



VERSICHERUNGEN & PENSIONSEINRICHTUNGEN

Analyse der Vermögensverhältnisse von 2005 bis 2019

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

kann sich jemand von Ihnen noch an die destruktiven Diskussionen zwischen der Versicherungsbranche und Asset-Management-Branche um ein „Level Playing Field“ in den 1990er- und 2000er-Jahren erinnern? Das ist glücklicherweise und völlig zu Recht lange kein Thema mehr, denn diese beiden Branchen sind mittlerweile stark miteinander verwoben und voneinander abhängig. Es bestehen vielfältige Konzern- und vor allem Dienstleistungsbeziehungen.

Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen sind zentrale Kapitalsammelstellen in Deutschland, die seit längerer Zeit stetig die Verwaltung der ihnen anvertrauten Gelder in die Hände von externen Asset-Managern bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften legen. Dies erfolgt in Deutschland nach wie vor in erheblichem Maße in Form von Spezialfondsmandaten. Dies und eine Menge anderer Entwicklungen zeigt Ihnen die vorliegende Marktanalyse unseres Hauses auf.

Es handelt sich um das Geld von einer Vielzahl von Sparern und Anwärtern für Renten, Versicherungs- und Altersvorsorgeleistungen – egal welcher Säule. Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen verwalten per Ende 2019 in Summe ein Finanzvermögen von 3.122 Milliarden Euro und davon sind rund 39 Prozent in Form von Fondslösungen an die Asset-Management-Branche delegiert. Angesichts der exorbitanten Summen und der Vielfalt der Maßnahmen im Zusammenhang der COVID-19-Thematik hat dieses Geld den Anschein einer anderen Qualität oder Güte. Es ist von vielen Menschen über einen langen Zeitraum aus ihren Bezügen angespart worden und nicht synthetisch über Nacht von Notenbanken oder Regierungen geschöpft und verteilt worden.

Ich danke den Sponsoren Universal Investment, Société Générale, Helaba Invest und Caceis, die diese Marktanalyse ermöglicht haben. Ganz besonders möchte ich auf das Thesenpanel in Kapitel 2 hinweisen sowie auf den Epilog ganz am Ende dieses Dokuments, wo wir „just in time“ die Auswirkungen von COVID-19 auf das Spezialfondsgeschäft im laufenden Jahr dargestellt haben und eine provokante Prognose abgeben. Viel Spaß bei der Lektüre und Analyse!

Herzlichst

Ihr Clemens Schuerhoff



Clemens Schuerhoff
Vorstand
Kommalpha AG

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	4
1. Partner	6
Nachhaltigkeit in Zeiten von Corona	6
Infrastruktur als alternative Assetklasse	10
Mit Master-KVG-Services Kosten und Zeit sparen	14
Transition Management: Umstrukturierungen optimal und kontrolliert meistern	20
Private Market Investments – Investoren brauchen Transparenz	26
2. Neun Thesen – vier Experten	30
3. Methodik & Struktur	41
4. Überblick über die Finanzaktiva	44
5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva	48
Einlagen	49
Kredite	51
Schuldverschreibungen	54
Anteilsrechte	58
Investmentfondsanteile	62
6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts	66
Überblick	66
Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen	73
Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen	80
7. Befragung von Experten	86
8. Epilog zu COVID-19	93
Impressum	98

Executive Summary

- Die vorliegende Marktanalyse „Versicherungen und Pensionseinrichtungen“ basiert auf Datensätzen von der Deutschen Bundesbank. Kommalpha hat die relevanten Daten gemäß der inneren Logik zur weiteren Analyse datenbanktechnisch aufbereitet. Dabei handelt es sich um rund 500.000 Datensätze der letzten 15 Jahre mit Stichtag 31. Dezember 2019.
- Die Summe der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland beträgt rund 3.122 Milliarden Euro per Datenstichtag Ende 2019. Ende 2005 lag dieser Wert bei rund 1.634 Milliarden Euro und konnte somit einen Anstieg um 1.488 Milliarden Euro in den letzten 15 Jahren verzeichnen.
- Die Sparte der Lebensversicherungen ist mit rund 42 Prozent Anteil an den gesamten Finanzaktiva das mit Abstand größte Segment, gefolgt von Pensionseinrichtungen mit 21,7 Prozent sowie dem zusammengefassten Segment der Nicht-Lebensversicherungen (Krankenversicherungen, Schaden- / Unfallversicherungen und Sterbekassen) mit 21,3 Prozent. Rückversicherungen schließen sich mit dem geringsten Anteil von 15 Prozent an.
- Pensionseinrichtungen weisen im Vergleich die größten Wachstumsraten in den letzten 15 Jahren hinsichtlich der Finanzanlagen auf. Diese stiegen von 242 Milliarden Euro Ende 2005 auf 676 Milliarden Euro Ende 2019. Das bedeutet eine Zunahme um den Faktor 2,8 – somit fast eine Verdreifachung.
- Investmentfonds sind mit fast 39 Prozent und einem Volumen von 1.213 Milliarden Euro die mit Abstand favorisierte Anlageform der Finanzanlagen aller Akteure, gefolgt von Schuldverschreibungen mit 16,8 Prozent. Direkt gehaltene Aktien, Einlagen und Kredite schließen sich mit relativ gleichen Anteilen um die 12–13 Prozent an den gesamten Finanzaktiva an.
- Pensionseinrichtungen halten über 62 Prozent ihrer Finanzaktiva über Investmentfonds, gefolgt von Lebensversicherungen mit einem Anteil von rund 44 Prozent und Nicht-Lebensversicherungen mit knapp 30 Prozent Fondsquote an ihren Finanzaktiva. Für Rückversicherungen spielen Investmentfonds so gut wie keine Rolle.
- Pensionseinrichtungen sind das in Relation am stärksten wachsende Segment im Bereich Fondsanlagen. Ihre Fondsbestände steigerten sich in der Betrachtungsperiode um 398,6 Prozent. In absoluten Beträgen bedeutet dies eine Zunahme um 337 Milliarden von 84 Milliarden Euro Ende 2005 auf 421 Milliarden Euro per Ende Dezember 2019.
- Für Versicherungen und Pensionseinrichtungen bleibt der deutsche offene Spezial-AIF das mit Abstand beliebteste Produkt für die indirekte Kapitalanlage. Sie sind auch die mit Abstand dominierenden Kundengruppen im Spezialfondsgeschäft und vereinen einen Marktanteil von knapp 60 Prozent auf sich.

- Das Volumenwachstum und Nettomittelaufkommen ist bei beiden Betrachtungsgruppen seit 15 Jahren beträchtlich, wobei sich die Entwicklung bei Altersvorsorgeeinrichtungen dynamischer darstellt. In 2018 und 2019 lag das Nettomittelaufkommen rund 10 Milliarden Euro über dem entsprechenden Wert bei Versicherungen. Trotzdem bleiben Versicherungen (vorerst) die größte Anlegergruppe bei Spezialfonds.
- Unsere Marktumfrage, wo die Reise hingehet, ergibt ein differenziertes Bild. Dies ist sicher auf die gegenwärtige Unsicherheit in Bezug auf COVID-19, die Konsequenzen für die Finanzmärkte und die allgemeine Wirtschaft zurückzuführen. Hinsichtlich der Charakteristika und Risiken in Portfolien von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ist die Sicht der Befragten allerdings relativ klar. Die Aussichten sind trüb.
- Der Corona-Virus hat mittlerweile auch den Spezialfondsmarkt infiziert und es zeigt sich ein historisches Bild. Im April 2020 sind 4,5 Milliarden Euro netto aus Spezialfonds abgezogen worden, obwohl 24,1 Milliarden Euro an frischem Geld dotiert wurden. Die Koinzidenz von frischem Geld und Nettomittelabflüssen in der vorbezeichneten Höhe ist in einem einzelnen Monat bisher einmalig und eine dramatische Dynamik im Anteilscheingeschäft von Spezialfonds. Hauptverantwortlich dafür waren Versicherungen. Im Mai 2020 hat sich das Geschehen wieder etwas beruhigt.
- Unsere provokante Prognose lautet, dass nicht COVID-19 oder das extrem niedrige Zinsniveau negativen Einfluss auf die Erfolgsstory des Spezialfonds bei Versicherungen und Pensionseinrichtungen haben wird, sondern es wird vielmehr die demografische Entwicklung sein. Ab 2030 werden die Bilanzen kippen und es beginnt die große Auszahlungsphase.

Nachhaltigkeit in Zeiten von Corona – Warum verantwortungsvolles Investieren keinen Aufschub duldet

Fridays for Future. Da war doch was. Noch vor wenigen Wochen war der Klimawandel das beherrschende Thema. Dann kam COVID-19, mit allen uns bekannten, bis vor kurzem unvorstellbaren Folgen für Gesundheit, Wirtschaft und das öffentliche Leben. Fakt bleibt aber: Die Eindämmung des Klimawandels bleibt drängend. Es muss ein Weg gefunden werden, um den Klimaschutz weiter auszubauen, ohne die akut belastete Wirtschaft zu behindern. Ungeachtet dessen wird die Verordnung zur EU-Taxonomie im Januar 2022 in Kraft treten und ab Ende 2022 angewandt werden. Asset Manager und Fondsanbieter sollten vorbereitet sein.

In den letzten Jahren sind ESG-Faktoren zunehmend in die Investitionspolitik eingeflossen, was insbesondere auf die wachsende Besorgnis der Öffentlichkeit über den Klimawandel zurückzuführen ist. Auch auf europäischer und nationaler Ebene wurden Vorschriften entwickelt, die von institutionellen Anlegern mehr Transparenz über die Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf ESG-Faktoren verlangen. Die Abkürzung ESG steht für die drei Bereiche Environmental (deutsch: Umwelt), Social (deutsch: Soziales) und Governance (deutsch: Unternehmensführung). Um die Bewert- und Vergleichbarkeit zu fördern, hat die Europäische Union (EU) ein umfassendes Regelwerk für klimabezogene, umwelt- und sozialpolitisch nachhaltige Tätigkeiten erarbeitet. Nach derzeitiger Planung müssen Anbieter für ihre Fonds, die nach der EU-Verordnung als nachhaltig gelten, ab Anfang 2022 unter anderem nachweisen wie hoch der taxonomiekonforme Anteil von Investitionen in ökologisch nachhaltige Aktivitäten im Portfolio ist.

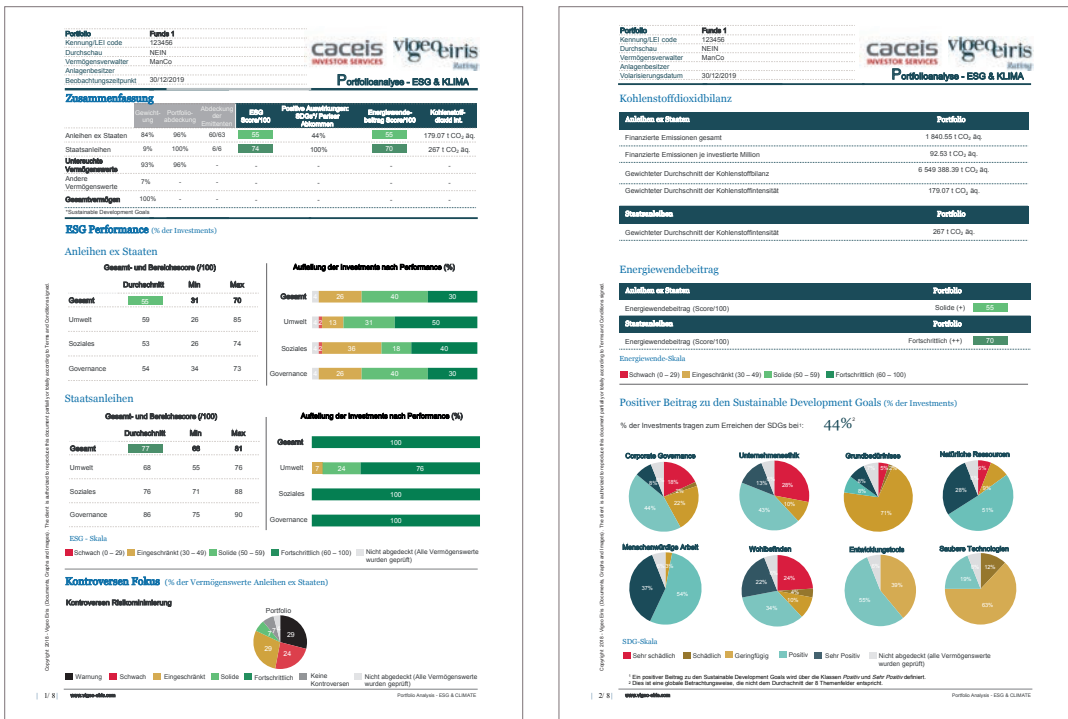
Risiken für Vermögenswerte erkennen

Zahlreiche Berichte und Studien zeigen den wachsenden Trend in Bezug auf die Anzahl unvorhersehbarer und katastrophaler Klimaereignisse und ihre finanziellen Auswirkungen. Für Finanzakteure wurden zwei Haupttypen von Risiken identifiziert:

Erstens sind das physische Risiken im Zusammenhang mit den extremen oder chronischen, negativen Folgen der globalen Erwärmung – wie beispielsweise Tornados, Dürre, Anstieg des Meeresspiegels –, die zum Verlust von Vermögenswerten führen können, die von Anlegern gehalten werden. Hierzu zählen das geografische Expositionsrisiko sowie Sensibilitäts- und Anpassungsrisiko an den Klimawandel.

Zweitens handelt es sich um sogenannte Übergangsrisiken im Zusammenhang mit Anpassungen, die für den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft vorgenommen werden und zu einer

Abbildung 1.1
Beispiel eines „ESG-Klima-Reporting“ von CACEIS



Quelle: CACEIS Bank S.A., Germany Branch

Abschreibung der verwalteten Vermögenswerte führen können. Zu nennen sind hier unter anderem die Regulierungsrisiken, also neue Standards, Quoten, Steuern oder auch Strafen. Außerdem technologische Risiken, also die Investitionen und kostspielige Entwicklungen neuer kohlenstoffarmer Technologien, sowie Marktrisiken infolge steigender Rohstoffkosten oder einem veränderten Verbraucherverhalten. Und zu guter Letzt die Reputations- oder Imagerisiken.

Französisches Beispiel: Transparenzanforderung in innovativem Rahmen

Seit der Unterzeichnung des Kyoto-Protokolls im Jahr 1997 und des Übereinkommens von Paris im Jahr 2015 wurden auf internationaler Ebene bereits viele Fortschritte erzielt, um gemeinsame Leitlinien für ökologische Nachhaltigkeit zu klären. Insbesondere Frankreich begleitet diese Entwicklung aktiv und hat frühzeitig ein nationales Energiewen-

degesetz für ein grünes Wachstum erlassen, das seit dem 1. Januar 2016 in Kraft ist. Demnach sind institutionelle Anleger verpflichtet, Informationen darüber zu veröffentlichen, wie sie die ESG-Kriterien hinsichtlich der Zielsetzungen in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung in ihrer Anlagepolitik berücksichtigen.

Außerdem müssen die Investoren gemäß der französischen Gesetzgebung angeben, welche Maßnahmen sie zum Erreichen der Energiewende und der Umweltziele ergreifen. Die soziale Verantwortung der Unternehmen hält also Einzug in das Zentrum der Finanzwelt. Somit sind die französischen Asset Manager und Verwahrstellen in diesem Bereich europäische Vorreiter und oftmals den übrigen Ländern der Europäischen Union einen Schritt voraus.

Herausforderung für institutionelle Investoren

Als Verwahrstelle beobachtet Caceis bei Fonds-Neuaufgaben seitens der Asset Manager zunehmend einen Fokus auf die ESG-Kriterien. Erste Erfahrungen zeigen, dass die Renditen von Fonds mit ESG-Fokus sich gegenüber den Renditen herkömmlicher Fonds nicht unterscheiden. Private und institutionelle Anleger haben es somit in der Hand, mittels ihrer Investitionen einen Beitrag zur Erhaltung und Verbesserung unserer Welt zu leisten.

So begrüßenswert diese Entwicklungen sind, so stellen sie institutionelle Anleger und Verwaltungsgesellschaften auch vor einige Herausforderungen.

Zunächst einmal ist die Umsetzung der ESG-Regelungen für die Unternehmen betriebswirtschaftlich mit hohen Kosten verbunden. Zudem stellt das Fehlen einer gemeinsamen Vision von nachhaltiger Tätigkeit ein Problem dar, ebenso wie die fehlende Harmonisierung der für die ESG-Aktivitäten von Unternehmen angewendeten Verfahren. Zu guter Letzt können außerdem Schwierigkeiten beim Erfassen und der Bereitstellung von ESG-Informationen der Emittenten auftreten.

ESG-Klima-Reporting hilft Risiken zu überwachen

Caceis hat eine Lösung für die Bereitstellung der ESG-Klima-Daten entwickelt, mit der institutionelle Investoren und Kapitalanlagegesellschaften die mit ihrer jeweiligen Anlagepolitik verbundenen Risiken am besten messen und auf gesetzliche Vorgaben reagieren können. Das sogenannte „ESG-Klima-Reporting“ ist Teil des CSR-Ansatzes und der Anlagestrategie seitens der Asset Manager zur Förderung einer nachhaltigen Wirtschaft. So bietet das „ESG-Klima-Reporting“ institutionellen Anlegern die notwendigen Informationen für die Überwachung und das Managements der Risiken, die mit dem Klimawandel zusammenhängen (physische Risiken) oder durch den Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft verursacht werden (Übergangsriskiken). Dadurch können die institutionellen Investoren und Kapitalverwaltungsgesellschaften die Qualität und Performance ihrer Portfolios im Bereich Umwelt/Klima bewerten.

Dank der Daten können sie zudem absolut transparent über die sozialen und ökologischen Auswirkungen von Anlageentscheidungen berichten. Das „ESG-Klima-Reporting“ bietet eine globale und zusammenfassende Sicht auf die Performance der Portfolios im Hinblick auf ESG und Klima. Es entspricht den gesetzlichen Anforderungen. Die Lösung ermöglicht es gleichermaßen, die Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel besser zu messen und die geschäftlichen Chancen bezüglich der steigenden Erwartung der Anleger auf ein nachhaltiges Finanzwesen zu nutzen.

caceis INVESTOR SERVICES



Jürgen Scharfenorth

Senior Sales Manager –
Asset Manager & Institutionelle Investoren

CACEIS Bank S.A., Germany Branch
Lilienthalallee 36
80939 München

T: +49 89 54 00-1196
E: juergen.scharfenorth@caceis.com
www.caceis.com

Die zur Crédit Agricole und Santander gehörende Bankengruppe CACEIS bietet Asset Servicing für Asset Manager, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Banken, Broker und Geschäftskunden an. In Vertretungen in ganz Europa, Nord- und Südamerika und Asien offeriert CACEIS ein umfangreiches Angebot von Leistungen und Produkten wie etwa Trade Execution, Clearing, Devisen-Services, Wertpapierleihe, Custody Services, Verwahrstellen- und Fondsadministrations-Services, Fonds-Distributions-Support, Middle-Office Outsourcing sowie Emittenten-Services. Mit 3,9 Billionen Assets under Custody und 2,1 Billionen Assets under Administration ist CACEIS ein führender Anbieter für Asset Servicing in Europa und einer der größten Provider weltweit. (Zahlen per 30. Dezember 2019).

Infrastruktur als alternative Assetklasse

In Zeiten von volatilen Kapitalmärkten und einer anhaltenden Niedrigzinsphase kommt für viele institutionelle Anleger der strategischen, zukunftsfähigen Ausrichtung ihres Portfolios eine besondere Bedeutung zu. In diesem veränderten Marktumfeld ist das Identifizieren von wertstabilen Investitionen mit Zukunftschancen ein Schlüsselfaktor. Eine interessante Anlagemöglichkeit bieten Infrastrukturinvestitionen, die eine weitestgehende Unabhängigkeit von Marktzyklen aufweisen. Dies spiegelt auch die Mehrheit der institutionellen Anleger in Deutschland wider, die mit über 50 Prozent ihre Allokation in Infrastruktur zukünftig beibehalten oder sogar erhöhen wollen.¹ Die Hauptgründe der Anleger für ein Infrastruktur-Engagement sind insbesondere das erhebliche Diversifikationspotenzial innerhalb des Gesamtportfolios sowie die Erzielung von stabilen, regelmäßigen Erträgen aus diesen Anlagen.

Was verbirgt sich hinter der Anlageklasse Infrastruktur?

Infrastrukturanlagen dienen der Grundversorgung der Bevölkerung mit der Bereitstellung von essentiellen Dienstleistungen in den Bereichen Energie, Versorgung, Kommunikation, Transport sowie Soziale Infrastruktur und sind damit systemrelevant. Mit ihrem natürlichen Monopolcharakter und hohen Markteintrittsbarrieren können Infrastrukturanlagen eine geringe Nachfrageelastizität aufweisen. Somit lassen sich mit Infrastrukturbeteiligungen

prognostizierbare und in der Regel inflationsgeschützte Einnahmenströme erzielen. Zudem können durch aktives Management der Anlagen Wertsteigerungen generiert werden. Hinzu kommt, dass Infrastrukturanlagen durch eine hohe Langlebigkeit, wie beispielsweise Stromnetze mit Nutzungsdauern von über 100 Jahren, gekennzeichnet sind. Folglich handelt es sich bei Infrastruktur um langfristige Kapitalanlagen, deren Renditen gering mit den Renditen anderer Anlageklassen korrelieren. Eine Beimischung von Infrastrukturinvestments trägt somit zu einer stärkeren Diversifikation und Robustheit des Gesamtportfolios eines Anlegers bei.

Welchen Einfluss kann die Covid-19-Krise auf Infrastrukturinvestments haben?

In den vergangenen Monaten kam es aufgrund des Covid-19-Virus und den damit verbundenen Shutdowns zu erheblichen Turbulenzen an den Kapitalmärkten. Durch die Ausbreitung der Pandemie wird die weltweite Konjunktur über einen absehbaren Zeitraum belastet werden. Es ist davon auszugehen, dass COVID-19 auch Einfluss auf die Entwicklung der illiquiden Anlageklassen haben wird. Infrastrukturanlagen im Speziellen stellen der Gesellschaft jedoch wesentliche Dienstleistungen bereit, die selbst in der aktuellen Krise nicht eingestellt werden können. Ihr Grundversorgungscharakter und ihre Langlebigkeit ermöglichen einen natürlichen Schutz gegen wirtschaftliche Abschwünge.

¹Vgl. Bundesverband Alternative Investment e.V.: Alternative Investor Survey 2019

Dies trifft insbesondere bei Infrastrukturanlagen mit dem Risikoprofil „Core“ zu. Hierbei erhalten die Anleger fest vereinbarte oder regulierte Entgelte für die Bereitstellung von Infrastrukturanlagen, typischerweise im Bereich Soziale Infrastruktur, Energie und Kommunikation. Bei Sozialer Infrastruktur handelt es sich überwiegend um Public-Private-Partnership-Projekte (PPP), bei denen die Privatwirtschaft mit der Öffentlichen Hand eine langfristige Kooperation von bis zu 30 Jahren zur Realisierung von öffentlichen Hochbauvorhaben, wie beispielsweise Krankenhäuser oder Schulen, eingeht. In der aktuellen Krisensituation werden für diesen Sektor aufgrund der stabilen Einnahmenströme keine oder nur geringe Beeinträchtigungen erwartet. Der Energiebereich ist im Wesentlichen geprägt durch Versorgungsnetze und Erneuerbare Energien, die regulierte, staatlich geförderte oder fest vereinbarte Entgelte aus langfristigen Abnahmeverträgen (Power Purchase Agreements (PPA)) generieren. Analog dem Bereich Soziale Infrastruktur ist davon auszugehen, dass auch der Energiesektor mit seinen planbaren Einnahmenströmen durch das aktuelle Marktumfeld voraussichtlich nur unwesentlich beeinflusst wird. Ein Profiteur der Krise kann der Kommunikationssektor sein, der in Zeiten des „Social Distancings“ einen neuen politischen Stellenwert erfährt. Für die Zukunft wird erwartet, dass die Öffentliche Hand den flächendeckenden Ausbau von leistungsfähigen Glasfasernetzen und Funkmasten verstärkt vorantreiben wird. Im Zuge der voranschreitenden Digitalisierung können sich

für Anleger im Kommunikationssektor interessante Investment-Opportunitäten ergeben.

Neben dem „Core“-Segment besteht für Anleger mit größerem Risikoappetit die Möglichkeit, sich an Infrastrukturanlagen mit dem Risikoprofil „Value-Added“ zu beteiligen. „Value-Added“-Anlagen sind insbesondere im Transportbereich, wie beispielsweise Mautstraßen, Schienen, Flughäfen und Häfen, zu finden. Hierbei refinanziert sich der Anleger aus der Auslastung der Infrastrukturanlage, die wiederum von der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts bzw. vom Nutzeraufkommen abhängig ist. Da der Flug-, Schiffs- und Fernverkehr in der gegenwärtigen Krise erheblichen Verkehrsrückgängen ausgesetzt ist, bestehen für Transportanlagen vorübergehend erhöhte Ertragsrisiken. Um die erhöhten Risiken widerzuspiegeln, könnten die Risikoprämien und damit die Diskontierungszinssätze für Transportanlagen in den nächsten Quartalen steigen. Dies würde wiederum zu einem Rückgang der Bewertungen der Anlagen führen. Allerdings haben Transportanlagen Laufzeiten von bis zu 50 Jahren, so dass die COVID-19-Krise gegebenenfalls nur kurzfristige Auswirkungen auf die Ausschüttungen haben wird. Darüber hinaus können sektorübergreifend Neubauprojekte (Greenfields) durch die Beeinträchtigung der weltweiten Lieferketten von Lieferverzögerungen und Kostenerhöhungen betroffen sein. Positiv festzuhalten bleibt, dass für Infrastrukturanlagen im Allgemeinen keine wesentlichen Refinanzierungsrisiken bestehen, da

diese entsprechend ihrer langlebigen Natur langfristig fremdfinanziert sind und in der Laufzeit überwiegend getilgt werden.

Die Bereitstellung einer funktionsfähigen Infrastruktur kann ein Erfolgsschlüssel für die Erholung der Volkswirtschaften sein. Doch der öffentliche Investitionsbedarf in Infrastruktur ist enorm und beläuft sich weltweit auf bereits USD 69,4 Billionen (Jahr 2017 bis 2035).² Hinzu kommen Wachstumstreiber wie beispielsweise der technologische Fortschritt, die Digitalisierung, die Verknappung fossiler Rohstoffe und das Bevölkerungswachstum, die einen weiteren Ausbau und Modernisierung der bestehenden Infrastrukturanlagen erfordern. Eine verstärkte Ausweitung der Infrastruktur-Aufträge seitens der Öffentlichen Hand zur Ankurbelung bzw. zum Neustart der Wirtschaft nach der Krise ist daher zu erwarten.

Die Beteiligungsmöglichkeiten für institutionelle Anleger an der Anlageklasse Infrastruktur sind vielfältig. Gerade vor dem Hintergrund der durch COVID-19 hervorgerufenen Unsicherheiten ist eine breite Portfoliodiversifikation essentiell. Daher stellen Infrastruktur-Dachfonds, die in 10 bis 20 nicht-börsennotierte Infrastrukturfonds investieren, eine geeignete alternative Anlageform dar. Mit nur einer Investition können Anleger ein breit gestreutes und granulares Portfolio aus 100 bis 200 Infrastrukturbeteiligungen aus unterschiedlichen Sektoren, Regionen und Projektreifen erschließen. Ein entsprechend konservativ ausgerichtetes Produkt bietet die Helaba Invest ihren Anlegern an. Der ausschüttungsorientierte Mehranleger-Dachfonds investiert hierbei schwerpunktmäßig indirekt in bestehende Kerninfrastrukturanlagen in Europa. Der Multi-Manager-Fonds in der zweiten Generation steht Anlegern im Jahr 2020 zur Zeichnung zur Verfügung.

Die Helaba Invest gehört in Deutschland zu den führenden Kapitalverwaltungsgesellschaften im institutionellen Asset Management. Als zuverlässiger Partner vertrauen institutionelle Anleger seit über 25 Jahren auf unsere langjährige Erfahrung. Unsere Unternehmensstrategie basiert dabei auf den drei Säulen Asset Management für Wertpapiere, Immobilien & Alternative Investments sowie unserer Dienstleistung als Master-KVG. Als Brücke zwischen Master-KVG und Asset Management bieten wir darüber hinaus seit mehreren Jahren ein Overlay Management an. Unser umfassendes Wissen über die Kapitalmärkte nutzen wir, um für unsere Anleger gute und stetige Anlageergebnisse bei kontrolliertem Risiko zu erzielen.

² Vgl. McKinsey Global Institute (Hrsg.): Bridging Global Infrastructure Gaps

Helaba *Invest*



Dr. Dirk Krupper
Geschäftsführer

Helaba Invest
Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt

T: +49 69 29970 200
E: dirk.krupper@helaba-invest.de
www.helaba-invest.de



Dr. Susanne Dittrich
Teamleiterin
Alternative Products

Helaba Invest
Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt

T: +49 69 29970 456
E: susanne.dittrich@helaba-invest.de
www.helaba-invest.de

Mit Master-KVG-Services Kosten und Zeit sparen

Kosten und Aufwand der Anlageverwaltung sind und bleiben eine der wichtigsten Herausforderungen für institutionelle Investoren. Die Zusammenarbeit mit einer geeigneten Master-KVG kann aber ein Mehrwert bringender Lösungsweg sein.

Eigentlich hat sich durch die Corona-Pandemie und deren wirtschaftliche Folgen am grundlegenden Kapitalmarktumfeld für Investoren wenig geändert. Der einzige wirkliche Unterschied: Vor dieser Krise schien eine Normalisierung der Zinspolitik zumindest in erreichbarer Nähe. Auf die wirtschaftlichen Folgen des durch COVID-19 bedingten Lockdowns mussten die Notenbanken jedoch reagieren. Um den Markt mit Liquidität zu versorgen, haben sie die Zinsen rund um den Globus erneut massiv gesenkt, zum Teil weit in den negativen Bereich. Damit ist das schon zuvor herrschende Umfeld mit niedrigen und teilweise negativen Zinsen wohl auf viele Jahre zementiert.

Um in diesem Rahmen noch eine ausreichende Rendite erwirtschaften zu können, sind institutionelle Investoren zunehmend gezwungen, anspruchsvollere und komplexere Anlagestrategien einzusetzen und verstärkt auf alternative und zum Teil illiquide Investments zu setzen. So haben Anlagen wie Private Equity, Private Debt oder Infrastrukturanlagen in den vergangenen Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. In einer Umfrage des Bundesverbandes Alternative Investments aus dem Jahr 2019 gaben 75 Prozent der befragten Versicherer an, ihr Engagement in alternativen Investments erhöht zu haben.

Dazu kommen die zunehmend strengerem regulatorischen Rahmenbedingungen, eine Folge der Finanzkrise 2008. So sind die gesetzlichen Anforderungen an Reporting und Bilanzierung deutlich gestiegen, zugleich gab es aber auch auf steuerlicher Seite Änderungen. Das Investmentsteuergesetz zum Beispiel, das an vielen Stellen Spielraum für unterschiedliche Auslegungen zulässt, kann zu Unsicherheiten bei Investoren führen. Dazu kommt der – auch regulatorisch getriebene – Trend zu ESG-konformen Geldanlagen. Alle diese Entwicklungen, die Regulatorik, das Niedrigzinsumfeld und der Trend zu nachhaltigen Investments, bedeuten eine zunehmende Komplexität bei der Geldanlage und letztlich mehr Kosten und Aufwand für institutionelle Investoren.

Komplexere Anlagen führen zu höheren Administrationskosten

Kosten, die allerdings in dem renditeschwachen Umfeld immer schwerer zu verdienen sind. Mit anderen Worten: Es kommt bei der Geldanlage inzwischen auf jeden Basispunkt an. Eine Möglichkeit, wertvolle Basispunkte bei der Fondsverwaltung einzusparen, bietet das Master-KVG-Konzept. Die Idee dabei: Die Master-KVG übernimmt die Verwaltung des Sondervermögens und das auf-

sichtsrechtliche Reporting. Damit können zum Beispiel verschiedene Fonds bei einem Dienstleister in einem Masterfonds gebündelt werden, wobei unterschiedliche Asset Manager unabhängig voneinander die einzelnen Fonds managen.

Auf diese Weise lässt sich beispielsweise der Aufwand für steuerliche und bilanzielle Abläufe, für die Performancemessung, die Attributionsanalyse oder auch das Risikocontrolling für Spezialfonds deutlich reduzieren. Zudem sinkt damit die Abschreibungsgefahr, da sich Verluste zwischen verschiedenen Segmenten ausgleichen lassen, während zugleich die gezielte Diversifikation der getätigten Investments einen weiteren Vorteil darstellt.

Allerdings spielen Eigen- oder Direktanlagen in den Portfolios institutioneller Investoren eine sehr wichtige Rolle. Laut der Marktstudie der Ratinggesellschaft Telos GmbH zu Spezialfonds machten Eigenanlagen, die nicht in Spezialfonds verwaltet werden, etwa 56 Prozent der institutionellen Vermögenswerte insgesamt aus. Dies führt in der Praxis aber dazu, dass die Administration der Investments insgesamt nochmals deutlich an Komplexität gewinnt.

Zum Beispiel müssen damit unterschiedliche Datenbestände zusammengeführt werden, da die Methoden und Zeitpunkte für die Erfassung der unterschiedlichen Anlagen voneinander abweichen können. Dazu kommen möglicherweise Anlagen in

Fremdwährung, unterschiedliche IT-Anwendungssysteme, eine Vielzahl technischer Schnittstellen, die Koordination verschiedener Ansprechpartner, das Liquiditätsmanagement oder unterschiedliche Methoden sowie Prämissen für die Modellierung und Berechnung von Kennzahlen, was wiederum die Risikomessung und -kontrolle erschwert. All das führt zu höheren Kosten und einem höheren zeitlichen Aufwand bei der Kapitalanlage und deren Verwaltung.

Erhöhte Transparenz durch einheitliches Reporting

Um eine einheitliche Datenbasis über alle Anlagen hinweg zu erhalten, bieten Master-KVG-Services in der Regel die Möglichkeit, auch Direktanlagen in ein einheitliches Reporting zu integrieren. Das bedeutet, dass institutionelle Investoren damit ihre gesamte Kapitalanlage, also sämtliche Fonds, aber auch Direktbestände oder alternative Investments, in einem Bericht überblicken können. Das bietet zahlreiche Vorteile. Dazu zählen beispielsweise eine bessere Liquiditätssteuerung, eine mögliche Absicherung von Währungsrisiken über das Gesamtportfolio hinweg oder Vereinfachungen bei der Erfüllung der inzwischen recht umfangreichen internen und externen Berichtspflichten.

Zudem kann auf diese Weise eine tiefgreifende Analyse der gesamten Anlagen des institutionellen Anlegers erfolgen. Das Reporting kann ein zentraler

Faktor sein, wenn es beispielsweise darum geht, Risiken in einem Portfolio ausfindig zu machen, die in Krisenzeiten zutage treten. Um solche Turbulenzen an den Märkten besser zu überstehen, braucht es einen laufenden Überblick über alle Investments, über etwaige Klumpenrisiken über die gesamte Anlage hinweg oder auch über Worst-Case-Szenarien. Deshalb sind ein Performance- und Risiko-Reporting oder eine gründliche Attributionsanalyse auf Ebene des Gesamtportfolios von entscheidender Bedeutung.

Ferner ist es mit einem einheitlichen Gesamtreporting möglich, Steuerinformationen zu konsolidieren und aufzubereiten. So können Quellensteuerückforderungen praktisch aus einer Hand initiiert und überwacht werden. Zunehmende Bedeutung, gerade im aktuellen Umfeld, kommt auch dem Overlay-Management zu. Die übergreifende Datenbasis der Master-KVG erst ermöglicht eine effiziente Risikosteuerung des Gesamtvermögens. Das ist in turbulenten und komplexen Marktphasen ein nicht zu unterschätzender Beitrag zum langfristigen Anlageerfolg. Dazu kommen weitere Vorteile wie die Anlagegrenzprüfung oder ein einheitliches IT-System mit funktionierenden Schnittstellen. Ein Master-KVG-Anbieter kann zudem neue regulatorische Anforderungen schnell berücksichtigen und beim institutionellen Investor auf diese Weise den Aufwand weiter verringern.

Wenige, zentrale Ansprechpartner

Der Anleger selbst hat es mit der Bündelung seiner Anlagen bei einem Administrator auch nicht mehr mit einer Vielzahl verschiedener, sondern nur mit wenigen zentralen Ansprechpartnern zu tun. Dies kann dem Investor die tägliche Arbeit spürbar erleichtern und seinen Aufwand ebenfalls reduzieren. Dazu können Anleger bei Bedarf von weiteren Funktionen wie Collateral-Management oder Wertpapierleihe profitieren. Zusätzlich kann auch die Funktion der Verwahrstelle eingebunden werden. So lässt sich die gesamte Administration, vom Front- über das Middle- bis hin zum Back-Office, bei einem einzigen Anbieter bündeln.

Ein weiterer wichtiger Punkt betrifft den bereits angesprochenen Trend zur Nachhaltigkeit. Zum einen regelt § 234i VAG die Pflicht der Aufsichtsbehörde zu erklären, in wieweit Pensionskassen in ihrer Anlagepolitik ESG-Belangen Rechnung tragen. Zum anderen scheint die Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Geldanlage, wie unter anderem die Ratingagentur Scope in einer Analyse vom Mai 2020 feststellt, Risiken zu reduzieren. Diese Überzeugung hat sich gerade in der Corona-Krise manifestiert. Zahlreiche Untersuchungen weisen nach, dass nachhaltige Investments in dieser Marktphase nicht nur die Risiken im Vergleich zu weniger nachhaltigen Anlagen gesenkt haben, sondern zusätzlich einen positiven Effekt auf die Wertentwicklung eines Portfolios hatten.

Vieles spricht deshalb dafür, dass ein umfassendes und modular aufgebautes ESG-Reporting, mit dem sich die Auswirkungen von Anlagestrategien auf die Umwelt und die Gesellschaft messen lassen, künftig zu einem immer wichtigeren Erfolgsfaktor wird. Schließlich versetzt es Investoren in die Lage, ihre Anlageentscheidungen zusätzlich auf Basis der mit Nachhaltigkeitskriterien verbundenen Risiken zu treffen. Die entsprechenden ESG-Daten sollten sich in einem solchen Reporting deshalb individuell verdichten und gewichten lassen, und zwar sowohl auf Ebene der einzelnen Branchen als auch hinsichtlich des Gesamtratings auf Fonds- oder Masterfondsebene.

Laufende Erweiterung des ESG-Reportings

Idealerweise lässt sich das bestehende ESG-Reporting aber über die Ist-Analyse des Portfolios hinaus an die sich dynamisch entwickelnden Anforderungen anpassen. Zentraler Faktor ist dabei die laufende Erweiterung des ESG-Kennzahlenspektrums. Auf diese Weise ist denkbar, dass künftig über ein solches Nachhaltigkeitsreporting Einblicke zu Kennzahlen im Bereich des Business Involvements, etwa in Bezug auf Waffen oder Glücksspiel, die CO₂-Intensität des Portfolios und deren Entwicklung im Zeitverlauf oder tiefere Einblicke in die einzelnen ESG-Faktoren gewährt werden.

Letztlich stellt sich für jeden Investor aber die Frage, wie er den zu ihm passenden Anbieter findet.

Schließlich sollte die Master-KVG auch zum Anforderungsprofil des institutionellen Anlegers passen. Ein entscheidender Faktor dürfte für viele Anleger der modulare Aufbau des Angebots ohne Systembrüche sein. Das gilt zum Beispiel für das Reporting. Es sollte individuell auf die Bedürfnisse des jeweiligen Investors zugeschnitten werden können. Und dieser wiederum sollte die Möglichkeit haben, bei Bedarf einzelne Berichte mobil über das Handy oder andere Geräte abzurufen.

Dazu spielen auch die jeweiligen Kompetenzen und das Know-how des Anbieters eine wichtige Rolle. So sollte beispielsweise das vorhandene EU-Fondsdatenblatt für das Solvency-II-Meldewesen, das Tripartite Template (TPT), verwendet werden können, so dass keine zusätzlichen Systeme notwendig sind. Oder dass sich das ESG-Reporting an die sich verändernde Taxonomie anpasst, damit eine Datenbank geschaffen wird, die sowohl dem Corporate-Reporting wie auch dem Vertrieb des Kunden genügt. Vorausblickend werden, wie es §134b Aktiengesetz vorschreibt, auch die Bereiche Engagement, die Mitwirkungspolitik und das Abstimmungsverhalten an Bedeutung gewinnen. Hier arbeitet SGSS derzeit an Lösungen.

Ferner sind langjährige Erfahrung, Flexibilität, ein starkes Rating des Anbieters oder seiner Muttergesellschaft, der neueste Stand der Technik oder höchster Standard in Sachen Datensicherheit wichtige Kriterien bei der Auswahl des passenden Admi-

nistrators. Investoren, die international tätig sind, brauchen ferner einen Anbieter, der selbst über ein internationales Netzwerk verfügt. Und schließlich braucht es auch Vertrauen zwischen dem Investor und dem Administrator als Grundlage für eine funktionierende Zusammenarbeit.

hinweg an Effizienz gewinnen und so einen Skaleneffekt bei der Geldanlage erzielen. Dadurch kann ein Kostenvorteil entstehen, der sich günstig auf die Portfoliorendite und damit auf die Einhaltung der langfristigen Ertragsziele auswirkt. Das dürfte künftig zu einem immer wichtigeren Erfolgsfaktor bei der Kapitalanlage werden.

Fazit: Wer das alles berücksichtigt, kann durch die Bündelung der Verwaltung über alle Kapitalanlagen

Mit Niederlassungen an 26 Standorten weltweit und rund 4.000 Mitarbeitern stellt die Société Générale Securities Services (SGSS) für Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, Finanzinstitutionen und Asset Managern ein umfassendes Angebot an Wertpapierdienstleistungen zur Verfügung. In Deutschland gehören wir seit über 50 Jahren zu den führenden Full-Service-Anbietern. Ob Master-KVG, Insourcing, Verwahrstellen-Services, Analytics oder Zusatzdienstleistungen – bei uns erhalten Sie alles aus einer Hand.

- Wir sehen uns als Pan-Europäischer One-Stop-Shop:
- Europaweites Reporting (Legal Reporting, Analytics und ESG-Reporting) und Unterstützung des Fondsvertriebs
- Unter den führenden lokalen Akteuren für Master-KVG und Insourcing-Dienstleistungen, inklusive Integration von Direktanlagen mit Darstellung der gesamten Kapitalanlagen (Fonds und Direktbestände) durch ein konsolidiertes Reporting
- Globaler Custodian
- Internationales Accounting

Die SGSS rangiert unter den Top 10 Global Custodians weltweit und steht per Ende März 2020 auf Rang 2 in Europa mit 4.110 Mrd. EUR verwahrten Anlagegeldern. SGSS stellt weltweit Depotbank- und Treuhandservices für 3.217 Fonds bereit und führt die Bewertung für 4.304 Fonds mit einem verwalteten Gesamtvermögen von ca. 579 Mrd. EUR durch.



Christian Wutz
Managing Director

Société Générale Securities Services Deutschland, München
Apianstraße 5
85774 München

T: +49 89 33 03 34 30 0
E: christian.wutz@sgss.socgen.com
www.securities-services.societegenerale.com



Harold Keller
Head of Sales and Relationship Management,

Société Générale Securities Services Deutschland, Frankfurt am Main
Garden Tower
Neue Mainzer Straße 46-50
60311 Frankfurt am Main

T: +49 69 717 44 63
E: harold.keller@sgss.socgen.com
www.securities-services.societegenerale.com

Transition Management: Umstrukturierungen optimal und kontrolliert meistern

Die Aufgabe von Transition Management ist es, Portfolios durch kritische Umstrukturierungsphasen zu begleiten, um so deren Rentabilität auf lange Sicht zu gewährleisten. Der im Angelsächsischen geprägte Prozess wird auch im deutschsprachigen Raum erfolgreich umgesetzt.

Motiviert werden Umstrukturierungsphasen beispielsweise durch regulatorische Vorgaben und sich ändernde Risikoprofile der Anleger, oder sie resultieren aus angepassten Kapitalmarktannahmen. Besonderer Umstrukturierungsbedarf erwächst aus ausgeprägten Krisen, die häufig Änderungen oder die Wiederherstellung des Gleichgewichts der Asset-Allokation nach sich ziehen.

Wo Umstrukturierungen in einem Portfolio nötig sind, entsteht allerdings häufig ein Vakuum an wirksamer Risikokontrolle, das zu deutlichen Renditeeinbußen führen kann. Zum Beispiel wenn ein Asset-Manager-Wechsel ohne professionelles Transition Management durchgeführt wird. Gewöhnlich wird hier dem künftigen Asset Manager eine Performancepause gewährt, in der sich Risiken und Kosten unkontrolliert entwickeln können.

Typische Situationen dafür sind:

- Kündigung eines Asset Managers oder Beraters mit oder ohne Folgemanager
- Wechsel des Asset Managers in einem oder mehreren Segmenten
- Neuaufgabe eines Segments bzw. Neuaufbau

eines Portfolios mit Cash oder aus bestehenden Assets

- Liquidation eines Fonds oder Segments
- Allokationsveränderungen innerhalb eines Masterfonds oder zwischen unterschiedlichen Masterfonds
- Erwägung einer neuen Strategischen Asset-Allokation (SAA) durch den Investor

Bei jedem grundlegenden Eingriff in die SAA oder beim Wechsel beauftragter Asset Manager für einzelne Asset-Klassen oder Anlagesegmente kommt es zu einer Übergangsphase vom bestehenden Portfolio (A) zum Portfolio der neuen gewünschten Struktur (B). Sofern die Umstrukturierung unkoordiniert erfolgt, können die Risikosteuerung des Portfolios sowie die Performance während der Transition-Phase eingeschränkt sein und ertragsmindernde Kosten entstehen.

Nur rund 20 Prozent der gesamten Umstrukturierungskosten entfallen dabei durchschnittlich auf explizit ausgewiesene Kosten, wie zum Beispiel Broker Fee und Finanztransaktionssteuer. 80 Prozent der Kosten entfallen auf implizite Kosten, die für den Investor schwierig nachzuvollziehen sind. Zum Beispiel Spread- und Market-Impact-Kosten, die mit ihrer jeweiligen Ausprägung ermittelt und in Beziehung zu Opportunitätskosten gesetzt werden. Opportunitätskosten entstehen aus der Performance-Differenz zwischen Portfolio A und Portfolio B während der Transition-Phase. Professionelles

Transition Management kommt hier zum Einsatz und hilft, Transparenz zu sichern, Kontrolle zu jedem Zeitpunkt des Übergangsprozesses zu behalten und Gesamtkosten selbst unter Berücksichtigung der Transition Manager Fee um bis zu 60 Prozent zu minimieren.

Optimierung: Zeit versus Kosten

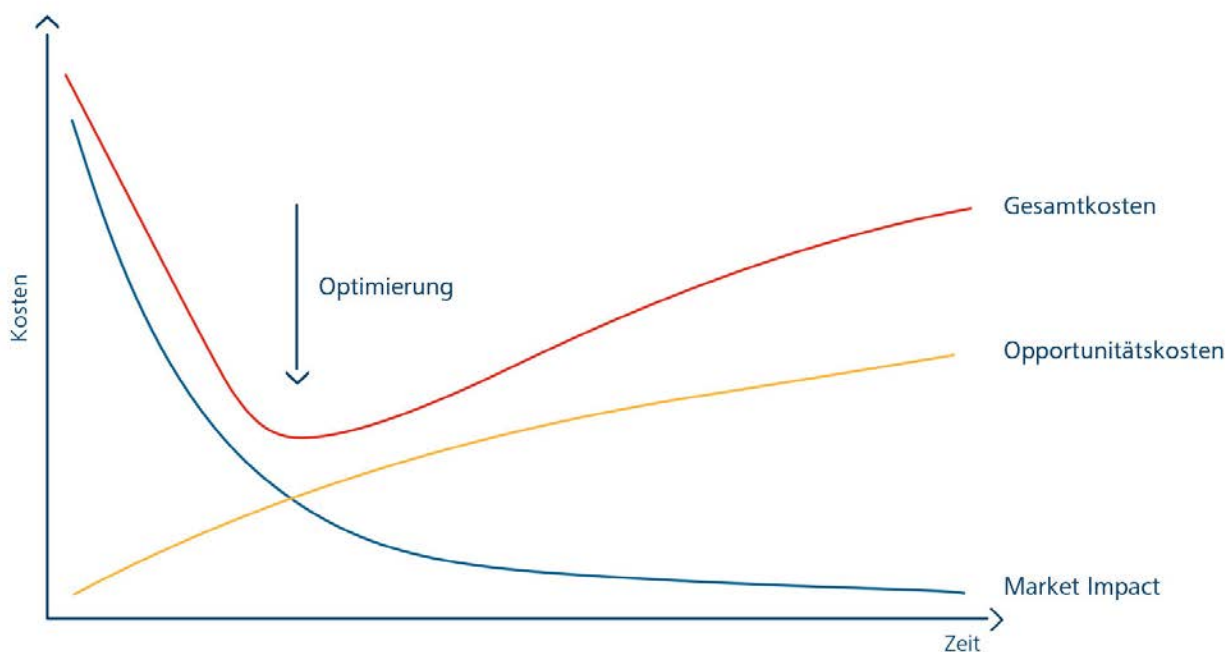
Die Betrachtung der Kosten in Abhängigkeit von der Zeit ist im Transition-Management-Prozess für die Kostenminimierung entscheidend. Je länger es dau-

ert, bis eine Marktexponierung im Sinne des neuen Portfolios implementiert ist, desto höher können die Opportunitätskosten steigen. Ein zu schnelles Agieren dagegen würde eine Sicht auf eventuell steigende implizite Kosten vernachlässigen, wie zum Beispiel Market-Impact-Kosten, die gerade in weniger liquiden Märkten durch die eigenen Transaktionen anfallen können.

Jede Umsetzungsstrategie für eine Transition strebt daher immer nach einer Optimierung in Abhängigkeit von Zeit und Kosten (Abbildung 1.2).

Abbildung 1.2

Optimierung: Zeit versus Kosten



Quelle: Portfolio Management Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Transition Performance: Transparenz sichern, Kontrolle behalten, Kosten minimieren

Mit der Berechnung des Implementation Shortfalls ist die Leistung des Transition Managements in der Transition-Phase jederzeit für den Investor transparent und dokumentiert. Der Implementation Shortfall fasst alle expliziten und impliziten Kosten zusammen, die mit der Umstrukturierung verbunden sind. Mithilfe des Implementation Shortfalls wird die Performance des Zielfortfolios (B) mit der des vorhandenen Portfolios während der Transition-Phase verglichen. Dabei wird unterstellt, dass das Zielfortfolio (B) am Abend vor Beginn der Transition zu den Tagesschlusskursen und ohne Transaktionskosten gebildet wurde. Mit dem Einsatz von

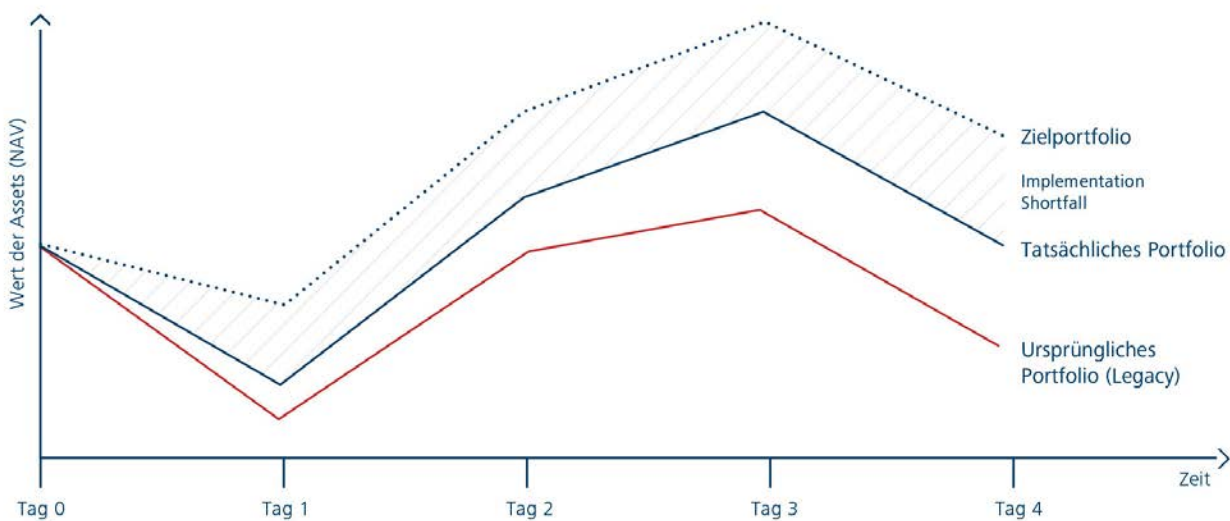
Hedging-, Crossing- und Overlay-Techniken optimiert der Transition Manager Kosten und Risiken der Umstrukturierung und reduziert somit die Performancedifferenz (Abbildung 1.3).

Transition Management: Möglichst früh, möglichst umfassend

Zwei Erfolgsfaktoren sind deshalb für eine Umstrukturierung wesentlich:

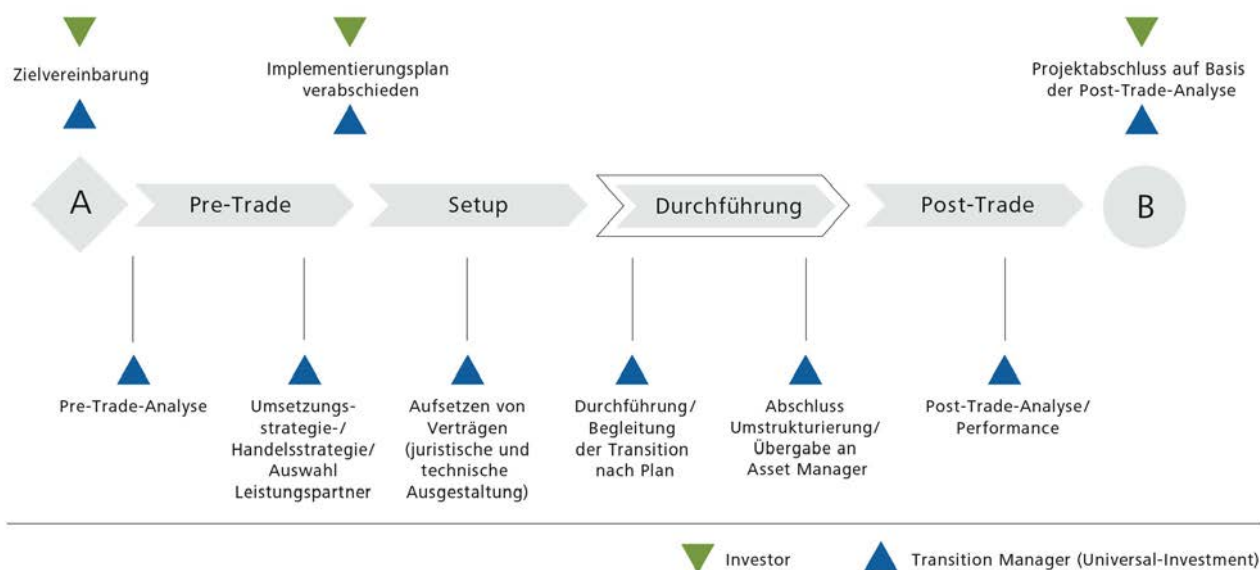
1. Frühzeitig Experten für professionelles Transition Management hinzuzuziehen, denn nur so lassen sich Risiken so weit wie möglich vermeiden und Effizienzpotenziale umfassend ausschöpfen.
2. Einen Leistungspartner auszuwählen, der über Expertise, langjährige Erfahrung sowie beste

Abbildung 1.3
Entscheidende Messgröße: Transition Performance



Quelle: Portfolio Management Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Abbildung 1.4
Transition Management mit Universal-Investment: Von Anfang bis Ende



Quelle: Portfolio Management Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Schnittstellen (Master-KVG) verfügt und in der Lage ist, die Transition von Anfang bis Ende zu begleiten.

Generell hängen Art und Umfang der eingesetzten Transition-Lösung immer von spezifischen Anforderungen des institutionellen Investors und dem entsprechenden Portfolio ab. Modulare Leistungsbausteine sind nicht nur prädestiniert für Transition Management, sondern können zielgerichtet nach der Komplexität des jeweiligen Transition-Projekts (zum Beispiel Anzahl der Asset-Klassen, involvierte Anlageinstrumente, betroffene Währungen, Liquidität, Handelsbesonderheiten, regulatorische Erfordernisse) orchestriert werden und sind damit den Anforderungen entsprechend skalierbar.

Sollte Bedarf bestehen, werden weitere, externe Spezialisten für Transition Management ausgewählt und hinzugezogen. Das gesamte Transition Management wird aber in jedem Fall von den Experten der Universal-Investment von Anfang bis Ende verantwortlich kontrolliert und begleitet (Abbildung 1.4).

Universal-Investment verfügt über mehr als 15 Jahre Know-how im Bereich Transition Management. 275 erfolgreich begleitete Transitions mit einem Transition-Volumen von rund 95 Mrd. Euro (Stand: Februar 2020) zeigen das Vertrauen, das Investoren Universal-Investment entgegenbringen.

Die Universal-Investment-Gruppe ist mit 521 Mrd. Euro verwaltetem Vermögen die größte unabhängige Fondsservice-Plattform im deutschsprachigen Raum und Marktführer für Master-KVGs und Private-Label-Fonds. 1968 gegründet mit Sitz in Frankfurt am Main sowie Töchtern, Niederlassungen und Beteiligungen in Luxemburg, Polen und Österreich, gehört Universal-Investment zu den Pionieren in der Investmentbranche. Mit der 2019 durchgeführten Akquisition des branchenführenden IT-Datenspezialisten labs, heute Universal-Investment-Labs GmbH, hat Universal-Investment das Service-Portfolio um Front-Office- und Datenlösungen leistungsstark erweitert. Ca. 750 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter betreuen ca. 1.500 Fondsmandate in vier Produktlinien: Securities (Master-KVG, Private-Label-Fonds), Alternative Investments, Real Estate sowie Portfolio Management mit regelbasierten Anlagestrategien. Als Fondsservice-Plattform bietet die Gesellschaft institutionellen Investoren und Fondsinitiatoren das gesamte Spektrum einer Plattform: Administration, Strukturierung von Fonds, Wertpapieren und alternativen Investments sowie das passende Risikomanagement.

Der aktuelle PwC 2020 ManCo Survey hat Universal-Investment als größte AIFM-ManCo in Luxemburg identifiziert; bei den Third-Party-ManCos rangiert Universal-Investment auf Platz zwei. Universal-Investment ist Unterzeichner der UN Principles for Responsible Investment und Mitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V. (Stand: Juni 2020)



Katja Müller
Chief Customer Officer

Universal-Investment-Gesellschaft mbH
Theodor-Heuss-Allee 70
60486 Frankfurt am Main

T: +49 69 71043-114
E: katja.mueller@universal-investment.com
www.universal-investment.com



Victor Bemann
Member of the Board
Head of Portfolio Management

Universal-Investment-Luxembourg S.A.
Niederlassung Frankfurt am Main
Theodor-Heuss-Allee 70
60486 Frankfurt am Main

T: +49 69 71043-642
E: victor.bemann@universal-investment.com
www.universal-investment.com

Private-Market-Investments – Investoren brauchen Transparenz

Private-Market-Investments sind bei institutionellen Anlegern gefragt. Die Anleger schätzen an ihnen die Langfristigkeit, regelmäßige Cash-Flows und eine schwankungsarme Entwicklung der Bilanzwerte. Doch der Weg zum Ziel ist zeit- und ressourcenintensiv.

Transparenz für Investoren erhöhen

Traditionell werden Private-Market-Investments über geschlossene Fonds zugänglich gemacht. Daraus ergibt sich für Investoren auf der Suche nach geeigneten Anlagemöglichkeiten in diesem Bereich ein Problem. Die Menge verfügbarer Marktinformationen ist sehr begrenzt.

Während es beispielsweise im Publikumsfondsbereich unterschiedliche Informations- und Analyseplattformen gibt, um den Markt bzw. ein Segment zu sondieren, mangelt es im Private-Market-Segment an entsprechenden Angeboten, die geeignete Informationen bereitstellen und dadurch die Transparenz für Investoren erhöhen.

Öffentlich zugängliche Informationen zu Private-Market-Anlagen stellen in Deutschland die Bundesbank und die BaFin bereit. Die BaFin bietet beispielsweise in ihrer Fondsdatenbank eine Liste aller in- und ausländischen alternativen Publikumsinvestmentfonds (P-AIF). Während die Liste der inländischen P-AIF noch eine Untergliederung unter anderem in geschlossene P-AIF und Immobili-

en-Sondervermögen enthält, fehlt diese Granularität bei den ausländischen P-AIF.

Doch auch für die inländischen P-AIF sind die Informationen bei der BaFin alles andere als detailliert. So können Angaben über die Anlageklasse nur über den Namen des Fonds entnommen werden. Weitergehende Informationen wie Zielvolumina, Mindestzeichnungsbeträge oder auch die Gebühren finden sich hier nicht. Ebenso ist nicht ersichtlich, ob sich ein Fonds bereits in der Zeichnung befindet, wann diese beginnt bzw. endet oder ob bisher nur die rechtliche Hülle zugelassen wurde. Die Suche nach Informationen und ein Vergleich der Angebote ist mühselig und zeitaufwendig, da die relevanten Daten aus den genehmigten Verkaufsprospekten erhoben werden müssen.

Die Liste der BaFin umfasst zudem nur einen Bruchteil des Marktes, nämlich das Segment der P-AIF. Informationen zu geplanten Projekten bzw. Investitionsvorhaben, die sich ausschließlich an institutionelle Anleger wenden und deren Umsetzung innerhalb eines (geschlossenen) Spezial-AIF stattfinden soll, gibt es auf keiner offiziellen Seite. Ein

Hinderungsgrund bezüglich der Bereitstellung ausführlicher Informationen ist sicherlich auch in der Regulierung des Vertriebs von Privatmarktanlagen zu sehen. Die neuen Regelungen zum Pre-Marketing geschlossener AIF werden hier eher für weniger als für mehr Transparenz sorgen, da Produktanbieter bei der Bereitstellung von Informationen darauf achten müssen, die Grenze einzuhalten, ab welcher der Vertrieb beginnt.

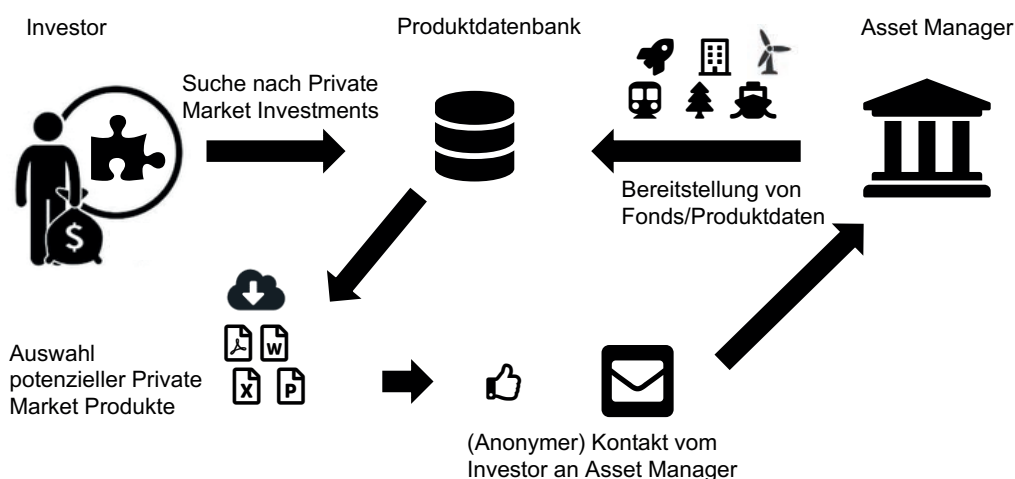
Zudem muss der Prozess im Vorwege jedes Investments neu durchlaufen werden. In diesem Zusammenhang sind umfassende Informationen zu den am Markt bestehenden Alternativen für Investoren wichtig. Ohne ausreichende Vergleichsmöglichkeiten sind Investoren kaum in der Lage erfolgreich zu investieren, da es ihnen nicht möglich ist, jene Manager zuverlässig zu identifizieren, die für ihre Portfolios den meisten Mehrwert bieten.

Aufwendige Bewertung für Anleger

Der Due-Diligence-Prozess im Bereich von Private-Market-Investments ist aufgrund der geschilderten Intransparenz zeit- und ressourcenintensiv.

Abkürzungen im Auswahlprozess können dabei deutlich nachteiligere Auswirkungen haben als bei liquiden Investments, da sich der Investor im Zuge von Private-Market-Investments über viele Jahre bindet. Auch wenn es mittlerweile mehrere Anbie-

Abbildung 1.5
Informationsplattform für Private-Market-Produkte (Primär-/Sekundärmarkt)



Quelle: Absolut Research GmbH

ter von Zweitmarktplattformen gibt, die die Transparenz und Liquidität in diesen Anlageklassen erhöhen wollen, müssen Investoren, die sich von ihren Anteilen trennen wollen, zum gegebenen Zeitpunkt einen Käufer finden, was oftmals nur unter hohen Abschlägen möglich ist. Davon abgesehen, lösen Zweitmarktplattformen nicht das Problem der am Primärmarkt bestehenden Intransparenz.

Mit den aktuell verfügbaren Informationen im Bereich der Private-Market-Investments ist das Matching von Investoren und Asset Managern somit schwierig durchzuführen. Eine mangelnde Angebotstransparenz bedeutet aus Investorensicht, dass sie attraktive Investments möglicherweise erst kurz vor oder im schlimmsten Falle nach einem Closing sehen. Ein Investment käme dann unter Umständen nicht mehr in Betracht, da beispielsweise die Zeit für die notwendige Due Diligence nicht ausreichend ist, sodass hieraus letztlich Opportunitätskosten mit entsprechend negativen Folgen entstehen können. Ferner behindert eine mangelnde Transparenz auch die effiziente Allokation von Ersparnissen hin zu produktiven Investments, beispielsweise im Rahmen von Venture-Capital- oder Infrastrukturfinanzierungen.

Es scheint daher dringend geboten, die Transparenz in diesem Anlagesegment weiter zu erhöhen. Eine Möglichkeit wäre beispielsweise eine Informationsplattform, auf der Asset Manager anonymisiert Informationen über Eckdaten geplanter Projekte und Vehikel einstellen können, gleichzeitig jedoch nicht

gegen die Vertriebsregularien des Kapitalanlagegesetzbuchs verstoßen. Darüber hinaus sollten Investoren die Möglichkeit erhalten, bei Interesse mit dem Manager in Kontakt zu treten. Davon würden letztlich alle Seiten profitieren.

Absolut research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN



Michael Busack
Geschäftsführer

Absolut Research GmbH
Große Elbstr. 277a
22767 Hamburg

T: +49 40 30 37 79-0
E: busack@absolut-research.de
www.absolut-research.de

Die Absolut Research GmbH ist ein Fachverlag und Researchhaus mit Fokus auf das institutionelle Asset Management. Seit dem Jahr 2000 liefert das in Hamburg ansässige Unternehmen institutionellen Investoren im deutschsprachigen Raum Know-how und Analysen für eine fundierte Entscheidungsfindung bei der Kapitalanlage. Die Fachpublikationen decken ein breites Spektrum ab: von der Analyse eines Marktsegments über die Performance von Asset Managern und ihrer Anlageprodukte bis hin zum Wissensmagazin mit Fachartikeln von Experten für Experten. Neben dem langjährigen Erfolgsmagazin Absolut|report und Absolut|impact wird im Herbst 2020 mit dem Absolut|privat die erste Fachpublikation und Informationsplattform zum Thema Private Markets im deutschsprachigen Raum lanciert.

2. Neun Thesen – vier Experten

In diesem Kapitel haben wir Vertreter aus den Sponsorenhäusern gebeten, zu neun 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.



Daniel Schepp
Deputy Head Business Development & Sales Germany / Austria

CACEIS Bank S.A., Germany Branch



Dr. Hans-Ulrich Templin
Mitglied der Geschäftsführung

Helaba Invest
Kapitalanlagegesellschaft mbH



Harold Keller
Head of Sales and Relationship Management, Managing Director

Société Générale
Securities Services GmbH



Jochen Meyers
Head of Relationship Management Institutional Investors

Universal-Investment-Gesellschaft mbH

1. »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.«

Schepp: Die Entwicklung an den Finanzmärkten dürfte kurzfristig turbulent bleiben, dennoch glaube ich nicht an signifikante Auswirkungen auf die Allokation, sondern eher an kleinere Umschichtungen (z. B. raus aus Fluglinien, rein in Biochemie, etc.)

Zudem verfügen institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionseinrichtungen bereits über ausgereifte Risikomanagement- und Frühwarn-Systeme. Verluste sowie Anpassungsbedarf der strategischen Allokation sollten überschaubar und lediglich taktisch angepasst worden sein.

Vorstellbar sind aber höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten sowie Rating-Abstufungen von Unternehmensanleihen. Folglich steigen die Spreads, und die Assetklasse könnte zu Lasten anderer attraktiver werden, wenn auch nur geringfügig.

Templin: Zum aktuellen Zeitpunkt sind die Folgen der Corona-Pandemie lediglich im Ansatz sichtbar bzw. einzuschätzen. Liquide

Risiko-Assets wurden aufgrund der sich rasch verschlechternden Märkte abgebaut. Die Frage eines geeigneten Wiedereinstiegszeitpunktes ist häufig noch offen. Wir sind davon überzeugt, dass sich der Trend der letzten Jahre hin zu mehr illiquiden Investments auch durch aufsichtsrechtliche Erleichterungen fortsetzen wird. Dies erfolgt auch vor dem Hintergrund, Bewertungsproblematiken abzumildern und regelmäßige, stabile Cash-Flows zu gewährleisten.

Keller: Zum jetzigen Zeitpunkt ist es zu früh, um die Auswirkungen von COVID-19 schlussendlich zu bewerten. Insbesondere die Ausprägung und Intensität etwaiger Effekte sind noch nicht abzusehen.

Jedoch lohnt sich ein Blick auf die Entwicklungen jenseits von COVID-19: Der Trend zur Neuverteilung der Allokation läuft bereits seit 2008. Treiber dieser Entwicklung ist vor allem das Niedrigzinsumfeld. Versicherungen und Pensionseinrichtungen streben eine gesunde Portfoliodiversifikation an, um den Rechnungszins auf Basis einer guten Rendite-Risiko-Relation zu erwirtschaften. Die Folge ist ein Erstarken von Alternative Investments, also Private Equity, Private Debt und Infrastruktur.

Meyers: Diese Folgen erwarten wir derzeit nur bedingt. Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen, aber auch Versicherungen

gen, Stiftungen oder Unternehmen haben sich nach unseren Beobachtungen in der Corona-Krise stärker mit Bundesanleihen und US-Treasuries eingedeckt. Rückläufig sind dagegen die Anteile der Papiere aus Schwellenländern sowie spanischer und italienischer Anleihen.

Nach wie vor sehen wir allerdings hohe Mittelzuflüsse in Fondslösungen, oft gar Umschichtungen von selbst gemanagten Direktanlagen. Die vermehrten Neuinvestitionen in Alternative Investments und Immobilien über unsere Plattform erleben wir bereits seit einigen Jahren und sehen, dass sich dieser Trend fortsetzt. Zudem sind fondsgebundene Lebensversicherungen derzeit en vogue, auch mit alternativen Underlyings aufseiten der Versicherer. Das Beitragsaufkommen der Versicherten zeigt sich zudem weiterhin stabil.

2. »Aufgrund des extrem schwierigen Kapitalmarktumfeldes gehen Versicherungen und Pensionseinrichtungen deutlich höhere Risiken bei der Allokation und Struktur der Kapitalanlagen ein, was zu einer nicht zu unterschätzenden Sprengkraft führt.«

Meyers: Es ist richtig, dass Versicherer und Pensionseinrichtungen höhere Risiken einge-

hen. Das beobachten wir bereits seit einigen Jahren, da sie nicht zuletzt 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. Wichtig ist ein professionelles Risikomanagement durch den Investor oder die Service-KVG, wie Universal-Investment es anbietet. Insbesondere Pensionseinrichtungen fragen dies inzwischen immer stärker nach.

Schepp: Verglichen mit der Asset Allokation in den letzten zehn Jahren mag dies tendenziell richtig sein. „Sprengkraft“ scheint mir begrifflich zu stark. Gewiss sind Versicherungen und Pensionseinrichtungen inzwischen risikofreudiger, um Ihre Renditeziele zu erreichen. Aufgrund der Regulierung hat sich das Risikomanagement von Versicherungen und anderer Investoren in diesem Zeitraum weiterentwickelt.

Templin: Die deutschen Versicherer und Pensionseinrichtungen zeichneten sich bislang in ihrer überwiegenden Mehrheit durch eine eher konservative, auf überschaubare Risiken abzielende Vermögensstruktur aus. Davon wird auch in Zukunft kaum abgewichen werden. Das sich nun deutlich herausfordernder darstellende Kapitalmarktumfeld wird teils

spürbare Anpassungen in der Assetklassen-Struktur und eine kluge Neubewertung der tragbaren Risiken erfordern.

Keller: In diesem angespannten Umfeld bewegen sich Versicherungen und Pensionseinrichtungen jedoch schon seit einigen Jahren. Die Zeiten breit angelegter aggressiver Investmentstrategien sind spätestens seit 2008 vorbei. Versicherungen und Pensionskassen gehen deutlich konservativer vor und versuchen, dem Vertrauen, das die Anleger ihnen entgegenbringen, gewinnbringend und stetig gerecht zu werden. Außerdem legen die einzelnen Häuser schon lange Wert auf Absicherung – sie haben entsprechende Compliance- und Risiko-Guidelines entwickelt, um das Risiko im Zaum zu halten. Soweit es die Allokationen betrifft, findet ein Umdenken statt: Portfolios mit rein traditionellen Anlageklassen sind bei den institutionellen Anlegern out. Wo zuvor noch in Bundesanleihen investiert wurde, geht der Trend eher hin zu Aktien und Investitionen in die Emerging Markets.

3. »Die starke Rentenlastigkeit samt langer Durationen der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen im Kontext von Zinssteigerungsszenarien stellen ein noch völlig unterschätztes Risiko mit bedrohlichem Ausmaß dar.«

Keller: Dieses Thema ist nicht neu. Wir befinden uns im zwölften Jahr nach der Finanzkrise: Die Versicherer und Pensionseinrichtungen haben bereits stark an ihren Allokationen gearbeitet und auf diese Weise Risiken reduziert. Im Moment ist zudem nicht zu erwarten, dass sich im Zinsumfeld große Änderungen ergeben. Sollte dieser Fall jedoch eintreten, werden die dann notwendigen Änderungen sicherlich in kleinen Schritten erfolgen.

Meyers: Wir sehen aktuell nicht, dass dieses Risiko unterschätzt wird. Im Bereich der Kapitalanlagen wird hinsichtlich der Duration versucht, diese mit den Versicherungsverbindlichkeiten zu matchen. 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 den Anforderungen der Finanzaufsicht zu genügen.

Schepp: Tatsächlich ist das ein bekanntes Risiko, was zuletzt immer offenkundiger wurde. Professionelle Marktteilnehmer haben die künftigen Zinsentwicklungen und deren Auswirkungen auf längere Durationen bereits antizipiert.

Templin: Wie schon beschrieben wird der Corona-Schock den schon bestehenden Trend hin zum Abbau der teils noch hohen Rentenquoten – dem zinslosen Risiko – beschleunigen und zu einem weiteren Aufbau der illiquiden Assetklassen und einer noch breiten Diversifizierung im Portfolio führen. Damit werden die Institute mittel- bis langfristig von evtl. zutreffenden Zinssteigerungsszenarien weniger betroffen sein.

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

Templin: Auch hier werden der sich noch verstärkende Trend hin zu ausschüttungsorientierten, illiquiden Alternativen sowie Investments in dividendenstarken Aktientiteln helfen, auslaufende Rentenkuponzahlungen – zumindest teilweise – zu kompensieren. Auskömmliche Ergebnisse im Sinne der gestell-

ten Aufgaben zu generieren, wird sicherlich deutlich herausfordernder!

Keller: Alpha zu erwirtschaften ist eine kontinuierliche Herausforderung. Die zuvor beschriebenen Verschiebungen in der Allokation zu Gunsten alternativer Assetklassen sind ein festzustellender Strategietrend, um die gegebenenfalls sinkenden Renditen aus den traditionellen Anlagebereichen aufzufangen. Generell haben in den vergangenen 20 Jahren bereits große Verschiebungen zu alternativen Assets in den Portfolios stattgefunden.

Meyers: Grundsätzlich ist es für fast alle institutionellen Investoren eine große Herausforderung, auskömmliche Renditen zu erwirtschaften. Sowohl auf der liquiden als auch illiquiden Anlagenseite sehen wir allerdings Trends, die dies weiterhin ermöglichen werden: 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 stärker ausgenutzt.

Schepp: Investoren, die bislang ihre Allokation nicht spürbar auf rentierlichere Assets umgestellt haben, stehen vor Herausforderungen. Härter kann es Investoren treffen, die keine Mittel aus Reserven oder durch Trägerunternehmen nachschießen können. Die Niedrigzinsphase verstärkt diesen Umstand.

5. »Es wird alles nicht so schlimm und Dank Risikomanagement, kaufmännischer Vorsicht sowie regulatorischer Maßnahmen ist langfristig ein Krisenmodus nicht zu erwarten.«

Schepp: Die Auswirkungen einer Krise können vor allem durch Risikomanagement, Regulierung oder kaufmännische Vorsicht gemanagt werden. Investoren müssen sich vor allem auf das anhaltende Niedrigzinsumfeld einstellen.

Selbst langfristig erfolgreiche, solvente, institutionelle Anleger können in Schieflage geraten, wenn die Renditen an den Kapitalmärkten auf längere Zeit sehr niedrig ausfallen und dazu die Solvabilitätsquote oder andere Zielgrößen nicht erfüllt werden.

Ferner sind nicht alle Pensionseinrichtungen reguliert. Regulatorische Maßnahmen bedeuten häufig eine starke Beschränkung der Anlagemöglichkeiten – dabei werden die indivi-

duellen Verhältnisse der jeweiligen EBAV oft nicht berücksichtigt. Manch kleinere Pensionskasse mit ausgewogenem Verhältnis zwischen Vermögen und Verpflichtungen wird in einen höheren Bestand von festverzinslichen Titeln gezwungen – mit einer Wechselwirkung von Verlusten auf festverzinsliche Titel, einem niedrigeren Rechnungszins, gepaart mit einer weiter verringerten Risikotragfähigkeit und der Konsequenz noch stärker festverzinslich zu investieren.

Templin: Der weitere Verlauf der Pandemie, mögliche noch folgende „Wellen“ und deren wirtschaftliche Folgen sind aktuell nur schwer abschätzbar. Eines gilt es jedoch schon jetzt festzuhalten: Nur durch eine weitere, konsequente Professionalisierung des eigenen Kapitalanlagen- (Risiko-) Managements und die Beauftragung von leistungsfähigen Asset Management Partnern wird das erfolgreiche Bewältigen jedweder Krise deutlich wahrscheinlicher werden!

Keller: Es werden sehr starke Bemühungen unternommen, um das Risiko kontinuierlich zu kontrollieren. Um dies zu bewerkstelligen und Krisensituationen zu vermeiden, sind die genannten Maßnahmen und Prozesse starke interne und externe Säulen. Allerdings ist die Welt, wie sich zuletzt gezeigt hat, alles andere als stabil. Es braucht deshalb einen langfristigen Strategieplan, der dem Kunden Vertrauen gibt. Jedoch immer unter der Prä-

misse, dass es damit möglich ist, die notwendige Rendite zu erwirtschaften.

Meyers: Professionelles Risikomanagement hat sich in den letzten Jahren, nicht zuletzt durch den steigenden Regulierungsdruck, zu einem zentralen Bestandteil der Kapitalanlage entwickelt. Wir sehen zusätzlich, dass Investoren durch ihre Weitsicht und Diversifizierung gut durch die bisherigen Krisen gekommen sind. Behalten sie diese Weit- und Vorsicht bei, sehen wir wenig Grund zur Sorge.

6. »Investmentstrategien, Portfoliokonstruktion und Prozesse der Organisation von Kapitalanlagen werden sich in zehn Jahren aus heutiger Sicht völlig revolutionieren.«

Meyers: Es ist schwer, dies seriös vorherzusagen, aber es ist sehr wahrscheinlich. Die digitale Transformation ist in vollem Gange und wird erhebliche Auswirkungen auf den Kapitalanlageprozess haben. Die Verantwortlichen werden hier voraussichtlich massive Unterstützung erhalten (Stichwort: Blockchain, Machine Learning, etc.) und auch weitere Asset-Klassen zur Verfügung haben (Stichwort: Crypto Assets). Zudem können wir uns vorstellen, dass der Kostendruck zu weiterer Konsolidierung auf beiden Seiten führt.

Schepp: Vieles davon sehen wir schon heute – denken wir nur an die sukzessive Verschiebung von liquiden in illiquide Asset-Klassen, etwa in Infrastruktur, Private Equity & Private Debt.

Templin: Der fortschreitende Einsatz von künstlicher Intelligenz (KI) wird aller Voraussicht nach auch vor dem Asset Management nicht Halt machen und substantielle Änderungen bei den oben genannten Themen mit sich bringen, allerdings erscheint der Begriff der Revolution überzeichnet.

Keller: Dass sich Allokationen über einen solchen Zeitraum verschieben und Prozesse weiterentwickelt werden, ist ein natürlicher systemischer Prozess. Dieser hängt stark von der Marktdynamik ab, aber auch von der Entwicklung neuer Technologien. Die Tokenisierung, die Blockchain oder die Digitalisierung im Allgemeinen sowie die Prozess- und die Investmentlandschaft werden sich ändern. Wie das jedoch aussehen wird, ist aufgrund der Schnelllebigkeit und der Dynamik derzeit noch offen.

7. »Der langfristige Trend der Verlagerung von Direktanlagen zu Fondsinvestments wird fortbestehen und damit zu einer weiteren Spezialisierung und Diversifizierung der Kapitalanlagen beitragen.«

Keller: Dieser Trend ist bereits seit einigen Jahren zu beobachten und hält weiter an, da er ein Erfolgskonzept darstellt: Die Verteilung von Assets auf verschiedene Anlageklassen kann die Stabilisierung des eigenen Portfolios erheblich optimieren. In Deutschland, als einer der dominierenden Fondsmärkte Europas, ist der anhaltende Erfolg der Fondsbranche somit selbstverständlich ein großer Treiber für die Diversifizierung und die Spezialisierung der Kapitalanlagen.

Meyers: Ja, wir gehen sogar davon aus, dass sich dieser Trend noch verstärken wird. Dafür gibt es mehrere Gründe: das aktuelle Niedrigzinsumfeld sowie weiterer Regulierungsdruck und Transparenz- bzw. Reportinganforderungen. Zudem glauben wir, dass es immer mehr externe Asset Manager mit innovativen Strategien geben wird.

Schepp: Das sehe ich auch so. Institutionelle Anleger sind aufgrund des fehlenden Marktzinseszinses gezwungen, in festverzinsliche Titel, die jahrzehntelang mit sehr hohem Anteil in der Direktanlage gehalten wurden, zu Gunsten anderer Asset-Klassen zu investieren. Zudem steigt mit zunehmendem Speziali-

sierungsgrad des Anlageuniversums das Anspruchsniveau dieser Kapitalanlage. Folglich gilt das indirekte Investieren, etwa mittels eines Master-Spezial-AIFs, nicht mehr als Besonderheit, sondern als Standard. Vorteilhaft sind hierbei das schnelle Einbinden von weltweit tätigen Asset Managern sowie der Zugriff auf nahezu alle Asset-Klassen.

Kleinere Investoren werden sich überlegen, ob das verfügbare Investitionsvolumen ausreicht, um direkt in Immobilien, Infrastruktur o. ä. zu investieren oder ob sie mit einem überschaubaren Investitionsvolumen überhaupt zum Zuge kommen.

Zudem müsste in den „kleinen Kassen“ die notwendige hauseigene Expertise zur Investition in Direktanlagen vorhanden sein. Das gilt insbesondere für illiquide Investments in Infrastruktur, Private Equity oder Debt). Muss diese Expertise erst extern eingekauft werden, entstehen schnell zusätzliche Kosten.

Templin: Die anhaltende Suche nach Rendite fördert die Spezialisierung im Asset Management und somit die Auslagerung dieser Funktion. Begünstigt wird dies durch einen gestiegenen Kostendruck bei der Verwaltung von Assets, welchem durch Kostendegression begegnet wird.

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

Templin: Unter der in 7. getroffenen Annahme hat der Spezial-AIF die besten Aussichten, da er ein Höchstmaß an Sicherheit und Regulierung bietet.

Keller: Deutschland ist mit seinen stabilen und beständigen Marktbedingungen ein ideales Treibhaus für alternative Investmentfonds. Mehrere Faktoren sind ausschlaggebend: Deutschland bietet ein stabiles politisches Umfeld und verfügt über eine robuste Wirtschaft mit einer insgesamt guten Konsumquote. Darüber hinaus ist Deutschland Hauptsitz einer großen Anzahl globaler Unternehmen. Auf Mikroebene sind die Qualität der Prozesse und das Ausbildungsniveau für Fachkräfte sehr hoch. Alternative Investmentfonds sind auch in Zeiten der Niedrigzinspolitik ein attraktives Vehikel und bieten hohe Zinsen und überdurchschnittliche Renditechancen. Zudem sorgen die 2013 eingeführten Regulierungen sowie die Kontrollen durch die BaFin für einen besseren Anlegerschutz und einen Zugewinn an Transparenz. Man könnte hier fast von einer staatlichen Offensive zur Risikominimierung im Investmentbereich

sprechen, die auch sicher in der kommenden Dekade weiter gefestigt wird.

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

Schepp: Möglich - ich glaube jedoch, dass mit zunehmender Investition in illiquide Anlage-Klassen wie Private Equity & Debt, Infrastruktur, Green Energy auch Fondsstandorte wie Luxemburg – gepaart mit anderen, wenn auch vergleichbaren, Anlageformen – stärker in den Fokus rücken.

Das Investitionsdreieck Investor, Verwahrstelle und KVG, das für einen Spezial-AIF regulatorisch notwendig ist, könnte künftig auf den Prüfstand gestellt werden. Der Vorteil der „doppelten Kontrolle“ investierter Kapitalanlagen steht im Spannungsfeld von Kostendruck und Effizienz. Künftig sind auch andere Strukturen in Deutschland oder aus dem Ausland vorstellbar.

Auch das Potential des internationalen Asset Pooling ist aufgrund der verschiedenen loka-

len, regulatorischen Anforderungen noch nicht ausgenutzt. Falls international tätige Unternehmen dies verstärkt umsetzen, könnte der deutsche Spezial-AIF unter Druck geraten, da er sich nur bedingt für eine internationale Asset Pooling Struktur eignet.

Schließlich könnte die „Tokenization“ in den kommenden Jahren zu einer starken Diversifizierung der Kapitalanlage führen, da sie auch mit kleineren Investitionsvolumen eine Beteiligung an verschiedenen Asset-Klassen ermöglicht.

9. »Pensionseinrichtungen werden Versicherungen in den nächsten zehn Jahren als stärkste Anlegergruppe in Spezialfonds ablösen.«

Schepp: Die Vermögen von Pensionseinrichtungen hatten in den letzten Jahren zwar massive, stetige Zuflüsse, ich glaube aber nicht, dass diese in den nächsten Jahren dem vielseitigen Versicherungswesen den Rang ablaufen werden. Damit meine ich lediglich die Volumina der Assets – es geht nicht um die Wertung der Qualität.

Zudem ist Deutschland ein „Versicherungsmarkt“. Ein gutes Beispiel ist das Betriebsrentenstärkungsgesetz (BRSg) aus 2018, das die

betriebliche Altersversorgung besonders in kleinen Unternehmen und bei Beschäftigten mit niedrigem Einkommen ausbauen will. Ursprünglich sollte der Durchführungsweg „Direktversicherung“ explizit außen vorbleiben. Letztlich gelang es den Versicherungen doch als einer von insgesamt drei Durchführungswegen neben den Pensionskassen und Pensionsfonds berücksichtigt zu werden.

Schließlich fördert die Politik sehr stark die zweite und dritte Säule der Altersvorsorge in Deutschland, da die gesetzliche Rentenversicherung als erste Säule für ein nachhaltiges Rentensystem nicht mehr ausreichen wird. Die betriebliche Altersversorgung wird zukünftig viel stärker auf ein kapitalgedecktes System aufbauen – hier lohnt ein Vergleich mit anderen Ländern: Das Vermögen der bAV in Deutschland betrug zuletzt rund 14 Prozent des Bruttosozialprodukts – in den Niederlanden macht es dagegen fast 170 Prozent aus.

Templin: Eine Prognose für einen Zeitraum von zehn Jahren ist äußerst gewagt, auch wenn verschiedene Entwicklungen für diese These sprechen.

Keller: Deutschland wird älter – das zeigt die Bevölkerungspyramide sehr deutlich. Und 2019 machte das Anlagevolumen von Pensionseinrichtungen rund 20 Prozent aus. Ein Anstieg ist in den kommenden zehn Jahren

deshalb wahrscheinlich. Ob das auch bedeutet, dass Pensionseinrichtungen Versicherungen, soweit es das Investitionsvolumen betrifft, vom Anlegerthron stoßen, ist jedoch fraglich. Schließlich stellen wir auch bei Versicherungen einen Trend zu Spezialfondslösungen fest. Außerdem erfreuen sich Versicherungsprodukte in der Bundesrepublik nach wie vor großer Beliebtheit, Tendenz steigend.

Meyers: Beide dieser Kundensegmente wachsen gleichermaßen und spielen eine entsprechend große Rolle für Spezialfonds. Da es unterschiedliche Bausteine für die Altersvorsorge sind, ist es schwer zu sagen, wer das Rennen macht.

3. Methodik & Struktur

Die vorliegende Marktanalyse Versicherungen und Pensionseinrichtungen basiert auf Datensätzen, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden. Bei den in Kapitel 4 und 5 analysierten Finanzaktiva handelt es sich um Daten, die auf der 2016 erstmals veröffentlichten harmonisierten ESZB-Versicherungsstatistik basieren.

In den letzten 25 Jahren gab es diverse Änderungen und Harmonisierungen des Meldewesens von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Mit der Schaffung der ESZB-Statistik wurde Anfang 2016 ein einheitlicher Berichtsstandard für die verschiedenen aufsichtsrechtlichen und statistikbezogenen Meldeanforderungen zusammengefasst und Meldetermine wurden koordiniert. Im Kern ging es um die Erhebung multidimensional verwendbarer granularer Daten, die sich auch eng an das Berichtswesen des Aufsichtsregimes Solvency II anlehnen und dort zentraler Bestandteil der Säule III sind.

Die Melde- und Erhebungswege finden in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie die Bundesbank statt. 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 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 veröffentlichte 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 15 Jahre mit Datenstichtag 31. Dezember 2019. Die Daten werden auf Quartalsbasis veröffentlicht und bei Veröffentlichung dieser Marktanalyse lag lediglich ein neuer zeitlicher Datenpunkt Ende März 2020 vor, sodass die nachfolgend analysierten Daten als hinreichend aktuell bezeichnet werden können.

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):
 - Versorgungswerke
 - CTAs/Treuhandstrukturen
 - kommunale und kirchliche Vorsorge

Anschließend nimmt Kapitel 5 eine detaillierte Analyse der fünf wesentlichen Positionen der Finanzakti-

va 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 Entwicklung innerhalb der letzten 15 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, hat Kommapha in Kapitel 6 zusätzlich

eine tiefere Analyse der Zusammensetzung und des Mittelaufkommens von Spezialfonds von Versicherungen und Pensionseinrichtungen vorgenommen. 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 2019.

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

Abschließend gehen wir in einem Epilog auf den Einfluss des COVID-19-Virus auf das Spezialfondsge-

schäft in den ersten Monaten des Jahres 2020 ein. Vor dem Hintergrund der umfassenden Datenbeschaffung der Vielzahl von Zeitreihen und der entsprechenden datenbanktechnischen Aufbereitung sowie der Vergleichbarkeit von Jahresdaten ist in der langfristigen Analyse des Spezialfondsgeschäftes in Kapitel 6 als Stichtag der 31. Dezember 2019 gewählt. Als Grundlage des Epiloges haben wir die wesentlichen Datensätze manuell beschafft, ausgewertet und in Textform bewertet. Dies erfolgte zu dem spätmöglichen Zeitpunkt vor Veröffentlichung dieses Ergebnisdokuments.

4. Überblick über die Finanzaktiva

Die Summe der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland beträgt rund 3.122 Milliarden Euro per Datenstichtag Ende 2019. Dazu kommen hier nicht im Detail betrachtete 87 Milliarden Euro an nicht finanziellen Aktiva, was zu Gesamtaktiva der betrachteten Marktsegmente von rund 3.209 Milliarden Euro führt. Die Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen betragen Ende 2005 rund 1.634 Milliarden Euro und konnten somit einen Anstieg um 1.488 Milliarden Euro in den letzten 15 Jahren verzeichnen. Allein diese Entwicklung ist sehr bemerkenswert, da sie unter dem Radar der Öffentlichkeit stattfand und die enorme Bedeutung von Versicherungen und Pensionseinrichtungen als Kapitalsammelstellen in Deutschland verdeutlicht. Zum Vergleich: Der Bundeshaushalt 2020 beträgt 484 Milliarden Euro (inklusive Nachtragshaushalt von 122,5 Milliarden Euro aus März 2020).

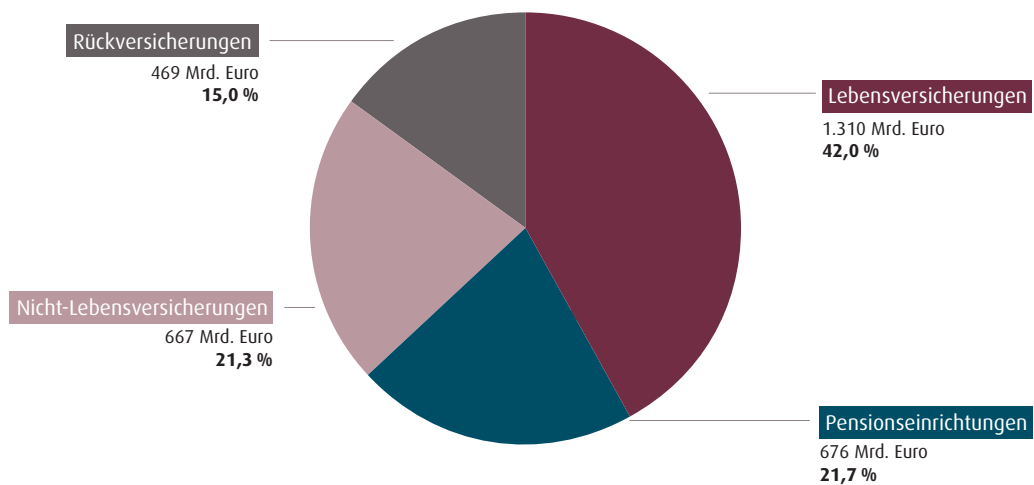
Die Sparte der Lebensversicherungen ist mit rund 42 Prozent Anteil an den gesamten Finanzaktiva das mit Abstand größte Segment, gefolgt von Pensionseinrichtungen mit 21,7 Prozent sowie dem zusammengefassten Segment der Nicht-Lebensversicherungen (Krankenversicherungen, Schaden- / Unfallversicherungen und Sterbekassen) mit 21,3 Prozent. Rückversicherungen schließen sich mit dem geringsten Anteil von 15 Prozent an. Bereits an dieser Stelle ist herauszustellen, dass Pensionseinrichtungen im Vergleich die größten Wachstumsraten in den letzten 15 Jahren hinsichtlich der

Finanzanlagen aufweisen. Diese stiegen von 242 Milliarden Euro Ende 2005 auf 676 Milliarden Euro Ende 2019. Das bedeutet eine Zunahme um den Faktor 2,8 – somit fast eine Verdreifachung.

In Abbildung 4.2 sind die wesentlichen Bestandteile der Finanzaktiva aller betrachteten Segmente in Summe veranschaulicht. Investmentfonds sind mit fast 39 Prozent und einem Volumen von 1.213 Milliarden Euro die mit Abstand favorisierte Anlageform der Finanzanlagen aller Akteure, gefolgt von Schuldverschreibungen mit 16,8 Prozent. Direkt gehaltene Aktien, Einlagen und Kredite schließen sich mit relativ gleichen Anteilen um die 12–13 Prozent an den gesamten Finanzaktiva an. Abbildung 4.3 blickt eine Ebene tiefer und zeigt die jeweiligen Komponenten der Finanzaktiva der betrachteten Segmente. Es wird deutlich, dass die Bedeutung von Investmentfonds an den jeweiligen Finanzaktiva sehr unterschiedlich ist. Pensionseinrichtungen halten über 62 Prozent ihrer Finanzaktiva über Investmentfonds, gefolgt von Lebensversicherungen mit einem Anteil von rund 44 Prozent und Nicht-Lebensversicherungen mit knapp 30 Prozent Fondsquote an ihren Finanzaktiva. Für Rückversicherungen spielen Investmentfonds so gut wie keine Rolle. Hervorzuheben ist ebenfalls der immer noch relativ hohe Bestand an Einlagen inklusive Bargeld („Cashquote“) bei allen betrachteten Segmenten bis auf Rückversicherungen. Immerhin verbergen sich hinter den Quoten dreistellige Milliardenbeträge, wofür keine Zinsen vereinnahmt werden, son-

Abbildung 4.1

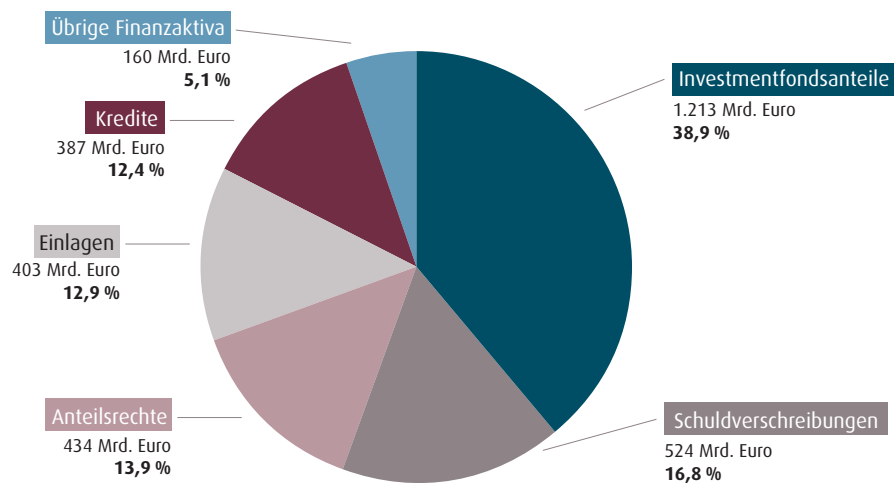
Volumen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen nach Anteilen



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.2

Anteil der wesentlichen Bilanzpositionen an Gesamtaktiva



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

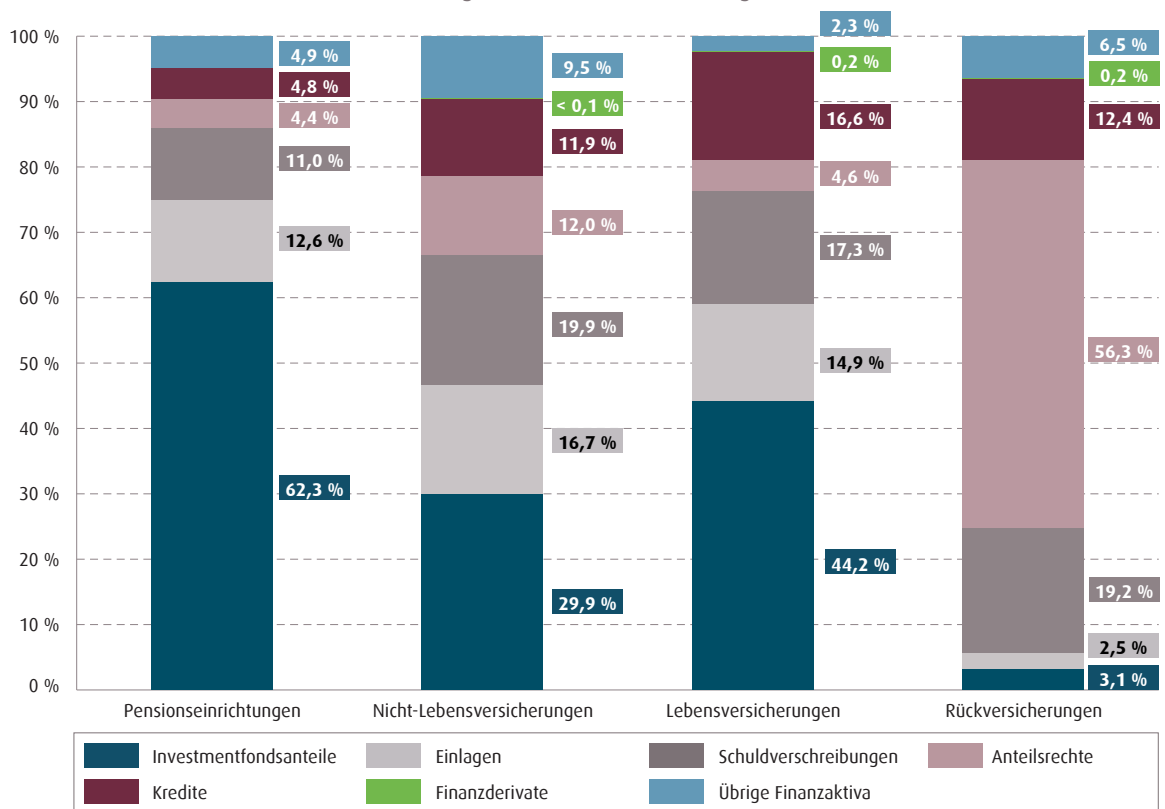
dem höchstwahrscheinlich sogar Verwahrentgelte bezahlt werden. Die Finanzaktiva von Rückversicherungen sind von Aktien und Anteilsrechten geprägt, was sich in entsprechenden Anteilseignerhältnissen von Konzern- und Holdingstrukturen der Versicherungsbranche begründet.

Die Abbildungen 4.4 und 4.5 geben einen Überblick über die zeitliche Entwicklung der wesentlichen Komponenten der Finanzaktiva in den letzten 15

Jahren getrennt nach Versicherungen und Pensions-einrichtungen. Hervorzuheben ist die sehr deutliche Zunahme der Investmentfondsquote, insbesondere bei Pensionseinrichtungen. Sie stieg von knapp 35 Prozent in 2005 auf bereits erwähnte 62 Prozent per Ende 2019. In absoluten Zahlen ist dies ein Zuwachs um 337 Milliarden Euro von 84 Milliarden Euro in 2005 auf 421 Milliarden Euro per Ende 2019. Hier bestätigt sich erneut, dass Pensionseinrichtungen das in Relation am stärksten wachsende Seg-

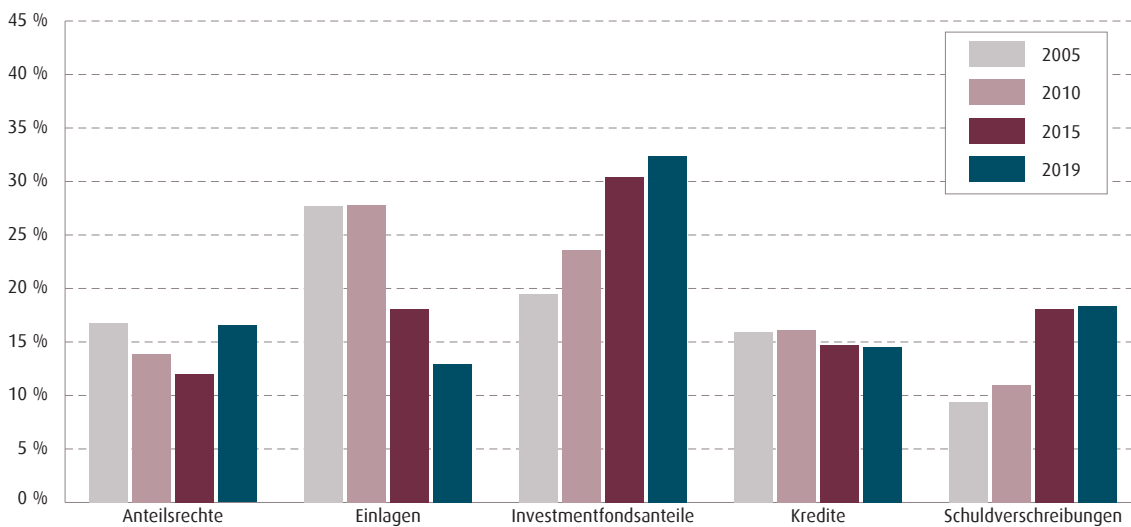
Abbildung 4.3

Wesentliche Bestandteile der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen



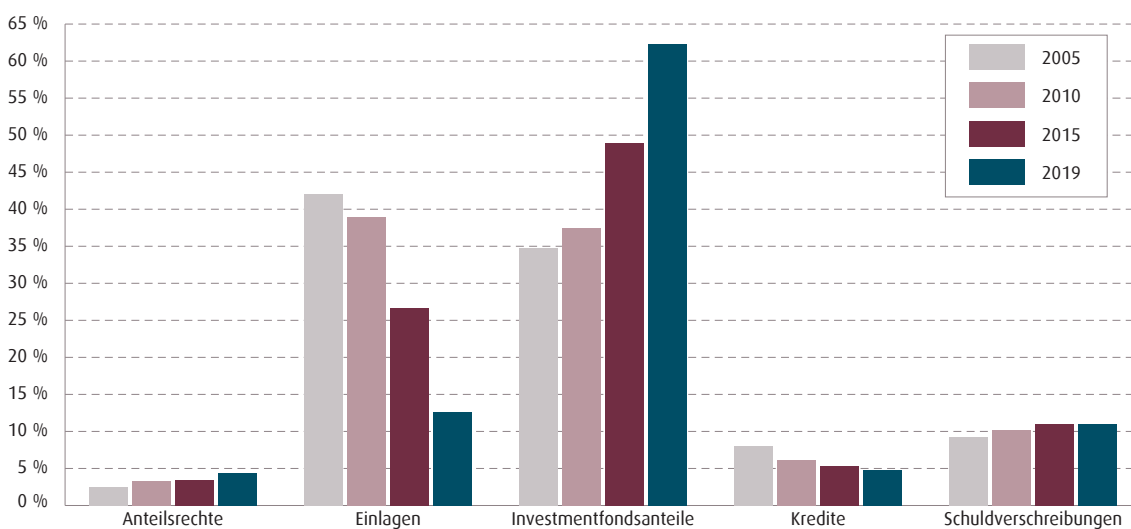
Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.4
Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Versicherungen aller Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.5
Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

ment im Bereich Fondsanlagen sind. Der Bestand an Einlagen ist von allen betrachteten Segmenten in den letzten 15 Jahren deutlich reduziert worden. Versicherungen haben in Summe ihre Allokation in Schuldverschreibungen moderat erhöht. Das Zwischenfazit lautet daher, dass Investmentfonds

insgesamt und bei Versicherungen Bonds von der Reduzierung der Cashquote profitiert haben. Insbesondere Lebensversicherungen und Pensions-einrichtungen sind die mit Abstand dominierenden und interessantesten Anlegersegmente für die deutsche Fonds- und Asset-Management-Industrie.

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 2019 auf 2.961 Milliarden Euro, was 95 Prozent der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen bedeutet. Auf die Darstellung der restlichen Größen wie 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 drei wesentlichen 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 2019, somit einen Betrachtungszeitraum von 15 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 Wertberich-

tigungen) 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

Das Analysesegment „Einlagen“ summiert im Wesentlichen die Forderungen der hier betrachteten Anlegergruppen der Versicherungen und Pensionsinstitutionen 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.

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.

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

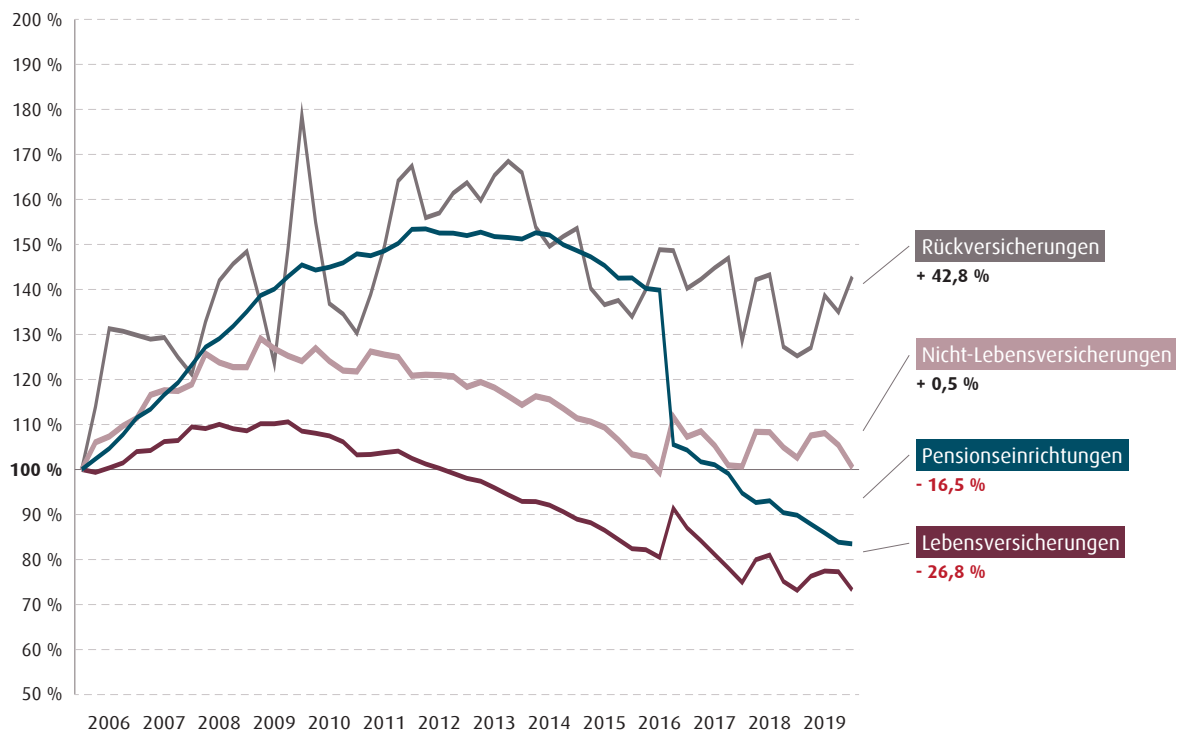
Die zu den Einlagen zugerechneten Positionen summieren sich zum Datenstichtag 31. Dezember 2019 auf 403 Milliarden Euro. Das ist der vierthöchste Bestand von den in diesem Kapitel betrachteten Aktiva-Positionen, welcher 12,9 Prozent der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ausmacht. Lebensversicherungen weisen mit 195 Milliarden Euro den höchsten Bestand an Einlagen

auf, was rund 15 Prozent ihrer Finanzaktiva ausmacht. Nicht-Lebensversicherungen folgen mit 111 Milliarden Euro, was eine Allokationsquote von knapp 17 Prozent an ihren Finanzaktiva bedeutet. Pensionseinrichtungen haben einen Bestand von 85 Milliarden Euro, was einen Anteil von 13 Prozent an ihren Finanzaktiva bedeutet. Rückversicherungen schließen sich mit einem geringen Bestand in Höhe von 11 Milliarden Euro und einer Allokationsquote von 3 Prozent an.

Abbildung 5.1 zeigt die indexierte Entwicklung der jeweiligen Bestände auf und macht klar, dass insbesondere Lebensversicherungen und Pensionsentwicklungen ihre Einlagevolumina in den letzten 15 Jahren deutlich zurückgefahren haben. Nicht-Lebensversicherungen befinden sich nach einer langen positiven Bestandsentwicklung wieder auf dem Niveau von 2005. Nur Rückversicherungen haben eine vergleichbar hohe indexierte Bestandsentwicklung, was jedoch dem geringen Niveau geschuldet ist. Abbildung 5.2 zeigt noch mal auf,

Abbildung 5.1

Einlagen: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



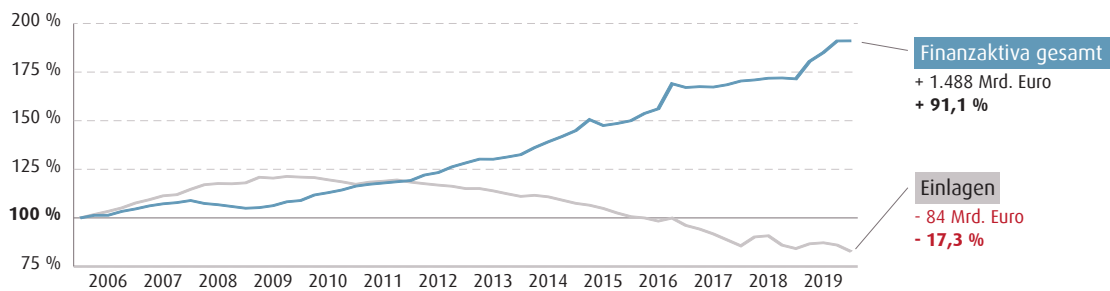
Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

inwieweit die Bedeutung von Einlagen insgesamt abgenommen hat. Über den Betrachtungszeitraum von 15 Jahren hat der Bestand an Einlagen um 84 Milliarden bzw. 17,3 Prozent abgenommen, während die gesamten Finanzaktiva der Branchen um 1.488 Milliarden bzw. 91,1 Prozent zugenommen

haben. Der Abbau des Bestandes von Einlagen ist ein klares Indiz für die Reaktion auf die Niedrigzinsphase, obwohl es bemerkenswert ist, dass sich teilweise immer noch relativ hohe Bestände beobachten lassen. Möglicherweise besteht noch Verbesserungspotenzial im Cash-Management.

Abbildung 5.2

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



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, 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 an Krediten betrug 387 Milliarden Euro per Datenstichtag 31. Dezember 2019, was einen Anteil von 12,4 Prozent an den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ausmacht. Damit sind Kredite auf Rang 5 der in diesem Kapitel betrachteten Aktiva-Positionen.

Lebensversicherungen haben einen Bestand von 217 Milliarden Euro an Krediten per Datenstichtag, was einer Allokationsquote von 17 Prozent an ihren Finanzaktiva entspricht. Damit sind sie die mit Abstand dominierende Investorenkategorie. Nicht-Lebensversicherungen haben 79 Milliarden Euro in Kreditprodukten und 12 Prozent ihrer Finanzaktiva allokiert. Rückversicherungen sind mit 58 Milliarden Euro an Beständen in Krediten das drittgrößte Segment, was ebenfalls 12 Prozent ihrer Finanzaktiva ausmacht. Für Pensionseinrichtungen spielen Kredite als Anlageform ihrer Finanzaktiva eine untergeordnete Rolle. Sie weisen einen Bestand von 32 Milliarden Euro und eine Allokationsquote von knapp 5 Prozent aus.

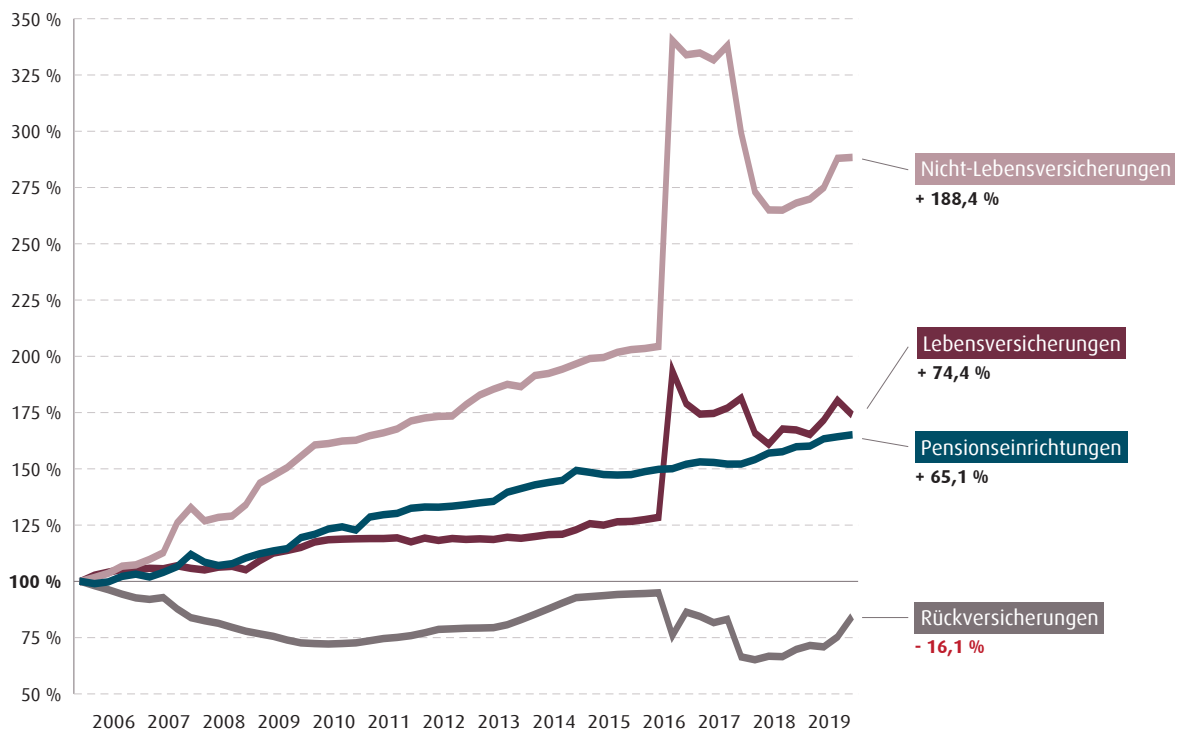
In Abbildung 5.3 lässt sich ablesen, dass Kredite bei Nicht-Lebensversicherungen das höchste indexierte Wachstum verzeichnen konnten. Sie stiegen von 27,4 Milliarden Euro Ende 2005 auf besagte 79 Milliarden Euro per Ende 2019, was eine indexierte Wachstumsrate von 188,4 Prozent bedeutet. Das indexierte Wachstum ist bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen dagegen mit 74,4 Prozent und 65,1 Prozent in dem langen

Betrachtungszeitraum vergleichsweise moderat. Rückversicherungen haben sich deutlich aus dem Segment der Kredite zurückgezogen. Der indexierte Bestand verringerte sich um 16,1 Prozent von 69,1 Milliarden Euro Ende 2005 auf oben erwähnte 58 Milliarden Euro. Der auffällige Kurvenverlauf der Versicherungssegmente in Abbildung 5.3 lässt sich auf 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.

Wie aus Abbildung 5.4 ersichtlich, hat das Volumen an Krediten im Betrachtungszeitraum um 146 Milliarden Euro zugelegt, was einer Wachstumsrate von 60,7 Prozent entspricht. Vor dem Hintergrund des deutlich höheren Wachstums der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen insgesamt hat die Bedeutung von den Krediten zugeordneten Finanzprodukten in Summe jedoch nur leicht zugenommen.

Abbildung 5.3

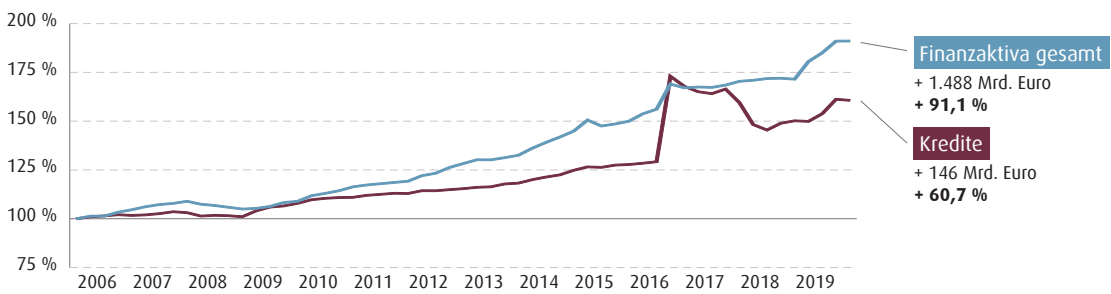
Kredite: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.4

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



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, 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.

Das Volumen von Schuldverschreibungen, die von Versicherungen und Pensionseinrichtungen per Datenstichtag 31. Dezember 2019 gehalten werden, summiert sich auf 524 Milliarden Euro, was 16,8 Prozent der Finanzaktiva ausmacht. Das bedeutet Rang 2 der in diesem Kapitel betrachteten Positionen. Der Versicherungssektor hält davon 449 Mil-

liarden Euro und Pensionseinrichtungen 75 Milliarden Euro.

Der mit 226 Milliarden Euro weitaus größte Teil von Schuldverschreibungen wird von Lebensversicherungen gehalten, was einer Allokationsquote von 17,3 Prozent der Finanzaktiva von Lebensversicherungen entspricht. Nicht-Lebensversicherungen folgen mit 133 Milliarden Euro (19,9 Prozent von ihrer Finanzaktiva) und Rückversicherungen mit 90 Milliarden Euro (19,2 Prozent von ihren Finanzaktiva). Pensionseinrichtungen halten, wie oben bereits erwähnt, 75 Milliarden Euro in Schuldverschreibungen per Datenstichtag 31. Dezember 2019, was 11 Prozent Allokation an ihren Finanzaktiva bedeutet.

Abbildung 5.5 differenziert das indexierte Bestandswachstum und zeigt auf, dass sich die Bestände bei Nicht-Lebensversicherungen mit Abstand am dynamischsten entwickelt haben, gefolgt von Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen. Der Eindruck des starken Wachstums der Bestände an Schuldverschreibungen darf jedoch nicht den Eindruck von signifikanten Allokationseffekten verzerren, da die Finanzaktiva der jeweiligen Sparten im Betrachtungszeitraum ebenfalls ausgeprägt zugenommen haben.

Im langen Betrachtungszeitraum von 15 Jahren ist das Volumen von Schuldverschreibungen überproportional zum Wachstum der Finanzaktiva gestiegen. Es hat um 371 Milliarden Euro von 153 Mil-

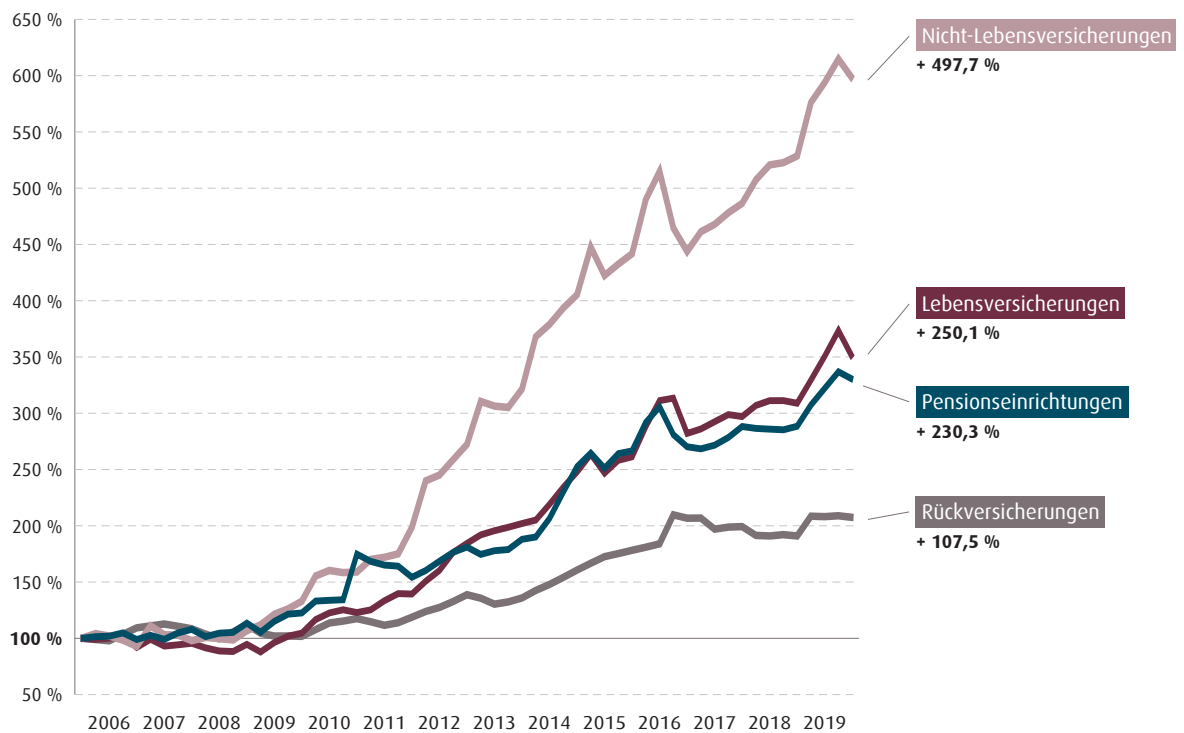
liarden Euro Ende 2005 auf bereits erwähnte 524 Milliarden Euro zugenommen. Das ist gemessen an den absoluten Beträgen der Bestände die höchste Wachstumsrate der in diesem Kapitel analysierten Anlagekategorien. In der Allokation der Summe aller Betrachtungsgruppen haben Schuldverschreibungen somit gewonnen. Die Quote stieg von 9,4 Prozent Ende 2005 auf eingangs bereits genannte 16,8 Prozent an den gesamten Finanzaktiva der Betrachtungsgruppen, wobei der Anstieg in den

letzten fünf Jahren moderater war als in den Jahren davor.

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. Abbildung 5.7 macht deutlich, dass Schuld-

Abbildung 5.5

Schuldverschreibungen: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

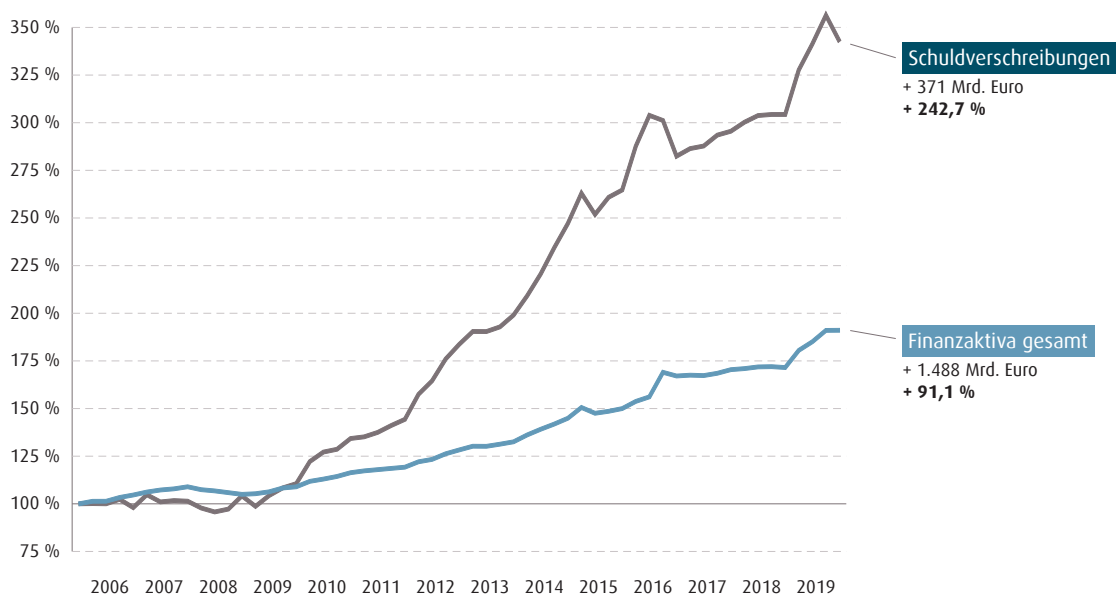
verschreibungen, wo der Sitz des Emittenten in Deutschland ist, mit 57,5 Milliarden Euro und einem Anteil von 12,8 Prozent einen relativ geringen Teil in der Bondsallokation von Versicherungen ausmachen. 232,1 Milliarden Euro und mehr als die Hälfte des gesamten Bondsvolumens von Versicherungen sind in Schuldverschreibungen allokiert, wo sich der Sitz des Schuldners im übrigen Euroraum befindet. Mit 159,9 Milliarden Euro ist ebenfalls eine signifikante Summe in Bonds angelegt, wo sich der Emittent im Nicht-Euroraum befindet. Der vertiefende Blick in den Euroraum erfolgt anhand Abbildung 5.8 und bringt zutage, dass französische Anleihen mit

73,8 Milliarden Euro ganz vorn in der Gunst von Versicherungen liegen, gefolgt von deutschen Emissionen mit bereits erwähnten 57,5 Milliarden Euro. Mit etwas Abstand folgen niederländische, spanische, belgische, luxemburgische, österreichische und italienische Bonds.

Es ist schon sehr bemerkenswert, dass Versicherungen in Deutschland mit insgesamt knapp 290 Milliarden Euro deutsche und im Euroraum befindliche staatliche und private Emittenten durch direkt gehaltene Schuldverschreibungen finanzieren.

Abbildung 5.6

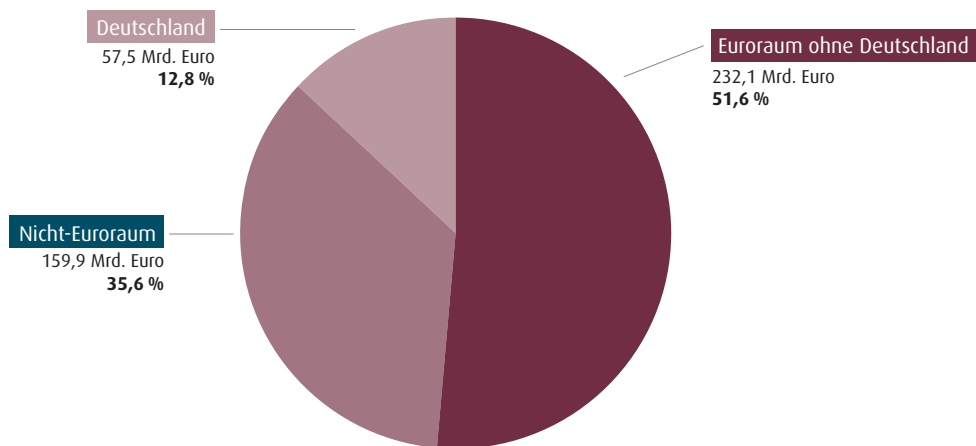
Schuldverschreibungen: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.7

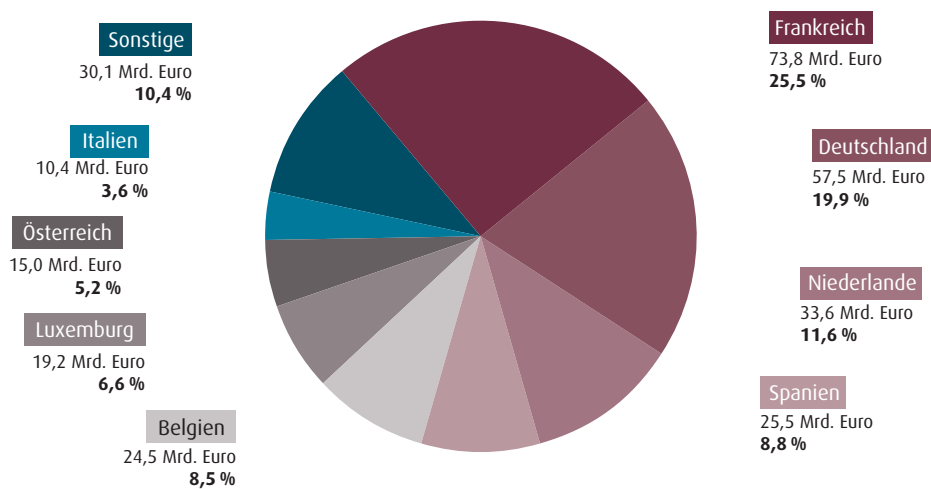
Schuldverschreibungen: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.8

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



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, 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 halten die Betrachtungsgruppen 434 Milliarden Euro der entsprechenden gesamten Finanzaktiva von 3.122 Milliarden Euro in Anteilsrechten. Der Bestand direkt gehaltener börsennotierter Aktien bewegt sich gemessen am Gesamt-

bestand mit 27 Milliarden Euro auf einem niedrigen Niveau. Nicht börsennotierte Anteilsrechte vereinen zum Datenstichtag ein Volumen von 407 Milliarden Euro auf sich. Hierzu gehören u. a. direkte Unternehmensbeteiligungen, Anlagen in Private Equity sowie nicht notierte und konzerneigene Beteiligungsgesellschaften, geschlossene Immobilienfonds und andere Zweckgesellschaften sowie sonstige Anteilsrechte. Die nachfolgenden Ausführungen stellen das Segment der Anteilsrechte im Aggregat dar.

Holdingsstrukturen und Unternehmensbeteiligungen sind der wesentliche Grund, weswegen Rückversicherungsgesellschaften mit 264 Milliarden Euro und einem Anteil von 56,3 Prozent ihrer Finanzaktiva das dominierende Investorensegment sind. Nicht-Lebensversicherungen folgen mit 80 Milliarden Euro, was immerhin 12 Prozent ihrer Finanzaktiva ausmacht. Lebensversicherungen als mit Abstand größte Anlegergruppe sind mit 61 Milliarden Euro und einer Allokationsquote in Anteilsrechten von lediglich 4,6 Prozent innerhalb ihrer Finanzaktiva vergleichbar gering engagiert. Für Pensionseinrichtungen spielen direkt gehaltene Anteilsrechte hinsichtlich des Bestandes und der Allokationsquote innerhalb ihrer Finanzaktiva eine vergleichbar geringe Rolle. Sie weisen einen Bestand von 30 Milliarden Euro aus, was 4,4 Prozent ihrer Finanzaktiva bedeutet.

Das Volumen der Kapitalanlagen in Aktien hat im 15-jährigen Betrachtungszeitraum um 194 Milliarden Euro von 240 Milliarden Euro in 2005 auf knapp 434 Milliarden Euro zugelegt, wobei bei diesem Trend börsennotierte Aktien keine Rolle spielten. Ihr Bestand hat sogar abgenommen. Diese Zunahme des Bestandes an Anteilsrechten ist jedoch unterproportional zu dem Wachstum der Finanzaktiva insgesamt, was in Abbildung 5.10 dargestellt ist. Dies führt zu der Schlussfolgerung, dass Anteilsrechte und insbesondere börsennotierte Anteilsrechte in den letzten 15 Jahren bei der Allokation der erheblichen Gelder eine vergleichbar untergewichtete Rolle spielten.

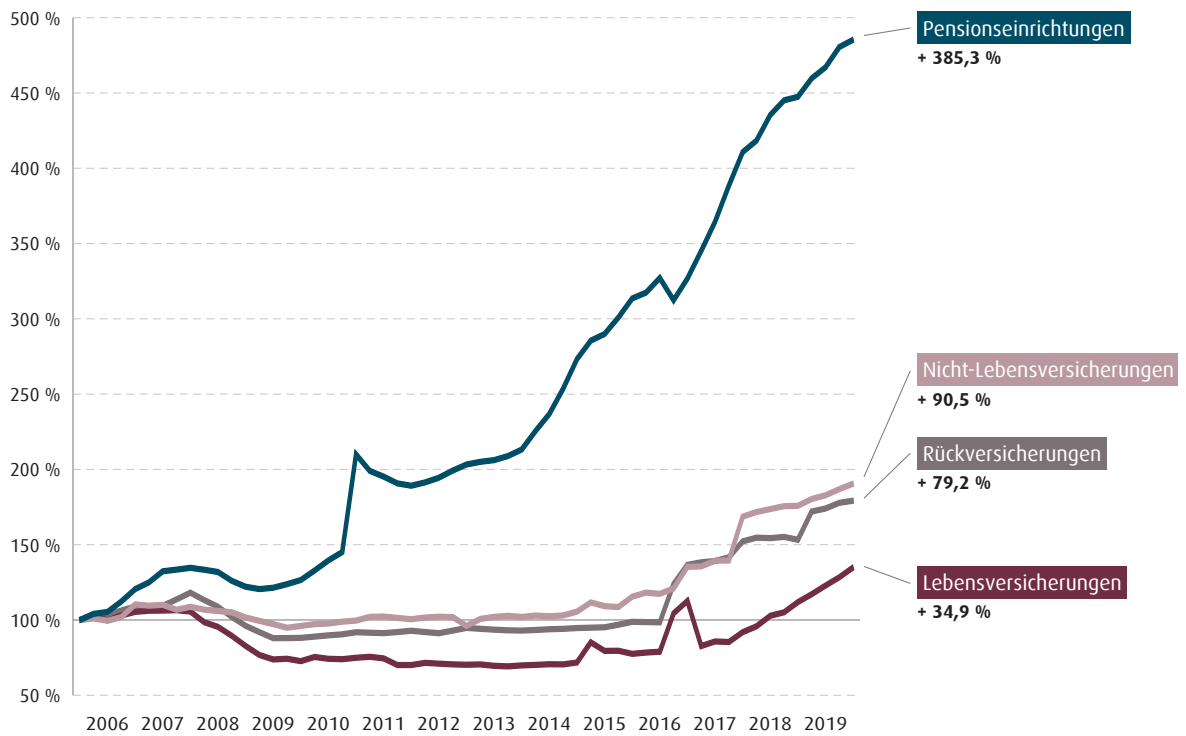
Abbildung 5.9 differenziert die Entwicklung der indextierten absoluten Bestände und zeigt trotzdem einen leicht positiven Trend auf, insbesondere in den letzten vier Jahren. Allerdings ist das jeweilige Niveau bei der Indexierung zu berücksichtigen. Pensionseinrichtungen kommen von 6 Milliarden Euro Volumen in Anteilsrechten in 2005 auf 30 Milliarden Euro per Ende Juni 2018, was zu der beeindruckenden Zunahme von 385,3 Prozent führt.

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

Abbildung 5.11 verdeutlicht, dass das Aktiengeschäft deutscher Versicherungen weitestgehend europäisch geprägt ist, mit einem klaren Schwerpunkt in Deutschland. 273,1 Milliarden Euro sind deutschen Emittenten bzw. Unternehmenseinheiten zugeführt und weitere 97 Milliarden an Adressen mit Sitz im Euroraum. Das macht in Summe einen Anteil von über 90 Prozent aus. Der Nicht-Euroraum spielt mit 34,4 Milliarden Euro Investitionen in Unternehmensanteile dort ansässiger Adressen eine relativ geringe Rolle. Abbildung 5.12 wirft einen tieferen Blick in den Euroraum und zeigt auf, dass die Niederlande und Luxemburg eine überraschend große Rolle für Eigenkapitalinvestments von Versicherungen spielen. Länder wie Frankreich, Italien, Österreich oder Spanien spielen keine wesentliche Rolle. Die Gründe für die starke Rolle der Niederlande und Luxemburg münden unseres Erachtens in Vermutungen, die sich in Themengebieten wie Steuern und Gestaltungsspielraum von Investmentvehikeln befinden.

Abbildung 5.9

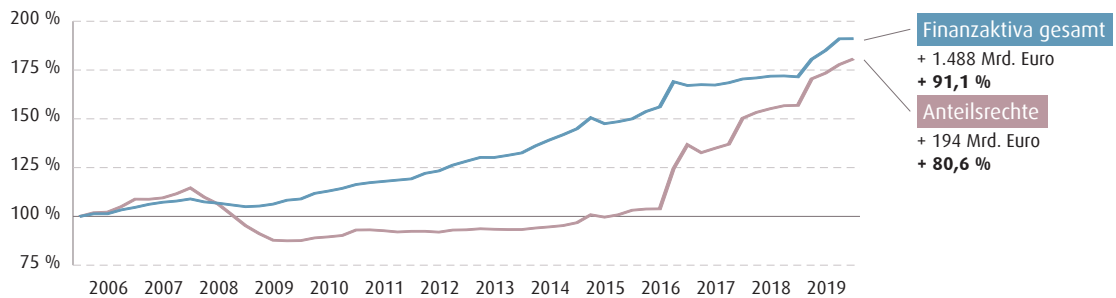
Anteilsrechte: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.10

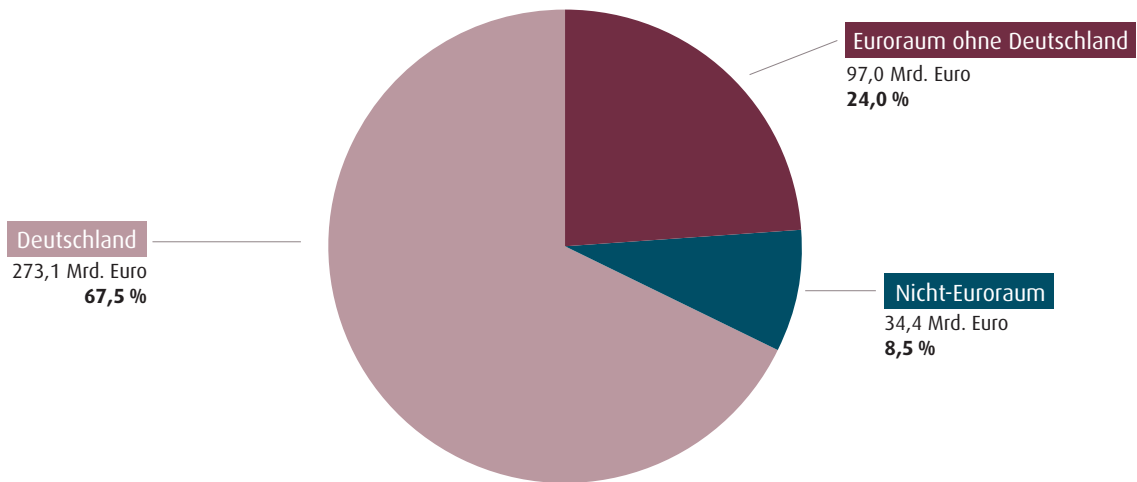
Anteilsrechte: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.11

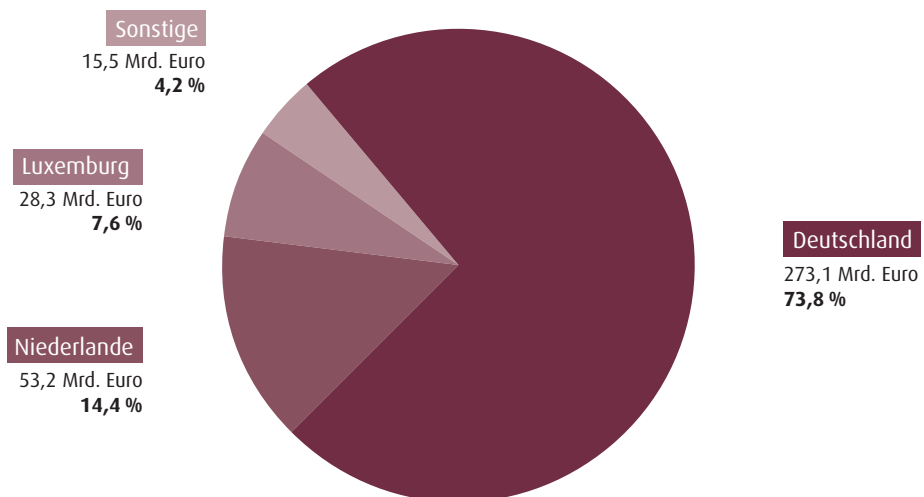
Anteilsrechte: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.12

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



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

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 deutlich 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.

Investmentfondsanteile sind mit großem Abstand der Spitzenreiter hinsichtlich des Volumens der in diesem Kapitel dargestellten Positionen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Sie vereinen sagenhafte 1.213 Milliarden Euro der Finanzaktiva auf sich, was einen Anteil von 39 Prozent bedeutet. Über den gesamten Analysezeitraum von 15 Jahren ist das Wachstum des Anlagesegments der Investmentfondsanteile beeindruckend. Der Volumenzuwachs summiert sich insgesamt auf 857 Milliarden Euro. Der Gesamtbe-

stand an Fondsanteilen erhöhte sich damit von 356 Milliarden Euro in 2005 auf bereits oben genannte 1.213 Milliarden Euro per Datenstichtag Ende Dezember 2019. Abbildung 5.14 stellt eindrücklich dar, dass der Bestandszuwachs von Investmentfonds aller Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen im Vergleich zu der Entwicklung der gesamten Finanzaktiva überproportional ist. Er betrug 240,4 Prozent mit besagten 857 Milliarden Euro im Vergleich zu dem Wachstum der Finanzaktiva von 91 Prozent und 1.488 Mrd. Euro. Das bedeutet, dass in den letzten 15 Jahren 57 Prozent des Wachstums der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Investmentfonds allokiert wurden. Das ist eine enorme Quote.

Lebensversicherungen halten mit 579 Milliarden Euro rund 44 Prozent ihrer Finanzaktiva in Investmentfonds, gefolgt von Pensionseinrichtungen mit 421 Milliarden Euro, was einer sehr hohen Fondsquote von 62 Prozent an ihren entsprechenden Finanzaktiva von 676 Milliarden Euro entspricht. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 199 Milliarden Euro Kapitalanlagen in Investmentfonds und einer Fondsquote von 30 Prozent an ihren Finanzaktiva an. Rückversicherungen spielen mit einem Anlagevolumen von 14 Milliarden Euro eine nachgelagerte Rolle in diesem Zusammenhang.

Abbildung 5.13 zeigt eindrucksvoll auf, dass Pensionseinrichtungen seit 15 Jahren die mit Abstand am deutlichsten wachsende Investorengruppe im

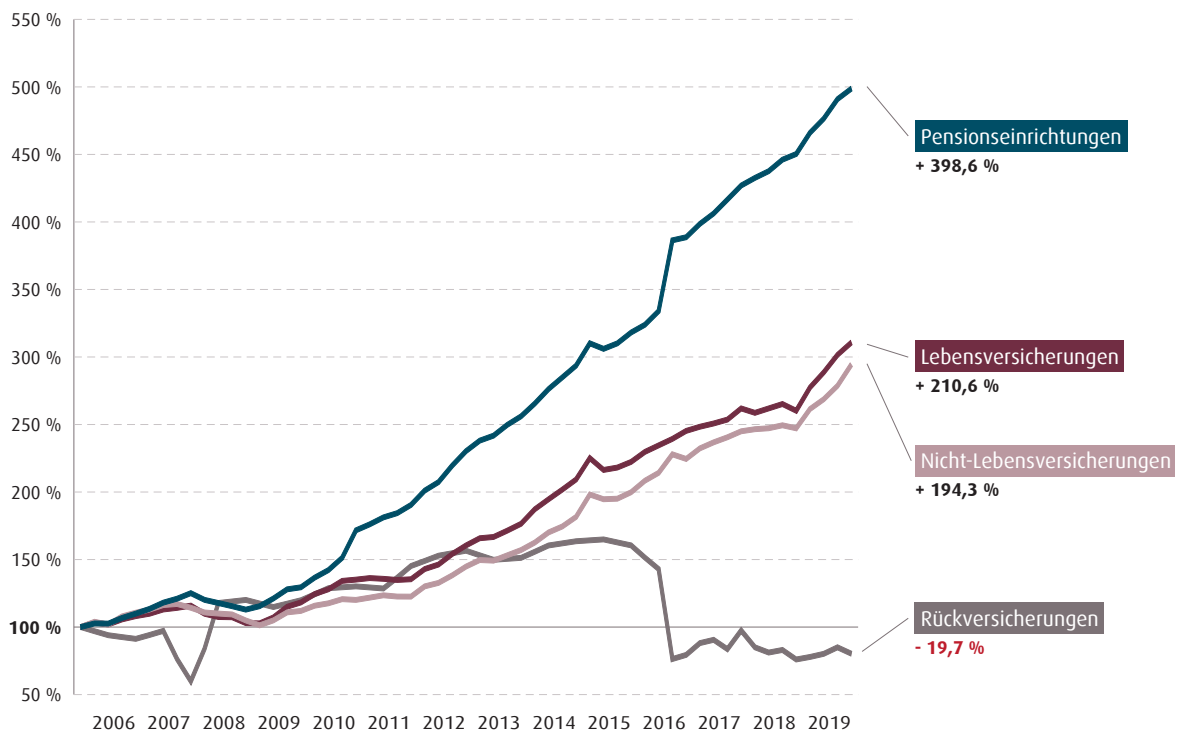
Investmentfondsgeschäft sind. Ihre Fondsbestände steigerten sich in der Betrachtungsperiode um 398,6 Prozent. In absoluten Beträgen bedeutet dies eine Zunahme um 337 Milliarden von 84 Milliarden Euro Ende 2005 auf 421 Milliarden Euro per Ende Dezember 2019. Lebensversicherungen als größte Investorengruppe weisen mit einem Zuwachs von 392 Milliarden Euro im Bereich Investmentfonds zwar einen höheren absoluten Betrag auf, kommen jedoch von einem höheren Bestandsniveau am Aus-

gangspunkt der Betrachtungsperiode. Ihre Fondsbestände legten um 210,6 Prozent zu. Nicht-Lebensversicherungen steigerten ihren Fondsbestand um 194,3 Prozent von knapp 68 Milliarden Euro auf 199 Milliarden Euro. Nur für Rückversicherungen sieht der Trend anders aus, wobei diese hinsichtlich ihres geringen Bestandes an Investmentfonds in diesem Kontext zu vernachlässigen sind.

Da den statistischen Meldegrößen der Finanzakti-

Abbildung 5.13

Investmentfondsanteile: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

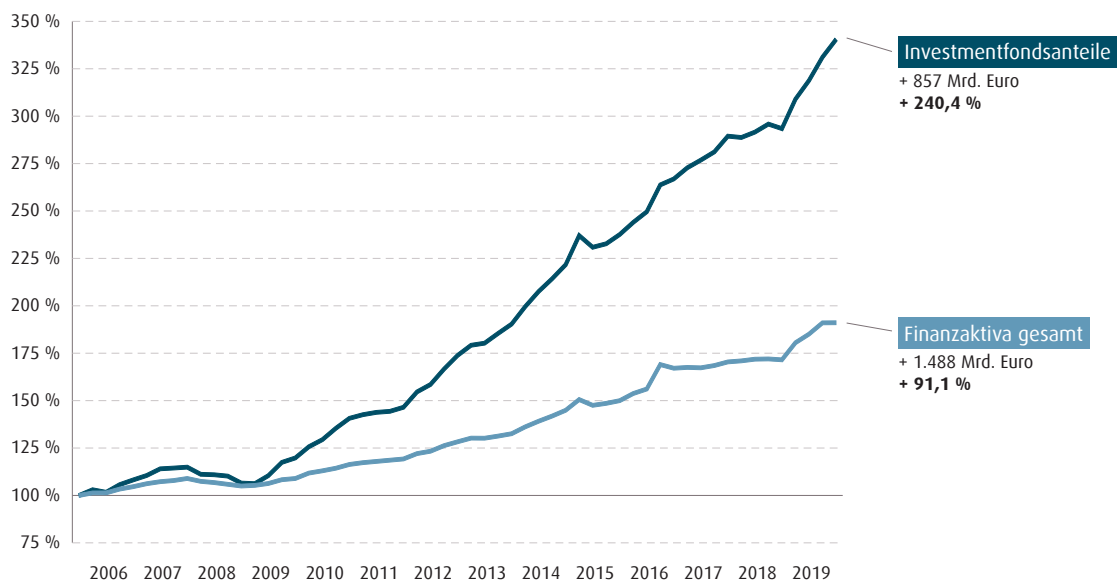
va die Wertpapiere betreffend und damit auch den Fondsanteilen eine Bewertung zu Marktpreisen zugrunde liegt, kommen in dem überproportionalen Volumenzuwachs bei Investmentfonds neben Mittelzuflüssen auch Markteinflüsse zwischen den Stichtagen zum Ausdruck. Im Kontext einer Gesamtschau der betrachteten Investorensegmente sowie der Entwicklung der Verbindlichkeitsstruktur im Zeitablauf lässt sich ableiten, dass in ihrem Einfluss auf den Gesamtbestand Allokationseffekte gegenüber Markteinflüssen dominieren dürften. Dies damit im Einklang mit dem strategischen Markttrend einer Umschichtung von der klassischen Direktanlage hin zu indirekten Kapitalanlagen im Fondsmantel, oftmals auch verbunden mit einer Spezialisierung,

Internationalisierung und Diversifizierung der Anlagestruktur sowie einem Rückgriff auf externe Asset-Manager im Rahmen von Master-KVG-Mandaten.

Abschließend in diesem Kapitel verbleibt der Blick auf die Domizilierung des Fondsemittenten, 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 Pensionsinstitutionen leider nicht. Abbildung 5.15 zeigt eindeutig, dass deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften die dominierenden Anbieter sind. Sie administrieren 664,8 Milliarden Euro, die Versicherungen bei ihnen angelegt haben. Bei Anbietern im

Abbildung 5.14

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



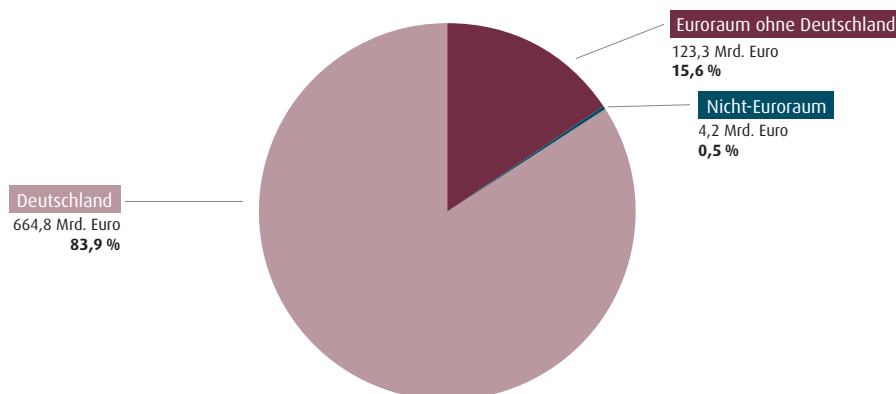
Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

verbleibenden Euroraum sind 123,3 Milliarden Euro angelegt. Anbieter im Nicht-Euroraum spielen dort allokierten 4,2 Milliarden Euro so gut wie keine Rolle. Die vertiefende Analyse des Euroraums in Abbildung 5.16 deckt auf, dass hinter Deutschland mit einem großen Marktanteil von 84,4 Prozent Luxemburg mit 106,6 Milliarden Euro und Marktanteil

von 13,5 Prozent mit weitem Abstand der zweite europäische Fondsstandort für Versicherungen ist. Anbieter in den verbleibenden Euro-Ländern wie Frankreich oder Irland spielen weitestgehend keine Rolle bei der Mandatierung durch Versicherungen. Das Fondsgeschäft mit Versicherungen ist fest in deutscher Hand.

Abbildung 5.15

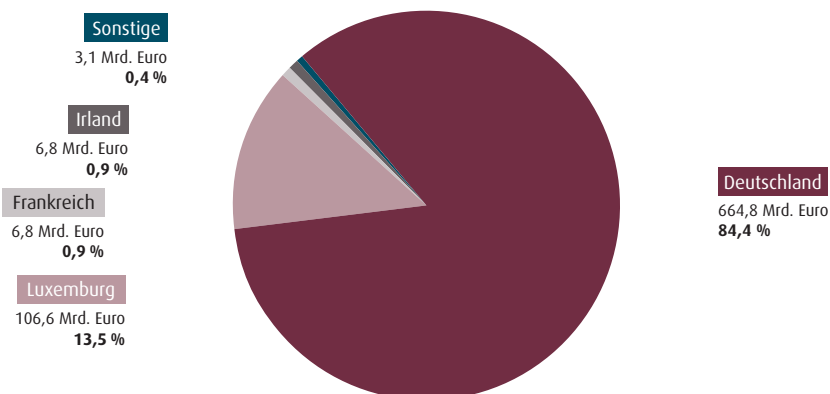
Investmentfondsanteile: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.16

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



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts

6.1 Überblick

Nachdem in den vorherigen Kapiteln ein gesamtlicher Blick auf die Aktivposition der Investmentfondsanteile von Versicherungen und Pensionseinrichtungen geworfen wurde, wird nachfolgend eine vertiefende Analyse der Struktur des Spezialfondsgeschäftes von Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen vorgenommen. Ausgangspunkt ist die Tatsache, dass die indirekten Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland 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 2019 knapp 665 Milliarden Euro Fondsbestände für Versicherungen und es wurde hier schon erwähnt, dass davon 610,3 Milliarden Spezialfonds sind. Insofern ist die vertiefende Analyse der Struktur des Spezialfondsgeschäfts sehr sinnvoll, um Erkenntnisse über Bestands- und Transaktionsdaten von Versicherungen und Pensionseinrichtungen 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 Anteilabsatz 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

Spezialfonds in Zahlen

Fondsvermögen	1.843,1 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2019	105,5 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2019	251,1 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	4.147

Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank

und veröffentlicht werden, und den Daten der Statistik 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. Kommalpha hat für die nachfolgenden Darstellungen rund 420.000 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 2019.

Analog zu unseren bisherigen Spezialfondsanalysen legen wir einen besonderen Fokus auf Vertriebs-erfolg im Sinne von Cash-Flows 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

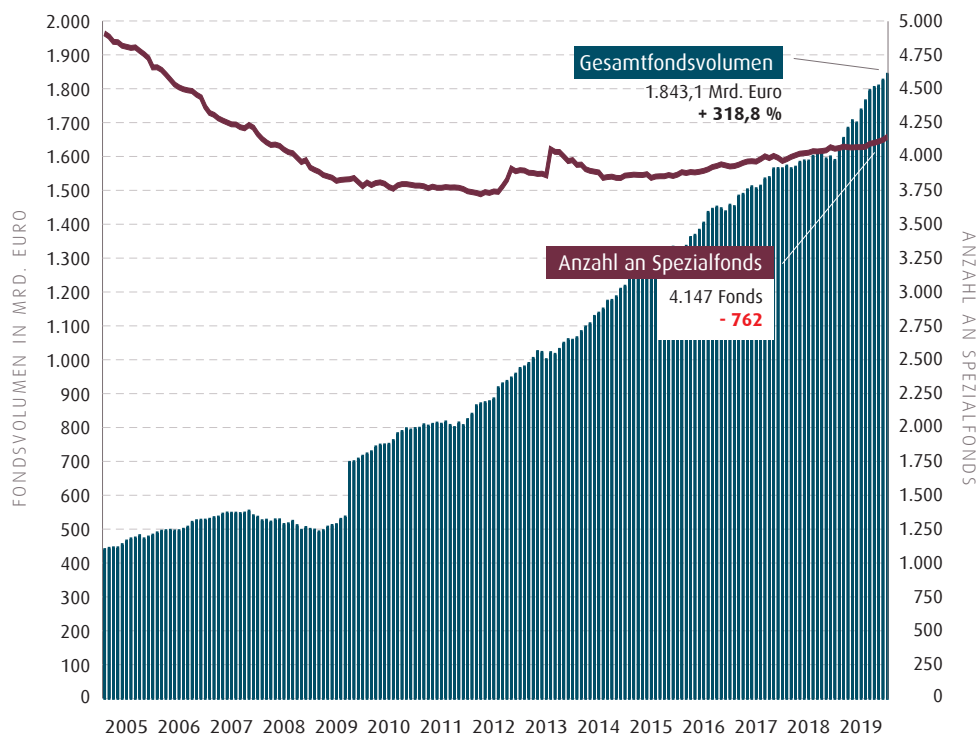
Anteilscheinrücknahmen, die Liquidität auskehren, berücksichtigt sind. Der entsprechende Saldo davon ist das Nettomittelaufkommen. Mittelzuflüsse können per Definition nie negativ sein. Insofern lassen hohe Unterschiede zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen Rückschlüsse auf eine hohe Dynamik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

Abflüsse zu verzeichnen sind.

Bevor auf das Spezialfondsgeschäft von Versicherungen und Pensionseinrichtungen detailliert eingegangen wird, erfolgt eine allgemeine Betrachtung des Spezialfondsmarkts. Das Wachstum des Volumens des Spezialfondsmarktes in den vergangenen 15 Jahren ist bemerkenswert, wie in Abbildung 6.1 dargestellt. Mit einem Volumen von rund 440 Milliarden Euro in 2005 stieg das Volumen kräftig und relativ stetig an, allerdings mit einer kleinen Delle in den Jahren 2008/2009, bedingt

Abbildung 6.1

Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Fonds von Spezialfonds



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

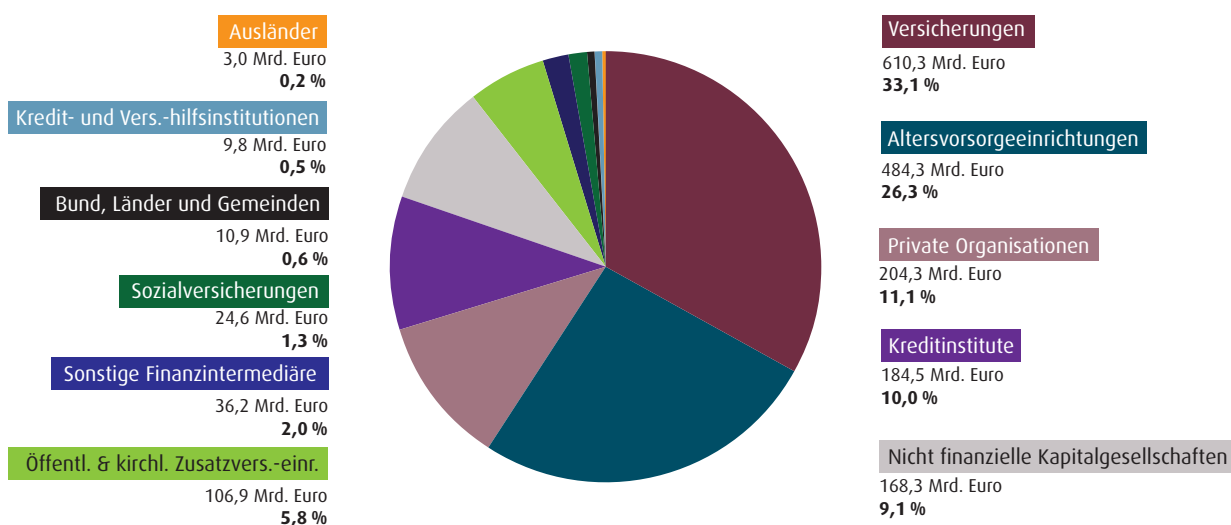
durch die Finanzkrise. Ende 2019 betrug das Spezialfondsvolumen rund 1,84 Billionen Euro. Es hat sich in 15 Jahren somit mehr als vervierfacht. Die Anzahl von Spezialfonds sank im gleichen Betrachtungszeitraum moderat von rund 4.900 auf 4.147, was Rückschlüsse auf höhere Durchschnittsvolumina und entsprechend positive Skaleneffekte bei Kapitalverwaltungsgesellschaften zulässt. Die Nettomittelaufkommen von Spezialfonds befinden sich seit vielen Jahren auf sehr hohem Niveau. In 2019 konnten sie netto 105,5 Milliarden einsammeln und in den Jahren davor pendeln die Zahlen zwischen 80 und 100 Milliarden Euro. 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.

Von besonderem Interesse ist die Analyse der Marktanteile und welche Investorensegmente bzw. Anteilhaber das enorme Wachstum von Spezialfonds beflügelt haben, sowie die Betrachtung, welche Verschiebungen es in den letzten 10 Jahren gab. In Abbildung 6.2 ist die Aufteilung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern per Ende 2019 dargestellt. Die in diesem Ergebnisdokument betrachteten Investorensegmente Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen sind die mit Abstand dominierenden Kundengruppen im Spezialfondsgeschäft. Sie vereinen einen Marktanteil von knapp 60 Prozent auf sich.

Abbildung 6.2

Aufteilung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

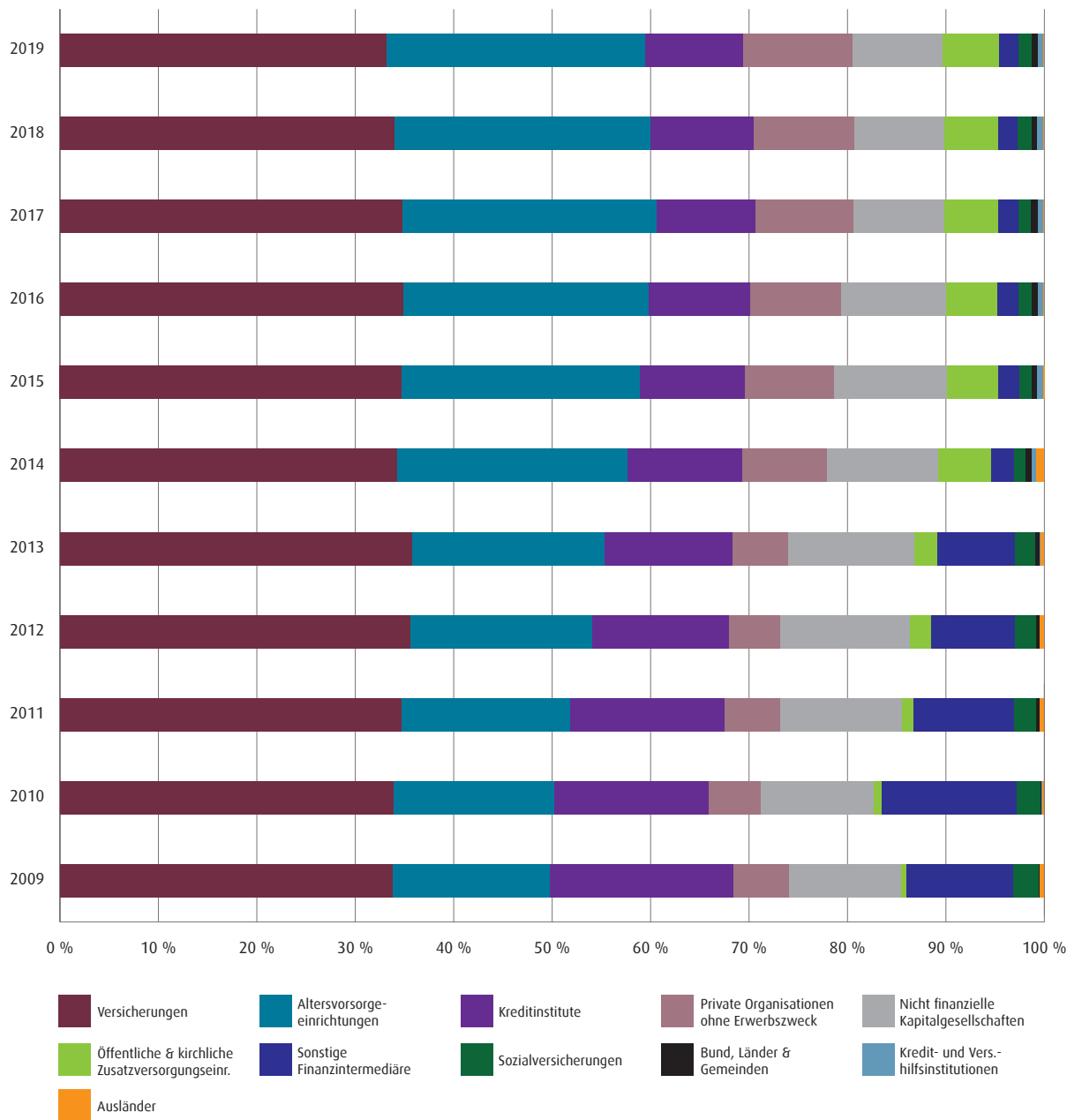
Abbildung 6.3 visualisiert die entsprechende Entwicklung des Spezialfondsvermögens nach Anteilhabern und die Verschiebungen der Marktanteile. Versicherungen sind mit einem Marktanteil von 34 Prozent und einem Volumen von 610 Milliarden Euro per Ende 2019 nach wie vor die größte Investorengruppe. Auch in den letzten 10 Jahren hatten sie jeweils einen Marktanteil von rund einem Drittel am entsprechenden Spezialfondsvolumen. Mit einem Volumen von 242 Milliarden Euro in 2009 sind sie somit konstant mit dem Markt mitgewachsen. Dynamischer ist die Entwicklung bei der zweitgrößten Investorengruppe Altersvorsorge- bzw. Pensionseinrichtungen. Ihr Marktanteil ist in den letzten 10 Jahren von 16 Prozent auf 26 Prozent gestiegen, was somit ein überproportionales Wachstum im Vergleich zum Markt bedeutet. Mit einem Spezialfondsvolumen von 114 Milliarden Euro in 2009 sind sie um einen Faktor von 4,2 auf 484 Milliarden Euro Ende 2019 gewachsen und seit 2011 die zweitbedeutendste Investorengruppe bei Spezialfonds. Besonders bemerkenswert ist die Tatsache, dass private Organisationen ohne Erwerbscharakter wie Stiftungen seit 2019 das drittbedeutendste Anteilseignersegment bei Spezialfonds sind. Sie haben Kreditinstitute vom dritten Rang abgelöst und weisen einen Marktanteil von 11 Prozent und ein Volumen von 204 Milliarden Euro auf. Das Wachstum des Spezialfondsvolumens von privaten Organisationen ohne Erwerbscharakter ist rasant. Es stieg von 40 Milliarden Euro in 2009 auf besagte 204 Milliarden Euro, was einen Anstieg um den Faktor

5,1 bedeutet. Kreditinstitute befinden sich mit ihren Depot-A-Anlagen in Spezialfonds auf Rang 4 mit einem Marktanteil von 10 Prozent und einem Volumen von 185 Milliarden Euro per Ende 2019. Das Wachstum ist vergleichbar moderat und kommt von 134 Milliarden Euro in 2009. Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften bzw. „Corporates“ folgen auf Rang 5 mit einem Marktanteil von 9 Prozent und einem Volumen von 168 Milliarden Euro. Die Marktanteile von Corporates sind in den letzten 10 Jahren leicht gesunken, bei gleichzeitig moderatem Wachstum des Spezialfondsvolumens. Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungskassen wie beispielsweise die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder VBL und die kirchlichen ZVKen sind hinsichtlich der Anzahl eine kleine Investorengruppe, aber immerhin auf Rang 6 bei den Marktanteilen und einem Volumen von 106 Milliarden Euro mit einem rasanten Wachstum innerhalb der letzten 10 Jahre. Die übrigen in Abbildung 6.2 aufgeführten Investorensegmente spielen eine vergleichbar nachgelagerte Rolle im Spezialfondsgeschäft. Es wird auch klar, dass der deutsche Spezial-AIF ein Anlagevehikel für deutsche institutionelle Investoren ist. Ausländische Investoren spielen mit einem Volumen von 3 Milliarden Euro statistisch kaum eine Rolle.

Vor dem Hintergrund der dargestellten Strukturen und Verschiebungen der Marktanteile ist das in Abbildung 6.4 dargestellte jährliche Nettomittel aufkommen der wesentlichen Anteilseignersegmente wenig verwunderlich. Besonders hervor-

Abbildung 6.3

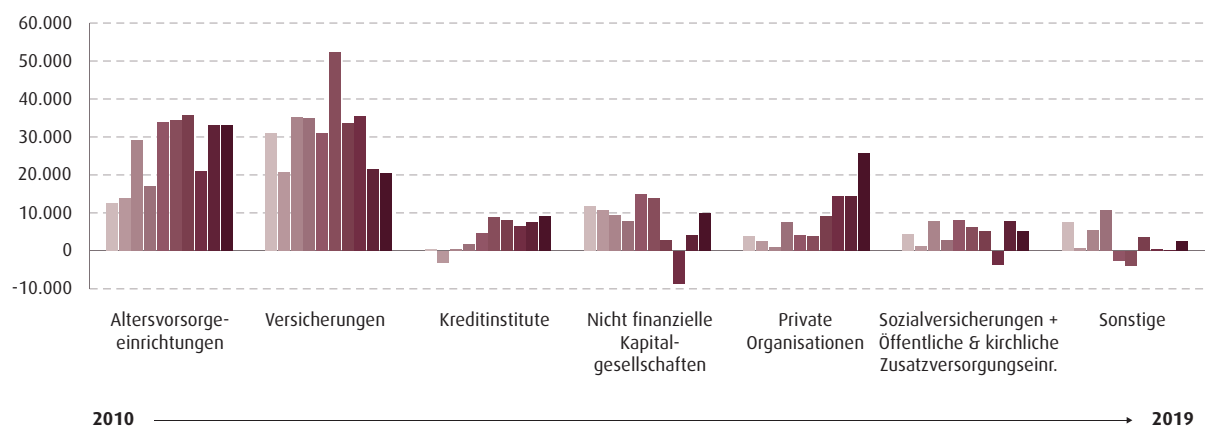
Zusammensetzung des Gesamtvolumens von Spezialfonds nach Anteilhabern



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.4

Jährliches Nettomittelaufkommen nach den volumenstärksten Anteilhabern seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

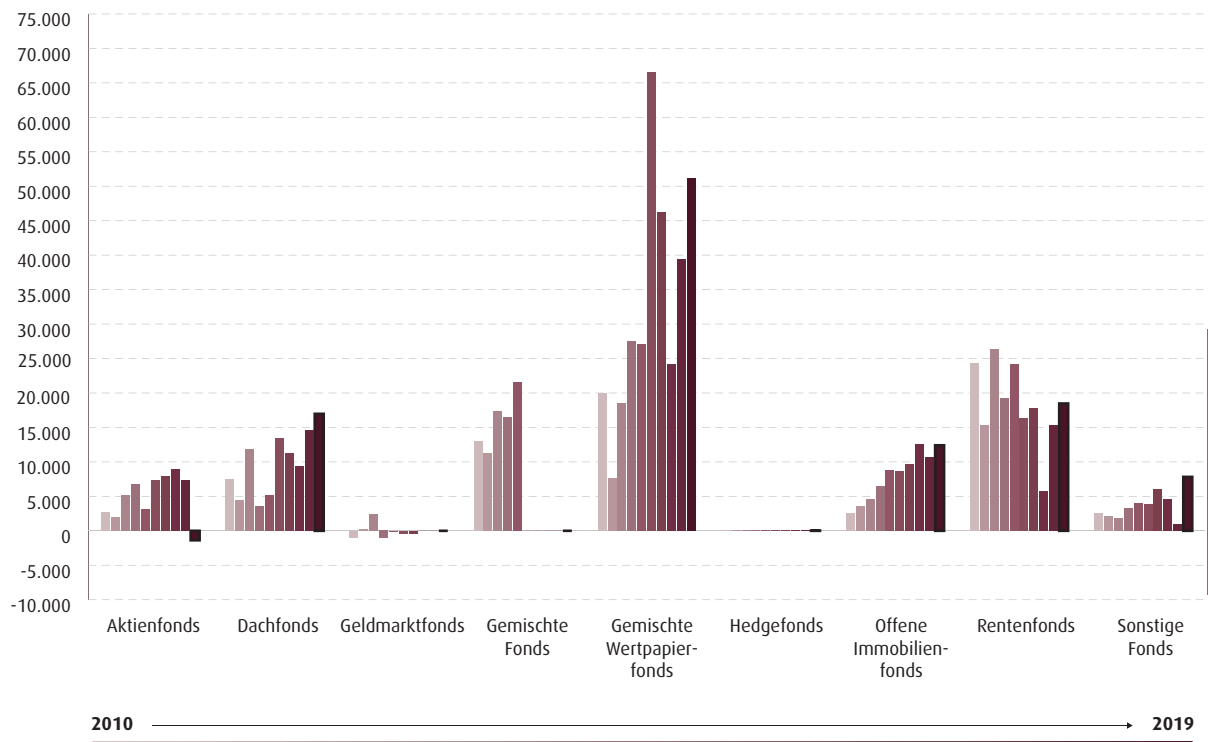
zuheben ist die Tatsache, dass es bis auf wenige Ausnahmen bei allen Investorengruppen jedes Jahr ein positives Nettomittelaufkommen gab sowie die Dominanz von Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen am Neugeschäft in den letzten 10 Jahren. Weiteres Highlight ist die Tatsache, dass Private Organisationen ohne Erwerbscharakter in 2019 hinter Altersvorsorgeeinrichtungen, die ein Nettomittelaufkommen von 32,9 Milliarden Euro aufweisen, mit 25,7 Milliarden Euro auf Platz 2 im Nettomittelaufkommen liegen und somit vor Versicherungen mit 20,3 Milliarden Euro.

Die mit Abstand meisten Gelder flossen in den letzten Jahren in gemischte Wertpapierfonds, also Spezialfonds ohne Anlageschwerpunkt in Renten, Aktien oder anderen Fondskategorien. Dies ist in

erster Linie der Tatsache geschuldet, dass rund zwei Drittel des Spezialfondsmarktes in Form von Masterfonds administriert werden. Auf diese Weise können die Quoten von Assetklassen sowie weitere Kriterien entweder direkt auf Subfondsebene oder mithilfe von Overlaymanagement gesteuert werden. Dachspezialfonds weisen ähnliche Vorzüge auf, was sich ebenfalls in konstant positivem Nettomittelaufkommen auf hohem Niveau ausdrückt. Bemerkenswert ist ebenfalls, dass trotz der historisch niedrigen Zinssituation reine Rentenspezialfonds im Nettomittelaufkommen nach wie vor sehr weit vorn zu finden sind. In Abbildung 6.5 ist das jährliche Nettomittelaufkommen aller Fondskategorien aufgeführt.

Abbildung 6.5

Jährliches Nettomittelaufkommen nach Fondskategorien seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen

In der Investmentstatistik der Deutschen Bundesbank wird für Versicherungen per Datenstichtag 31. Dezember 2019 ein Volumen von 610,3 Milliarden Euro ausgewiesen, welches in 665 Spezialfonds administriert wird. Das Nettomittelaufkommen liegt bei 20,3 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse im Sinne von frischem Geld bei 70,4 Milliarden Euro im Jahre 2019.

Abbildung 6.6 zeigt das beeindruckende Wachstum des Spezialfondsvolumens von Versicherungen auf. Nach einer Seitwärtsbewegung im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 ist das Wachstum in den letzten 10 Jahren beeindruckend. Insgesamt hat es seit Anfang 2005 um den Faktor 2,4 zugenommen. Gleichzeitig hat die Anzahl von Spezialfonds, die für Versicherungen administriert werden, von rund 1.250 auf 665 deutlich abgenommen und sich somit fast halbiert. Das hat zur Folge, dass sich das durchschnittliche Spezialfondsvolumen von 205 Millionen Euro Anfang 2005 auf 918 Millionen per Ende 2019 drastisch erhöht hat. Die Gründe dafür sind in den Bereichen Kostenreduktion durch Konsolidierung auf weniger Anbieter sowie fortwährende Etablierung von Masterfondsstrukturen anzusetzen.

Das Nettomittelaufkommen der Spezialfonds von Versicherungen war in den letzten 10 Jahren konstant positiv, allerdings einigen Schwankungen ausgesetzt. Nach dem Rekordjahr 2015 mit einem Nettomittelaufkommen von 52,3 Milliarden Euro hat sich dieser Wert doch deutlich verringert und liegt in den Jahren 2018 und 2019 nur noch knapp

Versicherungen in Zahlen

Fondsvermögen	610,3 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2019	20,3 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2019	70,4 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	665

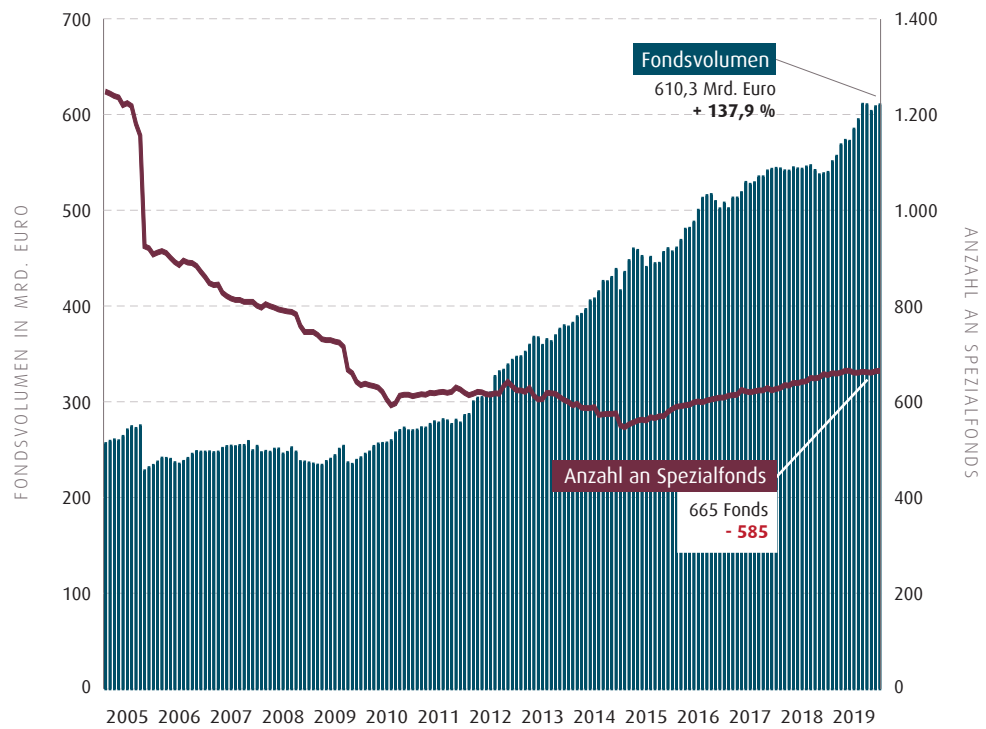
Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank

über 20 Milliarden Euro. Anscheinend zeigen sich in dieser Entwicklung die Liquiditätsbedürfnisse der Versicherungsbranche, was per Saldo durch zunehmende Auszahlungs- und Inanspruchnahmeszenarien begründet sein kann. Besonders interessant ist diese Entwicklung, da die Mittelzuflüsse („frisches Geld“) in den letzten 8 Jahren auf sehr hohem Niveau pendeln und ihren Rekord im Jahr 2018 mit 79 Milliarden Euro feierten. Betrachtet man die Jahre 2018 und 2019, bedeutet dies, dass extrem viel frisches Geld in Spezialfonds geflossen ist, aber vergleichbar wenig netto dort gelandet ist, was per Saldo gleichzeitig entsprechende hohe Liquiditätsabflüsse aus Spezialfonds bedeutet. Es wurden viele Spezialfonds „gedreht“. Abbildung 6.7 zeigt das Nettomittelaufkommen und die Mittelzuflüsse von Versicherungen in Spezialfonds auf.

Abbildung 6.8 veranschaulicht die Einzelmonatswerte des Nettomittelaufkommens und der Mittelzuflüsse. Es zeigt sich, dass das Nettomittelaufkommen in jedem Monat bis auf sehr wenige Ausnahmen ausschließlich positiv war. Die im Kontext der vorherigen Abbildung skizzierte Dynamik zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüs-

Abbildung 6.6

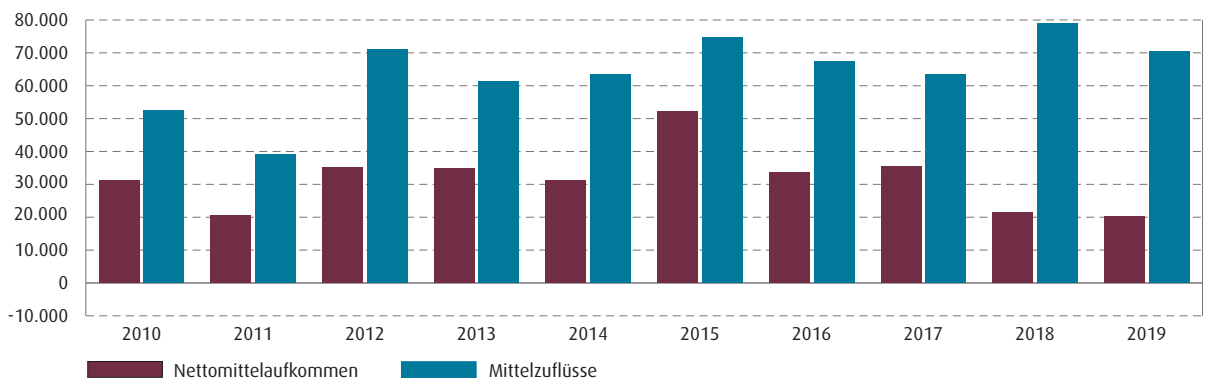
Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Spezialfonds von Versicherungen



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.7

Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Versicherungen seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

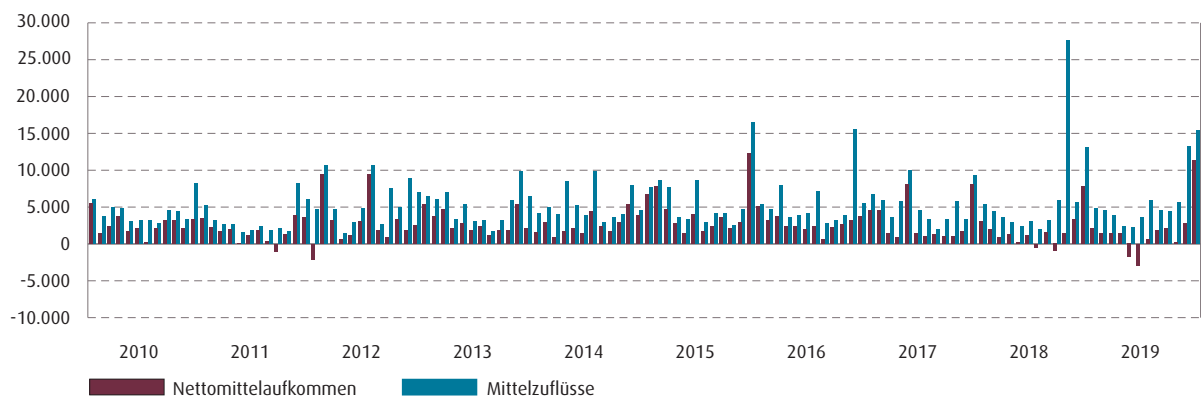
sen wird ebenfalls sehr deutlich, insbesondere in den Jahren 2018 und 2019.

Abbildung 6.9 zeigt die Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvermögens von Versicherungen gemäß der Fondskategorisierung der Deutschen Bundesbank auf. Versicherungen hatten per Ende 2019 rund 242 Milliarden Euro in gemischten Wertpapierspezialfonds angelegt, was einem Anteil von knapp 40 Prozent entspricht. Hierbei handelt es sich um Wertpapierfonds ohne Anlageschwerpunkt in Aktien oder festverzinslichen Wertpapieren bzw. Renten. In reinen Rentenspezialfonds waren Ende 2019 rund 261 Milliarden Euro administriert, was einen Anteil von 43 Prozent bedeutet. Es folgen Aktienspezialfonds mit 55 Milliarden Euro und Immobilienspezialfonds mit 33 Milliarden Euro. Die übrigen Fondskategorien spielen keine signifikante bis gar keine Rolle, wie beispielsweise Geldmarkt-

und Hedgespezialfonds. Der Rückblick auf die letzten 10 Jahre bringt die Erkenntnis, dass es bei Versicherungen zu keinen wesentlichen Verschiebungen innerhalb der Spezialfondskategorien kam. Außer einer leichten Zunahme der Bedeutung von Aktien-, Immobilien- und Dachspezialfonds. Zur Klarstellung sei angemerkt, dass es Ende 2013 zu einer Veränderung der Fondskategorisierung seitens der Deutschen Bundesbank kam und gemischte Fonds als Kategorie aufgelöst wurden und die Bestände gemäß Fondsprofilen auf die bestehenden Kategorien verteilt wurden. Es bleibt die Feststellung, dass bei Versicherungen der Bestand an reinen Rentenspezialfonds unverändert hoch ist, was sicher regulatorische Gründe hat, Stichwort Solvency II oder Anlageverordnung, und sich ebenfalls in sehr langen Durationen der bestehenden Portfolien bzw. der Einzeltitel begründet.

Abbildung 6.8

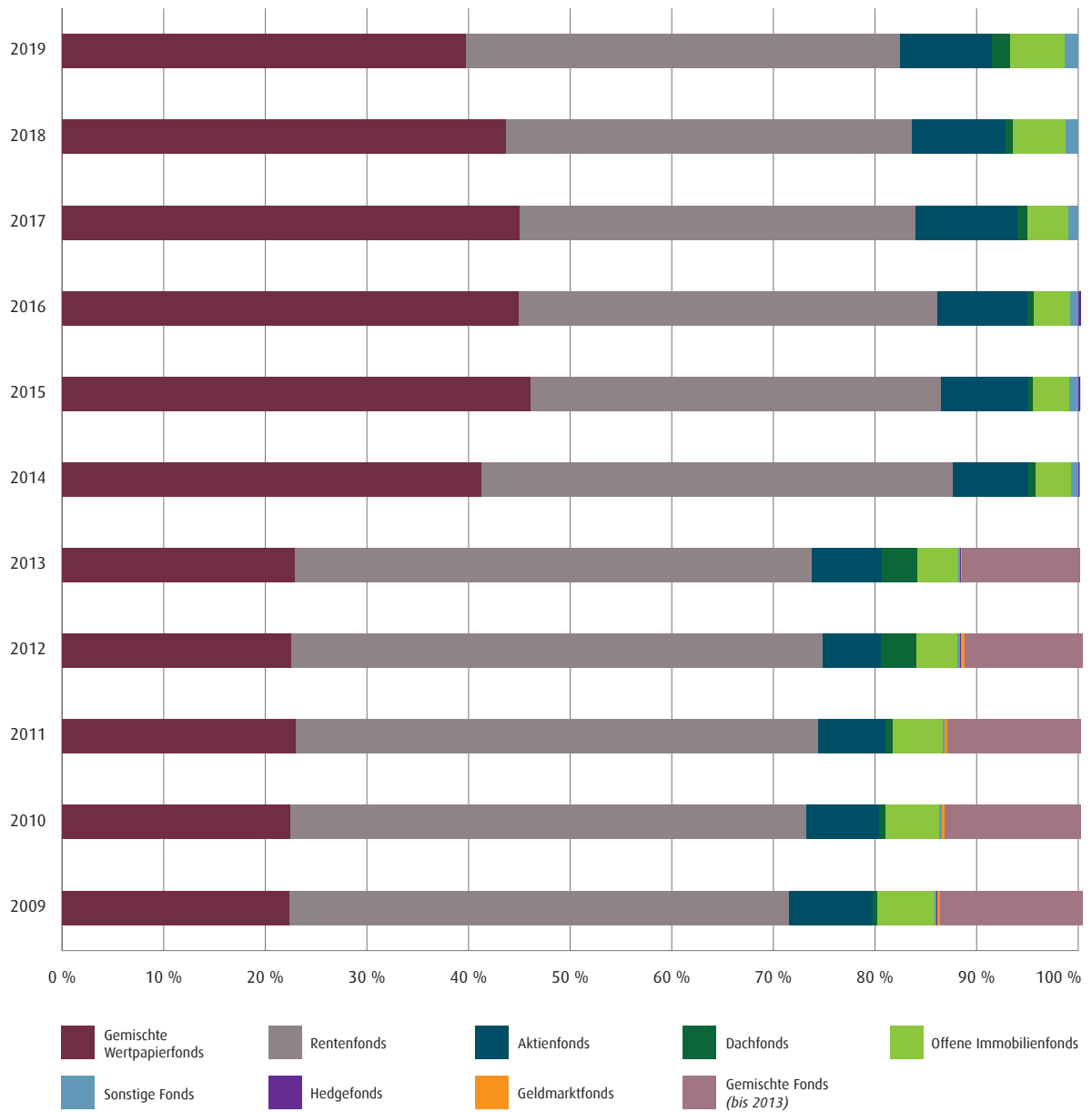
Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Versicherungen seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.9

Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen nach Fondskategorien



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Das Wachstum des Volumens von Spezialfonds von Versicherungen war in den letzten 10 Jahren überwiegend geprägt von Nettodotierungen in gemischte Wertpapierfonds und Rentenfonds sowie auf niedrigerem Niveau Aktien- und Immobilienfonds. In Abbildung 6.10 ist das jährliche Nettomittelaufkommen der wesentlichen Spezialfondskategorien abgetragen. Der Erfolg von gemischten Wertpapierspezialfonds geht einher mit dem Wachstum und der fortwährenden Etablierung von Masterfondsstrukturen sowie der Spezialisierung und Differenzierung der Vermögensgegenstände innerhalb der Assetklassen.

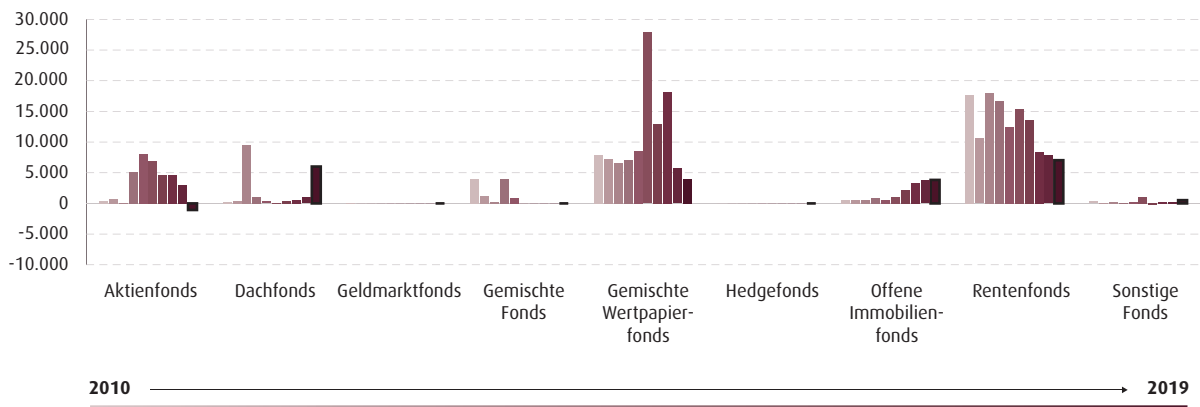
In den Abbildungen 6.11 bis 6.13 sind die monatlichen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse für die drei volumenstärksten Spezialfondskategorien von Versicherungen veranschaulicht. Zusätzlich haben wir zu Illustrationszwecken jeweils einen bewusst einfach gewählten Index integriert. Auf diese Weise wird zum einen die bereits angesprochene Dynamik zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen auf Ebene der Fondskategorie visualisiert und in Verhältnis zur Zins- und Aktienmarktentwicklung gesetzt und zum anderen werden mandatspezifische „Ausreißer“ kenntlich gemacht. Es tritt zutage, in welcher Dimension frisches Geld auf Einzelmonatsbasis in die wesentlichen Fondskategorien fließt und was sich davon jeweils im Nettomittelaufkommen niederschlägt. Weichen Mittelzuflüsse und Nettomittelaufkommen erheblich voneinander ab, so ist in dem jeweiligen

Monat eine hohe Dynamik im Anteilscheingeschäft mit Spezialfonds zu verzeichnen. Insgesamt lässt sich eine relativ hohe Dynamik bei allen drei Fondskategorien feststellen, insbesondere bei gemischten Wertpapierspezialfonds. Bei reinen Aktienspezialfonds setzt diese erst im Laufe des Jahres 2018 in einem höheren Maße ein. In Abbildung 6.13 haben wir bei der Darstellung der reinen Rentenspezialfonds zusätzlich noch den Höchstrechnungszins abgetragen, dessen Entwicklung das Dilemma von Versicherungen aufzeigt. Es müssen im Zeitverlauf des sinkenden Höchstrechnungszinses betraglich immer höhere versicherungstechnische Rückstellungen gebildet werden, deren bilanzielle Deckung auf der Aktivseite durch Mehrung der Finanzanlagen erfolgen muss. Dies spielt Anlagen in Spezialfonds in die Karten sowie der entsprechenden Dynamik von Anteilscheintransaktionen.

6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts

Abbildung 6.10

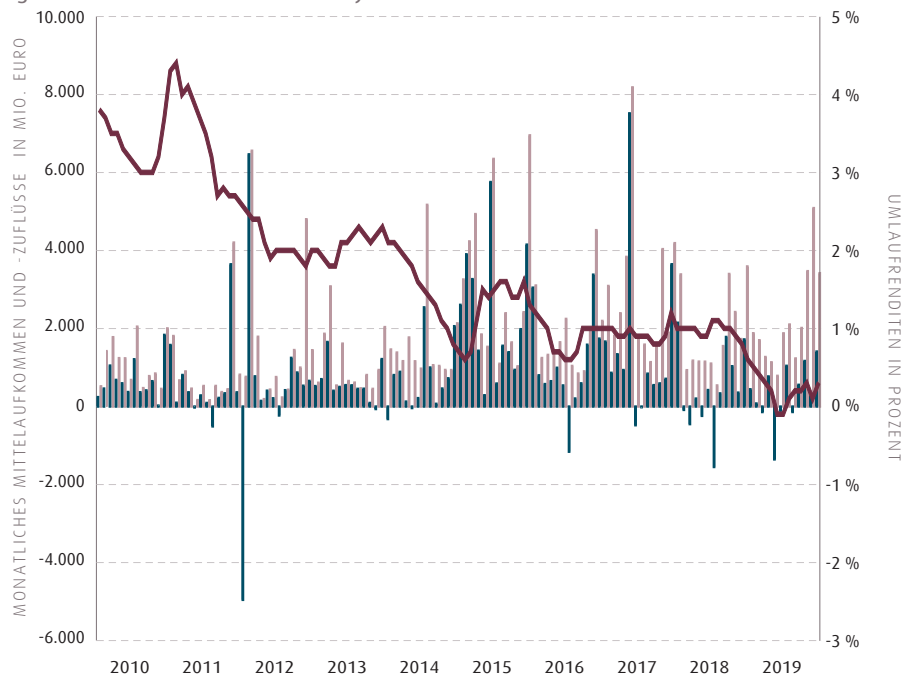
Jährliches Nettomittelaufkommen von Versicherungen nach Fondskategorien seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.11

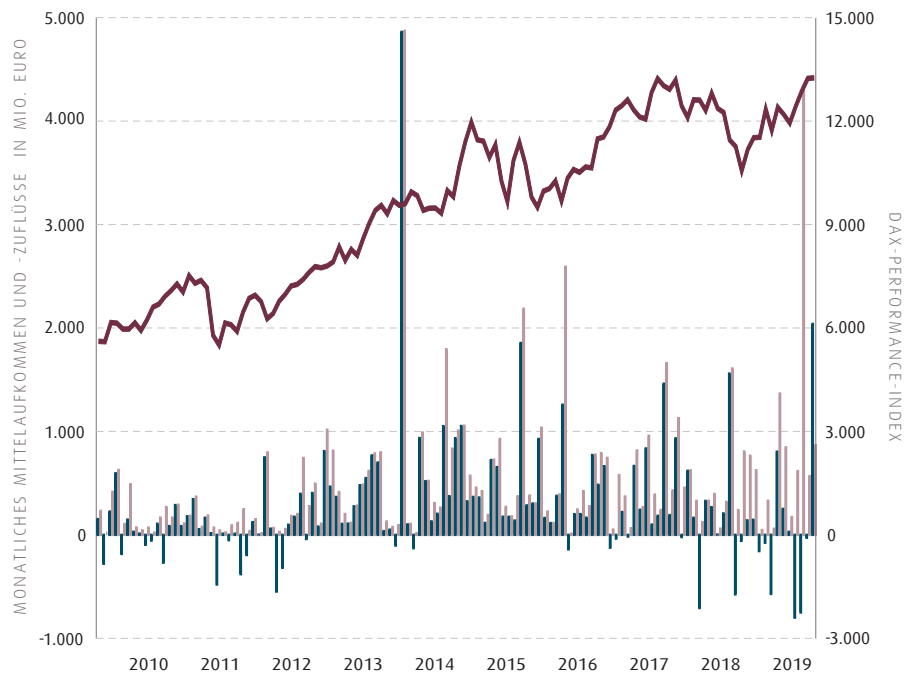
Monatliches Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Gemischte Wertpapierspezialfonds im Vergleich zu Umlaufrenditen von Bankschuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.12

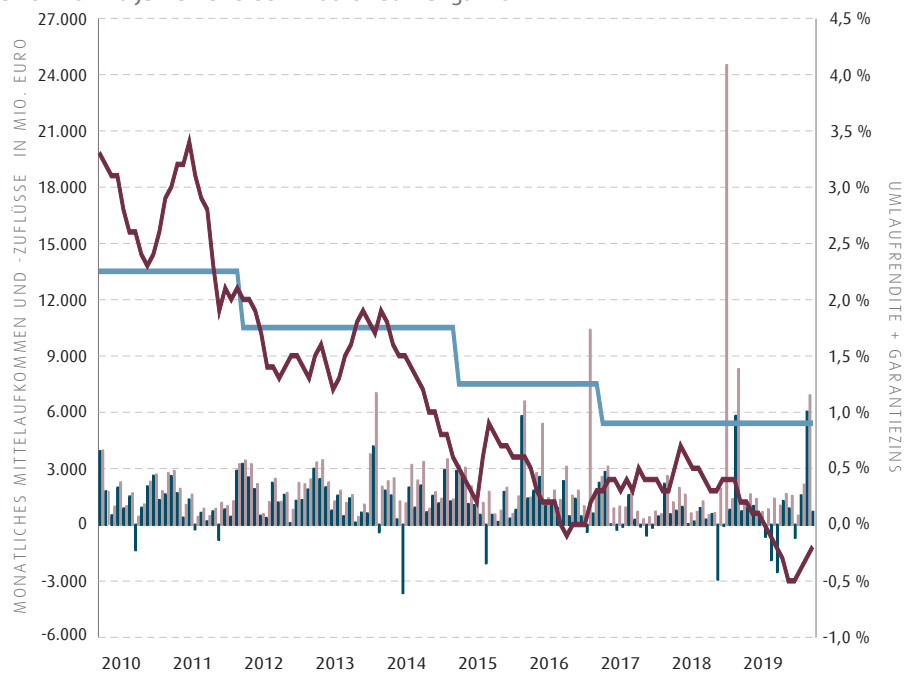
Monatliches Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Aktienfonds im Vergleich mit dem DAX-Performance-Index



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.13

Monatliches Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Rentenfonds im Vergleich zu Umlaufrendite von Anleihen öffentlicher Hand mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und dem Höchstrechnungszins



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen

Bei Altersvorsorgeeinrichtungen handelt es sich um die Kundengruppe, die im Spezialfondsgeschäft das mit Abstand dynamischste Wachstum in den letzten 15 Jahren verzeichnen konnte. Das entsprechend administrierte Spezialfondsvolumen hat sich von 16,2 Milliarden Euro Anfang 2005 auf 484,3 Milliarden Euro per Ende 2019 erhöht. Es hat um den sagenhaften Faktor 29,9 zugenommen. Das Nettomittelaufkommen in 2019 beträgt 32,9 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse 63,2 Milliarden Euro für 781 Spezialfonds per Datenstichtag 31. Dezember 2019. Abbildung 6.14 zeigt die Entwicklung des Fondsvolumens und der Anzahl von Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen auf. Die Ultimowerte von 2019 ergeben eine durchschnittliche Spezialfondsgröße von 620,1 Millionen Euro, was ein um knapp 300 Millionen Euro kleinerer Wert im Vergleich zu Versicherungen ist.

Das jährliche Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds befindet sich im Betrachtungszeitraum von 10 Jahren auf hohem Niveau und unterliegt allerdings einigen Schwankungen. Das Rekordniveau von 2016 mit 35,8 Milliarden Euro wurde in den Jahren 2019, 2018, 2015 und 2014 fast erreicht. In den übrigen Jahren des Betrachtungszeitraums pendelt es zwischen 12 und 21 Milliarden Euro. In den Jahren 2018 und 2019 war das Nettomittelaufkommen um über 10 Milliarden Euro höher als das von Versicherungen. Es scheint nur eine Frage der Zeit, bis Altersvorsorgeeinrichtungen das Kundensegment Versicherungen

Altersvorsorgeeinrichtungen in Zahlen

Fondsvermögen	484,3 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2019	32,9 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2019	63,2 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	781

Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank

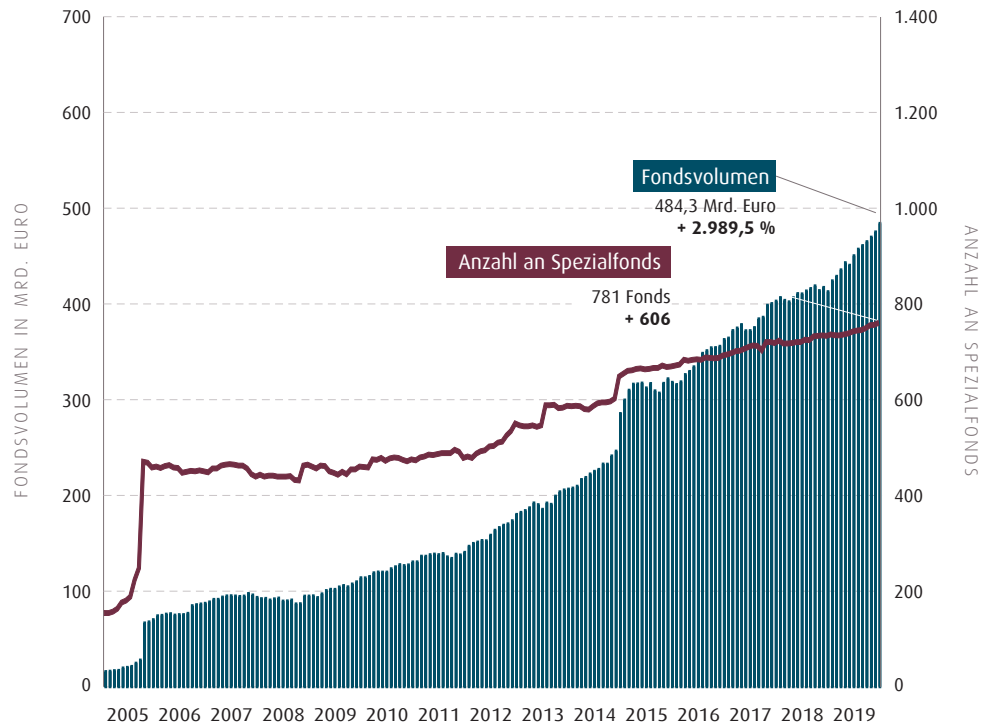
als bedeutendste Investorengruppe bei Spezialfonds ablösen werden. Die Mittelzuflüsse befinden sich ebenfalls insbesondere seit 2014 auf sehr hohem Niveau mit dem Spitzenwert von 72,2 Milliarden Euro im Jahre 2018. Abbildung 6.15 zeigt die zeitliche Entwicklung des jährlichen Nettomittelaufkommens und der Mittelzuflüsse auf.

Abbildung 6.16 zeigt eindrücklich, dass es im Betrachtungszeitraum nur vier Monate gab, in denen das Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds negativ war. In allen übrigen Monaten regnete Nettoliquidität konstant in Spezialfonds. Die Dynamik im Sinne des Unterschieds zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen ist im Vergleich zu Versicherungen geringer. Bis auf einige Monate mit mandatspezifischen Ausreißern landet von den Mittelzuflüssen relativ viel netto im Spezialfondsmarkt.

Die Zusammensetzung des Spezialfondsvermögens von Altersvorsorgeeinrichtungen unterliegt deutlichen Unterschieden zu der entsprechenden

Abbildung 6.14

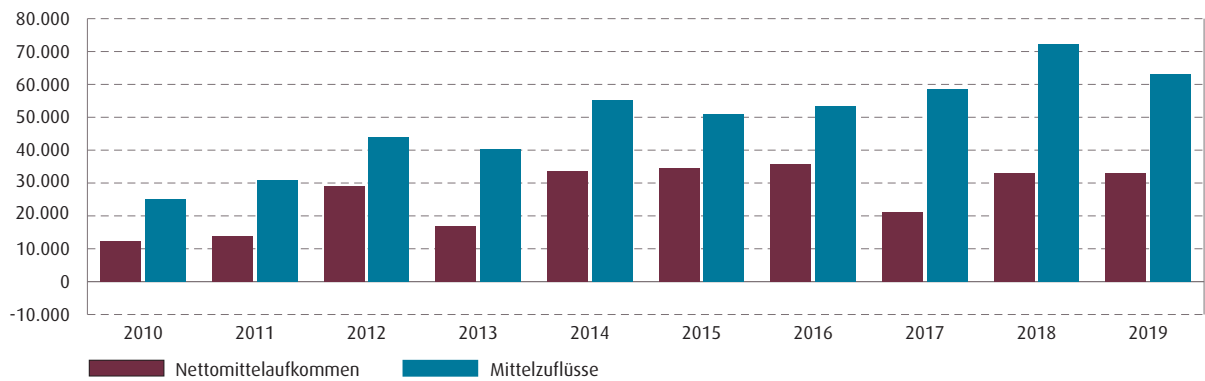
Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.15

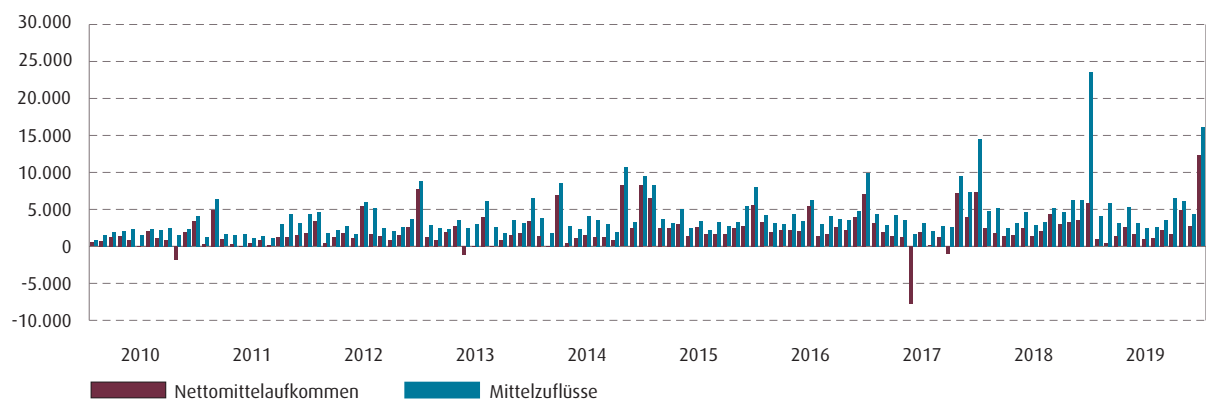
Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.16

Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

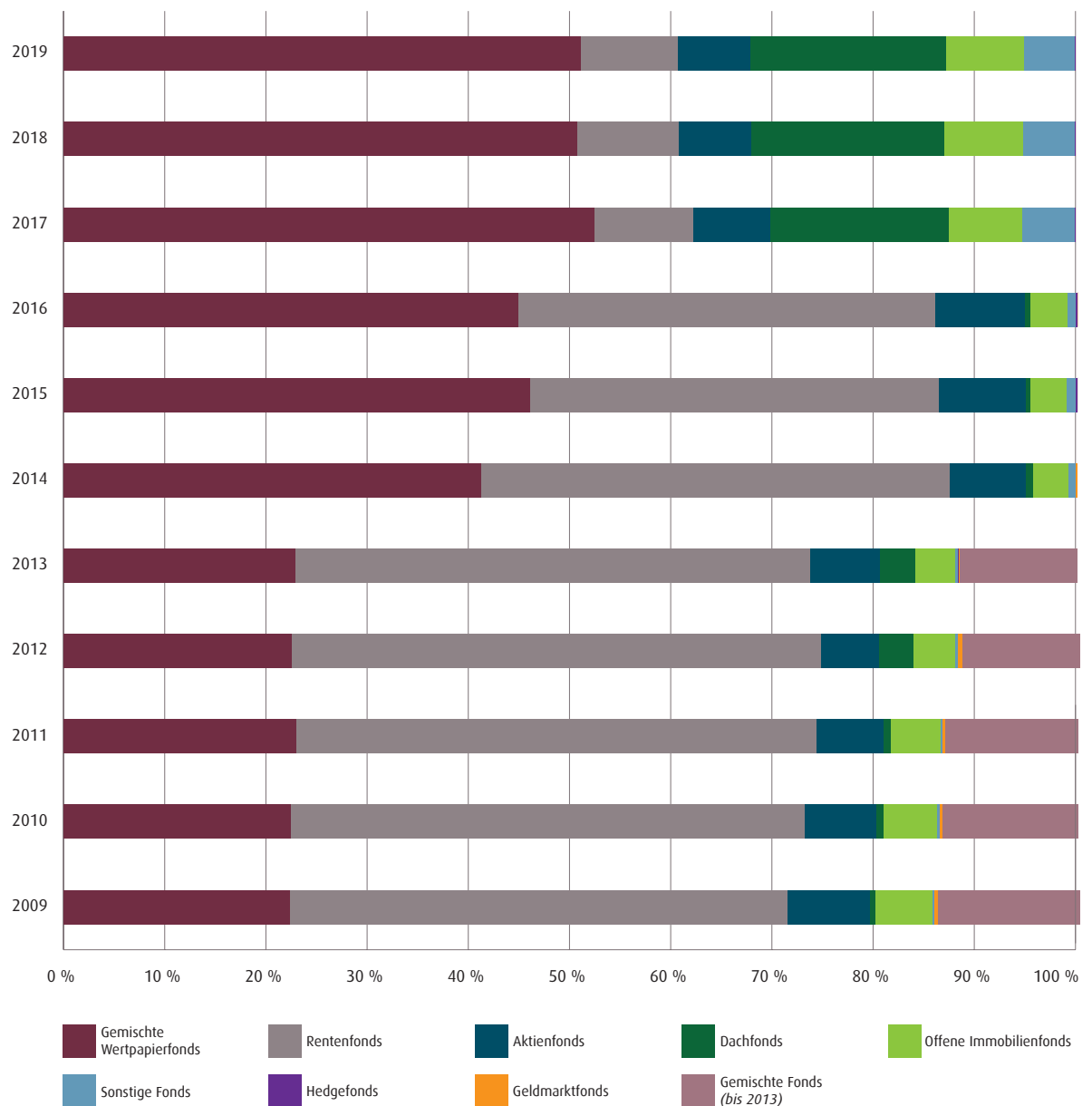
Vergleichsgröße von Versicherungen. Ende 2019 werden von ihnen anteilig zum Gesamtvolumen mit 51 Prozent (247 Milliarden Euro) weitaus mehr gemischte Wertpapierspezialfonds und mit nur 10 Prozent (47 Milliarden Euro) deutlich weniger Rentenspezialfonds gehalten. Die Bedeutung von Dach-Spezialfonds (94 Milliarden Euro) ist ebenfalls weitaus größer als bei Versicherungen. Die Allokationen von Altersvorsorgeeinrichtungen sind weitaus bunter im Vergleich zu Versicherungen, was zu einem erheblichen Teil dem geringeren regulatorischen Korsett geschuldet sein dürfte. Abbildung 6.17 führt die Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen sowie dessen zeitlichen Entwicklung in den letzten 10 Jahren auf. An dieser Stelle noch mal der Hinweis,

dass es Ende 2013 zu einer Veränderung der Fondskategorisierung seitens der Deutschen Bundesbank kam und gemischte Fonds als Kategorie aufgelöst wurden und die Bestände gemäß Fondsprofilen auf die bestehenden Kategorien verteilt wurden.

Die Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvermögens von Altersvorsorgeeinrichtungen spiegelt sich in den jährlichen Nettomittelaufkommen nach Fondskategorien wider. Hier stehen gemischte Wertpapierspezialfonds und Dach-Spezialfonds deutlich hervor, was in hohem Maße den Administrationsformen von Masterfonds und Funds-of-Funds geschuldet ist. Interessant ist auch der stetige positive Trend der Nettomittelaufkommen in Immobilienspezialfonds, welcher sich in den

Abbildung 6.17

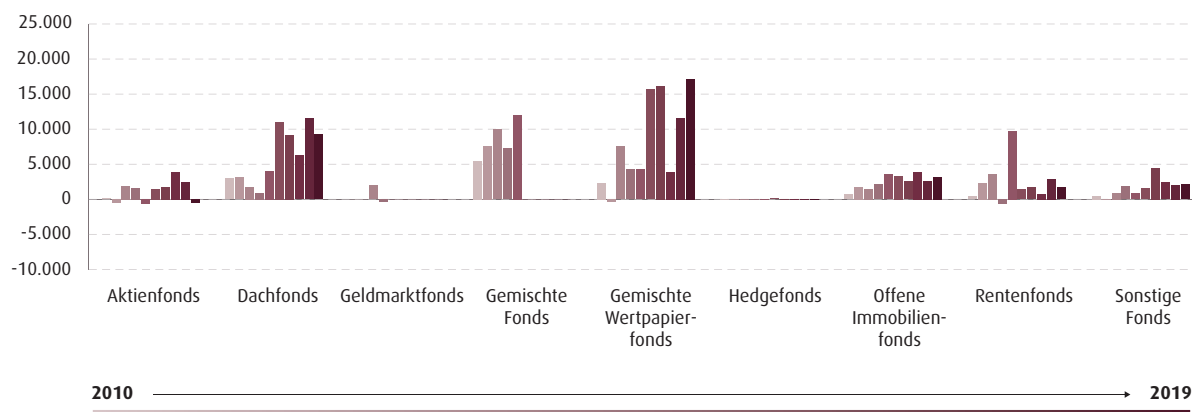
Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien



Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.18

Jährliches Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien seit Januar 2010 bis Dezember 2019



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

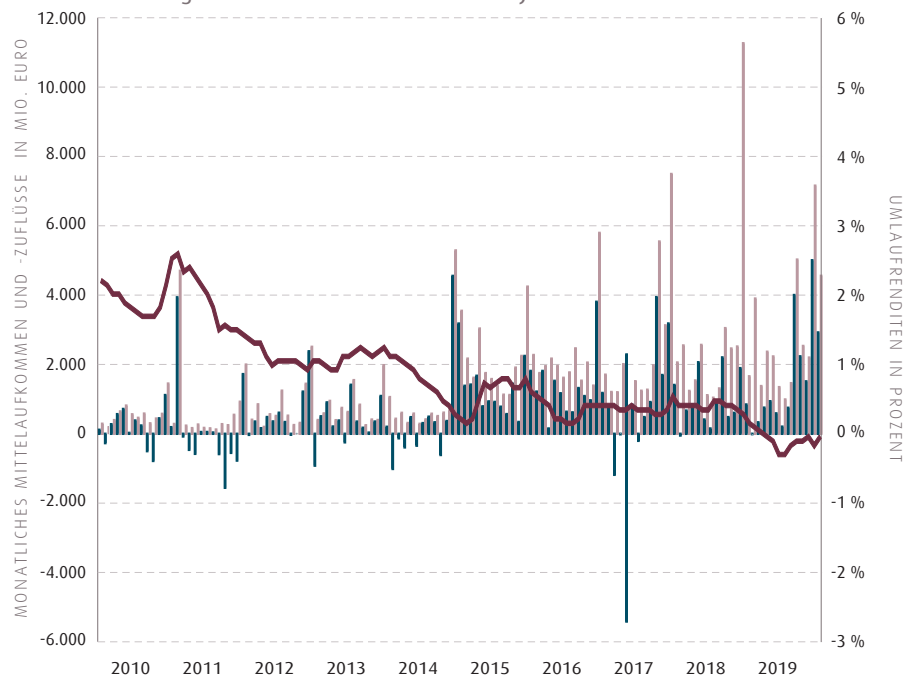
letzten Jahren zwischen 2 und 3 Milliarden Euro pro Jahr eingependelt hat, Tendenz steigend. Abbildung 6.18 gibt einen Überblick über die jährlichen Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen.

In den Abbildungen 6.19 bis 6.21 haben wir analog zu Versicherungen die Einzelmonatswerte des Nettomittelaufkommens und Mittelzuflüsse für gemischte Wertpapierspezialfonds, Aktienspezialfonds und Rentenspezialfonds für Altersvorsorgeeinrichtungen dargestellt. Wir haben ebenfalls die identischen Indices integriert, um die Entwicklung in der Zinslandschaft sowie am Aktienmarkt aufzuzeigen. Hinsichtlich der Dynamik im Sinne der Unterschiede zwischen Mittelzuflüssen und Netto-

mittelaufkommen lässt sich im Vergleich zu Versicherungen feststellen, dass Altersvorsorgeeinrichtungen mandatstreuer sind. Per Saldo werden im Vergleich monatlich nicht so viele Spezialfondsanteile „gedreht“, bis auf einige mandatsspezifische Ausreißer. Insbesondere bei Aktienspezialfonds gibt es relativ wenige Abweichungen zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen. Mit Blick auf die Zins- bzw. Renditeentwicklung ist auffällig, dass Altersvorsorgeeinrichtungen ab 2014, was man als Beginn der wirklich dramatischen Niedrigzinsphase bezeichnen kann, hohe Dotierungen in gemischte Wertpapierfonds vorgenommen haben. Bei reinen Rentenspezialfonds lässt sich dieses Muster nicht erkennen.

Abbildung 6.19

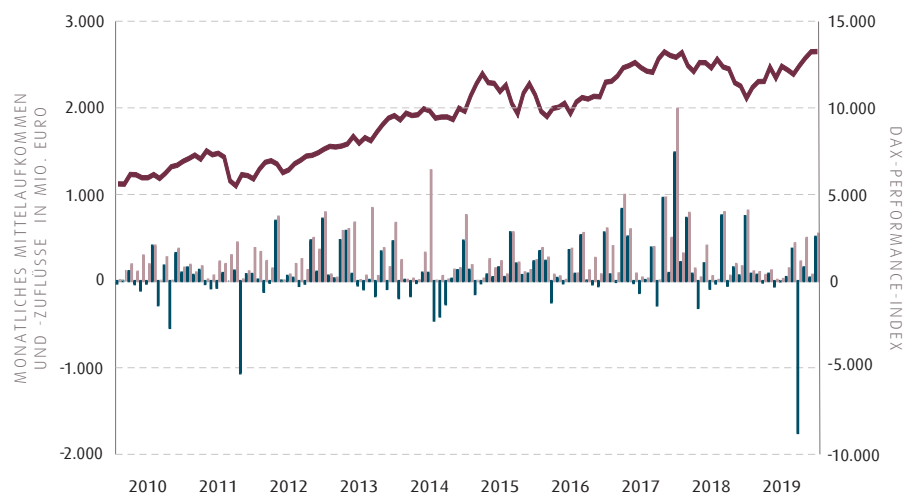
Monatliches Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Gemischte Wertpapierspezialfonds im Vergleich zu Umlaufrenditen von Bankschuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.20

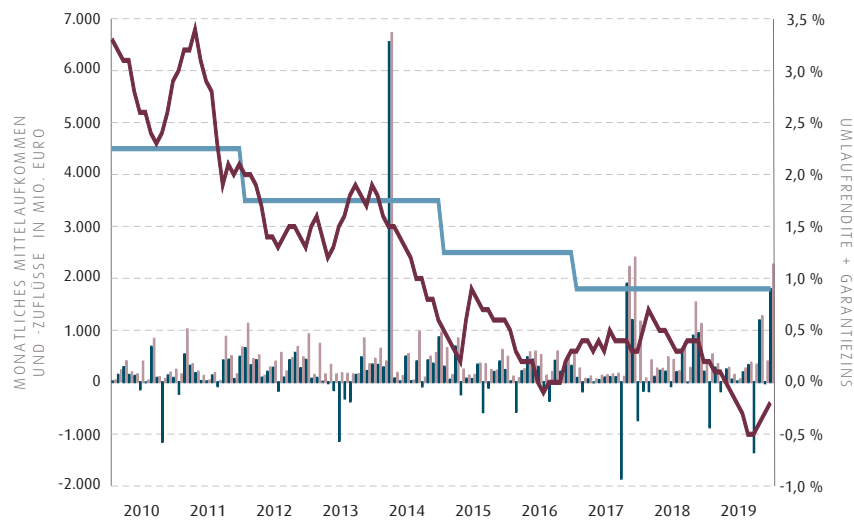
Monatliches Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Aktienfonds im Vergleich mit dem DAX-Performance-Index



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.21

Monatliches Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Rentenfonds im Vergleich zu Umlaufrenditen von Anleihen öffentlicher Hand mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und dem Höchstrechnungszins



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2019, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

7. Befragung von Experten

Zum Abgleich der Expertenmeinungen des Thesenpanels im zweiten Kapitel haben wir eine kurze online-gestützte Umfrage durchgeführt. Diese erfolgte mit 51 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 Ergeb-

nisse grafisch dargestellt und kurz kommentiert. Das Stimmungsbild ist bei einigen Aspekten etwas differenziert, was sicher auf die gegenwärtige Unsicherheit in Bezug auf COVID-19-Konsequenzen für die Finanzmärkte und die allgemeine Wirtschaft zurückzuführen ist. Hinsichtlich der Charakteristika und Risiken in Portfolien von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ist die Sicht der Befragten allerdings relativ klar.

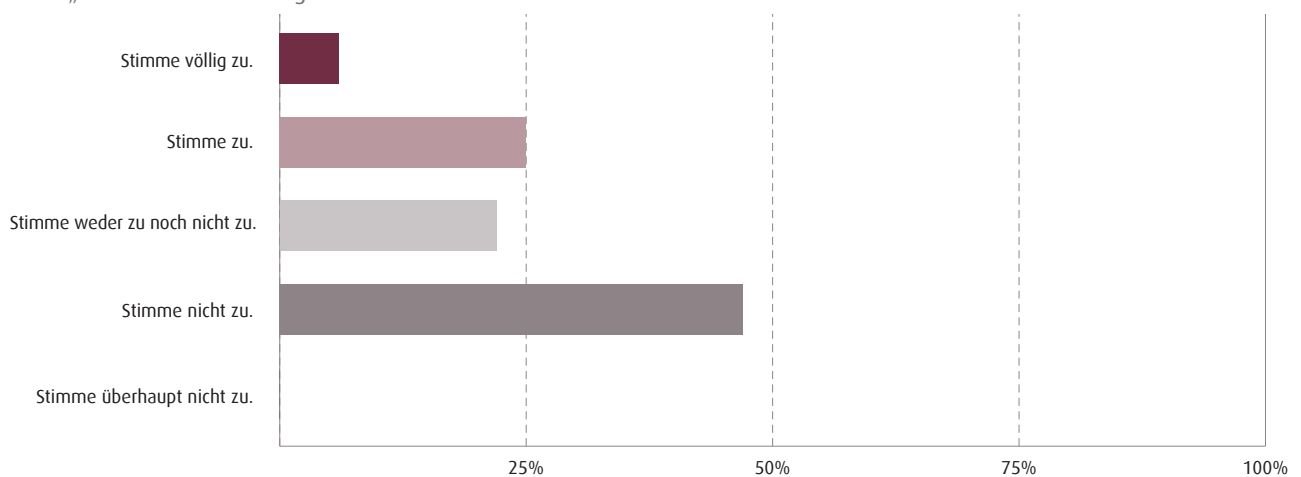
»Die Folgen der Corona-Pandemie an den Finanzmärkten werden erhebliche Auswirkungen auf die Allokation und belastende Konsequenzen auf die Solvenz von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland haben.«

Die COVID-19-Thematik in Bezug auf Solvenz und Allokation von Versicherungen und Pensionseinrichtungen wird von den Befragten unterschiedlich eingeschätzt und es ergibt sich ein differenziertes Bild. Knapp die Hälfte stimmt der entsprechenden These nicht zu und rund 20 Prozent haben keine Meinung. Immerhin sehen aber doch ein Drittel der Befragten belastende Konsequenzen auf die Solvenz von Versicherungen und Pensionseinrichtungen sowie erhebliche Auswirkungen auf die Allokation. Inso-

fern sind die Einschätzungen recht uneinheitlich, was der Komplexität der Auswirkungen sowie der entsprechenden Unsicherheit geschuldet ist. Klar sollte jedoch sein, dass die erheblichen expansiven Maßnahmen von Notenbanken, Staaten und weiteren Institutionen zur Förderung und Anreizschaffung die Volatilität an den Finanzmärkten langfristig erhöhen wird und die Aussicht auf eine irgendwann zu verzeichnende Zinserhöhung in noch weitere Ferne gerückt ist.

Abbildung 7.1

These: „Erhebliche Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Allokation und Solvenz“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

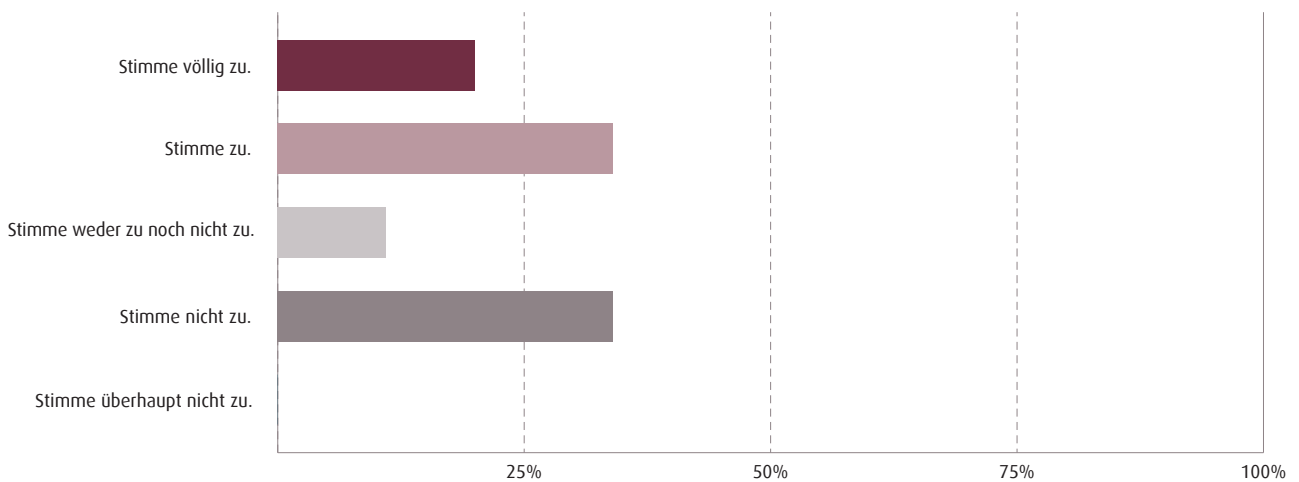
»Aufgrund des extrem schwierigen Kapitalmarktumfeldes gehen Versicherungen und Pensionseinrichtungen deutlich höhere Risiken bei der Allokation und Struktur der Kapitalanlagen ein, was zu einer nicht zu unterschätzenden Sprengkraft führt.«

Vor dem Hintergrund der Zinssituation und Volatilität am Kapitalmarkt ist die Meinung der Umfrageteilnehmer hinsichtlich höherer Risiken bei der Allokation und Struktur der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen fast zweigeteilt. Rund 55 Prozent stimmen der entsprechen-

den These zu und 45 Prozent sehen dies anders. Dieses uneinheitliche Meinungsbild schließt sich an die Ergebnisse der ersten These an und scheint der gegenwärtig sehr unsicheren Lage hinsichtlich Kapitalmärkten und Ökonomie geschuldet.

Abbildung 7.2

These: „Höhere Risiken bei der Allokation und Struktur der Kapitalanlagen“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

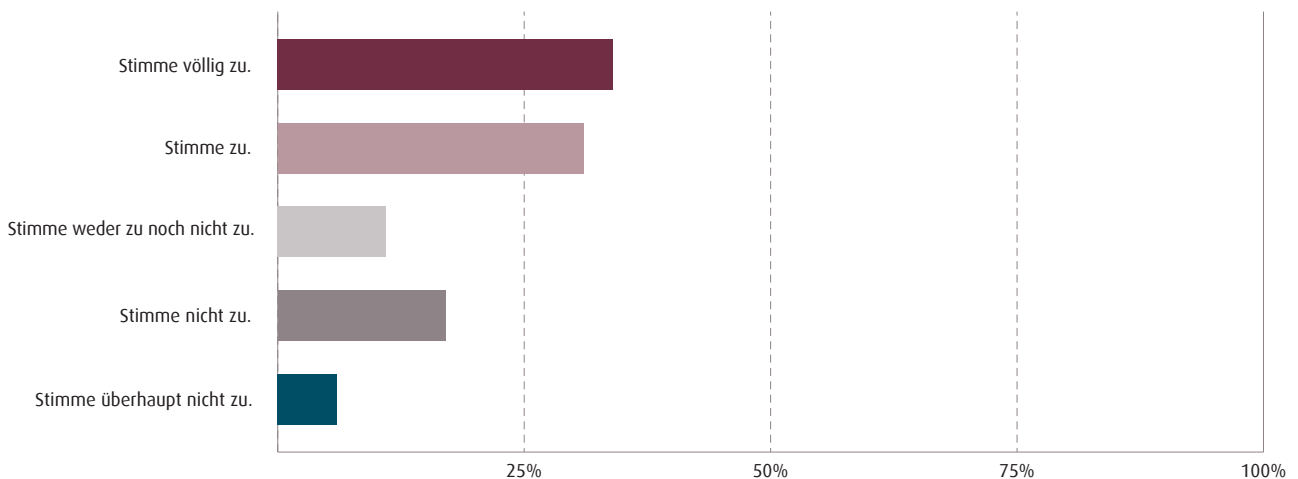
»Die starke Rentenlastigkeit samt langer Duration der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen im Kontext von Zinssteigerungsszenarien stellen ein noch völlig unterschätztes Risiko mit bedrohlichem Ausmaß dar.«

Alle Emissionen langlaufender Anleihen der letzten Jahre waren überzeichnet und insbesondere Versicherungen waren immer mit dabei. Beste Beispiele sind Bonds mit einer Laufzeit von 100 Jahren und Renditen im niedrigen einstelligen Bereich. Stellt die nach wie vor zu verzeichnende Rentenlastigkeit der Portfolien mit teilweise extrem langen

Durationsen ein bisher unterschätztes Risiko mit bedrohlichem Charakter dar? Hier sind sich die Umfrageteilnehmer relativ einig und rund 65 Prozent bestätigen die entsprechende These. Lediglich 22 Prozent teilen diese Meinung nicht und 11 Prozent haben keine Meinung.

Abbildung 7.3

These: „Starke Rentenlastigkeit als völlig unterschätztes Risiko“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

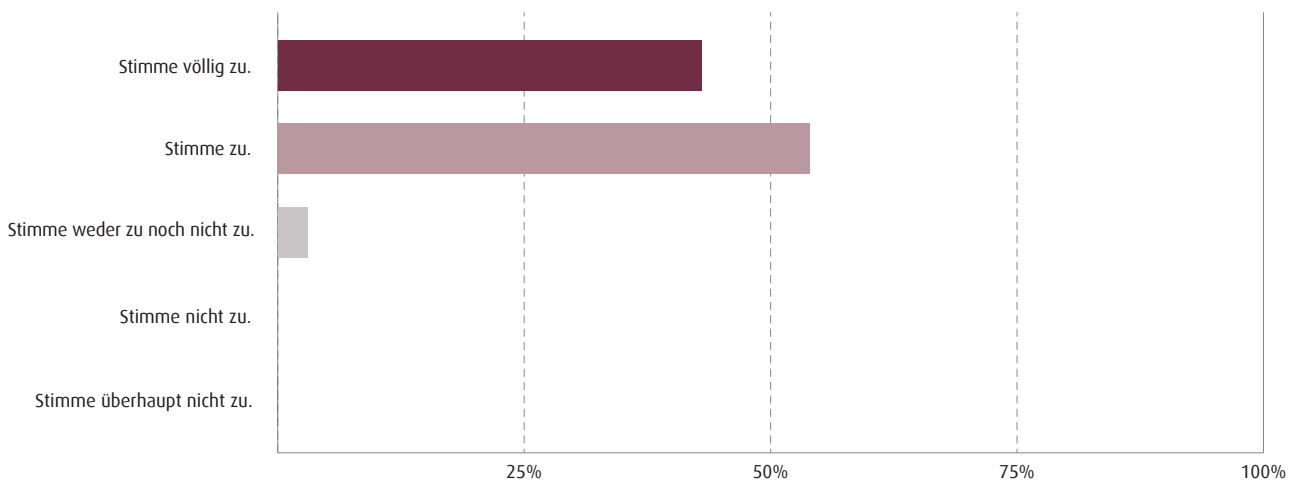
»Verbindlichkeitsorientierte institutionelle Investoren bekommen in der kommenden Dekade ernsthafte Probleme, auskömmliche Renditen zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu generieren.«

Dramatisch ist die Einschätzung der Befragten zu der These, dass verbindlichkeitsorientierte institutionelle Investoren in den kommenden 10 Jahren ernsthafte Probleme bekommen, auskömmliche Renditen zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu generieren. 97 Prozent haben diesbezüglich Sorgen und 3 Prozent haben keine Meinung. Das ist ein-

deutig und stimmt nicht optimistisch. Eine mögliche Konsequenz für die Zukunft könnte daher sein, dass diese Investorengruppe weiter die Risikoleiter raufklettern muss, damit die Jahresergebnisse ihrer Kapitalanlagen die Erfordernisse der Passivseite der Bilanz erfüllen. Das kann langfristig eine erhebliche Sprengkraft entwickeln.

Abbildung 7.4

These: „Probleme verbindlichkeitsorientierter Investoren“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

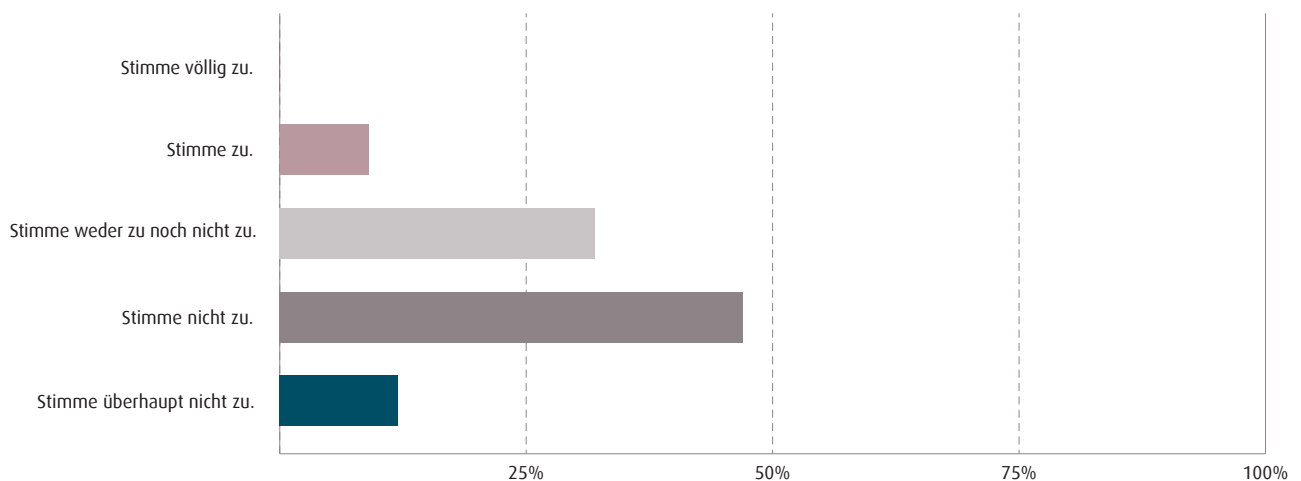
»Es wird alles nicht so schlimm und dank Risikomanagement, kaufmännischer Vorsicht sowie regulatorischer Maßnahmen ist langfristig ein Krisenmodus nicht zu erwarten.«

Zur Verprobung der bisherigen Thesen haben wir hier den Umkehrschluss gezogen und in den Raum gestellt, dass dank Risikomanagement, kaufmännischer Vorsicht und regulatorischer Maßnahmen langfristig kein Krisenmodus zu erwarten ist und alles gar nicht so schlimm wird. Die Antworten

der Umfrageteilnehmer bestätigen die bisherigen Einschätzungen weitestgehend, denn knapp 60 Prozent stimmen der entsprechende These nicht zu und 32 Prozent haben keine Meinung. Nur 9 Prozent erwarten langfristig keinen Krisenmodus. Schlechte Aussichten.

Abbildung 7.5

These: „Kein Krisenmodus zu erwarten“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

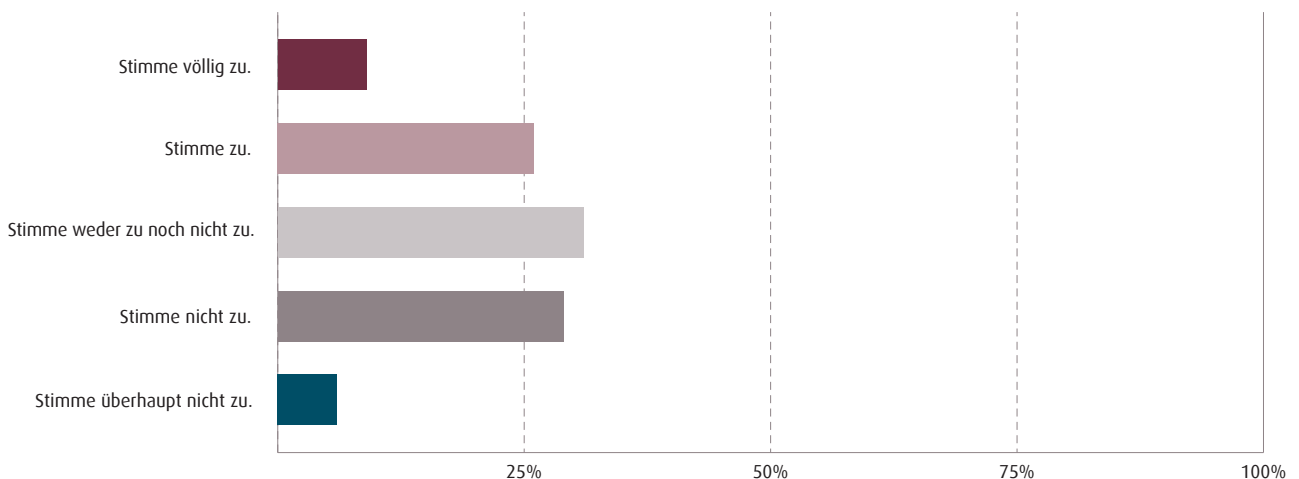
»Investmentstrategien, Portfoliokonstruktionen und Prozesse der Organisation von Kapitalanlagen werden sich in 10 Jahren aus heutiger Sicht völlig revolutionieren.«

Zum Abschluss unserer Befragung wollten wir wissen, wie das Meinungsbild hinsichtlich einer völligen Revolution von Investmentstrategien, Portfoliokonstruktion und prozessualer Organisation von Kapitalanlagen aussieht. Die Ergebnisse sind grob dreigeteilt. 34 Prozent der Befragten können sich entsprechend starke Änderungen vorstellen. Ebenfalls 34 Prozent sind diesbezüglich eher skeptisch und 32 Prozent haben keine Meinung. Dieses Ergebnis lässt Raum für Interpretationen. Innovation steht Beständigkeit gegenüber. Blickt man die

letzte Dekade zurück, haben sich die genannten Aspekte sicher nicht völlig revolutioniert. Vielleicht stehen die Kapitalmärkte und insbesondere die AssetManagement-Branche an der Schwelle einer neuen Ära. Sachverhalte wie ESG-Kriterien, Distributed-Ledger-Technologie, allgemeiner technischer Fortschritt gepaart mit geopolitischen Verschiebungen könnten einen Reifegrad erreicht haben, die genannten Aspekte innerhalb der kommenden Dekade deutlich zu verändern.

Abbildung 7.6

These: „Revolution der Kapitalanlage“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

8. Epilog zu COVID-19

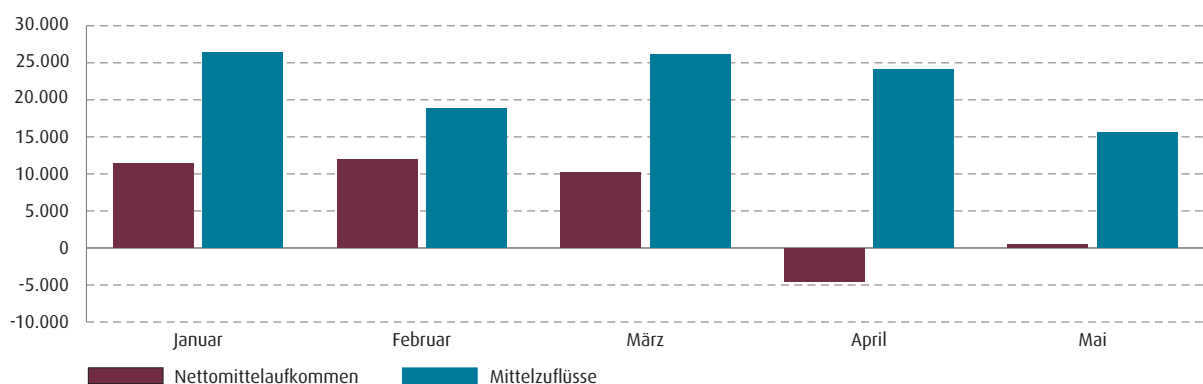
Der Corona-Virus hat mittlerweile auch den Spezialfondsmarkt infiziert. Alle Darstellungen und Analysen der vorherigen Kapitel basieren auf einer Vielzahl von Datensätzen der Deutschen Bundesbank, die in unserem Haus eine recht komplexe Aufbereitung erfahren und somit den Stichtag 31. Dezember 2019 begründen. Natürlich beobachten wir die neuen monatlichen Daten insbesondere in den gegenwärtigen schwierigen Zeiten und haben nachfolgend die wesentlichen Informationen zu Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen „just in time“ händisch aufbereitet und zusammengestellt. Es zeigt sich ein historisches Bild.

Nachdem sich das erste Quartal hinsichtlich der Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse vom Corona-Virus unbeeindruckt gezeigt hat, liefert der April historische Cash-Flows im negativen Sinne. Es sind 4,5 Milliarden Euro netto aus Spezialfonds

abgezogen worden, obwohl 24,1 Milliarden Euro an frischem Geld dotiert wurden. Diese Konstellation gab es auch in der Hochzeit der Finanzkrise nicht. Im Januar 2008 gab es ein negatives Nettomittelaufkommen von 6,5 Milliarden Euro, was in der Historie der negative Spitzenwert bei der Einzelmonatsbetrachtung ist. Allerdings betragen die Mittelzuflüsse damals etwas mehr als 10 Milliarden Euro. Die Koinzidenz von frischem Geld und Nettomittelabflüssen in der vorbezeichneten Höhe ist in einem einzelnen Monat bisher einmalig. Das ist schon eine dramatische Dynamik im Anteilscheingeschäft von Spezialfonds. Im Mai hat sich das Geschehen wieder etwas beruhigt und es sind Nettomittelzuflüsse in Höhe von 457 Millionen Euro zu verzeichnen, was aber hinsichtlich des Niveaus immer noch sehr gering ist. Abbildung 8.1 veranschaulicht die Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Spezialfonds der ersten fünf Monate in 2020.

Abbildung 8.1

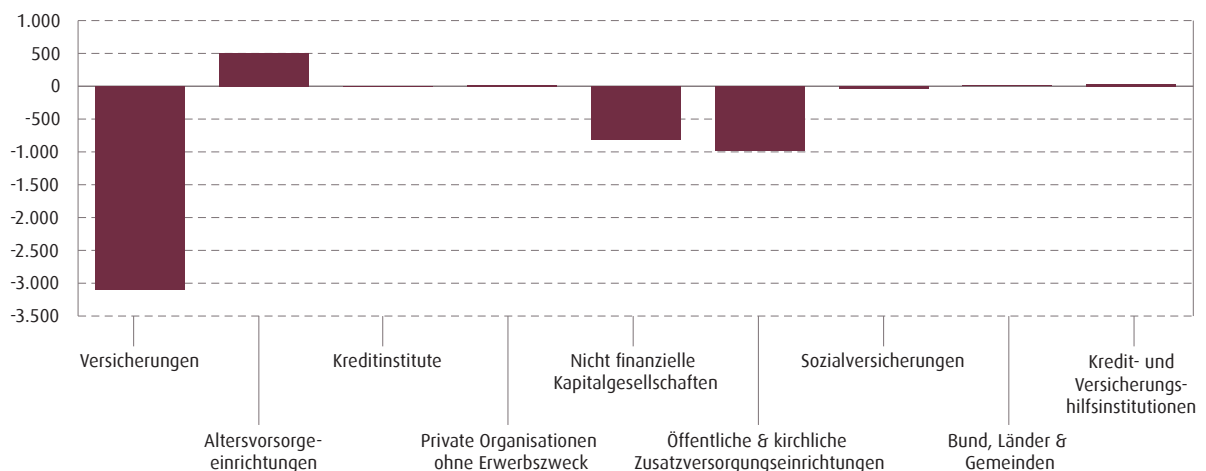
Monatlicher Cash-Flow von Spezialfonds seit 1. Januar 2020



Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 8.2

Nettomittelaufkommen von Spezialfonds nach Anteilhabern im April 2020



Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

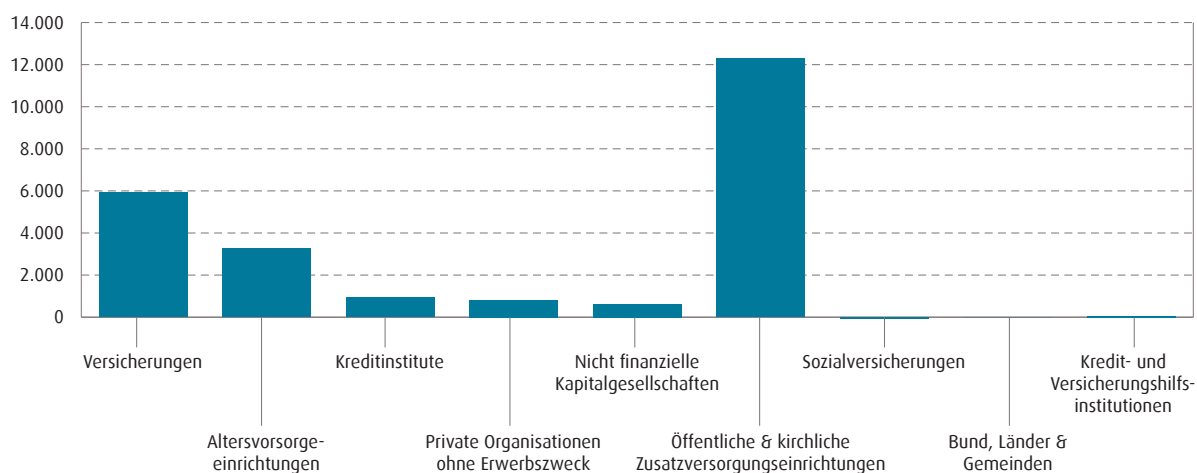
Nehmen wir die Lupe zur Hand und betrachten, welche Investorensegmente für das negative Mittelaufkommen des April 2020 verantwortlich sind und in welchem Kontext die hohen Mittelzuflüsse stehen. Die Abbildungen 8.2 und 8.3 zeigen die entsprechenden Einzelmonatswerte. Es tritt zutage, dass Versicherungen mit knapp 3,1 Milliarden Euro den überwiegenden Teil der Nettomittelabflüsse verantworten und dies trotz der Tatsache, dass sie rund 5,9 Milliarden Euro an frischem Geld in Spezialfonds dotiert haben. Über die entsprechenden Liquiditätsbedürfnisse eines Teils des Versicherungssegments kann nur spekuliert werden. Am plausibelsten erscheint die Liquidierung von Spezialfonds entweder aus Performance- oder Bewertungsgründen mit nachfolgenden Investments im alternativen Bereich außerhalb der Hülle

des deutschen Spezialfonds. Möglicherweise sind auch Teile der Liquidität für das Tagesgeschäft oder regulatorische Solvenzanforderungen verwendet worden. Altersvorsorgeeinrichtungen hatten im April mit 504 Millionen Euro immerhin noch ein geringes Nettomittelaufkommen bei knapp 3,3 Milliarden Euro an frischem Geld in Spezialfonds. Sehr auffällig ist auch die Dynamik bzw. Divergenz der Werte Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse bei öffentlichen und kirchlichen Zusatzversorgungseinrichtungen.

Abbildungen 8.4 und 8.5 zeigen auf, dass sich die Lage im Mai 2020 für Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen wieder normalisiert hat. Beide Segmente weisen Nettomittelaufkommen in Höhe von rund 1 Milliarde Euro in Spezialfonds auf, was

Abbildung 8.3

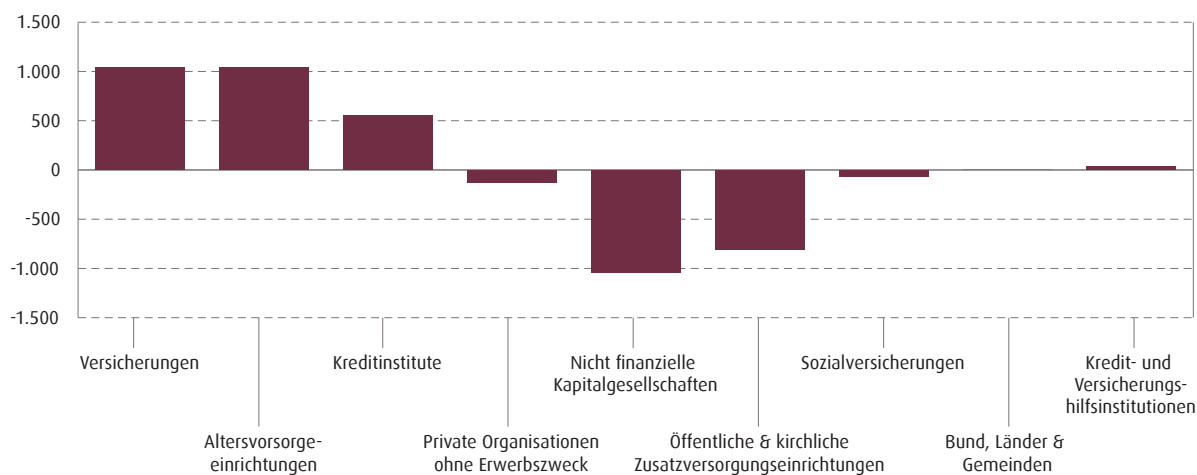
Mittelzuflüsse („frisches Geld“) von Spezialfonds nach Anteilhabern im April 2020



Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 8.4

Nettomittelaufkommen von Spezialfonds nach Anteilhabern im Mai 2020



Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

aber immer noch unter dem langfristigen Durchschnitt liegt. Dies lässt sich mit einem Blick auf die Abbildungen 6.8 und 6.16 in Kapitel 6 abgleichen. Die Mittelzuflüsse im Sinne von frischem Geld liegen im Mai wieder auf vergleichbar hohem Niveau in beiden Betrachtungsgruppen. An frischer Liquidität mangelt es also weder aktuell noch hat es das im dramatischen April.

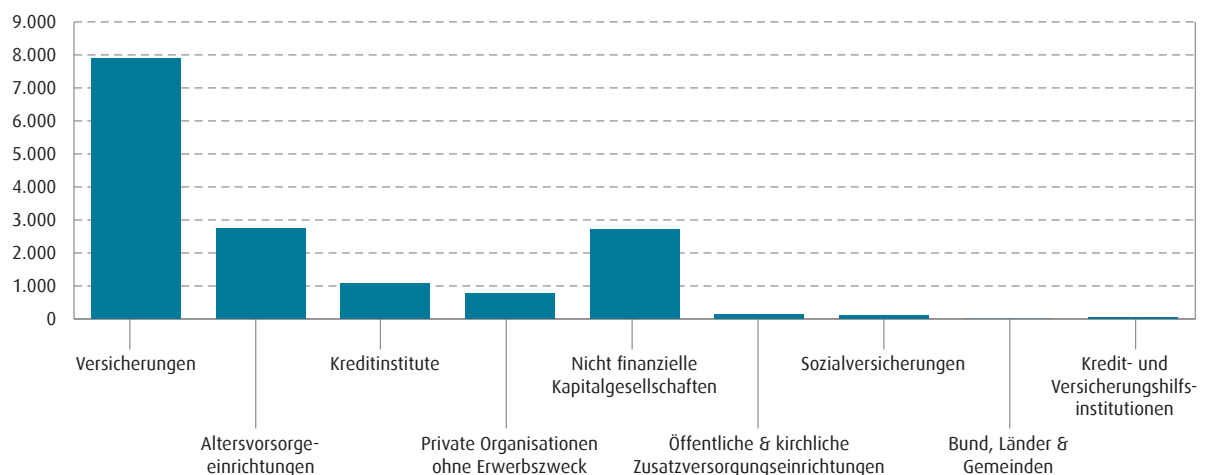
Es bleibt abschließend der Blick in die Glaskugel. Vor dem Hintergrund der COVID-19-Einflüsse ist davon auszugehen, dass 2020 kein Rekordjahr für Spezialfonds sein wird – auch nicht für Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen. Allerdings ist es ein valides Szenario, dass die eintrübenden Wirkungen zeitlich begrenzt sind, denn Liquidität ist mehr als ausreichend vorhanden und der Anlagebedarf von

Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen wird hoch bleiben.

Wir wagen zum Ende eine provokative Prognose. Nicht der Corona-Virus samt noch nicht absehbarer Konsequenzen wird negativen Einfluss auf die Erfolgsstory des Spezialfonds bei Versicherungen und Pensionseinrichtungen haben. Auch das noch lange zu erwartende extrem niedrige Zinsniveau wird wenig dämpfende Wirkung haben, das zeigt allein schon der Rückblick auf die zurückliegenden Jahre. Es wird die demografische Entwicklung in Deutschland sein, die ab 2030 dafür sorgen wird, dass die Bilanzen von Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen kippen und die große Auszahlungsphase beginnt. Die ersten leisen Vorboten diesbezüglich verbergen sich schon unter

Abbildung 8.5

Mittelzuflüsse („frisches Geld“) von Spezialfonds nach Anteilhabern im Mai 2020



Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Stichwörtern wie intensiver Beobachtung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und bereits gegenwärtigem Handlungs- und Sanierungsbedarf erster weniger Träger. Ab diesem Jahr geht die geburtenstarke Babyboomer-Generation in Rente und die Bevölkerung Deutschlands wird bereits schon bis 2030 deutlich altern, sodass es einen schleichenden Übergang in Bezug auf unsere oben genannte Prognose geben wird. Wir möchten kein Horrorszenario aufbauen, sondern folgen lediglich anerkannten Prognosen der Bevölkerungsentwicklung und skizzieren ein Szenario für die Vermögens- und Kapitalanlageverhältnisse von Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen. Der Spezialfonds wird für die Betrachtungsgruppen noch viele gute Jahre vor sich haben, aber die unangenehme These ist, dass langfristig kein Grund für Euphorie besteht. So ist es diplomatisch ausgedrückt.

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 Assetmanager, 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:

Kommelalpha AG

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

CLEMENS SCHUERHOFF

Vorstand
Kommelalpha 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