liability-Modelle der Anleger diesen Wandel eingepreist.

Mauß: Die 3 Säulen der Altersvorsorge in Deutschland werden dafür sorgen, dass es der Bevölkerung möglich ist, im Alter für aus-

reichend finanzielle Sicherheit zu sorgen. Das Zusammenspiel zwischen Pflichtversicherten (beispielsweise in Versorgungswerken oder DRV), der betrieblichen Altersvorsorge über Pensionskassen und dem eigenen Engagement über Versicherungen, ist eine perfekte Kombination und ein gutes Fundament, um sich heute zukunftsicher für morgen aufstellen zu können. Wichtig ist hierbei, dass bei den ergänzenden Altersvorsorgemodellen weiterhin die Attraktivität gewahrt bleibt, in solche Formate schon früh, konsumverringend, zu investieren. Auch hier ist ein Zusammenspiel aller Finanzmarktbeteiligten unumgänglich, um sich nachhaltig und zukunftsgerichtet aufstellen zu können.

3. Methodik & Struktur

Die vorliegende Marktanalyse Versicherungen und Pensionseinrichtungen basiert auf Datensätzen, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden.

Die Melde- und Erhebungswege im Bereich Versicherungen finden in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie die Bundesbank statt. Gesetzliche Grundlage der ESZB-Versicherungsstatistik ist die Verordnung über die statistischen Berichtspflichten der Versicherungsgesellschaften (EZB/2014/50). Die Tatsache, dass in dieser Marktanalyse die ESZB-Versicherungsstatistik bzw. bei vorherigen Datenpunkten das System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) den Rahmen bildet, führt dazu, dass die Daten strukturelle Abweichungen von den Statistiken des Gesamtverbandes der Versicherungswirtschaft (GDV) sowie der BaFin aufweisen. Die Angaben der Versicherungsstatistik vor 2016 wurden als Sekundärstatistik auf der Grundlage von Solvency-I-Aufsichtsdaten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unter Zuhilfenahme durch die Bundesbank erhobene Statistiken zu Banken und Wertpapierinvestments ermittelt.

Die Statistik über Pensionseinrichtungen ist seit dem 3. Quartal 2019 auf eine neue, im Euroraum harmonisierte Grundlage gestellt worden. Sie umfasst im vierteljährlichen Turnus die Aktiva und Passiva der inländischen Pensionseinrichtungen. Die gesetzliche Grundlage bildet die am 26. Januar 2018 veröffent-

lichte Verordnung EZB/2018/2 über die statistischen Berichtspflichten der Pensionseinrichtungen.

In diesem Ergebnisdokument liegt der Fokus auf den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen und somit auf den Kapitalanlagen, da die vorliegende Analyse primär die Asset-Management-Industrie adressiert. Auf die Darstellung der Passiva wird verzichtet, da es sich bei den dortigen Positionen primär um versicherungstechnische Rückstellungen und Instrumente der finanziellen Kapitalbesorgung wie emittierte Aktien oder Schuldverschreibungen handelt. Kommalpha hat die für Versicherungen und Pensionseinrichtungen relevanten Daten von der Deutschen Bundesbank bezogen und gemäß der inneren Logik zur weiteren Analyse datenbanktechnisch aufbereitet. Dabei handelt es sich um rund 500.000 Datensätze der letzten 16 Jahre mit Datenstichtag 31. Dezember 2021.

In Kapitel 4 geben wir einen Marktüberblick über die Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Dabei liegt der Fokus auf der aktuellen Struktur und Aufteilung der Finanzaktiva gemäß Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen sowie deren zeitlicher Entwicklung im Aggregat. Hierbei wird zwischen folgenden Sparten differenziert:

- Lebensversicherungen
- Rückversicherungen
- Nicht-Lebensversicherungen
- Pensionseinrichtungen

Als Nicht-Lebensversicherungen sind Krankenversicherungen, Schaden- und Unfallversicherungen sowie Sterbekassen zusammengefasst. Hinsichtlich des Verständnisses der Pensionseinrichtungen ist wichtig zu wissen, dass alle deutschen Pensionseinrichtungen erfasst sind, die als rechtlich separate Einheit am aufsichtsrechtlichen Meldeprozess teilnehmen, somit:

- Pensionskassen
- Pensionsfonds
- sonstige Pensionseinrichtungen/ Säule II (betriebliche Altersvorsorge):
 - Berufsständische Versorgungseinrichtungen
 - CTAs/Treuhandstrukturen
 - kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen
 - Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder

Anschließend nimmt Kapitel 5 eine detaillierte Analyse der fünf wesentlichen Positionen der Finanzaktiva vor. Hierbei handelt es sich um Einlagen (inkl. Bargeld), Kredite (Namensschuldverschreibungen von nicht monetären Finanzinstituten, Schuldscheindarlehen, Namenspfandbriefe und Depotforderungen), Schuldverschreibungen, Aktien / sonstige Anteilsrechte und Investmentfondsanteile. Im Vordergrund der Betrachtungen stehen die jeweiligen Anteile dieser Assetklassen an den Finanzaktiva und die Anteile der betrachteten Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen sowie deren zeitliche Entwick-

lung innerhalb der letzten 16 Jahre. Bei Schuldverschreibungen, Aktien und Investmentfondsanteilen wird für Versicherungen zusätzlich die Ebene des Sitzes des Emittenten analysiert, da hier entsprechende Daten durch Solvency II verfügbar sind und es sich bei diesen drei Kategorien um diejenigen handelt, die für die Asset-Management-Industrie die höchste Relevanz aufweisen. Diese Gliederung nach Domizilierung des Emittenten erfolgt nach Inland (Deutschland), Euroraum, EU-Mitgliedsstaaten einzeln sowie Nicht-Euroraum. Entsprechende Informationen sind für Pensionseinrichtungen aufgrund eines fehlenden aufsichtsrechtlichen Meldeprozesses nicht verfügbar.

In Kapitel 6 wird das Spezialfondsgeschäft von Versicherungen und Pensionseinrichtungen detailliert dargestellt. In der ESZB-Statistik des Kapitels 5 wird die bilanzielle Position „Investmentfondsanteile“ lediglich pauschal und ohne weitere Untergliederung in Assetklassen und Ziellanlagen ausgewiesen. Vor diesem Hintergrund und unter dem Aspekt, dass diese Position wesentlich vom Spezialfondsgeschäft geprägt ist, nehmen wir in Kapitel 6 zusätzlich eine tiefere Analyse der Zusammensetzung und des Mittelaufkommens von Spezialfonds von Versicherungen und Pensionseinrichtungen vor. Die Daten basieren ebenfalls auf monatlichen Erhebungen der Deutschen Bundesbank. Gegenstand des Meldeprozesses sind die von Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwalteten Investmentgesellschaften gebildeten Investmentvermögen nach § 1 des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB).

Die Meldeverpflichtung umfasst neben inländischen Investmentvermögen auch EU-Investmentvermögen nach § 1 Absatz 8 KAGB, die nicht dem Recht eines anderen Mitgliedsstaates der Europäischen Währungsunion (EWU) unterliegen, sowie Ausländische Alternative Investmentfonds (AIF) nach § 1 Absatz 9 KAGB. Gegenstand der Erhebung sind zudem inländische Investmentvermögen, die von ausländischen Gesellschaften im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs verwaltet werden. In diesen Fällen gilt die ausländische Gesellschaft als berichtspflichtig. Stichtag der analysierten Daten ist der 31. Dezember 2021.

In Kapitel 7 erfolgt abschließend eine Einschätzung der in Kapitel 2 diskutierten wesentlichen Thesen. Dies erfolgte im Rahmen einer Umfrage mit einem hochqualitativen Kreis von Entscheidern bei institutionellen Investoren und Consultants.

4. Überblick über die Finanzaktiva

Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind die mit Abstand größten und wichtigsten Marktteilnehmer im deutschen institutionellen Finanzmarkt. Die Summe der Finanzaktiva beträgt per Ende 2021 sagenhafte 3.293,4 Milliarden Euro. Dazu kommen hier nicht im Detail betrachtete 59 Milliarden Euro an nicht finanziellen Aktiva, was zu Gesamtaktiva von 3.352,3 Milliarden Euro dieser beiden Investorensegmente führt. Ende 2005 betrugen die Finanzaktiva 1.634 Milliarden Euro, somit hat sich dieser Wert in den letzten 16 Jahren um über 1.659 Milliarden Euro mehr als verdoppelt. Das sind enorme Dimensionen und zeigt die Wichtigkeit dieser beiden Akteure als Kapitalsammelstellen am deutschen Finanzmarkt eindrucksvoll auf. Zum Vergleich: Die Bilanzsumme der EZB betrug Ende 2021 rund 680 Milliarden Euro und der Bundeshaushalt 2021 knapp 500 Milliarden Euro. Außerdem handelt es sich bei den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen überwiegend um das Geld von Millionen von Sparern und Versicherten, welche fiduziarisch verwaltet und angelegt werden und somit sicher eine andere Qualität und inhaltliche Güte darstellen im Vergleich zu Positionen in der EZB-Bilanz oder des Bundeshaushaltes.

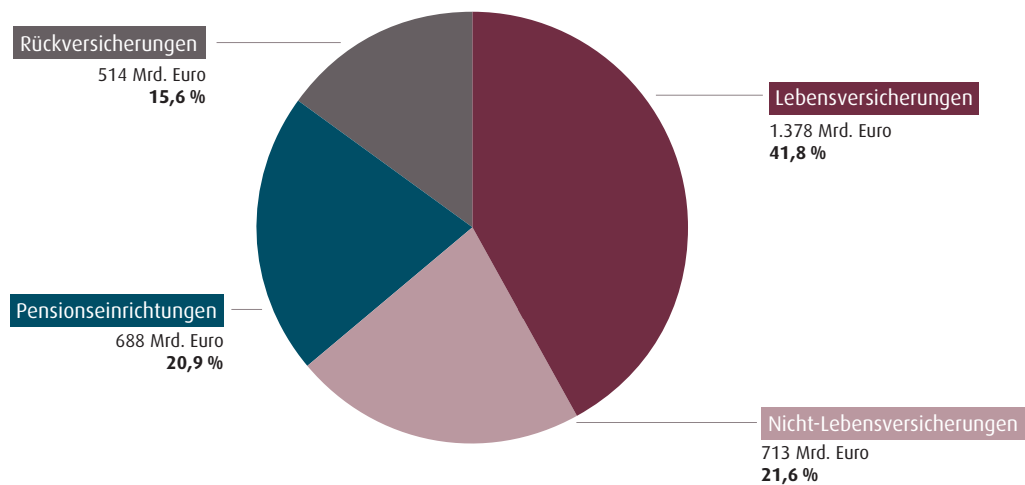
Lebensversicherungen sind mit Finanzaktiva von 1.378 Milliarden Euro und einem Anteil von knapp 42 % die mit Abstand größte Investorensparte der in diesem Dokument betrachteten Segmente, wie aus Abbildung 4.1 deutlich wird. Nicht-Lebensversicherungen (Krankenversicherungen, Schaden-/

Unfallversicherungen und Sterbekassen) liegen mit 713 Milliarden Euro Finanzaktiva knapp vor Pensionseinrichtungen mit 688 Milliarden Euro. Rückversicherungen befinden sich mit 514 Milliarden Euro auf Platz vier. Mit Blick auf die Entwicklung in den letzten 16 Jahren ist bereits hier hervorzuheben, dass Pensionseinrichtungen das Investorensegment mit den in Relation größten Wachstumsraten der Finanzaktiva sind. So betrugen ihre Finanzaktiva Ende 2005 rund 242 Milliarden Euro, was eine Zunahme um 446 Milliarden Euro in den vergangenen 16 Jahren bedeutet und somit eine Zunahme um den Faktor 2,8 – fast eine Verdreifachung. Lebensversicherungen als größtes Investorensegment konnten zwar in den letzten 16 Jahren eine Zunahme ihrer Finanzaktiva um knapp 645 Milliarden Euro verzeichnen, was allerdings „nur“ eine Zunahme um den Faktor 2,1 bedeutet.

Abbildung 4.2 veranschaulicht die wesentlichen Bestandteile der Finanzaktiva aller betrachteten Investorensegmente. Es wird offensichtlich, dass Investmentfondsanteile mit 1.364 Milliarden Euro und einem Anteil von über 41 % die mit Abstand dominierende Anlageform der Finanzanlagen aller Akteure sind. Mit dieser hohen Fondsquote wird bereits hier die Wichtigkeit der Versicherungs- und Pensionsindustrie für das deutsche Asset-Managementgeschäft und alle dortigen Marktteilnehmer sehr deutlich. Die Entwicklung der Fondsquote ist ebenfalls eindrucksvoll. Sie stieg von 22 % per Ende 2005 auf besagte 41 %, was sich in einer Zunah-

Abbildung 4.1

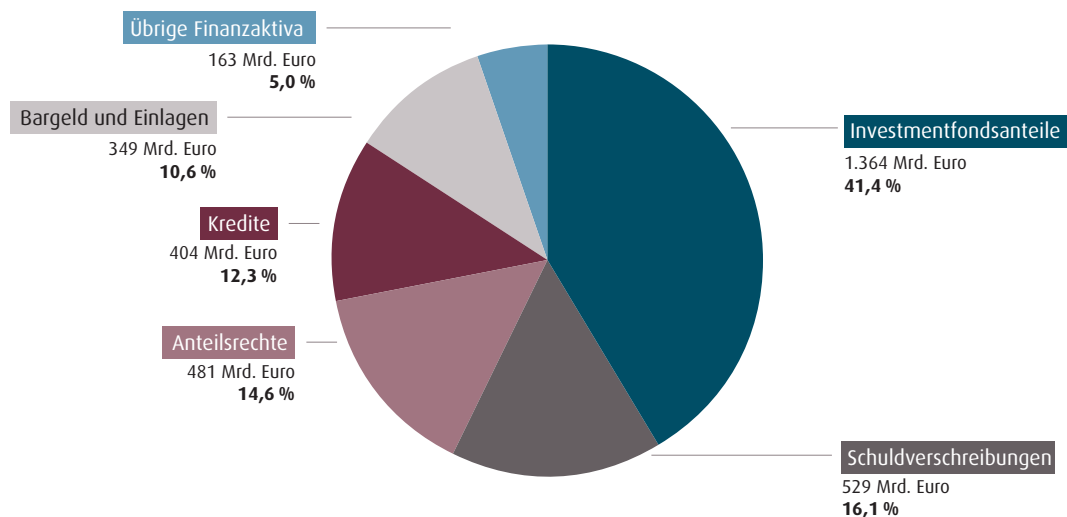
Volumen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen nach Anteilen



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.2

Anteil der wesentlichen Bilanzpositionen an der Finanzaktiva



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

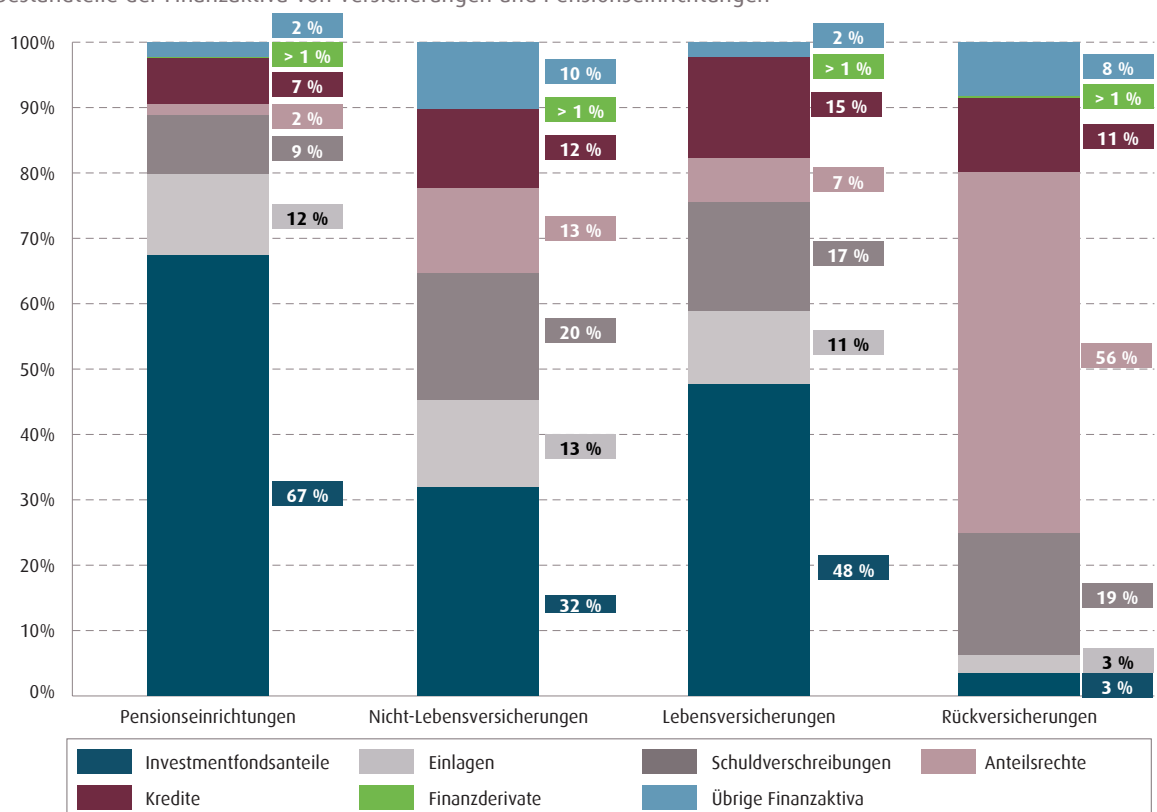
me von 1.008 Milliarden Euro ausdrückt. Schuldverschreibungen machen 529 Milliarden Euro und einen Anteil von rund 16 % der Finanzaktiva der betrachteten Branchen aus, gefolgt von Anteilsrechten mit 481 Milliarden Euro und Krediten mit 404 Milliarden Euro. Bargeld und Einlagen folgen mit immerhin noch 349 Milliarden Euro und einem Anteil von knapp 11 %, wobei sich diese Position fast ausschließlich aus Einlagen zusammensetzt. Bargeld spielt so gut wie keine Rolle. Die übrigen Finanzak-

tiva machen einen Betrag von 163 Milliarden Euro und einen Anteil von 5 % aus. Dabei handelt es sich allerdings um eine Position, die keine Rolle für die Finanz- und Asset-Management-Industrie spielt, da es sich im Wesentlichen um versicherungstechnische Größen handelt.

Abbildung 4.3 zeigt die jeweiligen Komponenten der Finanzaktiva auf Ebene der betrachteten Investorensegmente auf. Es wird deutlich, dass insbeson-

Abbildung 4.3

Wesentliche Bestandteile der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

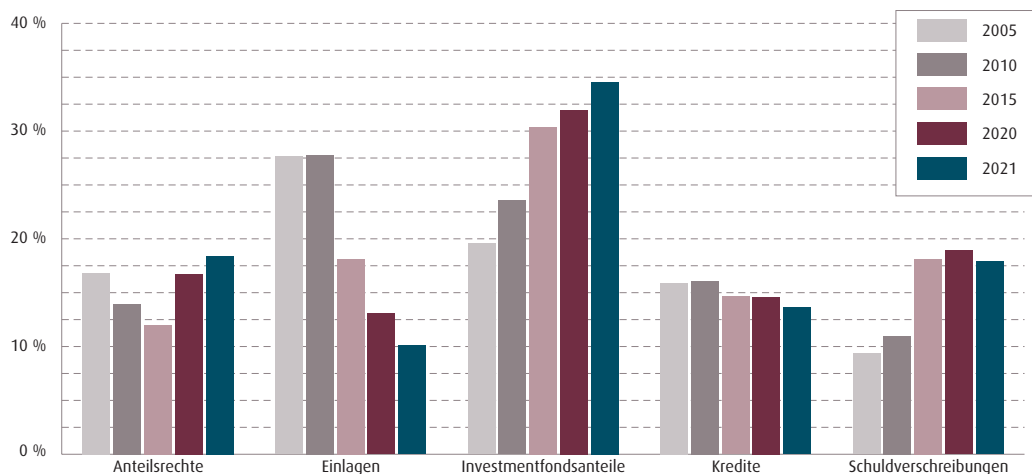
dere die Bedeutung von Investmentfonds an den jeweiligen Finanzaktiva sehr unterschiedlich ist. Die Fondsquote ist bei Pensionseinrichtungen mit über 67 % mit Abstand am höchsten, gefolgt von Lebensversicherungen mit knapp 48 % und Nicht-Lebensversicherungen mit 32 %. Für Rückversicherungen spielen Investmentfonds im Rahmen der Allokation der Finanzaktiva mit rund 3 % so gut wie keine Rolle. Ihre Finanzaktiva sind von Aktien und Anteilsrechten geprägt, was sich in entsprechenden Anteilseignerverhältnissen von Konzern- und Holdingstrukturen der Versicherungsbranche begründet. Sehr bemerkenswert sind die immer noch hohen Quoten an Einlagen bei Pensionseinrichtungen, Lebensversicherungen und Nicht-Lebensversicherungen an den jeweiligen Finanzaktiva. Immerhin rangieren die absoluten Beträge dahinter zwischen 154 Milliarden Euro bei Lebensversicherungen und 86 Milliarden Euro bei Pensionseinrichtungen. Im Hinblick auf die Tatsache, dass diese Bestände kaum Rendite erwirtschaften oder sogar Verwarentgelt kosten, erscheint dies verblüffend. Ebenfalls auffällig erscheint uns die relativ geringe Quote an direkt gehaltenen Anteilsrechten bei Pensionseinrichtungen. Der Bestand beträgt lediglich 11,5 Milliarden Euro, was einen Anteil von rund 1,6 % der Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen ausmacht. Aktienexposure erfolgt somit im hohen Maße über Investmentfonds.

Die Abbildungen 4.4 und 4.5 zeigen die zeitliche Entwicklung der wesentlichen Komponenten der Fi-

nanzaktiva in den letzten 16 Jahren zu bestimmten Jahresendständen auf, getrennt nach Versicherungen (alle Sparten zusammengefasst) und Pensionseinrichtungen. Bei der Auswertung der Darstellung ist zu beachten, dass die Ultimobestände von 2020 und 2021 aufgezeigt werden, daher liegen zwischen den beiden jeweils rechten Balken lediglich ein Jahr anstatt fünf Jahre wie bei den übrigen Balken. Die sehr hohe Zunahme der Bestände von Investmentfonds wird in beiden betrachteten Segmenten sehr deutlich, insbesondere bei Pensionseinrichtungen. Der Bestand stieg von 84 Milliarden Euro Ende 2005 auf 464 Milliarden Euro per Ende 2021. Gleichzeitig stieg die Fondsquote an den Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen von 35 % per Ende 2005 auf bereits erwähnte 67 % per Ende 2021. Im Segment der Versicherungen entwickelte sich der Bestand an Investmentfondsanteilen von 272 Milliarden Euro per Ende 2005 auf 901 Milliarden Euro per Ende 2021. Die Fondsquote stieg in diesem Zeitraum von 20 % auf 35 %. Der Bestand von Einlagen wurde in beiden betrachteten Segmenten recht kontinuierlich reduziert, allerdings auf immer noch relativ hohem Niveau. Interessant ist auch noch die Entwicklung der Bestände von Anteilsrechten und Schuldverschreibungen bei Versicherungen. Beide stiegen signifikant an, insbesondere in den letzten sechs Jahren. Bei Anteilsrechten mit Blick auf die Märkte und das Renditepotenzial absolut nachvollziehbar, bei Schuldverschreibungen allerdings jedoch nur bedingt. Von Versicherungen wird für Duration-Matching und Sicherung einer

Abbildung 4.4

Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Versicherungen aller Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Bilanzposition	2005	2010	2015	2019	2021
Anteilsrechte	234.179	210.711	228.744	425.025	469.819
Einlagen	384.722	419.963	344.422	301.790	263.082
Investmentfondsanteile	272.014	356.490	578.339	841.719	900.540
Kredite	221.253	243.186	278.891	370.618	355.107
Schuldverschreibungen	130.393	165.915	344.725	478.967	466.552

Angaben in Tausend Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

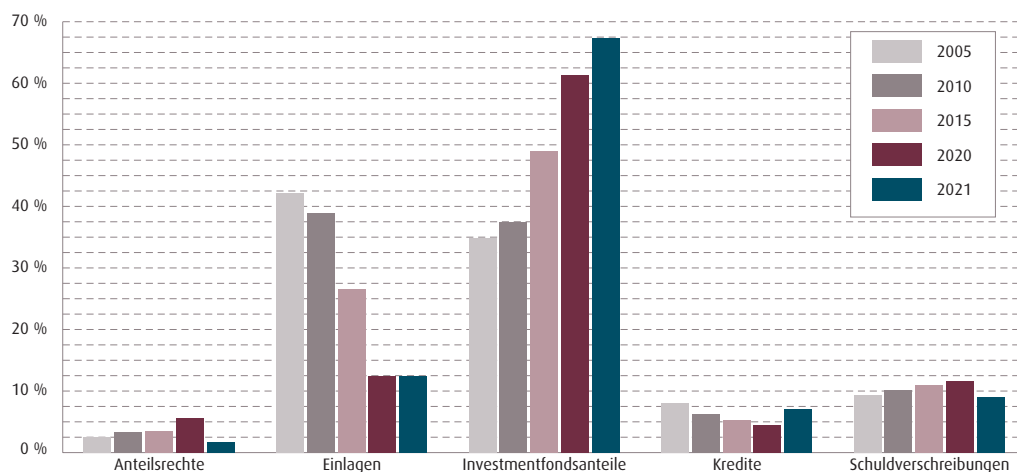
Minimalverzinsung ein enormes Zinsrisiko in Kauf genommen – buy and hold for a very long time, Stichwort Langläufer oder „perpetuals“.

Die Abbildungen 4.6 bis 4.8 veranschaulichen die kontinuierliche Entwicklung des Bestandes von Investmentfonds und deren Anteil an den jeweiligen Finanzaktiva getrennt nach Pensionseinrichtungen, Lebensversicherungen und Nicht-Lebensver-

sicherungen. Auf eine entsprechende Darstellung für Rückversicherungen wird aufgrund der dortigen mangelnden Relevanz von Investmentfonds verzichtet. Da sich dieses Dokument primär an die Fonds- und Investmentindustrie richtet, verzichten wir ebenfalls auf entsprechende Darstellungen der übrigen Komponenten der Finanzaktiva. Diese werden im nachfolgenden Kapitel mit anderer Brille unter die Lupe genommen.

Abbildung 4.5

Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Bilanzposition	2005	2010	2015	2019	2021
Anteilsrechte	6.099	12.804	19.122	10.110	11.507
Einlagen	102.047	150.939	145.479	85.791	85.589
Investmentfondsanteile	84.416	144.886	268.548	412.201	463.865
Kredite	19.521	23.968	28.779	47.368	48.998
Schuldverschreibungen	22.598	39.505	60.226	59.745	62.018

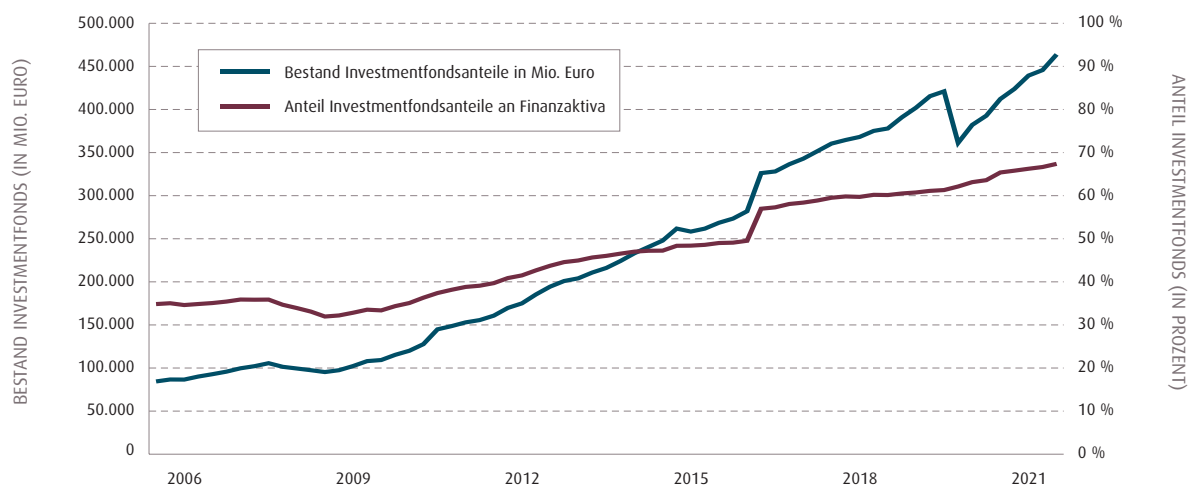
Angaben in Tausend Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.6 macht das stetige Wachstum der Fondsbestände sowie der Fondsquote bei Pensionseinrichtungen nochmals sehr deutlich. Die Finanzkrise 2008 / 2009 ist kaum zu erkennen. Ab 2010 setzte ein dynamisches Wachstum ein, allerdings mit einem kurzen, aber kräftigen Dämpfer im Frühjahr 2020, wo die Coronapandemie ins Kontor schlug. Die Fondsquote war davon unbenommen und kletterte auf bereits skizzierte 67 % per Ende

2021. Wir wagen an dieser Stelle die Prognose, dass dies noch nicht das Ende der Fahnenstange ist und ein weiterer Anstieg der Fondsquote zukünftig zu erwarten ist. Allerdings wird unseres Erachtens bei maximal 80 % Schluss sein, denn eine höhere Allokation der Finanzaktiva der Pensionseinrichtungen in Investmentfonds ist aus verschiedenen Gründen unwahrscheinlich und auch nicht praktikabel.

Abbildung 4.6

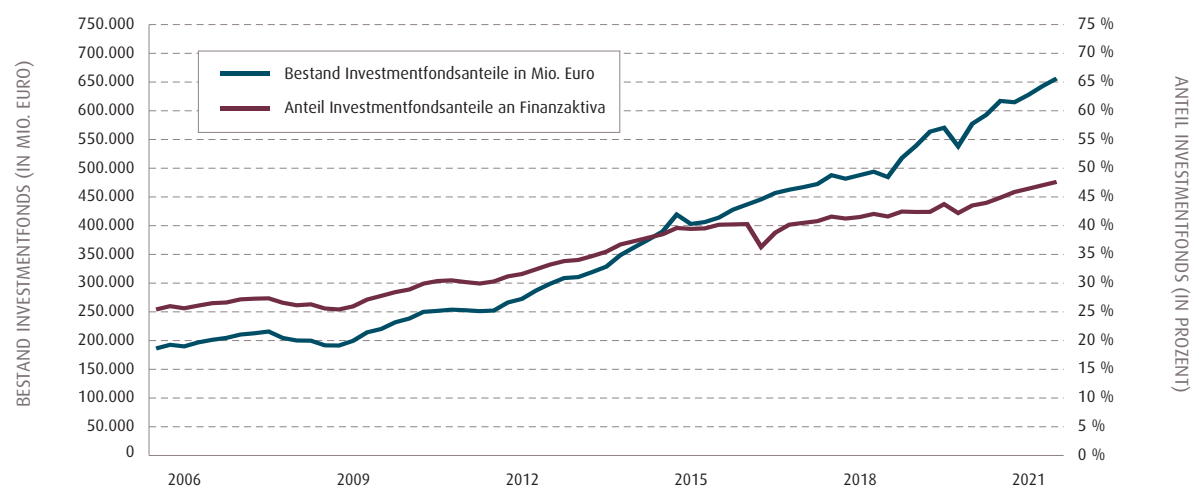
Entwicklung von Investmentfondsanteilen als Bestandteil der Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.7

Entwicklung von Investmentfondsanteilen als Bestandteil der Finanzaktiva von Lebensversicherungen



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

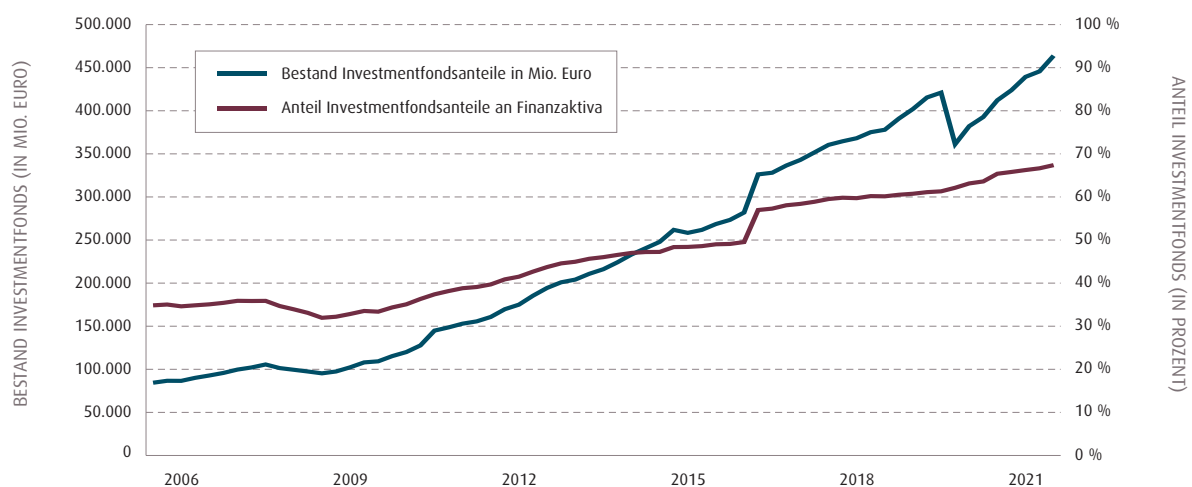
Die in Abbildung 4.7 dargestellte Entwicklung bei Lebensversicherungen weist ein im Vergleich zu Pensionseinrichtungen ähnliches Profil auf, allerdings auf anderem Niveau – bei den Beständen von Investmentfonds höher, bei der Fondsquote niedriger. Auch hier ist ein weiteres Outsourcen der Bewirtschaftung der Kapitalanlagen durch Investmentfonds und somit externe Manager höchstwahrscheinlich. Dafür sprechen weitere Spezialisierung und Diversifizierung der Kapitalanlagen, insbesondere mit Blick auf alternative und illiquide Assets. Die Asset-Management-Industrie wird es freuen. Die Fondsquote wird unseres Erachtens aber nicht auf das Niveau von Pensionseinrichtungen kommen. Dazu haben Lebensversicherungen im Hinblick auf Personal, Ressourcen und entsprechen-

de Expertise im Vergleich zu Pensionseinrichtungen einfach höhere Kapazitäten und bilden größere Einheiten. Insofern werden sie bestimmte Spezialitäten oder Themen selbst abbilden, sofern dies unter Kostengesichtspunkten sinnvoll bleibt.

Abbildung 4.8 zeigt ein ähnliches Bild bei Nicht-Lebensversicherungen auf, wobei das Niveau beider Kurven unter dem von Pensionseinrichtungen und Lebensversicherungen liegt. Nichtsdestotrotz ist auch bei Nicht-Lebensversicherungen ein langfristig positiver Trend des Bestandes von Investmentfonds als auch der Fondsquote zu beobachten. Diese Entwicklung wird sich in Zukunft analog der für Lebensversicherungen geschilderten Gesichtspunkte fortschreiben.

Abbildung 4.8

Entwicklung von Investmentfondsanteilen als Bestandteil der Finanzaktiva von Nicht-Lebensversicherungen



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva

In diesem Kapitel werden die fünf wesentlichen Positionen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen analysiert. Es werden die Anlagebereiche Einlagen, Kredite, Schuldverschreibungen, Investmentfondsanteile und Aktien & sonstige Anteilsrechte unterschieden. Diese fünf Positionen summieren sich per Ende 2021 auf 3.127 Milliarden Euro, was rund 95 % der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen bedeutet. Auf die Darstellung der restlichen beiden Größen Finanzderivate und sonstige Finanzaktiva wird aufgrund des sehr geringen Volumens und mangelnder Relevanz für das Asset-Management verzichtet.

Die Daten basieren ab dem 3. Quartal 2016 auf der ESZB-Statistik und Solvency-II-Aufsichtsdaten. Vorherige Daten orientieren sich am ESVG-Rahmen und Solvency-I-Aufsichtsdaten, ergänzt um Schätzungen und Berechnungen der Deutschen Bundesbank. Durch Umstellung von Berechnungsgrundlagen kommt es gemäß Bundesbank selektiv zu Brüchen in den Zeitreihen, auf die wir an entsprechender Stelle hinweisen. Überwiegend ist die Überführung der Daten zwischen den beiden Melde- bzw. Erhebungsregimes konsistent und harmonisch. Die Grundlage der Analyse bilden neben den genannten Positionen der Finanzaktiva die vier Anlegergruppen: Pensionseinrichtungen, Lebensversicherungen, Rückversicherungen sowie Nicht-Lebensversicherungen. Die letztgenannte Gruppe umfasst Krankenversicherungen, Schaden-

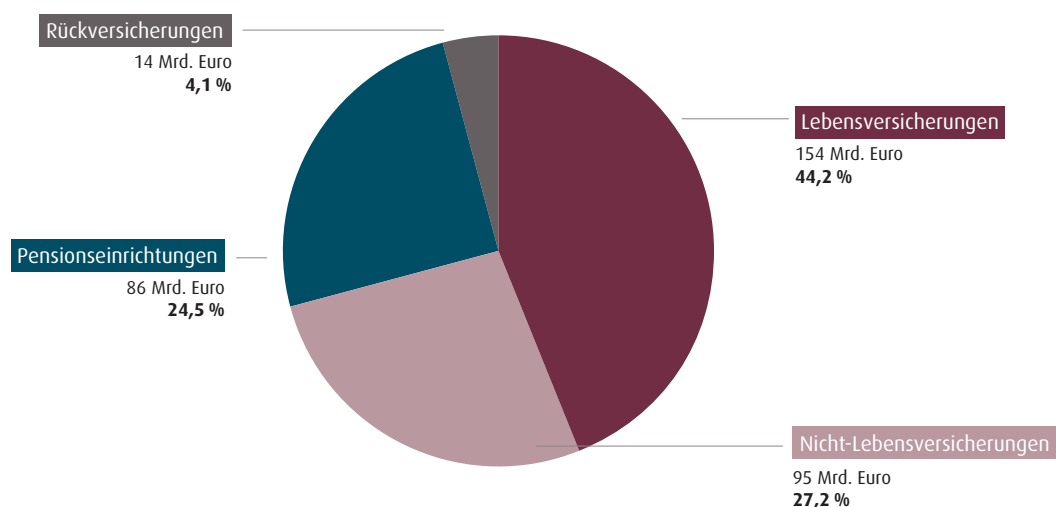
und Unfallversicherungen sowie Sterbekassen. Die Analyse umfasst den Zeitraum vom Ultimo des Jahres 2005 bis zum 31. Dezember 2021, somit einen Betrachtungszeitraum von 16 Jahren. Es werden die grundlegenden Trends in der Entwicklung der Finanzaktiva nachgezeichnet und in Volumen- und Allokationsverläufen auf die genannten Anlegergruppen heruntergebrochen. Für die Positionen Schuldverschreibungen, Aktien und Investmentfondsanteile erfolgt für Versicherungen zusätzlich eine Betrachtung nach Sitz der Emittenten, um ein regionales Exposure im Sinne von Kontrahenten zu betrachten. Abschließend ist zu erwähnen, dass für alle Anlagesegmente mit Ausnahme von Krediten/Darlehen und Einlagen (Ausnahmen bilden gemeldete Abschreibungen und Wertberichtigungen) die jeweiligen Zeit- und Marktwerte der Aktiva in die Statistik einfließen. Insofern kommen auch entsprechende Markteinflüsse zum Ausdruck, indem sich steigende bzw. fallende Börsenkurse in bestimmten Marktphasen auf die Volumina bzw. Bestände auswirken.

5.1 Einlagen

Die Bilanzposition „Einlagen“ summiert im Wesentlichen die Forderungen der hier betrachteten Anlegergruppen der Versicherungen und Pensionseinrichtungen gegenüber der Kreditwirtschaft bzw. Banken. Die Bundesbank fasst in ihrer Statistik Einlagen und Bargeld zusammen, sodass nachfolgende Daten ebenfalls die Position Bargeld beinhalten. Ein separater Ausweis von Bargeld macht keinen Sinn, da die Volumina zu vernachlässigen sind. Im Folgenden wird somit lediglich der Begriff Einlagen verwendet. Das ESVG definiert Einlagen als vereinheitlichte, nicht begebare Verträge mit dem Publikum, die von Kreditinstituten und in einigen Fällen vom Zentralstaat als Schuldner angeboten werden und es dem Gläubiger ermöglichen, Geldbeträge einzuzahlen und später wieder abzuheben.

Einlagen sind in der Regel mit der vollständigen Rückzahlung durch den Schuldner an den Anleger verbunden. Neben dem klassischen Einlagengeschäft zählt die Statistik weitere Transaktionen zwischen den betrachteten Anlegergruppen auf der einen und Banken auf der anderen Seite zu diesem Bereich hinzu. Dies sind Namensschuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen und Pfandbriefe – sofern sie von Kreditinstituten begeben wurden. Insofern kann das Segment der Einlagen in diesem statistischen Kontext auch als ein Indikator für die Verflechtung der Pensions- und Versicherungswirtschaft mit dem Bankensektor angesehen werden. Der gesamte Bestand von Einlagen, die von Versicherungen und Pensionseinrichtungen gehalten werden, summiert sich per Datenstichtag 31. De-

Abbildung 5.1
Einlagen: Bestand nach Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

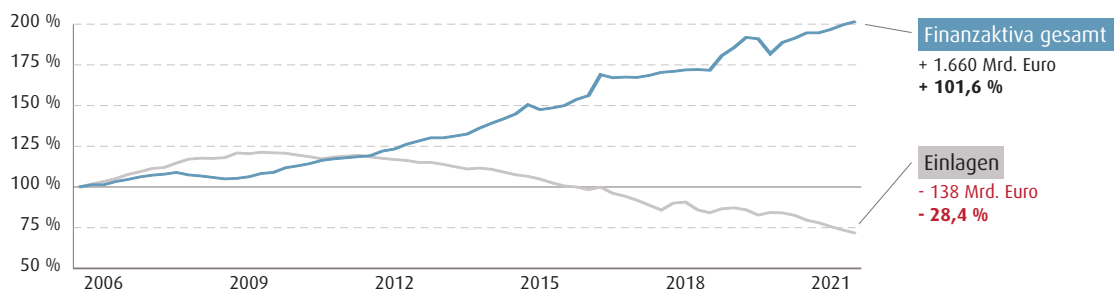
zember 2021 auf 349 Milliarden Euro. Das ist das geringste Volumen der fünf in diesem Kapitel analysierten Bilanzpositionen der Finanzaktiva und macht 10,6 % eben dieser aus. Lebensversicherungen sind mit einem Bestand von 154 Milliarden Euro und einem Anteil von 44 % die größte Anlegergruppe, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen mit 95 Milliarden Euro und einem Anteil von 27 %. Pensionseinrichtungen schließen sich mit 86 Milliarden Euro Einlagenbestand an und Rückversicherungen

belegen mit einem vergleichbar geringen Volumen von 14 Milliarden Euro den letzten Platz. In Abbildung 5.1 sind die Anteile veranschaulicht.

Abbildung 5.2 zeigt, dass die Bedeutung von Einlagen für Versicherungen und Pensionseinrichtungen innerhalb des Betrachtungszeitraums der letzten 16 Jahre abgenommen hat. Der Bestand verringerte sich um 138 Milliarden Euro bzw. 28 %, während die Finanzaktiva der Betrachtungsgruppen sich um

Abbildung 5.2

Einlagen: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2015 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

1.660 Milliarden etwas mehr als verdoppelt haben. Der Kurvenverlauf der indexierten Entwicklung des Einlagenbestandes ähnelt der Zinsentwicklung und trägt dieser konsequenterweise Rechnung. Abbildung 5.3 zeigt den Verlauf des Anteils von Einlagen an den jeweiligen Finanzaktiva der Betrachtungsgruppen in den letzten 16 Jahren. Die Entwicklung bei Lebensversicherungen, Nicht-Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen ist sehr vergleichbar. Alle kommen von einem Niveau

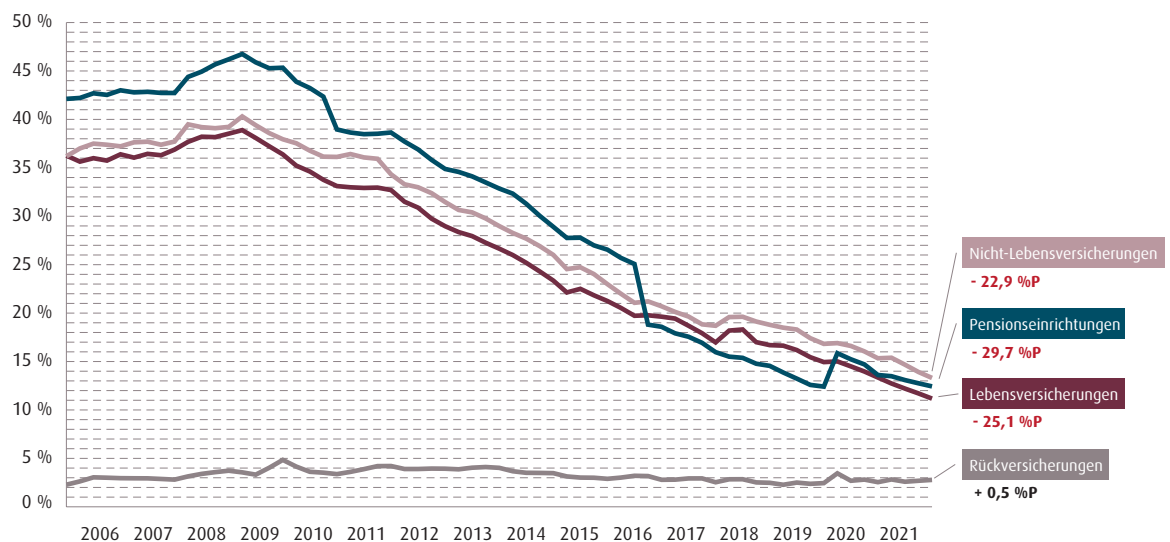
zwischen 36 % und 42 % per Ende 2005 auf einen Anteil zwischen 11 % und 13 % von Einlagen an ihren jeweiligen Finanzaktiva per Ende 2021. Das ist schon eine sehr deutliche Reduzierung der Quoten. Nur Rückversicherungen sind diesbezüglich sehr konstant in den letzten 16 Jahren. Bei ihnen schwankte der Anteil von Einlagen an ihren Finanzaktiva kaum und ist im Betrachtungszeitraum lediglich um 0,5 Prozentpunkte gestiegen und somit fast konstant. Vor dem Hintergrund, dass die

jeweiligen Finanzaktiva der betrachteten Segmente im Analysezeitraum teilweise erheblich gestiegen sind, macht die Angabe der absoluten Beträge in diesem Kontext Sinn. Lebensversicherungen bauten 112 Milliarden Euro Bestand von Einlagen ab, während ihre Finanzaktiva um 645 Milliarden Euro stiegen. Bei Pensionseinrichtungen sank der Bestand um 16,5 Milliarden Euro bei gleichzeitigem Anstieg ihrer Finanzaktiva um 446 Milliarden Euro. Ähnlich bei Nicht-Lebensversicherungen, ihr Einlagenbestand reduzierte sich um 16 Milliarden Euro bei ei-

ner Zunahme ihrer Finanzaktiva um 407 Milliarden Euro in den letzten 16 Jahren. Bei Rückversicherungen stieg der Bestand von Einlagen um 6 Milliarden Euro bei gleichzeitiger Zunahme ihrer Finanzaktiva um 162 Milliarden Euro.

Abbildung 5.3

Einlagen: Entwicklung des Anteils an den Finanzaktiva der Sparten seit 31.12.2005



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

5.2 Kredite

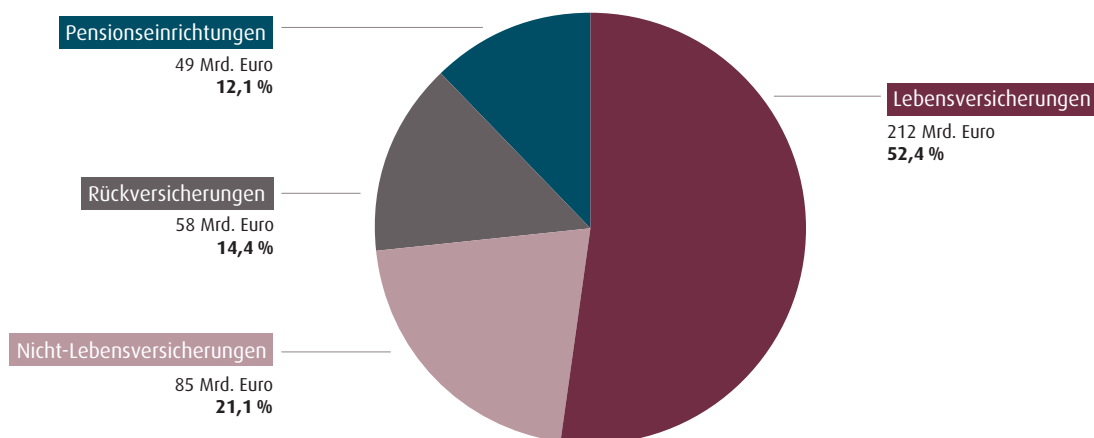
Als Kredite werden Forderungen gegenüber Nicht-Banken erfasst, wie beispielsweise Darlehen oder Depotforderungen. Entsprechend ESVG werden dieser Gruppe zudem Namensschuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen gegenüber dem Nichtbankensektor zugerechnet. Letztere werden hier, im Gegensatz zur Berichtslogik unter Solvency II, also nicht als Wertpapiere klassifiziert. Auch Hypothekendarlehen und Policendarlehen gehören gemäß ESVG zum Segment der Kredite. Es handelt sich somit insgesamt um Forderungen, die entstehen, wenn Gläubiger Mittel an Schuldner entweder direkt oder unter Zwischenschaltung eines Vermittlers ausleihen, und die entweder in einem nicht begebaren Titel oder gar nicht verbrieft sind. Das Gesamtvolumen von Krediten als Bestandteil

der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensions-einrichtungen betrug 404 Milliarden Euro per Datenstichtag 31.12.2021. Das ist das zweitgeringste Volumen der in diesem Kapitel betrachteten Bilanzpositionen, also Platz vier.

Abbildung 5.4 zeigt die Verteilung auf die betrachteten Segmente und macht deutlich, dass Lebensversicherungen mit 212 Milliarden Euro und einem Anteil von über 52 % die klar dominierende Anlegergruppe sind. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 85 Milliarden Euro an, gefolgt von Rückversicherungen mit 58 Milliarden Euro. Pensionseinrichtungen weisen mit 49 Milliarden Euro und einem Anteil von 12 % den geringsten Bestand innerhalb der Betrachtungsgruppe auf.

Abbildung 5.4

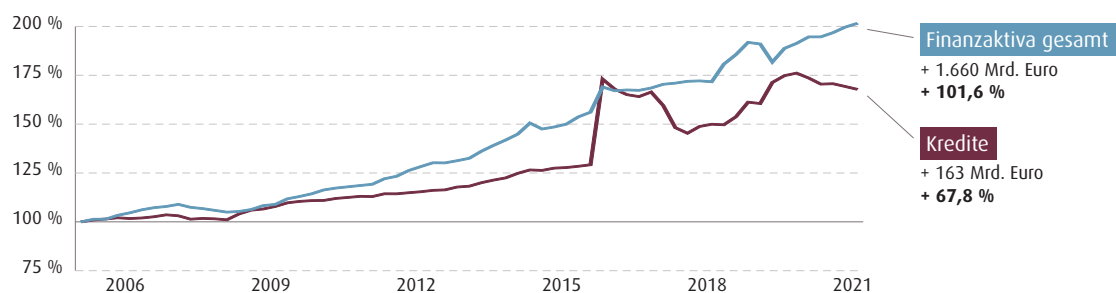
Kredite: Bestand nach Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.5

Kredite: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2015 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

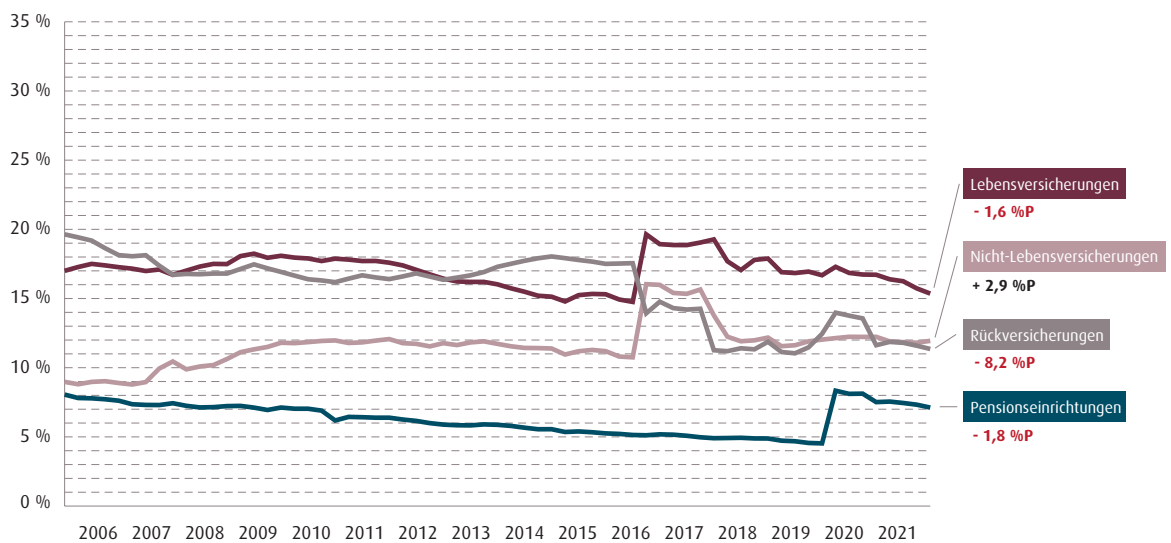
Abbildung 5.5 veranschaulicht die per Ende 2005 auf 100 indexierte Entwicklung des Bestandes von Krediten der Betrachtungsgruppe im Vergleich zu den Finanzaktiva. Es wird deutlich, dass sich der Bestand von Krediten unterproportional zu den Finanzaktiva entwickelt hat. Die Bedeutung hat insgesamt abgenommen, obwohl der Bestand von Krediten in den letzten 16 Jahren um 163 Milliarden Euro zugenommen hat, was einen Anstieg von 67 % bedeutet. Der auffällige Kurvenverlauf der Indexkurve von Krediten in Abbildung 5.5 und Abbildung 5.6 lässt sich durch die Umstellung auf Solvency II erklären, wo es hinsichtlich der Kategorie Kredite zu einer Diskontinuität zu den Solvency-I-Daten kam. Nähere Einzelheiten dazu konnten von uns trotz intensiver Recherche in allen relevanten Veröffentlichungen der Bundesbank und der BaFin nicht in Erfahrung gebracht werden.

Die langfristige Bedeutung von Krediten für die Finanzaktiva der Betrachtungsgruppen ist in Ab-

bildung 5.6 abgetragen. Innerhalb der letzten 16 Jahre sind bei allen Segmenten keine wesentlichen Veränderungen zu verzeichnen. Kredite sind als Bestandteil der Finanzaktiva bei allen relativ unverändert, außer bei Rückversicherungen, wo der Anteil um 8 Prozentpunkte gesunken ist. Das bedeutet, dass bei Versicherungen, Nicht-Versicherungen und Pensionseinrichtungen der Bestand von Krediten proportional mit den jeweiligen Finanzaktiva mitgewachsen ist. Das bedeutet bei Lebensversicherungen eine Zunahme von Krediten in Höhe von 87 Milliarden Euro, bei Nicht-Lebensversicherungen von 58 Milliarden Euro und bei Pensionseinrichtungen von 29 Milliarden Euro. Bei Rückversicherungen reduzierte sich der Bestand von Krediten um 11 Milliarden Euro.

Abbildung 5.6

Kredite: Entwicklung des Anteils an den Finanzaktiva der Sparten seit 31.12.2005



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

5.3 Schuldverschreibungen

Schuldverschreibungen sind verbriefte und begebare, also umlauffähige Finanzinstrumente, die als Schuldtitel dienen. Die Umlauffähigkeit bezieht sich dabei auf das Eigentum, das durch Übergabe oder Indossierung problemlos von einem auf den anderen Eigentümer übertragen werden kann. Um als umlauffähig zu gelten, muss eine Schuldverschreibung für den möglichen Handel an einer organisierten Börse oder im Freiverkehr ausgestaltet sein, der

Nachweis eines tatsächlichen Handels ist allerdings nicht erforderlich. Dieser Abschnitt umfasst somit solche Schuldverschreibungen, die als Schuldtitel im klassischen Sinne dienen und die originäre Kreditbeziehung zum Gegenstand haben. Die Unterscheidung zu der vorherigen Produktgruppe der Kredite sind die Fungibilität von Schuldverschreibungen an einem organisierten Markt sowie die Tatsache, dass Kredite im Gegensatz zu Schuldverschreibungen

nicht begebare Finanzinstrumente sind. Zudem basieren Kredite zumeist nur auf einem Vertrag und Transaktionen mit Krediten finden nur zwischen einem Gläubiger und einem Schuldner statt. Emissionen von Schuldverschreibungen bestehen dagegen aus einer großen Zahl identischer Papiere.

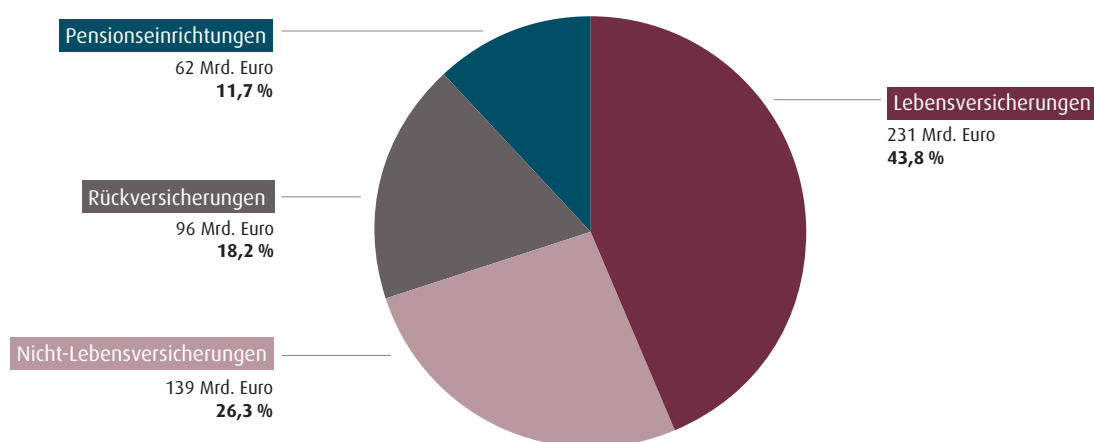
Insgesamt vereinen die Betrachtungsgruppen 529 Milliarden Euro an Schuldverschreibungen auf sich, was einen Anteil von 16 % der Finanzaktiva ausmacht und Platz zwei der in diesem Kapitel betrachteten Finanzaktiva ausmacht. Rentenlastigkeit ist mit Sicherheit eines der am häufigsten genannten Wörter im Kontext von Allokationen verbindlichkeitsorientierter Investorensegmente in den letzten zwei Dekaden. Wie aus Abbildung 5.7 ersichtlich wird, sind Lebensversicherungen mit einem Bestand von 231 Milliarden Euro und einem Anteil

von 44 % die mit Abstand größte Anlegergruppe, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen mit 139 Milliarden Euro und einem Anteil von 26 %. Rückversicherungen liegen auf Platz drei mit 96 Milliarden Euro und Pensionseinrichtungen vereinen 62 Milliarden Euro Bestand von Schuldverschreibungen auf sich und bilden somit das Schlusslicht der Betrachtungsgruppe.

Aus Abbildung 5.8 wird ersichtlich, dass sich der Bestand von Schuldverschreibungen, die von der Betrachtungsgruppe gehalten werden, in Relation zu den gesamten entsprechenden Finanzaktiva überproportional entwickelt hat. Das Volumen ist in den letzten 16 Jahren um 376 Milliarden Euro gestiegen, was einer Entwicklung um den Faktor 2,4 entspricht, somit mehr als eine Verdopplung bedeutet.

Abbildung 5.7

Schuldverschreibungen: Bestand nach Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

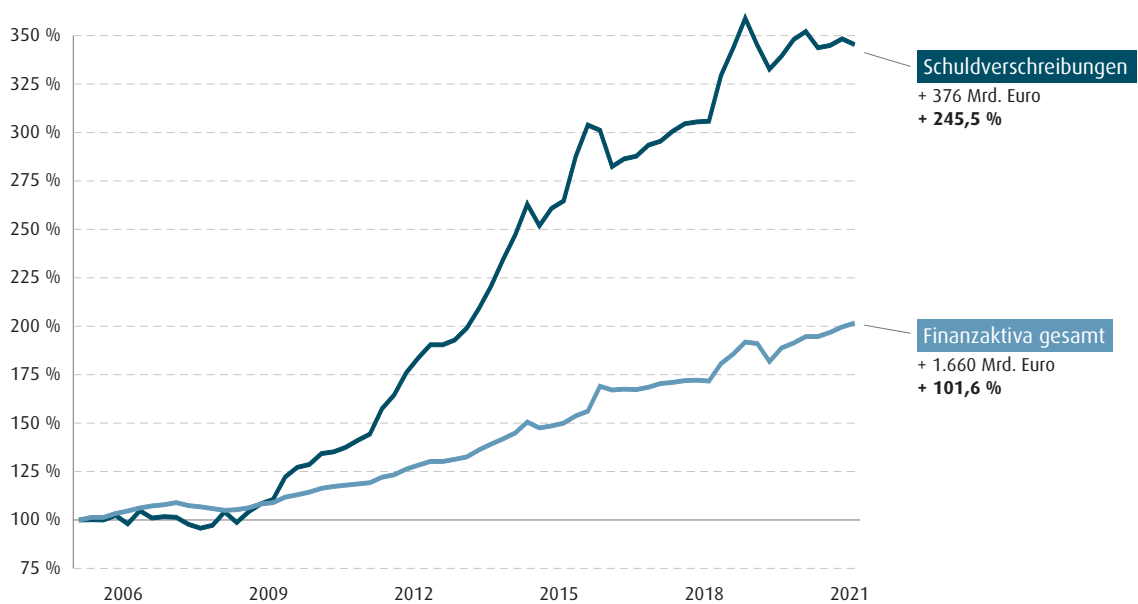
Die Allokationsquote im Sinne des Anteils an den Finanzaktiva stieg von 11 % per Ende 2005 auf besagte 16 % per 31.12.2021. Das entspricht nun gar nicht der Zinsentwicklung in der gleichen Periode. Allerdings lassen sich diverse Gründe diesbezüglich aus der Praxis herleiten. Zum einen das regulatorische Korsett verbindlichkeitsorientierter Anbieter, was die Rentenlastigkeit nach wie vor befeuert. Zum anderen Gründe, die in operationellen Aspekten begründet sind, resultierend aus ALM-Modellierungen, langen Verbindlichkeiten und somit der Suche nach langen und kalkulierbaren Durationen, auch wenn diese sehr geringe Renditen generieren.

Fast jede Emission 100-jähriger Anleihen von europäischen Staaten war überzeichnet und die Hauptnachfrage kam aus dem Lager der Versicherungen.

Bei allen Versicherungssparten hat der Anteil von Schuldverschreibungen an den jeweiligen Finanzaktiva in der Betrachtungsperiode zugenommen. Spitzenreiter des prozentualen Zuwachses sind Nicht-Lebensversicherungen, die ihren Anteil an Schuldverschreibungen von 7 % per Ende 2005 auf 20 % in den letzten 16 Jahren ausbauten. Das bedeutet gleichzeitig einen Zuwachs von 117 Milliarden Euro des entsprechenden Bestandes. Le-

Abbildung 5.8

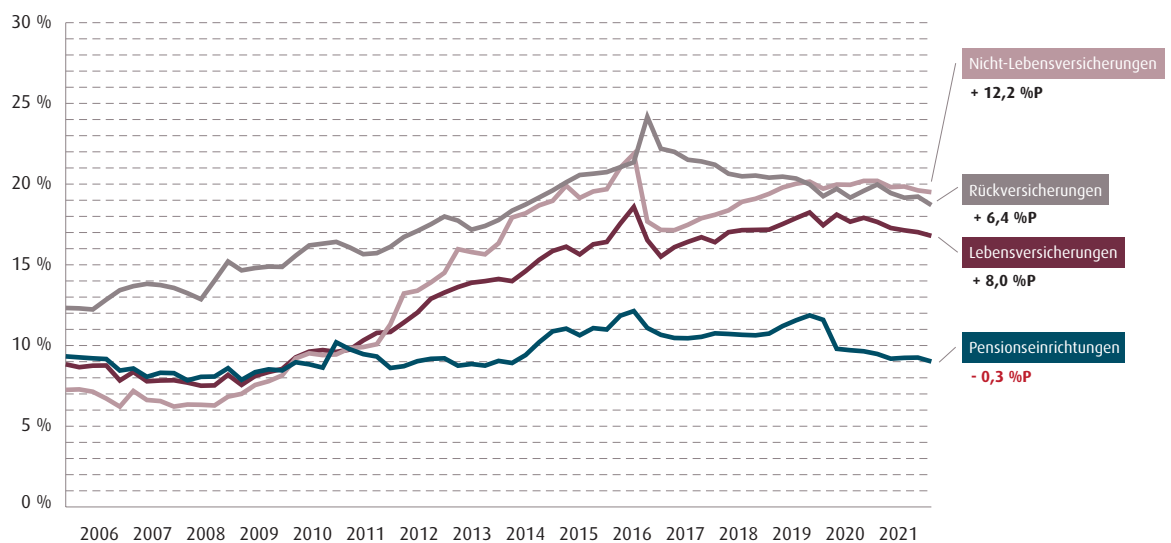
Schuldverschreibungen: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.9

Schuldverschreibungen: Entwicklung des Anteils an den Finanzaktiva der Sparten seit 31.12.2005



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

bensversicherungen folgen hinsichtlich des prozentualen Zuwachses von Schuldverschreibungen an den Finanzaktiva mit acht Prozentpunkten auf Platz zwei. Der Bestand stieg um 167 Milliarden Euro. Bei Rückversicherungen hat sich der Anteil von Schuldverschreibungen in den letzten 16 Jahren um sechs Prozentpunkte erhöht, was sich in einer Bestandszunahme von 53 Milliarden Euro ausdrückt. Bei Pensionseinrichtungen ist die „Rentenquote“ im Betrachtungszeitraum gleich geblieben bzw. hat sich um 0,3 Prozentpunkte reduziert, um genau zu sein. Interessanterweise ist diese Anlegergruppe nicht dem Trend der Versicherungen gefolgt.

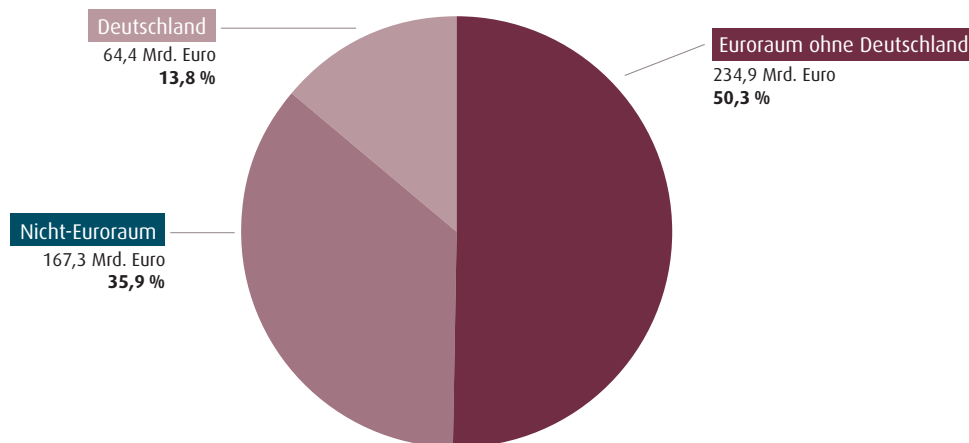
Dank Solvency II und der Erweiterung des Datenkranzes im Rahmen der ESZB-Statistik liegen ab 2016 für den Versicherungssektor auch Informationen über die Domizilierung der Emittenten von Schuldverschreibungen vor. Für Pensionseinrichtungen sind diese Informationen leider nicht verfügbar, was vor dem Hintergrund des relativ geringen Bestandes zu verschmerzen ist und die Repräsentanz der nachfolgenden Erkenntnisse kaum trübt.

Aus Abbildung 5.10 wird ersichtlich, dass Schuldverschreibungen deutscher Emittenten mit 64 Milliarden Euro und einem Anteil von 14 % nur einen relativ geringen Anteil des gesamten Bondsvolumens von Versicherungen ausmachen. Knapp 235 Milliarden Euro werden in Titeln gehalten, die von Emittenten im Euroraum stammen und bei immerhin 167 Milliarden Euro Bondsbestand domiziliert der Emittent außerhalb des Euroraums. In den Zahlen ist kein home bias festzustellen, sondern es kommt

eine weite regionale Diversifizierung der Bondsbestände zum Ausdruck, insbesondere mit Blick auf den relativ hohen Bestand von Emittenten aus dem Nicht-Euroraum.

Abbildung 5.10

Schuldverschreibungen: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



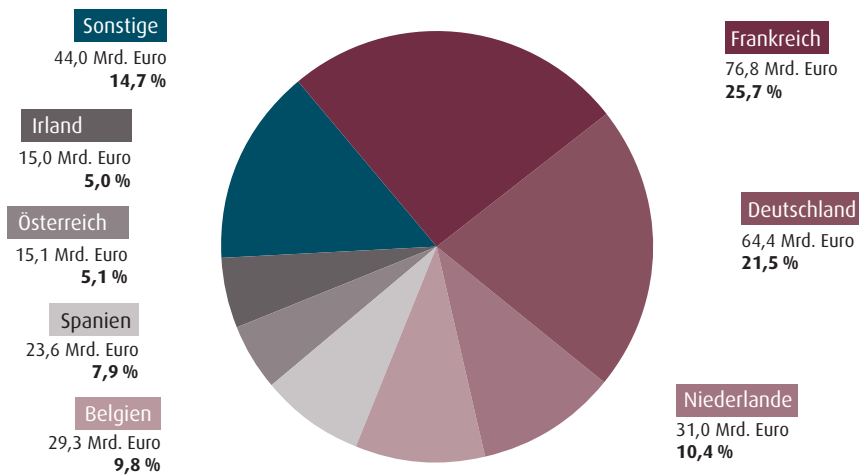
Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

In Abbildung 5.11 wird ein tieferer Blick in den Euroraum geworfen und es überrascht, dass Titel französischer Emittenten den Bestand an Schuldverschreibungen, die von Versicherungen per Ende 2021 gehalten werden, vor entsprechend deutschen Titeln liegen. Knapp 77 Milliarden Euro und 26 % werden in französischen Bonds gehalten, vor Deutschland mit bereits skizzierten 64 Milliarden und einem Anteil von 21 % aller im Euroraum emittierten Titel. Bondsemissionen aus den Niederlan-

den, Belgien und Spanien folgen in absteigender Reihenfolge relativ gleichauf. Das gilt auch für Emissionen aus Österreich und Irland, die sich anschließen. Bonds aus den übrigen Ländern des Euroraums vereinen rund 44 Milliarden Euro auf sich, was einen Anteil von 15 % ausmacht. Innerhalb dieser Gruppe liegen Emissionen der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) vorn, gefolgt von Italien (8 Milliarden Euro), Luxemburg (7 Milliarden Euro) und Finnland (6 Milliarden Euro).

Abbildung 5.11

Schuldverschreibungen: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten (Euroraum)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

5.4 Anteilsrechte

Aktien und sonstige Anteilsrechte sind Forderungen, in denen Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften oder Quasi-Kapitalgesellschaften verbrieft sind. Mit solchen finanziellen Aktiva ist in der Regel ein Anspruch auf einen Anteil am Gewinn dieser Kapital- oder Quasi-Kapitalgesellschaften und auf einen Anteil an ihrem Nettovermögen im Fall der Liquidation verbunden. Auch Finanzinstrumente mit dominierendem Eigenkapitalcharakter wie Genussscheine werden dem Segment der Anteilsrechte zugerechnet. Ebenso zählt die ESVG-Statistik Beteiligungen an Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Genossenschaften oder weiteren Vermögenseinlagen am Kapital von Gesellschaften mit eigener Rechtspersönlichkeit zu Anteilsrechten. Die Statistik untergliedert das Segment in börsennotierte, nicht börsennotierte und sonstige Aktien und Anteilsrechte. An einer Börse notieren Anteilsrechte meist in Form von Aktien. Eine solche Börse kann eine anerkannte Börse oder auch jede andere Form eines Sekundärmarkts sein. Da an regulierten Märkten fortlaufend offizielle Kurse festgestellt werden, sind Marktpreise für notierte Aktien in der Regel ohne Schwierigkeiten verfügbar. Die Begriffe Aktien und Anteilsrechte sind im Sinne des ESVG gleichbedeutend.

Insgesamt werden von den Betrachtungsgruppen 481 Milliarden Euro in Anteilsrechten bzw. Aktien gehalten, was 15 % der Finanzaktiva ausmacht und den dritten Platz der in diesem Kapitel analysierten Positionen bedeutet. Von diesem Bestand ist

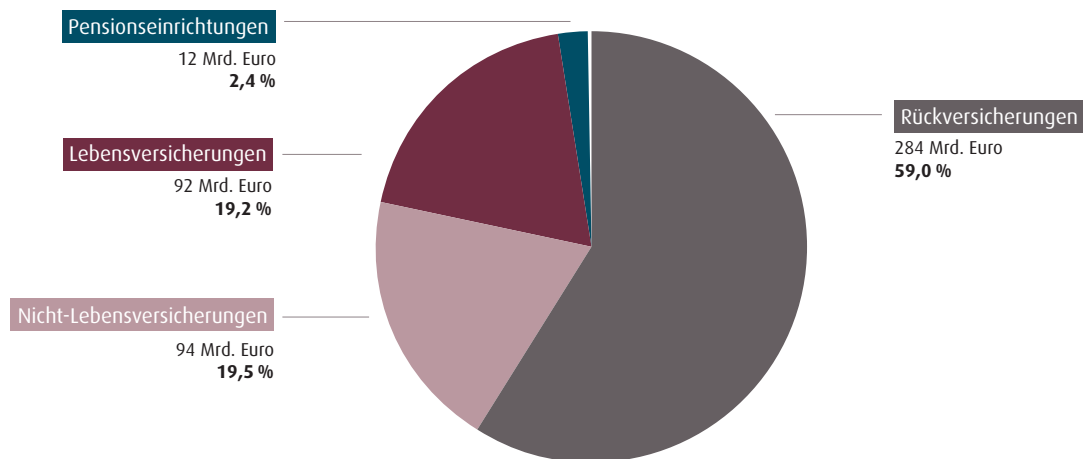
mit 24 Milliarden Euro nur ein geringer Teil börsennotiert. Der übrige Teil ist nicht börsennotiert und somit weitaus weniger fungibel. Hierzu gehören u. a. direkte Unternehmensbeteiligungen, direkte Anlagen in Private Equity sowie nicht notierte und konzerneigene Unternehmensbeteiligungen, geschlossene Immobilienfonds und andere Zweckgesellschaften. Die nachfolgenden Ausführungen stellen die Position der Anteilsrechte im Aggregat dar.

Holdingstrukturen und Unternehmensbeteiligungen sind der wesentliche Grund, weswegen Rückversicherungsgesellschaften mit 284 Milliarden Euro und einem Anteil von 59 % das dominierende Investorensegment sind. Nicht-Lebensversicherungen und Lebensversicherungen schließen sich auf fast gleichem Niveau mit 94 bzw. 92 Milliarden Euro an. Für Pensionseinrichtungen spielen direkt gehaltene Anteilsrechte eine vergleichbar geringe Rolle. Sie weisen einen Bestand von 12 Milliarden Euro aus. Der Bestand nach Sparten ist in Abbildung 5.12 dargestellt.

Das Volumen der Kapitalanlagen in Aktien hat im 16-jährigen Betrachtungszeitraum um 241 Milliarden von 240 Milliarden Euro Ende 2005 auf 481 Milliarden Euro per Ende 2021 zugenommen. Das ist etwas mehr als eine Verdopplung. Dieser Trend wurde durch nicht börsennotierte Aktien geprägt, der Bestand an börsennotierten Anteilsrechten hat im Betrachtungszeitraum sogar

Abbildung 5.12

Anteilsrechte: Bestand nach Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

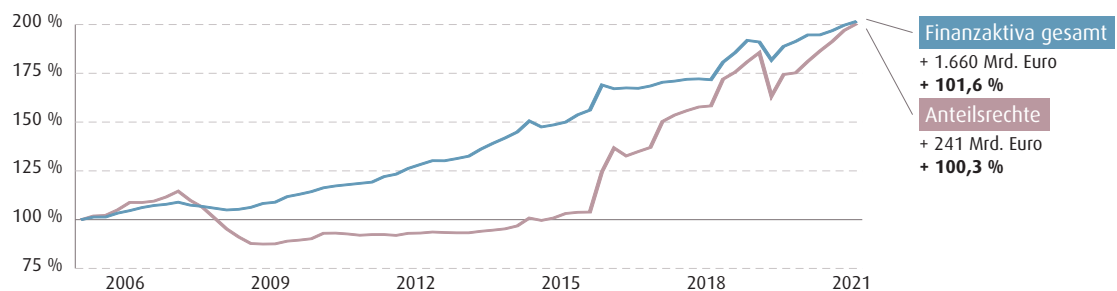
abgenommen. Abbildung 5.13 zeigt auf, dass das Wachstum des Bestandes an Anteilsrechten proportional zum Wachstum der gesamten Finanzaktiva im Betrachtungszeitraum war. Allerdings war das Wachstum nicht stetig linear, sondern stellte sich erst nach einer schwächeren Periode zu Zeiten der Finanzkrise ab 2008 im Jahr 2016 ein.

Abbildung 5.14 differenziert die Quote der direkt gehaltenen Anteilsrechte an den jeweiligen Finanzaktiva der betrachteten Segmente im Laufe der letzten 16 Jahre. Es wird ersichtlich, dass das Wachstum insbesondere von Rückversicherungen getrieben wurde. Ihr Bestand stieg im Betrachtungszeitraum um 137 Milliarden Euro an, was den Anteil an ihren Finanzaktiva um 13 Prozentpunkte auf 55 % erhöhte. Bei Nicht-Lebensversicherungen blieb der

Anteil der Anteilsrechte an ihren Finanzaktiva konstant und der Bestand wuchs somit genau mit dieser mit. Das bedeutet eine Zunahme um 52 Milliarden Euro der direkt gehaltenen Anteilsrechte. Ähnlich sieht es bei Lebensversicherungen aus, wobei direkt gehaltene Aktien mit 6 % einen im Vergleich geringeren Anteil an den Finanzaktiva von Lebensversicherungen ausmachen. Der Bestand stieg in der Betrachtungsperiode um 47 Milliarden Euro an. Bei Pensionseinrichtungen hat sich in den letzten 16 Jahren in Sachen direkt gehaltener Anteilsrechte wenig getan. Der Bestand stieg um 5 Milliarden Euro an, allerdings sank die Quote an ihrer Finanzaktiva um 1 % auf magere 2 %.

Abbildung 5.13

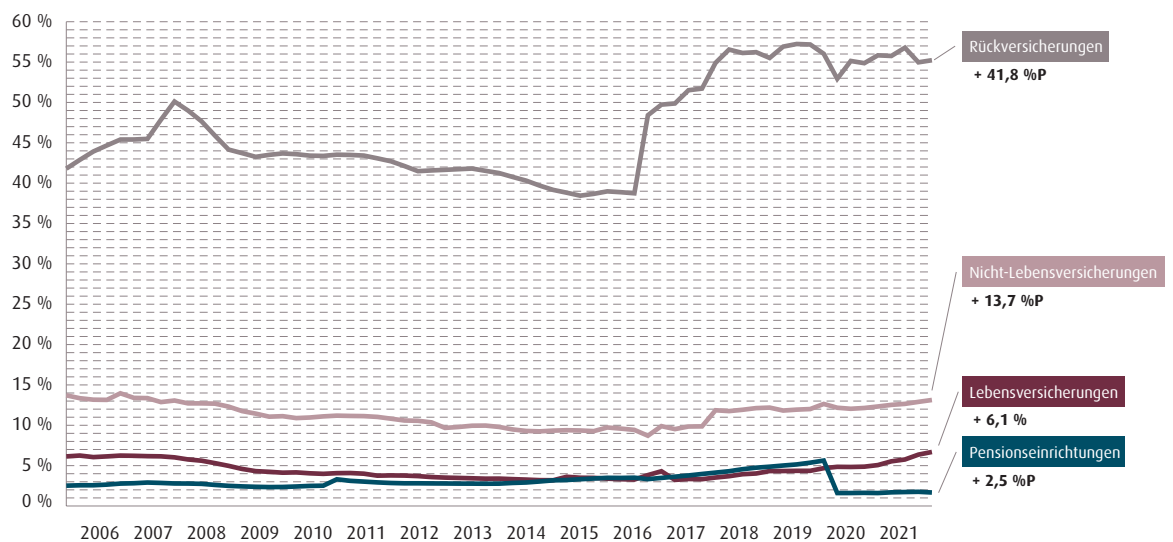
Anteilsrechte: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.14

Anteilsrechte: Entwicklung des Anteils an den Finanzaktiva der Sparten seit 31.12.2005



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

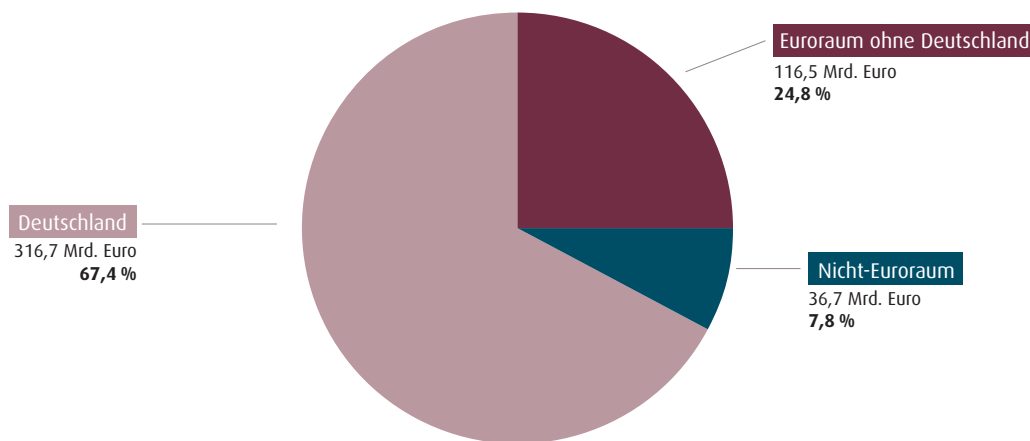
Aufgrund der bereits erwähnten Erweiterung des Datenkranzes durch Solvency II liegen für das Segment Anteilsrechte ebenfalls Informationen über den Sitz der Unternehmen vor, bei denen sich deutsche Versicherungen am Eigenkapital beteiligen.

Für Pensionseinrichtungen liegen solche Informationen leider nicht vor.

Abbildung 5.15 macht deutlich, dass das Engagement von Versicherungen im Rahmen ihrer direkt

Abbildung 5.15

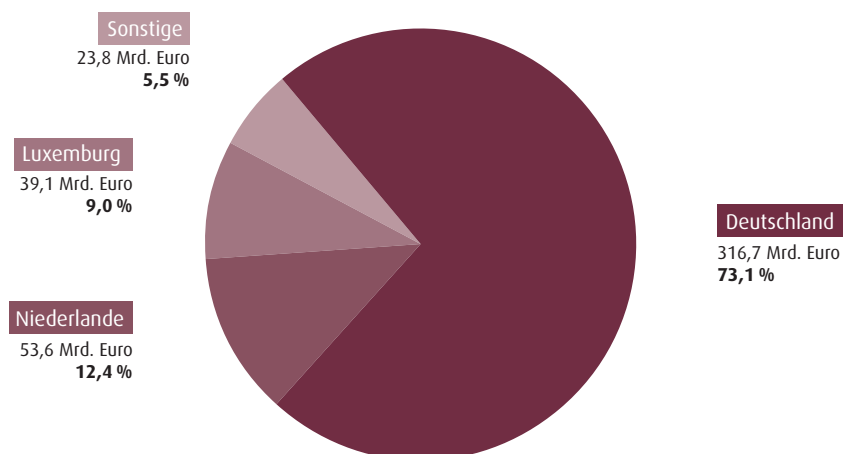
Anteilsrechte: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.16

Anteilsrechte: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten (Euroraum)



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

gehaltenen Anteilsrechte stark auf den Euroraum konzentriert ist, mit einem deutlichen Schwerpunkt in Deutschland. Anteile im Wert von 317 Milliarden Euro werden in Deutschland in domizilierten Unternehmen und Vehikeln gehalten, was einen Anteil von 67 % ausmacht. Weitere 117 Milliarden Euro sind Emittenten und Unternehmenseinheiten im übrigen Euroraum zugeführt. Der Nicht-Euroraum spielt mit einem Volumen von 37 Milliarden Euro und einem Anteil von 8 % eine nachgelagerte Rolle. Es ist somit ein klarer home bias festzustellen und keine Spur von Globalisierung im Geschäft mit direkt gehaltenen Anteilsrechten.

Abbildung 5.16 wirft einen tieferen Blick in den Euroraum und verdeutlicht, dass neben Deutschland die Niederlande und Luxemburg eine wesentliche Rolle für Eigenkapitalinvestments von deutschen Versicherungen spielen. Darin spiegeln sich die Präferenz und Vorteilhaftigkeit dieser Länder für die Konstruktion entsprechender Beteiligungsvehikel wider. Alle weiteren Länder des Euroraums wie beispielsweise Frankreich (11 Milliarden Euro), Österreich (6 Milliarden Euro), Malta (4 Milliarden Euro), Irland oder Italien (1 Milliarde Euro) spielen hinsichtlich des gehaltenen Volumens an dort domizilierten Anteilsrechten eine untergeordnete Rolle.

5.5 Investmentfondsanteile

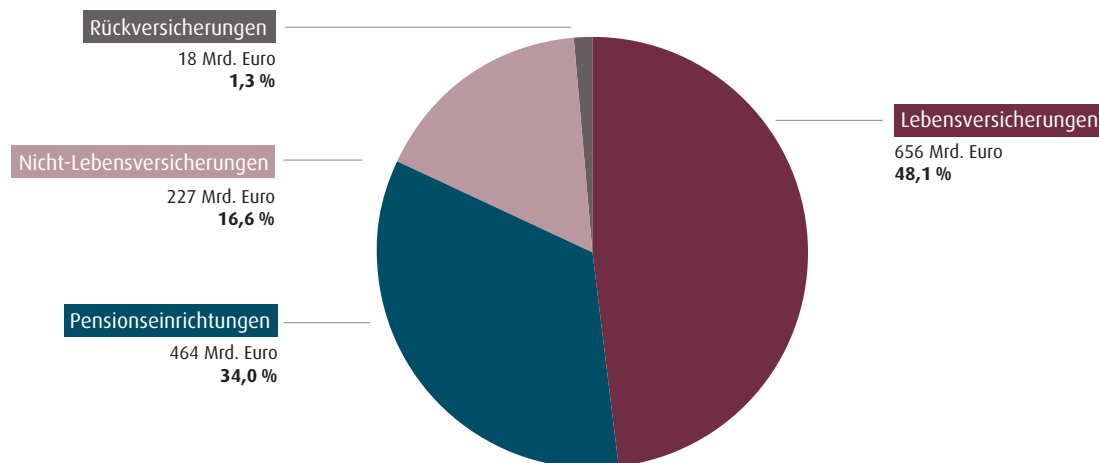
Investmentfondsanteile sind Anteile an Kapitalgesellschaften oder Trusts, die von Investmentfonds ausgegeben werden und Organismen für gemeinsame Anlagen darstellen, also UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) bzw. AIF (Alternative Investment Funds). Die auf der Systematik des ESVG basierende Zeitreihenstatistik der Bundesbank weist Kapitalanlagen im Bereich der Investmentfonds kumulativ aus und nimmt keine weitere Untergliederung nach Assetklassen vor. Enthalten ist das gesamte Fondsspektrum, z. B. Aktien-, Renten-, Misch- oder offene Immobilienfonds. Geschlossene Immobilienfonds werden im Statistiksegment Anteilsrechte bilanziert. Den deut-

lich überwiegenden Anteil in der Kapitalanlage von Versicherungen und Pensionseinrichtungen bildet der auf die individuellen Bedürfnisse institutioneller Adressen zugeschnittene Spezialfonds (Spezial-AIF). Aus diesem Grund wird in Kapitel 6 eine vertiefende Analyse diesbezüglich vorgenommen.

Der Bestand von Investmentfondsanteilen ist im Rahmen der Komponenten der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen der absolute Spitzenreiter. Er beträgt sage und schreibe 1.364 Milliarden Euro, was eine Quote von 41 % an den Finanzaktiva der Betrachtungsgruppe ausmacht. Das ist mit sehr großem Abstand das

Abbildung 5.17

Investmentfondsanteile: Bestand nach Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

höchste Volumen der in diesem Kapitel analysierten Bilanzpositionen. Schuldverschreibungen folgen auf Platz zwei mit 529 Milliarden Euro, wie im vorletzten Abschnitt ausgeführt. Das extrem hohe Volumen von Investmentfonds zeigt auf beeindruckende Weise die Bedeutung der Anlegergruppen Versicherungen und Pensionseinrichtungen für die Asset-Management-Industrie und die gegenseitige Abhängigkeit auf. Bis noch vor einigen Jahren war eine Art Konkurrenzsituation zwischen insbesondere der Versicherungsbranche und der Asset-Management-Branche wahrzunehmen, aber das hat sich erfreulicherweise geändert. Kapitalunterlegung und Delegation des Asset Managements in Richtung indirekte Kapitalanlage sind strategische Trends, die beide Branchen in ein Boot gesetzt haben.

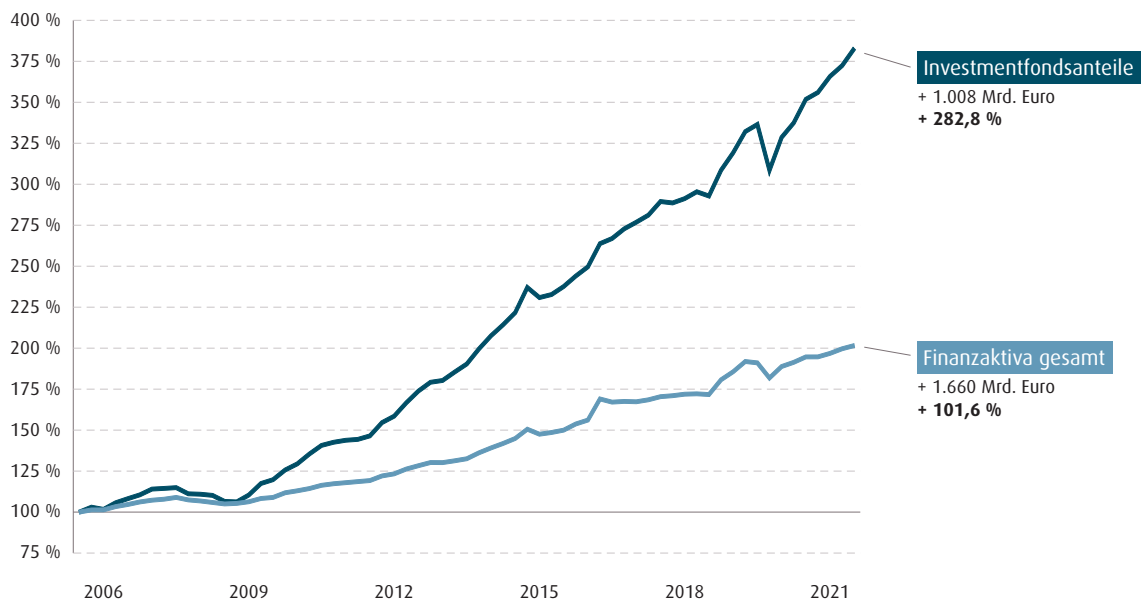
Lebensversicherungen sind die größte Anlegergruppe in Investmentfonds mit einem Volumen von 656 Milliarden Euro und einem Anteil von 48 % des Gesamtbestands an Investmentfonds. Pensionseinrichtungen folgen auf Platz zwei mit 464 Milliarden Euro und einem Anteil von 34 %. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 227 Milliarden Euro an. Lediglich für Rückversicherungen spielen Investmentfonds eine nachgelagerte Rolle. Sie weisen einen Bestand in Höhe von 18 Milliarden Euro auf, was 1 % des Gesamtbestands der Betrachtungsgruppen bedeutet. Abbildung 5.17 visualisiert die Aufteilung nach betrachteten Anteilseignergruppen.

Abbildung 5.18 macht das enorme Wachstum von Investmentfondsanteilen über den Zeitraum der letzten 16 Jahre deutlich. Der Bestand wuchs im Vergleich zu den Finanzaktiva der Betrachtungsgruppe deutlich überproportional. Der Anstieg des Fondsbestands um 1.008 Milliarden Euro bedeutet fast eine Verdreifachung, während sich die Finanzaktiva „nur“ verdoppelt haben. Über 60 % des Wachstums der Finanzaktiva wurden im Betrachtungszeitraum somit in Investmentfonds allokiert. Das ist enorm und zeigt den Trend bei der Betrachtungsgruppe zur Verlagerung von der direkten zur indirekten

Kapitalanlage. Der Verlauf der indexierten Kurve in Abbildung 5.18 weist lediglich einen signifikanten Knick im Frühjahr 2020 auf, was auf die kurzfristigen coronabedingten negativen Cashflows im Spezialfondsmarkt zurückzuführen ist. Danach geht es noch steiler nach oben in fast inverser Funktion zum Verlauf der Renditekurven der letzten zwei Jahre. Die wesentliche Frage nur kurz an dieser Stelle, inwieweit sich diese beeindruckende Entwicklung vor dem Hintergrund der sich gegenwärtig vollziehenden Zinswende weiter fort schreibt.

Abbildung 5.18

Investmentfondsanteile: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



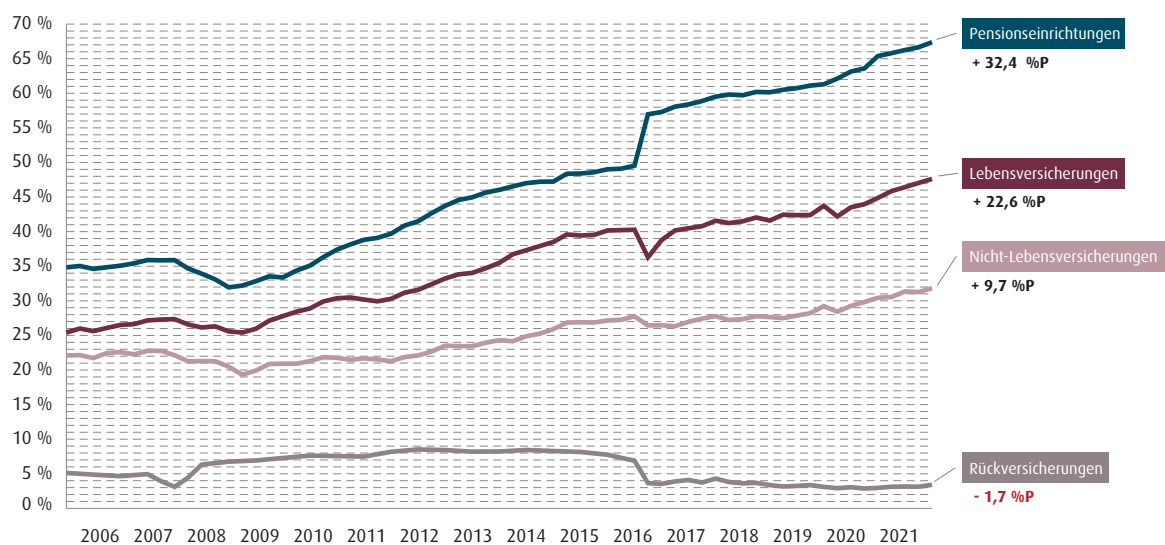
Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Die langfristige Entwicklung der Fondsquote an den jeweiligen Finanzaktiva auf Ebene der betrachteten Sparten ist in Abbildung 5.19 visualisiert. Es wird eindrucksvoll deutlich, dass Pensionseinrichtungen im Betrachtungszeitraum der letzten 16 Jahre mit einigem Abstand immer die höchste Fondsquote aufwiesen und dass insbesondere ab 2016 eine besondere Dynamik diesbezüglich einsetzte. Pensions-einrichtungen sind in Relation zu den übrigen Spar-ten die am stärksten wachsende Anlegergruppe im Fondsgeschäft. Der entsprechende Anteil an den Finanzaktiva stieg von 35 % per Ende 2005 um 32 Prozentpunkte auf 67 % per Ende 2021. In abso-luten Zahlen bedeutet dies einen Anstieg um 380 Milliarden Euro von 84 Milliarden Euro per Ende

2005 auf 464 Milliarden Euro per Ende 2021, wäh-rend die Finanzaktiva im gleichen Zeitraum um 446 Milliarden Euro anstiegen. Rechnerisch sind somit 85 % des Wachstums der Finanzaktiva von Pensi-onseinrichtungen vom Investmentfondsgeschäft geprägt. Das sind enorme und beeindruckende Werte und verdeutlichen die Wichtigkeit von Pensi-onseinrichtungen für die Asset-Management-Indus-trie als dynamischste institutionelle Anlegergruppe. Aber auch bei Lebensversicherungen als größtes Anlegersegment ist die Entwicklung sehr positiv. Sie bauten ihre Fondsquote innerhalb der letzten 16 Jahre um 22 Prozentpunkte von 25 % per Ende 2005 auf rund 47 % aus. Das bedeutet in abso-luten Zahlen einen Volumenzuwachs von 470 Milli-

Abbildung 5.19

Investmentfondsanteile: Entwicklung als Anteil an den Finanzaktiva der Sparten seit 31.12.2005



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

arden Euro. Bei Nicht-Lebensversicherungen sind die Zahlen positiv, allerdings mit etwas verhaltener Tendenz im Vergleich zu Pensionseinrichtungen und Lebensversicherungen. Sie bauten ihre Fondsquote im Betrachtungszeitraum um 10 Prozentpunkte von 22 % per Ende 2005 auf 32 % per 31.12.2021 aus, was sich in einem Bestandszuwachs von Investmentfonds in Höhe von 159 Milliarden Euro begründet. Lediglich Rückversicherungen sind in Bezug auf das Investmentfondsgeschäft vergleichbar verhalten bis uninteressant. Die dortige Fondsquote sank in den letzten 16 Jahren um rund 2 %, was sich in einem Rückgang des Investmentfondsbestands von rund 500 Millionen Euro ausdrückt. Es bleibt festzuhalten, dass Pensionseinrichtungen und mit etwas nachgelagerter Perspektive Lebensversicherungen den langfristigen Trend der Verlagerung von direkten zu indirekten Kapitalanlagen prägen. Pensionseinrichtungen sind diesbezüglich Vor- und Spitzenreiter. Spezialisierung und Diversifizierung unter Einbezug von externen Asset-Managern im Rahmen von Master-KVG-Strukturen bleiben nach wie vor die wesentlichen Merkmale der Kapitalanlage der Betrachtungsgruppen mit Ausnahme von Rückversicherungen.

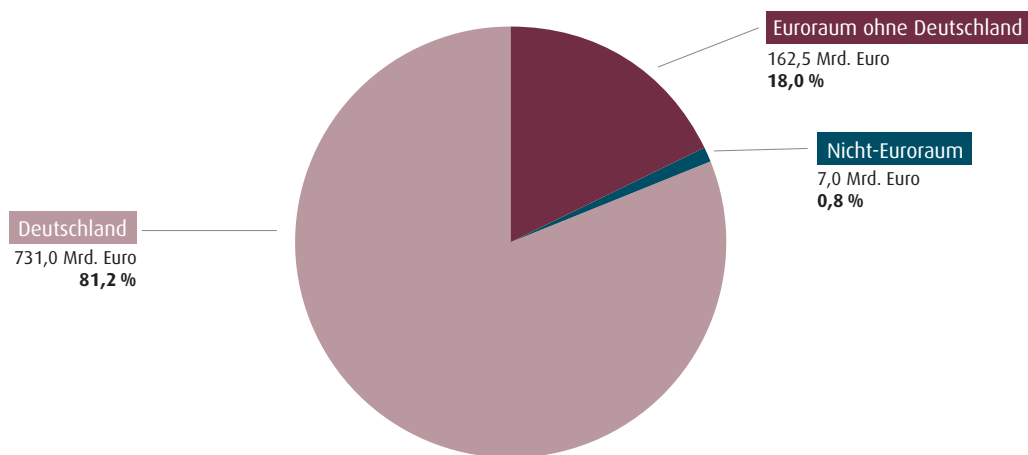
Abschließend in diesem Kapitel verbleibt der Blick auf die Domizilierung des Fondsemitenten, den deutsche Versicherungen mandatiert haben. Diese Daten beruhen auf der Erweiterung des statistischen Datenkranzes im Rahmen von Solvency II und liegen nur für Versicherungen vor, für Pensi-

onseinrichtungen leider nicht. Aus Abbildung 5.20 wird eindeutig ersichtlich, dass in Deutschland domizilierte Investmentfonds mit einem Bestand von 731 Milliarden Euro und einem Anteil von 81 % absolut dominierend sind. Das Fondsgeschäft mit Versicherungen ist fest in deutscher Hand, vor allem dank des Spezialfonds- und Masterfondsgeschäfts. Kapitalverwaltungsgesellschaften im Euroraum ex Deutschland und deren Fonds machen 163 Milliarden Euro und einen Anteil von 18 % im Bestand von Versicherungen aus. Fondsanbieter außerhalb des Euroraums spielen mit sieben Milliarden Euro so gut wie keine Rolle im Investmentfondsgeschäft der deutschen Versicherungen.

Abbildung 5.21 geht eine Ebene tiefer und zeigt die Verteilung auf Fondsanbieter im Euroraum auf. Konsequenterweise sind deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften mit den oben bereits erwähnten 731 Milliarden Euro die mit Abstand favorisierten Anbieter. Innerhalb des Euroraums beträgt der Marktanteil deutscher Fondsanbieter bei Versicherungen absolut dominante 82 %. Luxemburger Fondsvehikel folgen in der Gunst der Versicherungen mit einem Bestand von 136 Milliarden Euro und einem Anteil von 15 %. Die übrigen Fondsstandorte wie Irland und Frankreich spielen so gut wie keine Rolle. Fondsanbieter aus allen restlichen Euroländern weisen keine oder sehr geringe Fondsbestände bei deutschen Versicherungen auf.

Abbildung 5.20

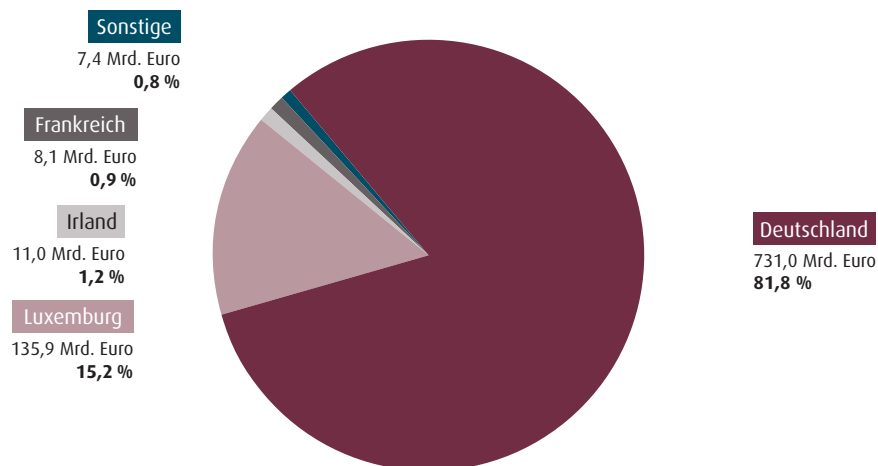
Investmentfondsanteile: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.21

Investmentfondsanteile: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten (Euroraum)



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts

6.1 Überblick

Nachdem in den vorherigen Kapiteln ein gesamtlicher Blick auf die Bilanzposition der Investmentfondsanteile von Versicherungen und Pensionseinrichtungen geworfen wurde, wird nachfolgend eine vertiefende Analyse der Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen vorgenommen. Ausgangspunkt ist die Tatsache, dass die indirekten Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland nach wie vor zu einem sehr hohen Anteil in deutschen Spezialfonds erfolgen. Dies wurde im Kapitel 5 bei der Analyse des Sitzes des Emittenten für Versicherungen klar hergeleitet. Deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften administrieren per Ende 2021 rund 731 Milliarden Euro Fondsbestände für Versicherungen, was mehr als 80 % der Fondsinvestments von Versicherungen sind. Insofern ist die vertiefende Analyse der Struktur des Spezialfondsgeschäfts sehr sinnvoll, um Erkenntnisse über Bestands- und Transaktionsdaten der Betrachtungsgruppen zu bekommen. Die dargestellten Daten basieren auf der Statistik über Investmentvermögen der deutschen Bundesbank, die Angaben u. a. über die Höhe und Zusammensetzung des Spezialfondsvermögens, den Anteilumlauf und Anteilsatz sowie über die Mittelzu- und Mittelabflüsse veröffentlicht.

Seitens der Bundesbank besteht keine Überleitung zwischen den in Kapitel 5 dargestellten Daten, die im Rahmen des ESVG und der ESZB-Statistik erhoben und veröffentlicht werden, und den Daten der Sta-

Spezialfonds in Zahlen

Fondsvermögen	2.155,5 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2021	116,8 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2021	284,7 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	4.496

Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank

tistik über Investmentvermögen. Aus diesem Grund kommt es teilweise zu Differenzen in Aggregaten sowie zu Daten des BVI Bundesverbandes Investment und Asset Management, der eine leicht veränderte Meldegrundlage hat und ebenfalls luxemburgische Bestände von Investoren deutscher Provenienz mit einbezieht, wenn die dortigen Vehikel mit dem deutschen Spezialfonds vergleichbar sind. Kommapha hat für die nachfolgenden Darstellungen rund 510.000 Datensätze von der Deutschen Bundesbank bezogen, datenbanktechnisch aufbereitet und entsprechend der Zielsetzung dieses Dokumentes analysiert und visualisiert. Datenstichtag ist wie in Kapitel 5 der 31. Dezember 2021.

Analog zu unseren bisherigen Spezialfondsanalysen legen wir einen besonderen Fokus auf Vertriebs Erfolg im Sinne von Cashflows in Spezialfonds. Hierbei ist hervorzuheben, dass die Deutsche Bundesbank seit 2009 diesbezüglich in Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse unterscheidet. Die Betrachtung von Mittelzuflüssen im Sinne von „frischem Geld“ bietet interessante Erkenntnisse. Diese Werte sind so zu verstehen, dass Mittel

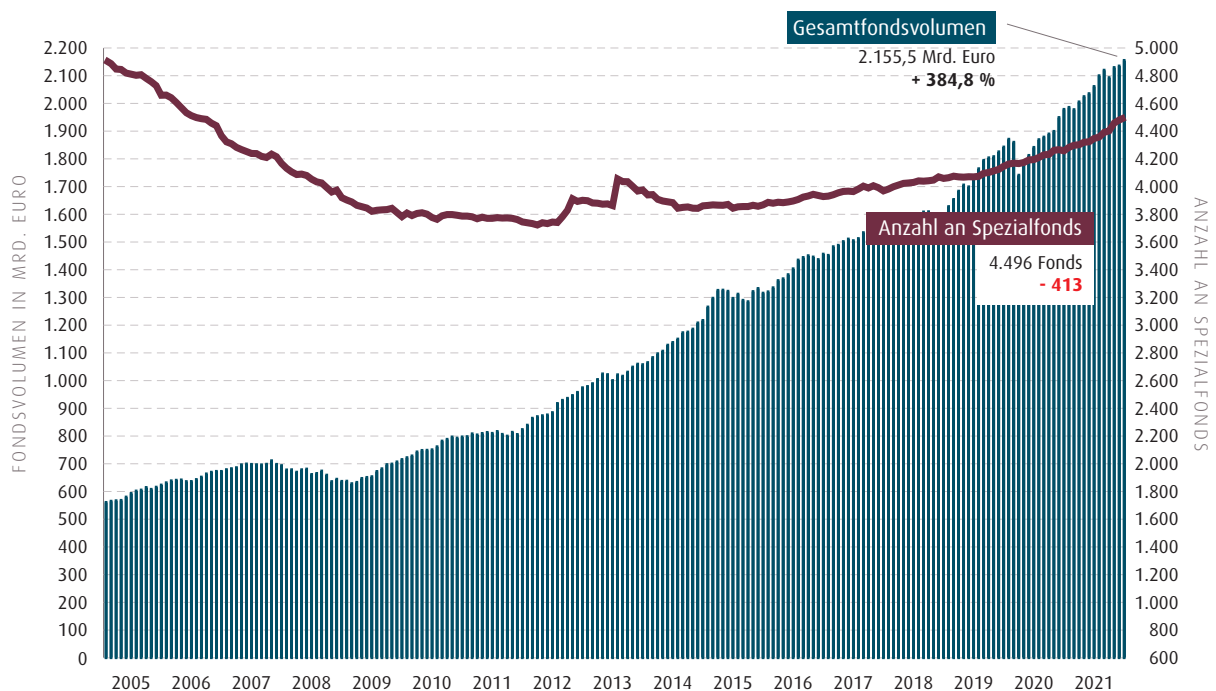
aus Anteilscheinverkäufen von Kapitalverwaltungsgesellschaften in Spezialfonds fließen, ohne dass Anteilscheinrücknahmen, die Liquidität auskehren, berücksichtigt sind. Der entsprechende Saldo davon ist das Nettomittelaufkommen. Mittelzuflüsse können per Definition nie negativ sein. Insofern lassen hohe Unterschiede zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen Rückschlüsse auf eine hohe Dynamik der betrachteten Analyseebene (z. B. Anteilseigner oder Fondskategorie) im Betrachtungszeitraum zu. Es werden viele Fonds „gedreht“. Sind die Werte gleich, landen die Mit-

telzuflüsse netto im Vehikel, ohne dass per Saldo Abflüsse zu verzeichnen sind. Bevor auf das Spezialfondsgeschäft von Versicherungen und Pensions-einrichtungen eingegangen wird, erfolgt eine allgemeine Betrachtung des Spezialfondsmarkts.

Der deutsche Spezialfonds wurde in den letzten Dekaden einige Male totgesagt, aber das Wachstum ist ungebrochen und er bleibt das favorisierte Anlagevehikel für deutsche institutionelle Investoren. Das Wachstum des Volumens des Spezialfondsmarktes in den vergangenen 16 Jahren ist bemerkenswert, wie aus Abbildung 6.1 hervorgeht.

Abbildung 6.1

Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Fonds von Spezialfonds



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Mit einem Volumen von rund 561 Milliarden Euro Anfang 2005 stieg das Volumen kräftig und relativ stetig an, allerdings mit einer kleinen Delle in den Jahren 2008/2009, bedingt durch die Finanzkrise. Ende 2021 betrug das Spezialfondsvolumen rund 2,16 Billionen Euro. Es hat sich in 16 Jahren fast vervierfacht. Die Anzahl von Spezialfonds sank im gleichen Betrachtungszeitraum moderat von rund 4.900 auf 4.496. Das durchschnittliche Spezialfondsvolumen ist in den vergangenen 16 Jahren von 114 Millionen Euro auf knapp 480 Millionen Euro angestiegen.

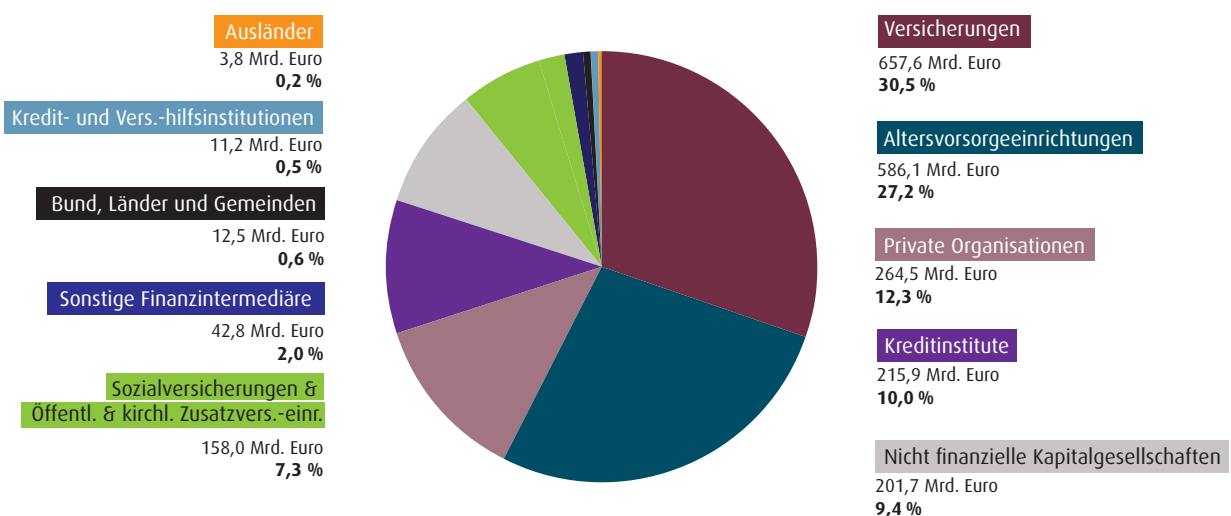
Die Nettomittelaufkommen von Spezialfonds befinden sich seit vielen Jahren auf sehr hohem Niveau. In 2021 haben sie netto 116,8 Milliarden eingesammelt, was den bisherigen Rekord darstellt. Im Vor-

jahr 2020 betrug dieser Wert 96,8 Milliarden Euro. Das bisherige Rekordjahr war 2015 hinsichtlich des Nettomittelaufkommens mit 115,7 Milliarden Euro und wurde somit in 2021 um 1,1 Milliarden Euro übertroffen. Institutionelle Anleger schichten seit langer Zeit direkte in indirekten Anlagen in Form von Spezialfonds um und frische Liquidität landet in entsprechender Quote gleich in Spezialfonds.

Wie in Abbildung 6.2 dargestellt, sind Versicherungen die größte Anteilseignergruppe mit 657,6 Milliarden Euro und einem Marktanteil von rund 30 %. Altersvorsorgeeinrichtungen rangieren auf dem zweiten Platz mit 586,1 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 27 %. Insofern stellen die beiden in diesem Dokument analysierten Investorengruppen mit einem Spezialfondsvolumen in

Abbildung 6.2

Aufteilung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Höhe von knapp 1.244 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 57 % die Ankerpunkte und Treiber des deutschen Spezialfondsgeschäfts dar. Private Organisationen ohne Erwerbszweck haben sich mit einem Volumen von 264,5 Milliarden Euro vor Kreditinstitute geschoben, was einen Marktanteil von rund 12 % ausmacht. Kreditinstitute und Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften (Corporates) folgen mit 215,9 Milliarden Euro und 201,7 Milliarden Euro auf relativ gleichem Niveau. Sozialversicherungsträger & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen sind aufgrund ihrer Definition und Anzahl eine relativ kleine Kundengruppe im Spezialfondsgeschäft, vereinen aber immerhin noch 158 Milliarden Euro Volumen auf sich. Es folgen weitere Investorensegmente, die in Summe rund 70 Milliarden Euro ausmachen. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Finanzintermediäre, Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen, die öffentliche Hand sowie ausländische Investoren. Hier sind die beiden erstgenannten Segmente die mit Abstand größten. Bund, Länder und Gemeinden vereinen lediglich 12,5 Milliarden Euro Spezialfondsvolumen auf sich und ausländische Investoren nur 3,8 Milliarden Euro. Der Spezialfonds ist und bleibt ein typisch deutsches Produkt.

Nachdem wir die Marktanteile der Investorengruppen skizziert haben, möchten wir mit Abbildung 6.3 die entsprechende Entwicklung des vergangenen Jahrzehnts analysieren. Genau genommen schauen wir auf die Daten der letzten 11 Jahre zurück. Die

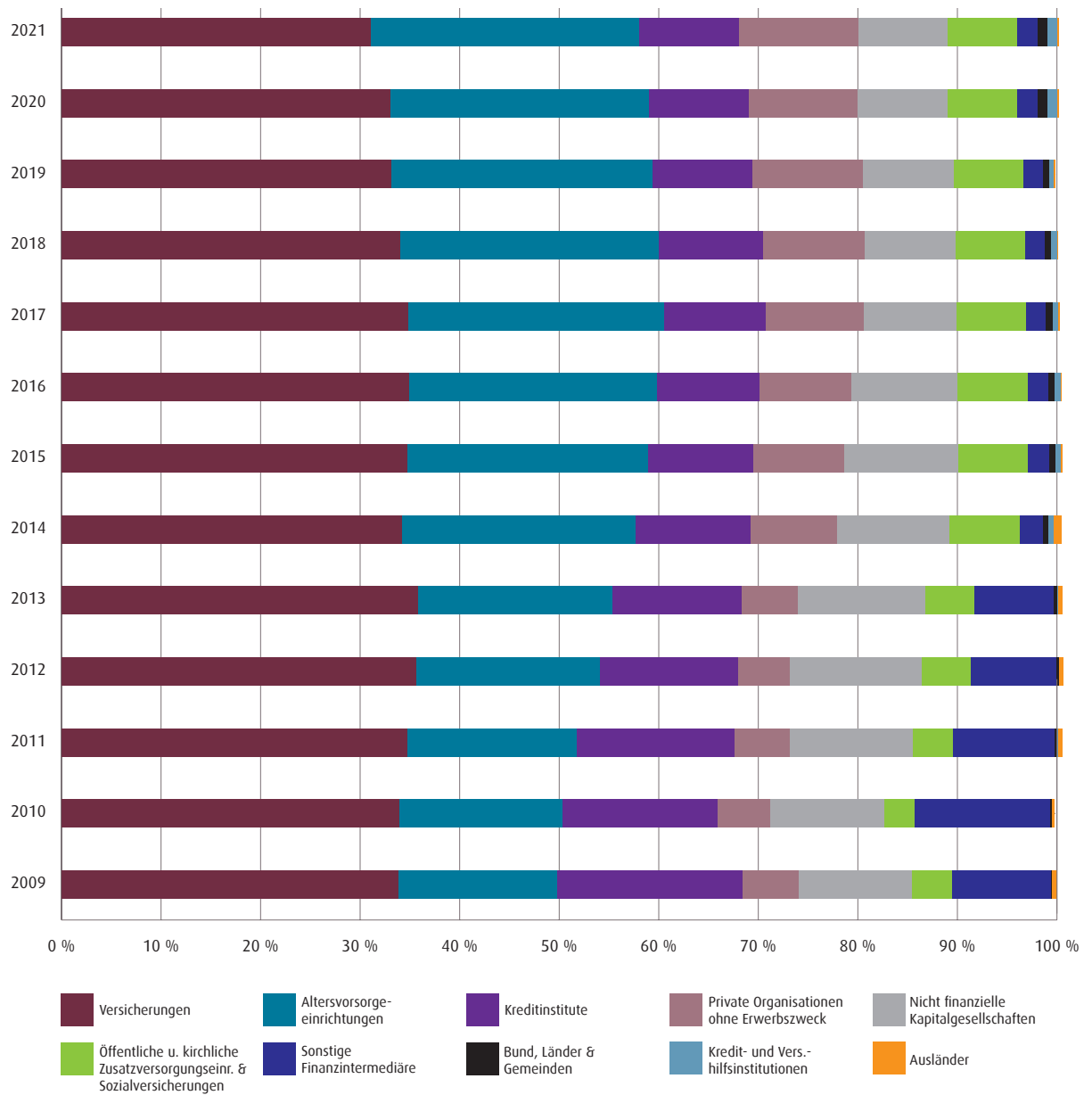
dargestellten Prozentsätze im Sinne von Marktanteilen beziehen sich auf das jeweilige gesamte Spezialfondsvolumen. Bleibt ein Prozentsatz bzw. ein Marktanteil einer Investorengruppe gleich, so wächst diese hinsichtlich des Fondsvermögens mit dem Markt. Erhöhen sich Marktanteile, bedeutet dies ein überproportionales Wachstum im Vergleich zum Spezialfondsmarkt.

Ende 2010 waren Versicherungen mit 34 % und einem Spezialfondsvermögen von 269,9 Milliarden Euro die absolut dominante Kundengruppe im deutschen Spezialfondsgeschäft. Altersvorsorgeeinrichtungen und Kreditinstitute lagen mit 16 % Marktanteil und einem Spezialfondsvolumen von 130,8 Milliarden Euro und 124,7 Milliarden Euro dicht beieinander dahinter. Corporates wiesen 91,5 Milliarden Euro Spezialfondsvermögen auf, private Organisationen ohne Erwerbszweck 42 Milliarden Euro und Sozialversicherungsträger & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen 26,3 Milliarden Euro. Die restlichen Investorensegmente hatten in Summe 112,2 Milliarden Euro in Spezialfonds investiert, was einen Marktanteil von 14 % bedeutete. Das gesamte Spezialfondsvolumen betrug Ende 2010 rund 797 Milliarden Euro.

Die Betrachtung der Entwicklung der jeweiligen Marktanteile bzw. Balken in den letzten 11 Jahren zeigt die Strukturverschiebungen und Wichtigkeit der Anteilseignergruppen im deutschen Spezialfondsgeschäft klar auf. Die mit Abstand deutlichste

Abbildung 6.3

Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

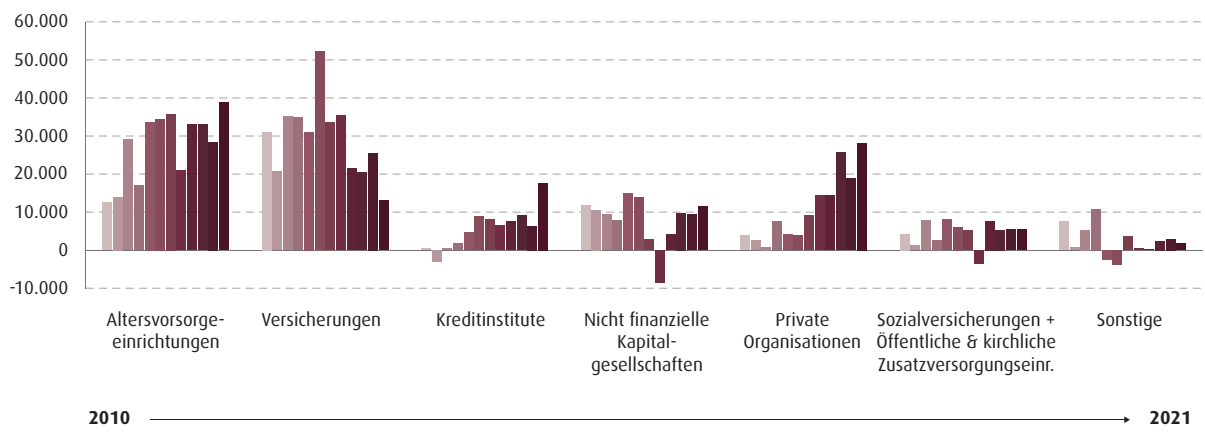
Zunahme an Marktanteilen weisen Altersvorsorgeeinrichtungen auf. Sie legen um 11 Prozentpunkte zu, was einem absoluten Wachstum des Spezialfondsvermögens von 455 Milliarden Euro entspricht. Ihr Volumen in Spezialfonds wächst somit überproportional zum Markt. Das zweithöchste Wachstum der Marktanteile in den letzten 11 Jahren weisen private Organisationen ohne Erwerbszweck auf. Sie bauen dieses um sieben Prozentpunkte auf 12 % aus, was einem absoluten Wachstum von 223 Milliarden Euro entspricht. An Nummer drei hinsichtlich des Wachstums des Marktanteils liegen Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungskassen. Sie gewinnen in den vergangenen 11 Jahren vier Prozentpunkte an Marktanteil, was einer Zunahme des Spezialfondsvolumens von 26,3 Milliarden Euro Ende 2010 auf 158 Milliarden Euro Ende 2021 entspricht. Alle übrigen Anteilseignergruppen haben Marktanteile in den letzten 11 Jahren verloren. Corporates verlieren zwei Prozentpunkte, da ihr Spezialfondsvermögen von 91,5 Milliarden Euro auf 201,7 Milliarden Euro unterdurchschnittlich zugenommen hat. Versicherungen als größtes Investorensegment verlieren drei Prozentpunkte Marktanteil. Ihr Spezialfondsvolumen stieg zwar von 269,9 Milliarden Euro Ende 2010 auf 657,6 Milliarden Euro per Jahresende 2021 an, aber das Wachstum war eben im Vergleich zum gesamten Spezialfondsmarkt unterdurchschnittlich. Kreditinstitute verlieren sechs Prozentpunkte Marktanteil seit Ende 2010, bedingt durch eine unterdurchschnittliche Zunahme ihres Spezialfondsvermö-

gens von 124,7 Milliarden Euro per Ende 2010 auf 215,9 Milliarden Euro per Ende 2021. Die übrigen Investorensegmente bilden zusammengefasst das Schlusslicht hinsichtlich der Entwicklung des Marktanteils. Sie verlieren in Summe 11 Prozentpunkte, da ihr Spezialfondsvolumen in den letzten 11 Jahren um 41,9 Milliarden Euro abgenommen hat. Dies ist im Wesentlichen durch die Abnahme des Spezialfondsvolumens von Finanzintermediären begründet. Das Spezialfondsvolumen von Bund, Ländern und Gemeinden hat dagegen z. B. um 10 Milliarden Euro in den letzten 11 Jahren zugenommen.

Abbildung 6.4 veranschaulicht die jährlichen Nettomittelaufkommen auf Ebene der Investorensegmente der letzten 11 Jahre. Es wird auf den ersten Blick klar, dass Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen die Treiber des deutschen Spezialfonds sind. Beide Investorengruppen weisen in den letzten 11 Jahren das mit Abstand höchste Nettomittelaufkommen in Spezialfonds auf. Versicherungen dotierten im Betrachtungszeitraum rund 354 Milliarden Euro netto in Spezialfonds und das Rekordjahr war 2015 mit 52,3 Milliarden Euro. Im zurückliegenden Jahr 2021 betrug das Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Spezialfonds dagegen magere 13 Milliarden Euro. Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen sammelten seit 2010 rund 331 Milliarden Euro netto ein und das Rekordjahr war 2021 mit 39 Milliarden Euro. Seit 2017 lag das Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen stets über dem Wert von Versi-

Abbildung 6.4

Jährliches Nettomittelaufkommen nach Anteilhabern seit Januar 2010 bis Dezember 2021



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

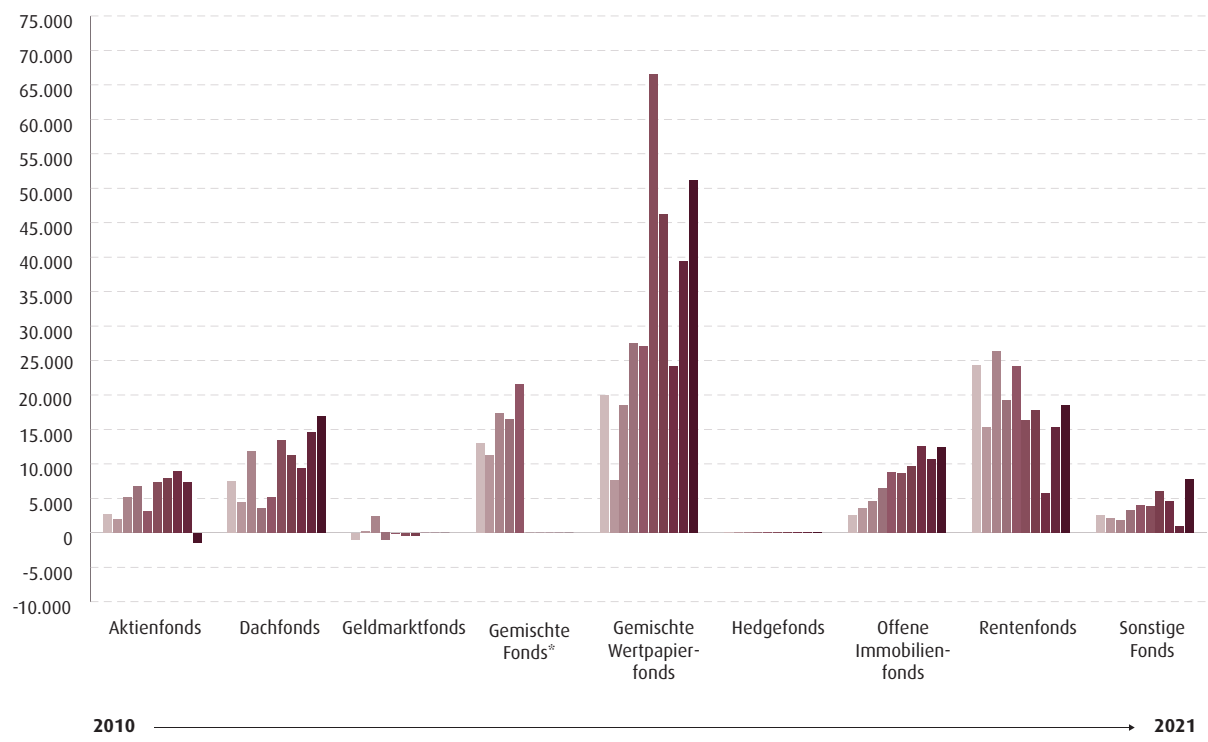
cherungen, was das dynamische Wachstum dieser Investorengruppe aufzeigt. Eine weitere dynamische Anteilseignergruppe sind private Organisationen ohne Erwerbszweck, die in den letzten 11 Jahren 133 Milliarden netto in Spezialfonds dotierten und insbesondere seit 2019 starkes Wachstum aufweisen. Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften bzw. Corporates liegen mit einem Nettomittelaufkommen seit 2010 in Höhe von 97 Milliarden Euro auf Rang vier, gefolgt von Kreditinstituten mit 68 Milliarden Euro. Sozialversicherungsträger & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen dotierten in den letzten 11 Jahren rund 55 Milliarden Euro netto in Spezialfonds und die verbleibenden Investorensegmente in Summe 29 Milliarden Euro. Besonders bemerkenswert ist, dass bis auf sehr wenige Ausnahmen bei allen Anteilseignersegmenten im Betrachtungszeitraum positives

Nettomittelaufkommen zu verzeichnen ist. Insbesondere bei Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen sind die Daten atemberaubend und zeigen auf beeindruckende Weise die Wichtigkeit dieser beiden Investorensegmente für die Asset-Management-Branche.

In Abbildung 6.5 ist das jährliche Nettomittelaufkommen der letzten 11 Jahre auf Ebene der Spezialfondskategorien ersichtlich. Gemischte Wertpapierfonds liegen klar vorn mit einem gesamten Nettomittelaufkommen von 441 Milliarden Euro seit 2010. Das ist im Wesentlichen im Master-KVG-Geschäft begründet. Andere Markterhebungen unseres Hauses zeigen auf, dass rund 75–80 % des Spezialfondsvolumens in Form von Masterfondsstrukturen administriert werden. Reale Segment- bzw. Subfonds werden auf Masterfonds-

Abbildung 6.5

Jährliches Nettomittelaufkommen nach Fondskategorien seit Januar 2010 bis Dezember 2021



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

ebene als gemischte Wertpapierfonds klassifiziert und daher ist diese Fondskategorie konsequenterweise mit Abstand am erfolgreichsten. Sehr bemerkenswert ist, dass Rentenspezialfonds in den letzten 11 Jahren immerhin noch 208 Milliarden Euro in Summe netto eingesammelt haben, und das trotz der Niedrigzinsphase. Dachspezialfonds folgen auf Rang drei mit in Summe 118 Milliarden Euro, gefolgt von Immobilienspezialfonds mit 98 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen seit 2010. Das Nettomittelaufkommen von Aktienspezial-

fonds ist dagegen vergleichbar gering mit 60 Milliarden Euro und dem auf Fondskategorie höchsten negativen jährlichen Nettomittelaufkommen mit Nettomittelabflüssen von 1,4 Milliarden Euro in 2019. Sonstige Spezialfonds, also Vermögen, die aufgrund ihrer Allokation und Vertragsbedingungen keiner der üblichen Kategorien zugeordnet werden können, sammelten immerhin 63 Milliarden Euro ein, was Ausdruck der Diversifikation, Flexibilität und Ausrichtung auf Spezialitäten auf Spezialfondsebene ist.

* bis 2013

6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen

Die Investmentstatistik der Deutschen Bundesbank weist für Versicherungen per Datenstichtag 31. Dezember 2021 ein Spezialfondsvermögen von 657,6 Milliarden Euro aus, welches in 788 Spezialfonds administriert wird. Das Mittelaufkommen in 2021 beträgt knapp 13 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse im Sinne von frischer Liquidität 64,6 Milliarden Euro.

Das Spezialfondsvermögen von Versicherungen hat sich in den vergangenen 16 Jahren um 401,2 Milliarden Euro erhöht, ausgehend von einem Bestand von 256,4 Milliarden Euro Anfang 2005. Abbildung 6.6 zeigt die Entwicklung des Spezialfondsvolumens und der Anzahl von Spezialfonds von Versicherungen auf. Es wird deutlich, dass der Vermögenszuwachs nach einer Seitwärtsbewegung in den Jahren 2005 bis 2009 seitdem stetig und teilweise recht steil verlief. Die Darstellung des Spezialfondsvermögens von Versicherungen auf Monatsbasis zeigt allerdings, dass es einige Male kurze, aber deutliche Volumenrückgänge gab. Sehr deutlich ist dies im Frühjahr 2020, begründet durch Marktschwankungen und Mittelentnahmen im Rahmen der ersten und einmaligen Panik, ausgelöst durch die Coronapandemie. Hier sank das Spezialfondsvermögen von Versicherungen von einem Monat auf den anderen um satte 42,3 Milliarden Euro, erholte sich aber schnell und hat im Juni 2020 wieder das Ausgangsniveau erreicht. Die Anzahl von Spezialfonds, die von Kapitalverwaltungsgesellschaften für Versicherungen administriert werden, ist seit 2005 deutlich gesunken. Sie verringerte sich um 460 von

Versicherungen in Zahlen

Fondsvermögen	657,6 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2021	13,0 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2021	64,6 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	788

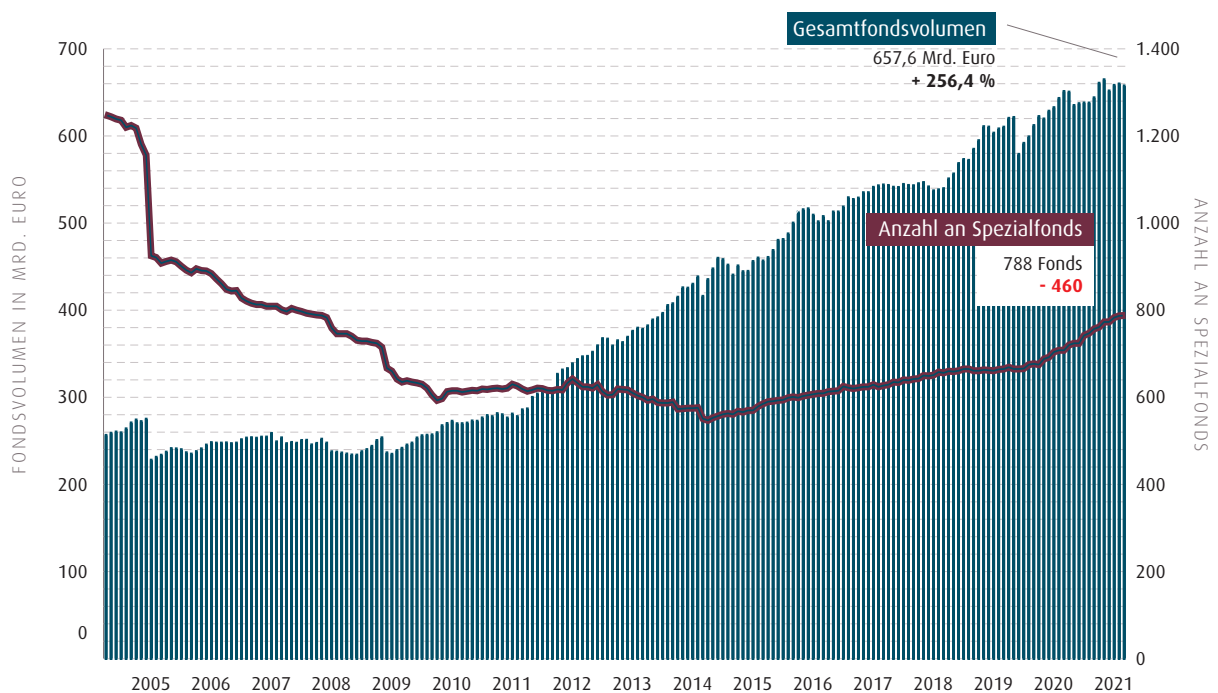
Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank

1.248 in Anfang 2005 auf 788 per Ende 2021. Das führte dazu, dass sich das durchschnittliche Volumen pro Spezialfonds gleichzeitig von 206 Milliarden Euro in 2005 auf 835 Milliarden Euro per Ende 2021 erhöhte. Insofern ist auch auf Administrations-ebene eine Optimierung der Kapitalanlagen in Spezialfonds zu beobachten, Stichworte Fondskonsolidierungen bzw. -zusammenführungen, Straffung der Strukturen und Hebung von Skaleneffekten.

Die goldenen Zeiten von sehr hohen Nettomittelaufkommen scheinen bei Versicherungen vorbei zu sein, wenn man sich den Trend seit 2018 in Abbildung 6.7 ansieht. Im Rekordjahr 2015 sammelten Spezialfonds von Versicherungen noch 52,3 Milliarden Euro netto ein, im Jahr 2021 dagegen magere 13 Milliarden Euro. Die Mittelzuflüsse von frischer Liquidität befinden sich allerdings auf nach wie vor sehr hohem Niveau mit dem Spitzenwert von 122,4 Milliarden Euro in 2020. Das bedeutet, dass insbesondere in den Jahren seit 2018 auf Jahressicht sehr viel Liquidität seitens der Versicherungen aus deutschen Spezialfonds entzogen wurde. Das Jahr 2020 bildet den Extremfall. Von den 122,4 Milliarden Euro, die an frischen Mitteln

Abbildung 6.6

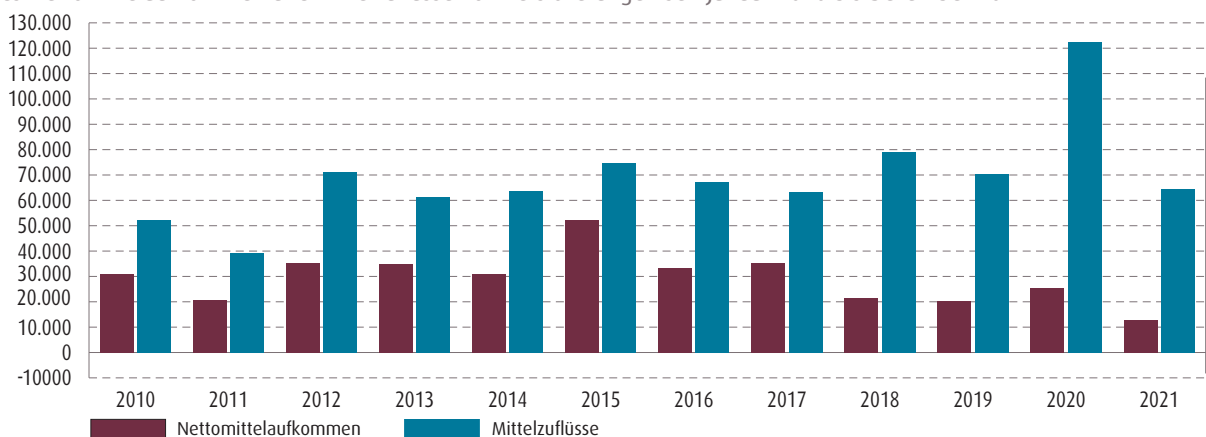
Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Spezialfonds von Versicherungen



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.7

Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Versicherungen seit Januar 2010 bis Dezember 2021



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

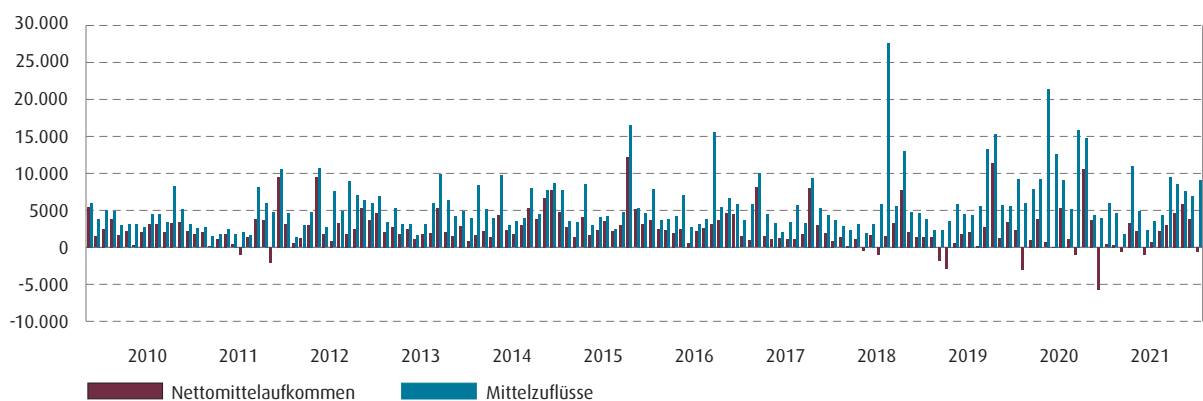
zugeführt wurden, landeten lediglich 25,5 Milliarden Euro netto in Spezialfonds. Somit sind von Versicherungen fast 97 Milliarden Euro dem Spezialfondsmarkt durch Anteilscheinverkäufe entzogen worden. Das kann schon als sehr bemerkenswert bis dramatisch bezeichnet werden. Die entscheidende Frage lautet, wo diese Mittel gelandet sind? Wir gehen davon aus, dass sich ein Teil in Allokationen außerhalb des Spezialfonds wiederfindet, Stichwort Luxemburg, und ein weiterer Teil von Versicherungen für betriebliche und bilanzielle Zwecke eingesetzt wurde. Die hohen Mittelzuflüsse von frischem Geld insbesondere der letzten 10 Jahre machen ebenfalls deutlich, dass extrem viel Liquidität bei Versicherungen vorhanden ist, was vor dem Hintergrund der Zinsentwicklung und der Renditeerfordernisse den herrschenden Anlagenotstand verdeutlicht.

Abbildung 6.8 veranschaulicht die Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von frischer Liquidität noch mal auf Monatsbasis und ermöglicht einige weitere Erkenntnisse. Da es in den letzten 16 Jahren lediglich 13 Monate mit negativem Nettomittelaufkommen gab, kann das Spezialfondsgeschäft von Versicherungen in Bezug auf die Nettocashflows noch als hinreichend stabil bezeichnet werden. Die seit 2018 bereits erwähnten hohen Unterschiede zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen in Bezug auf die hohe Anteilscheindynamik werden noch mal sehr deutlich. Wir nennen es an dieser Stelle mandatsspezifische Ereignisse.

Abbildung 6.9 visualisiert die Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen gemäß der Fondskategorisierung seit 2009. Dabei ist der Hinweis wichtig, dass die Kategorie der gemischten Spezialfonds Ende 2014

Abbildung 6.8

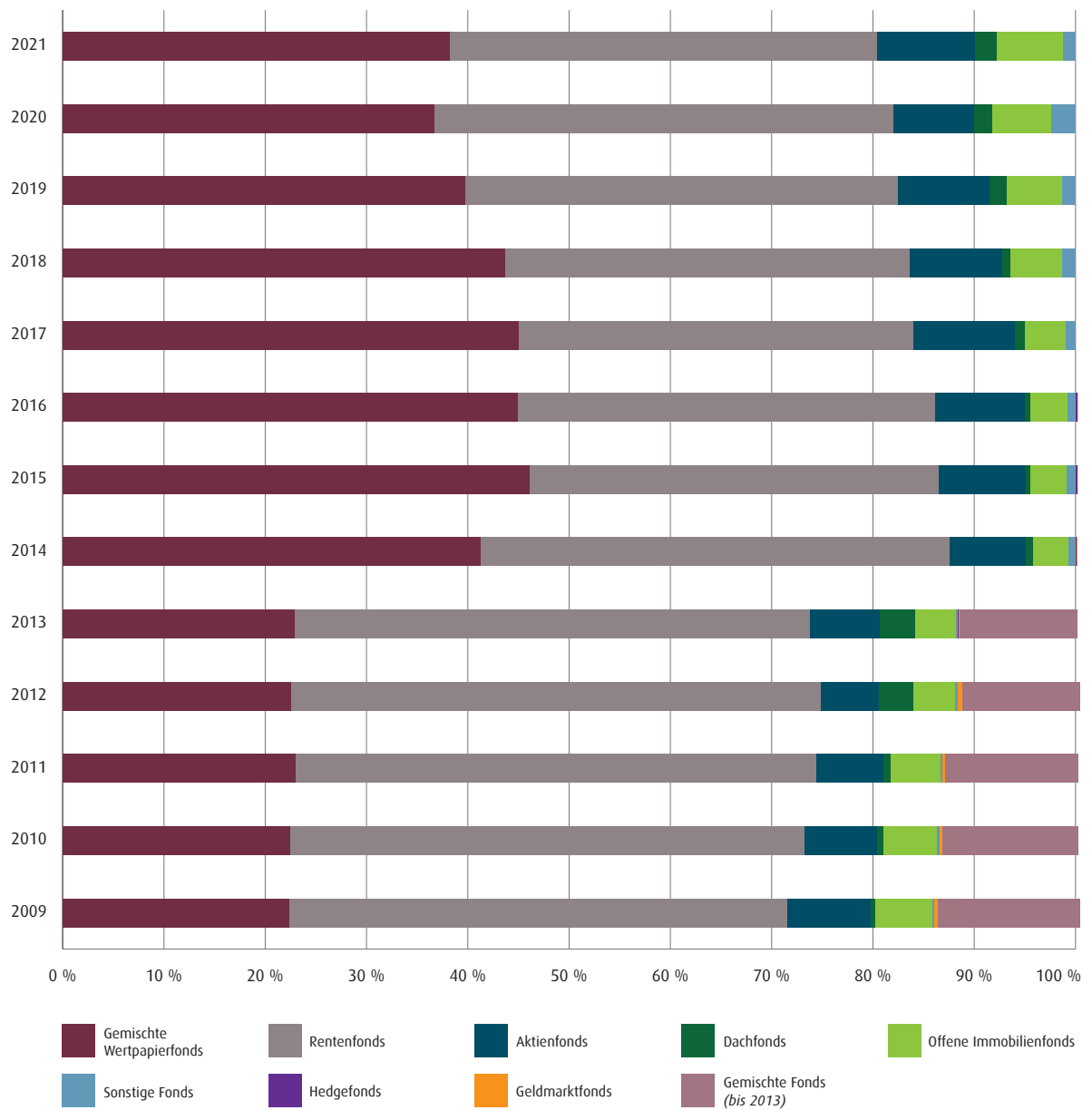
Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Versicherungen seit Januar 2010 bis Dezember 2021



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.9

Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen nach Fondskategorien



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

seitens der Deutschen Bundesbank eingestellt wurde und die Bestände in der Investmentstatistik einmalig umklassifiziert wurden. Es gibt keine explizite Überleitungsrechnung, aber unsere Analysen ergaben, dass die Daten der gemischten Fonds weitestgehend auf die Kategorie der gemischten Wertpapierfonds übertragen wurden, was aus der Grafik auch deutlich wird.

wesentlichen Strukturverschiebungen hinsichtlich der genutzten Spezialfondskategorien ausmachen. Die Quote an Rentenspezialfonds hat sich von 50 % auf besagte 42 % reduziert und Aktien- sowie Immobilienspezialfonds haben ihren jeweiligen Anteil leicht ausgebaut. Wir sehen darin jedoch nur einen leichten Abbau der Zinsrisiken bzw. der Zins-sensitivität.

Per Datenstichtag 31. Dezember 2021 weisen Versicherungen in Rentenspezialfonds mit rund 276 Milliarden Euro den höchsten Bestand aus, was gut 42 % ihres gesamten Spezialfondsvolumens in Höhe von knapp 658 Milliarden ist. Gemischte Wertpapierspezialfonds folgen mit knapp 250 Milliarden Euro, was einen Anteil von 38 % bedeutet. Da sich in dieser Kategorie ebenfalls signifikante Bestände an festverzinslichen Wertpapieren vermuten lassen, wird immer noch starke Rentenlastigkeit der Spezialfondsanlagen von Versicherungen deutlich. Das regulatorische Korsett von Solvency II und Anlagerverordnung sitzt immer noch sehr eng. Immerhin beträgt der Bestand von Aktienspezialfonds per Ende 2021 rund 63 Milliarden Euro, was einer Quote von fast 10 % entspricht. Immobilienspezialfonds haben mit 43 Milliarden Euro knapp 7 % Marktanteil im Spezialfondsgeschäft von Versicherungen. Die weiteren Fondskategorien wie Dachspezialfonds mit knapp 2 % und sonstige Fonds mit 1 % spielen so gut wie keine Rolle für Versicherungen. Hedge- und Geldmarktspezialfonds weisen gar keine Bestände auf. Seit 2009 lassen sich keine

6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen

Wie bereits an vorangegangener Stelle skizziert, handelt es sich bei Altersvorsorgeeinrichtungen um die Investorengruppe mit dem dynamischsten Wachstum im Spezialfondsgeschäft in der längerfristigen Vergangenheit. Das entsprechend administrierte Spezialfondsvolumen hat sich von 16,2 Milliarden Euro Anfang 2005 auf 586,2 Milliarden Euro per Ende 2021 erhöht. Das bedeutet eine Zunahme in Höhe von 570 Milliarden Euro in den letzten 16 Jahren. Das Nettomittelaufkommen in 2021 beträgt 38,8 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse von frischem Geld 76,2 Milliarden Euro.

Abbildung 6.10 visualisiert die Entwicklung des Fondsvolumens und der Anzahl von Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen. Das Profil des Volumenwachstums ist weitestgehend mit dem von Versicherungen vergleichbar. Allerdings beginnt das Wachstum des Spezialfondsmarktes im Vergleich zu Versicherungen früher und das Wachstum ist stetiger mit weniger signifikanten kurzzeitigen Rückschlägen. Die Coronadelle im Frühjahr 2020 ist bei Altersvorsorgeeinrichtungen ebenfalls klar zu sehen. Im Unterschied zu Versicherungen hat sich die Anzahl von Spezialfonds bei Altersvorsorgeeinrichtungen allerdings deutlich erhöht. Anfang 2005 wurden 175 Spezialfonds administriert und diese Zahl erhöhte sich auf 823 per Ende 2021. Das entsprechende durchschnittliche Spezialfondsvolumen von Altersvorsorgeeinrichtungen erhöhte sich im Betrachtungszeitraum deutlich auf 712 Milliarden Euro, was ein um rund 123 Milliarden Euro kleinerer

Altersvorsorgeeinrichtungen in Zahlen

Fondsvermögen	586,2 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2021	38,8 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2021	76,2 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	823

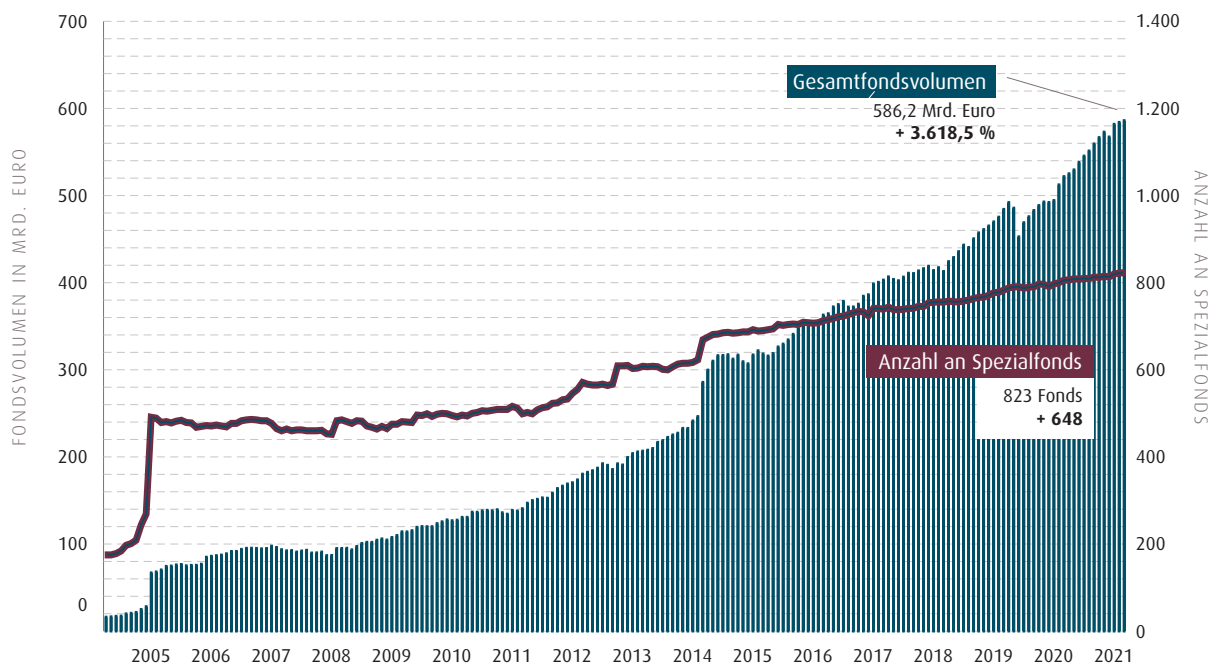
Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank

Wert ist im Vergleich zu Versicherungen.

Das jährliche Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds befindet sich im Betrachtungszeitraum der letzten 11 Jahre auf sehr hohem Niveau mit einigen wenigen Schwankungen. Insgesamt überwiegt die Anzahl der starken Jahre, insbesondere in Bezug auf die letzten vier Jahre und mit Blick auf das Nettoneugeschäft von Versicherungen. Das Jahr 2021 stellt das Rekordjahr hinsichtlich der Cashflows für Altersvorsorgeeinrichtungen dar, sowohl für das Nettomittelaufkommen mit 38,8 Milliarden Euro als auch für die Mittelzuflüsse von frischer Liquidität in Höhe von 76,2 Milliarden Euro. Im Vergleich zu Versicherungen landet bei Altersvorsorgeeinrichtungen von der dotierten frischen Liquidität deutlich mehr netto in Spezialfonds. Die Anteilscheindynamik ist im Vergleich geringer und Altersvorsorgeeinrichtungen entziehen dem Spezialfondsmarkt deutlich weniger Liquidität als Versicherungen. So landete bei Altersvorsorgeeinrichtungen seit 2018 im Durchschnitt jeder zweite Euro der frischen Mittelzuflüsse netto in Spezialfonds. Bei Versicherungen im gleichen

Abbildung 6.10

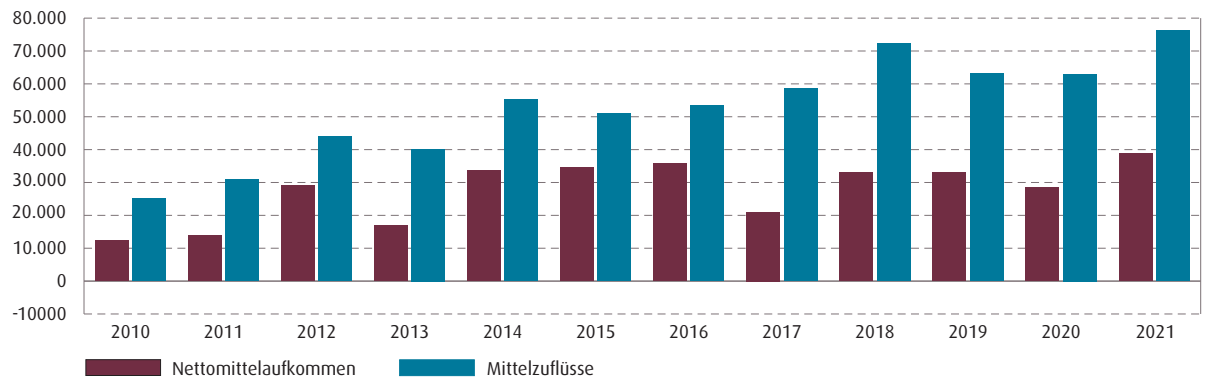
Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.11

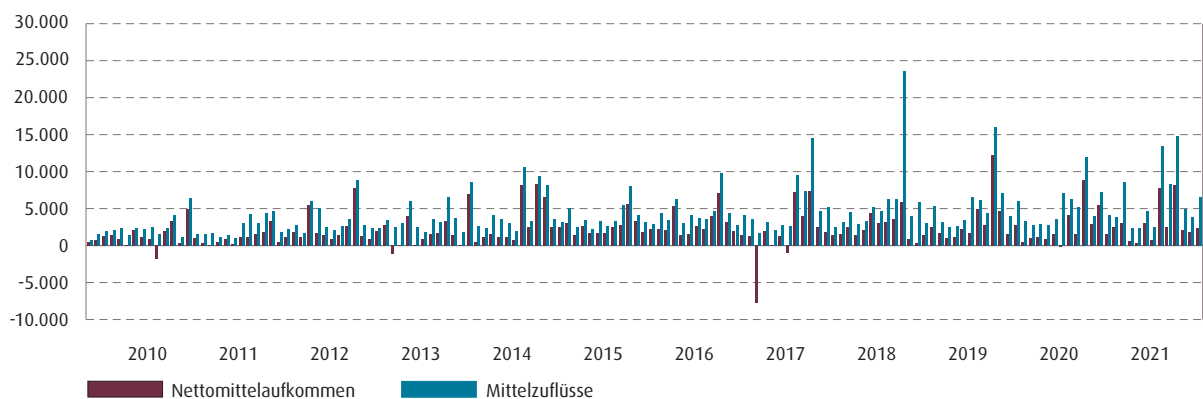
Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit Januar 2010 bis Dezember 2021



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.12

Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit Januar 2010 bis Dezember 2021



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Zeitraum im Durchschnitt lediglich nur jeder vierte Euro. Angesichts dieser Tatsache scheint es nur eine Frage der Zeit, bis Altersvorsorgeeinrichtungen an Versicherungen vorbeiziehen und die größte Investorengruppe im deutschen Spezialfondsmarkt sein werden.

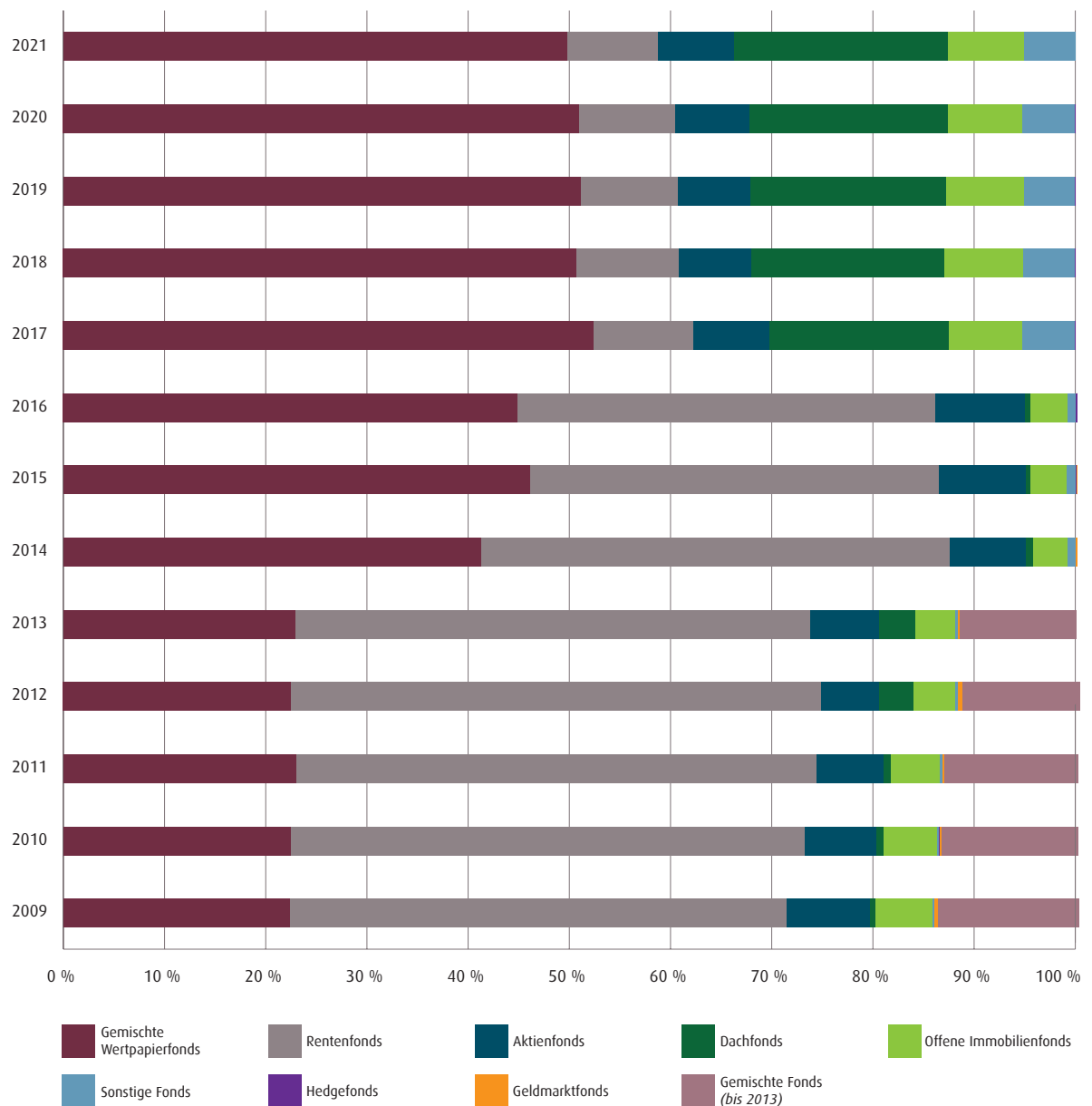
Aus Abbildung 6.12 wird die Stetigkeit des Nettomittelaufkommens noch mal sehr deutlich. Seit Anfang 2005 gab es nur 5 Monate, in denen das Nettomittelaufkommen nennenswert negativ war, mit einem deutlichen mandatspezifischen Ausreißer im Mai 2017. Ansonsten flossen jeden Monat Nettomittel in die Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen wie ein stetiger Regen. Auch in dieser Darstellung wird ersichtlich, dass die Dynamik im Sinne des Unterschieds zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen im Vergleich zu Ver-

cherungen deutlich geringer ist.

Die Zusammensetzung des Spezialfondsvermögens von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien unterscheidet sich deutlich von der entsprechenden Struktur bei Versicherungen. Die genutzten Spezialfondsvehikel sind im Vergleich vielfältiger und bunter, wie in Abbildung 6.13 dargestellt. Per Datenstichtag 31. Dezember 2021 werden 291,4 Milliarden Euro und damit knapp 50 % des Spezialfondsvermögens von Altersvorsorgeeinrichtungen in Form von gemischten Wertpapierfonds administriert. Rund 123 Milliarden Euro sind in Dachspezialfonds allokiert, was einen Anteil von 21 % bedeutet. In reinen Rentenspezialfonds sind lediglich knapp 53 Milliarden Euro investiert, was eine Quote von 9 % ausmacht. Aktien- und Immobilienspezialfonds liegen mit jeweils 44 Milliarden

Abbildung 6.13

Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien



Stand: 31. Dezember 2021, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Euro und einem Anteil von 7,5 % gleichauf. Sonstige Spezialfonds, die keiner Fondskategorie zugeordnet werden können, weisen einen Bestand von knapp 30 Milliarden Euro aus, was rund 5 % des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen sind. Hedge- und Geldmarktspezialfonds sind ohne Bestand, wie bei Versicherungen auch. Große Verschiebungen hinsichtlich der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens lassen sich in den letzten Jahren nicht verzeichnen. Altersvorsorgeeinrichtungen haben im Vergleich zu Versicherungen sehr früh begonnen bzw. mit Blick auf die Regulierung auch beginnen dürfen, sich diversifizierter aufzustellen, was sich primär in einer deutlich geringeren Nutzung von Rentenspezialfonds ausdrückt. Die entsprechende Quote sank in den letzten 10 Jahren um 6 Prozentpunkte. Der Anteil von Dachspezialfonds dagegen wuchs überproportional im Vergleich zum Spezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen und stieg rund 10 Prozentpunkte in der vergangenen Dekade, was ebenfalls Ausdruck einer vermehrten Diversifikation durch die Nutzung von Zielfonds ist. Die Quote von sonstigen Spezialfonds ist in den letzten 10 Jahren mit 5 Prozentpunkten bemerkenswert gestiegen, der Anteil von Immobilienspezialfonds ist mit 2 Prozentpunkten dagegen nur leicht überproportional zum Spezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen gestiegen. Der Anteil von Aktienspezialfonds hat sich im gleichen Zeitraum nur sehr geringfügig reduziert und ist fast gleich geblieben. Insgesamt lässt sich bei der Entwicklung

der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens bei Altersvorsorgeeinrichtungen in den letzten Jahren eine fortwährende Spezialisierung und Differenzierung weg von zinstragenden Vehikeln in Richtung flexibler und diversifizierter Spezialfondskonzepte beobachten.

7. Befragung von Experten

Zum Abgleich der Expertenmeinungen des Thesenpanels im zweiten Kapitel haben wir eine kurze onlinegestützte Umfrage durchgeführt. Diese erfolgte mit 37 Fachleuten und Entscheidern aus Versicherungen, Pensionseinrichtungen und Financial Consultants im zweiten Quartal 2020. Die Systematik wurde bewusst einfach gehalten, mit dem Ziel einer Meinungsabfrage zu den wesentlichen Thesen aus Kapitel 2. Nachfolgend werden die Ergebnisse grafisch dargestellt und kurz kommentiert.

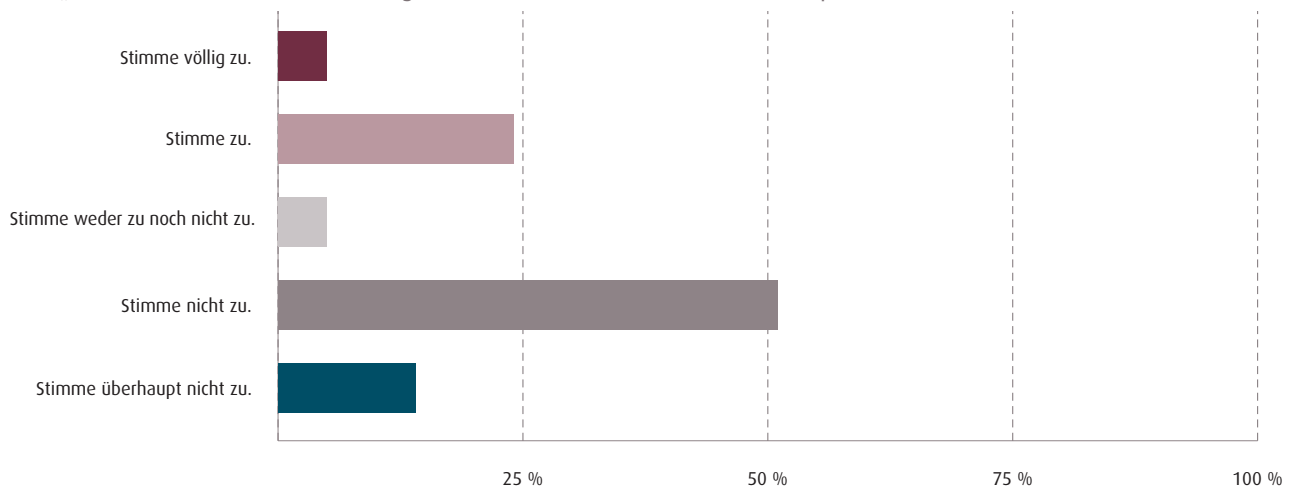
»Die Folgen der Coronapandemie an den Finanzmärkten werden erhebliche Auswirkungen auf die Allokation und belastende Konsequenzen auf die Solvenz von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland haben.«

Hinsichtlich der Auswirkungen der Coronapandemie auf Allokationen und belastende Konsequenzen auf die Solvenz von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ist das Meinungsbild der Umfrageteilnehmer nicht ganz einheitlich mit einer mehrheitlichen Tendenz der Ablehnung der entsprechenden These. Insgesamt schließen sich 65 % der Aussage nicht bzw. überhaupt nicht an. Knapp 30 % sehen

dagegen Auswirkungen und belastende Faktoren in den beiden zur Auswahl gestellten Antwortmöglichkeiten. Nur 5 % sind neutral bzw. haben keine Meinung. Das mehrheitliche Stimmungsbild der befragten Experten schließt sich somit an die bisherigen Cashflows von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Kapitalanlagen an, welche relativ unbeeindruckt von Corona waren.

Abbildung 7.1

These: „Corona hat erhebliche Auswirkungen auf Allokation und belastende Konsequenzen auf Solvenz.“



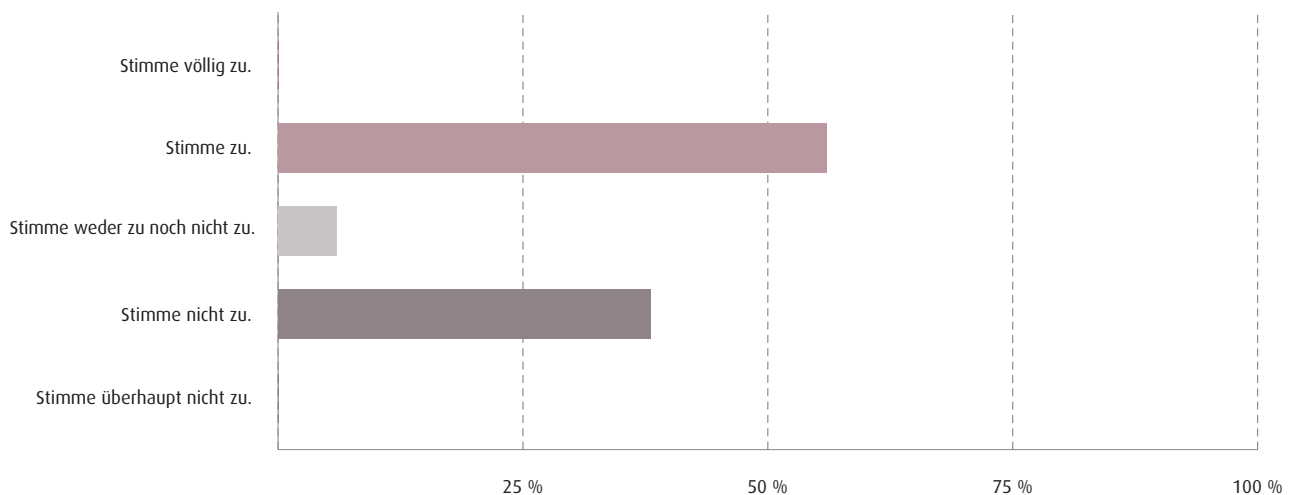
»Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind in den letzten Jahren aufgrund des Renditedrucks und Zinsdilemmas kontinuierlich höhere Risiken bei der Allokation und Struktur ihrer Kapitalanlagen eingegangen, was zu einer nicht zu unterschätzenden Fragilität und Sprengkraft der Kapitalanlagen führt.«

In Bezug auf die These, dass höhere Risiken bei der Allokation und Struktur der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen zu einer nicht zu unterschätzenden Fragilität und Sprengkraft der Kapitalanlagen führen, sind die Umfrageteilnehmer moderat gespalten. Keiner ließ sich zu den zur Auswahl gestellten Antworten einer völligen Zustimmung bzw. entschiedenen Ablehnung hinreißen. Mit 56 % stimmt eine Mehrheit der

These zu und 38 % teilen diese Meinung nicht. Nur 6 % können sich dazu nicht entscheiden. Hoffen wir im Sinne der Stabilität des Versicherungs- und Altersvorsorgesektors, dass die Mehrheitsmeinung bei dieser These nicht recht behält. Unsere Einschätzung zu dieser These ist allerdings auch nicht allzu rosig. Intensivierte Aufsicht und Run Off lassen grüßen.

Abbildung 7.2

These: „Höhere Risiken führen zu Fragilität und Sprengkraft.“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

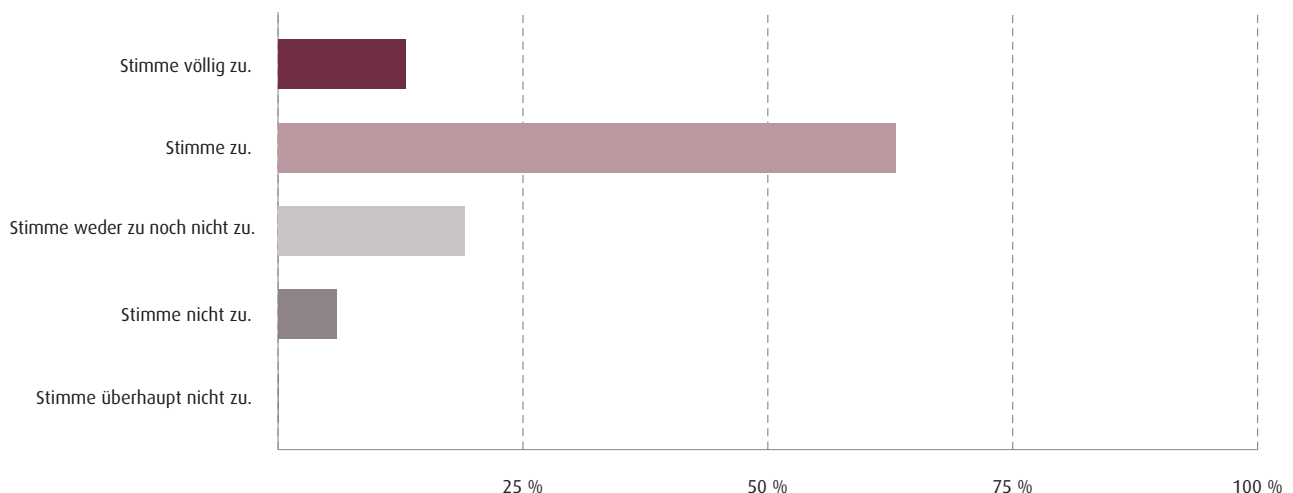
»Verbindlichkeitsorientierte institutionelle Investoren bekommen in der kommenden Dekade ernsthafte Probleme, auskömmliche Renditen zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu generieren.«

Die nächste zur Bewertung gestellte These steht in gewissem Zusammenhang mit der vorherigen These und hier sind die Einschätzungen der befragten Experten recht eindeutig. Mit in Summe 75 % sehen drei Viertel der Befragungsteilnehmer ernsthafte Probleme bezüglich der Bedienung von Verbindlichkeiten in den kommenden 10 Jahren auf Versicherungen und Pensionseinrichtungen zukommen. Lediglich 6 % sind da gelassen und

19 % sind unentschieden. Das ist relativ eindeutig und es kommen schwierige Zeiten auf die Branche zu. Die Liste der Probleme ist lang, Zinserhöhungen nach einer gefühlten Ewigkeit von Niedrigzinsen, Inflation, geopolitische Krisen sowie insbesondere die demografische Entwicklung stellen sehr große Herausforderungen für die betrachteten Investorengruppen dar.

Abbildung 7.3

These: „Ernsthafte Probleme in kommender Dekade zur Bedienung von Verbindlichkeiten.“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

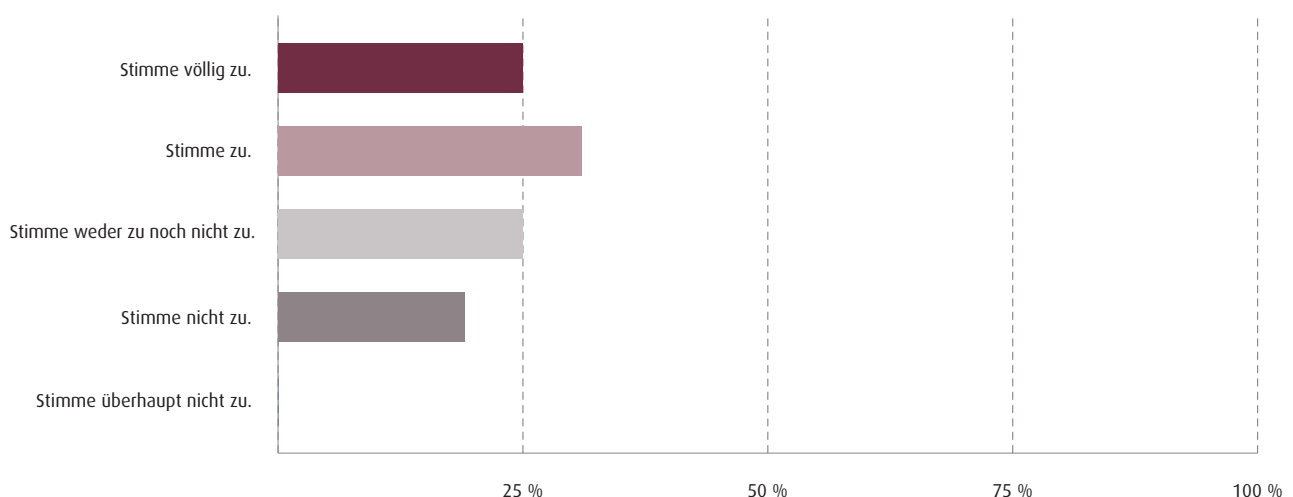
»Der regulatorische und politische Druck, ESG-konforme Investments zu tätigen, wird zu hohen entsprechenden Allokationen führen und birgt die Gefahr von negativen Auswirkungen am Kapitalmarkt (z. B. preisliche Übertreibung, Fehlbewertungen, „Stranded Assets“ etc.).«

Hochinteressant sind die Einschätzungen der Befragungsteilnehmer in Bezug zu dem Megathema ESG-konforme Investments und den potenziell negativen Konsequenzen resultierend aus hohen Cashflows in entsprechende Konzepte und Zielinvestments. Immerhin 56 % der befragten Experten sehen diesbezüglich Risiken und negative Auswirkungen und ein Viertel haben dazu keine Meinung. Lediglich 19 % sind diesbezüglich gelassen. Das überrascht und zwingt zu der Erkenntnis, dass politischer und teilweise fast schon ideologischer

Druck, bestimmte Marktsegmente als Zielinvestments stark zu fördern, als risikoreich oder zumindest problematisch erachtet werden können. Es wird sehr spannend werden, inwieweit Branchen wie klassische Energie und Rüstung, deren Kurse und Bewertungen gegenwärtig durch die Decke gehen, in ESG-Konzepten Berücksichtigung finden. Die jüngste Zurückstellung der entsprechenden Richtlinie auf unbestimmte Zeit bezüglich der Klassifizierung von nachhaltigen Investmentfonds durch die BaFin scheint ebenfalls Bände zu sprechen.

Abbildung 7.4

These: „ESG Run / ESG-Allokationen bergen Gefahr negativer Auswirkungen am Kapitalmarkt.“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

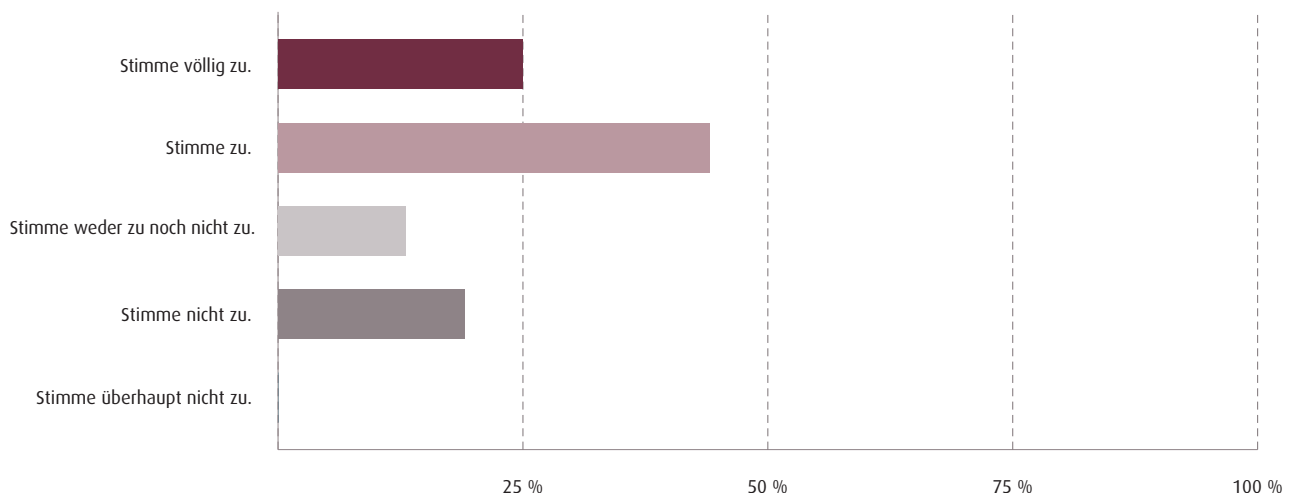
»Der Bereich der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ist sowohl aufseiten der Investoren als auch der Anbieter überreguliert, was ein deutlich zu enges und kostenintensives Korsett darstellt und somit als suboptimal zu bezeichnen ist.«

Keiner mag Überregulierung und hinsichtlich der zur Bewertung gestellten These sind sich die Befragungsteilnehmer recht einig. Mit knapp 70 % ist die Mehrheit der Meinung, dass sowohl die Anbieterseite als auch die Investoren überreguliert sind. Mit 19 % teilt knapp ein Fünftel diese Meinung nicht und 13 % können sich dazu nicht entscheiden. Dieses Bild entspricht auch Aussagen aus der Praxis hinter vorgehaltener Hand, dass das zu enge regu-

latorische Korsett insbesondere Versicherungen zu sehr im Bondsbereich bindet und Diversifizierung in andere Assetklassen und Konzepte einengt. Im Zusammenhang mit den vorherigen Theseneinschätzungen kommen auf jeden Fall sehr spannende Zeiten auf Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Bezug auf ihre Kapitalanlagen zu, um es moderat auszudrücken.

Abbildung 7.5

These: „Kapitalanlagen sind anbieter- und investorenseitig überreguliert.“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

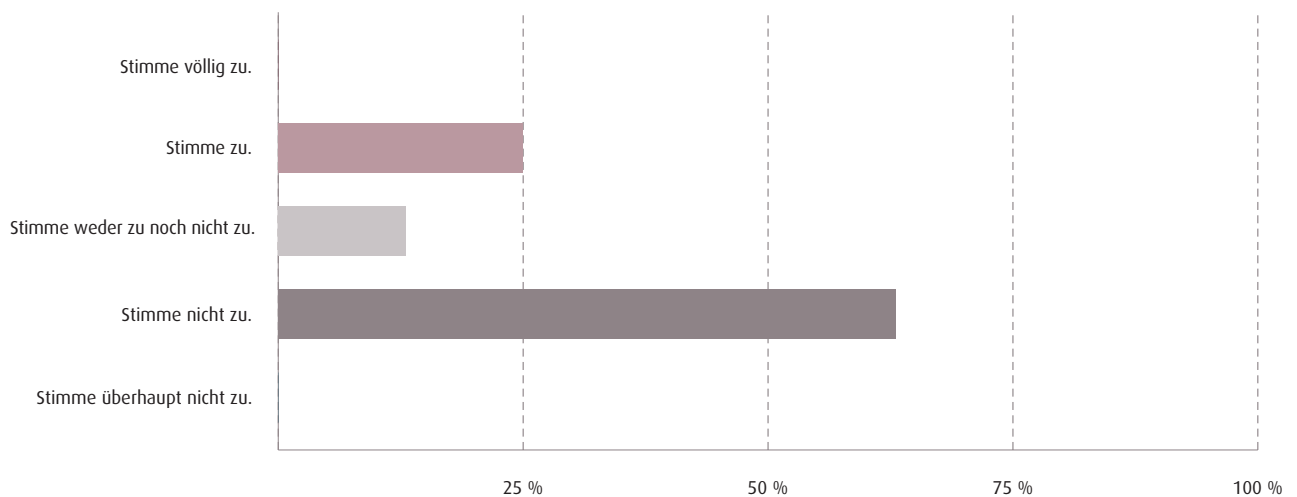
»Die demografische Entwicklung in Deutschland wird dazu führen, dass in rund 10 Jahren die große Auszahlungsphase für verbindlichkeitsorientierte Investoren beginnt und die Bilanzstrukturen und Asset-Liability-Modelle implodieren.«

Trotz der bisher skizzierten Herausforderungen und zu erwartenden Probleme sind die befragten Experten bei der abschließenden These zuversichtlicher. Rund 63 % der Befragungsteilnehmer können sich in einem Zeitraum beginnend in 10 Jahren keine große Auszahlungsphase der betrachteten verbind-

lichkeitsorientierten Investorensegmente samt Implosion entsprechender Bilanzstrukturen vorstellen. Ein Viertel der Befragten können sich ein solches negatives Szenario vorstellen und 13 % haben dazu keine Einschätzung. Am Ende regiert die Zuversicht.

Abbildung 7.6

These: „Demografie sorgt für große Auszahlungsphase beginnend in ca. 10 Jahren / ALM-Modelle implodieren.“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

Impressum

Kommalpha – Führende Strategieberatung für den professionellen Kapitalmarkt

Die Kommalpha-Gruppe ist ein ganzheitliches Beratungshaus für den institutionellen Kapitalmarkt im deutschsprachigen Raum. Wir beraten Anbieter wie Asset-Manager, KVGs, Verwahrstellen, Vermögensverwalter sowie Investoren (z. B. Versicherungen, Pensionsvermögen), Dienstleister und IT-Lösungsanbieter.

Wir unterstützen die marktspezifische Positionierung unserer Kunden im institutionellen Geschäft. Durch zielgruppenorientierte Marktanalytik beschleunigen wir die strategische und operative Unternehmensentwicklung unserer Mandanten. Gemeinsam mit unseren Kunden entwickeln und implementieren wir Strategien zur Optimierung von Vertrieb, Marketing und Kommunikation. Unser Fokus liegt auf der individuellen Beratung zur Marken- und Imagebildung.

Langjährige Erfahrungen in leitenden Positionen der Finanzindustrie sowie kontinuierliches Wissensmanagement bilden die Grundlage unseres Beratungsansatzes. Kunden schätzen Kommalpha als vertrauenswürdigen strategischen Partner auf Augenhöhe, der besprochene Maßnahmen und Aktivitäten effizient umsetzt und damit verantwortlich zur Zielerreichung beiträgt.

Unsere Leistungen erbringen wir aus den Standorten Isernhagen bei Hannover und Zug (Schweiz).

Ihre Vorteile mit Kommalpha

- Ertrags- und umsetzungsorientierte Beratung
- Wissensbasierte, analytische Beratungskonzepte
- Profundes institutionelles Experten-Know-how
- Hohes Verständnis für Bedürfnisse der Marktteilnehmer im professionellen Kapitalmarkt
- Übersetzer zwischen Anbieter und Nachfrager



FÜR DEN INHALT VERANTWORTLICH:

Kommalpha AG

Am Ortfelde 38 c, 30916 Isernhagen
Telefon: +49 511 3003468-0
E-Mail: info@kommalpha.com

CLEMENS SCHUERHOFF

Vorstand
Kommalpha AG

Telefon: +49 511 3003468-6
E-Mail: schuerhoff@kommalpha.com



Kommalpha AG

Am Ortfelde 38 c
30916 Isernhagen

Telefon: +49 511 3003468-0
E-Mail: info@kommalpha.com
Internet: www.kommalpha.com