



VERSICHERUNGEN & PENSIONSEINRICHTUNGEN

Analyse der Vermögensverhältnisse von 2005 bis 2018

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

die Gesamtsumme der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen hat seit Ende 2005 von 1.633 Milliarden Euro auf 2.803 Milliarden Euro per Mitte 2018 zugenommen. Das ist ein Zuwachs um 1.170 Milliarden Euro in knapp 13 Jahren. Dabei haben die Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen um das 2,5-Fache zugenommen und sich somit mehr als verdoppelt, obwohl in dieser Periode die Finanzkrise und eine mehrjährige anhaltende Phase von historisch niedrigem Zinsniveau liegen. Es ist verblüffend, dass es trotz dieses rasanten Zuwachses keine Publikation in Deutschland gibt, die diese Entwicklung der Finanzanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen detailliert analysiert – bis auf die Ihnen vorliegende Veröffentlichung. Kommalpha hat mehr als 1 Million Datenpunkte entsprechend aufbereitet, visualisiert und kommentiert.

Diese Veröffentlichung richtet sich an alle Marktteilnehmer, die sich mit Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen und insbesondere mit entsprechenden Investments in Spezialfonds beschäftigen. Neben den quantitativen Auswertungen haben wir uns in dieser Analyse mit Risiken und Trends der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen beschäftigt. In diesem Zusammenhang empfehle ich Ihnen die Lektüre des Expertenpanels in Kapitel 2 und der Ergebnisse unserer Investorenfrage in Kapitel 8.

Ich bedanke mich bei den Sponsoren BNP Paribas, Société Générale, Universal-Investment und APO Bank, die diese Analyse ermöglicht haben. Sie ist in diesem Detaillierungsgrad einzigartig. Viel Spaß beim Lesen und Auswerten!

Herzlichst
Ihr Clemens Schuerhoff



Clemens Schuerhoff
Vorstand
Kommalpha AG

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	Seite 4
1. Partner	
Deutsche Apotheker- und Ärztebank	Seite 6
2. Neun Thesen, vier Experten	Seite 10
3. Methodik & Struktur	Seite 20
4. Überblick über die Finanzaktiva	Seite 23
5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva	Seite 27
5.1 Einlagen	Seite 28
5.2 Kredite	Seite 32
5.3 Schuldverschreibungen	Seite 37
5.4 Anteilsrechte	Seite 43
5.5 Investmentfondsanteile	Seite 49
6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts	
6.1 Überblick	Seite 55
6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen	Seite 58
6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Pensionseinrichtungen	Seite 62
7. Exkurs: Standort Luxemburg und die Entwicklung bei alternativen Anlagen	Seite 66
8. Verifizierung mit Investoren	Seite 68
9. Fazit	Seite 76
Impressum	Seite 78

Executive Summary

- Die vorliegende Marktanalyse richtet sich primär an die Assetmanagement-Industrie, daher liegt der Fokus auf den Finanzaktiva mit Schwerpunkt auf Fondsinvestments.
- Die dargestellten Auswertungen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen basieren auf Daten der Deutschen Bundesbank. Die Zahlen beruhen auf der EZSB-Statistik, welche 2016 im Rahmen der Einführung von Solvency II europaeinheitlich geschaffen wurde. Die entsprechenden Definitionen der in dieser Analyse dargestellten Aggregate orientieren sich am Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG). Die Analysen des Spezialfondsgeschäftes basieren auf der Statistik über Investmentvermögen ebenfalls von der Deutschen Bundesbank.
- Kommalpha hat insgesamt über 1 Million Datenpunkte bezogen und entsprechend für die langfristige Analyse aufbereitet. Der Datenstichtag ist der 30. Juni 2018.
- Die Summe der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland beträgt rund 2.802 Milliarden Euro per Datenstichtag Ende Juni 2018, was mehr als dem 8-fachen des Bundeshaushaltes von 2018 (335,5 Milliarden Euro) entspricht.
- Die Sparte der Lebensversicherungen ist mit rund 42 Prozent Anteil an den gesamten Finanzaktiva das mit Abstand größte Segment, gefolgt von Pensionseinrichtungen mit 22 Prozent sowie dem zusammengefassten Segment der Nicht-Lebensversicherungen (Krankenversicherungen, Schaden-/Unfallversicherungen und Sterbekassen) ebenfalls mit 22 Prozent. Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen sind somit die mit Abstand dominierenden und interessantesten Anlegersegmente für die deutsche Fonds- und Assetmanagement-Industrie.
- Bei der Zusammensetzung der Finanzaktiva sind Investmentfondsanteile die mit Abstand dominierende Position. Sie vereinen 1.038 Milliarden Euro der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen auf sich, was einen Anteil von 37 Prozent bedeutet. Schuldverschreibungen folgen mit 463 Milliarden Euro auf Rang 2, Einlagen mit 443 Milliarden Euro auf Rang 3.
- Im zeitlichen Zusammenhang ist ebenfalls die sehr deutliche Zunahme der Investmentfondsquote hervorzuheben. Insbesondere bei Pensionseinrichtungen stieg sie von knapp 35 Prozent in 2005 auf über 60 Prozent per Ende Juni 2018. In absoluten Zahlen ist dies ein Zuwachs um 285 Milliarden Euro von 84,4 Milliarden Euro in 2005 auf 369,9 Milliarden Euro per Jahresmitte 2018. Pensionseinrichtungen sind seit über 10 Jahren die mit Abstand am deutlichsten wachsende Investorengruppe im Investmentfondsgeschäft. Ihre Fondsbestände steigerten sich in der Betrachtungsperiode von 13 Jahren um 338,2 Prozent.

- Eine Erweiterung des statistischen Datenkranzes im Rahmen von Solvency II ermöglicht den Blick auf die Domizilierung von Fondsemittenten der von Versicherungen gehaltenen Investmentfondsbestände. Die Analyse zeigt, dass deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften die dominierenden Anbieter sind. Sie profitieren von 574 Milliarden Euro, die Versicherungen bei ihnen angelegt haben. Bei Anbietern im verbleibenden Euroraum sind 90 Milliarden Euro angelegt – davon 75 Milliarden in Luxemburg. Für Pensionseinrichtungen liegen vergleichbare Daten leider nicht vor. Ein Rückschluss über entsprechende Spezialfondsvolumina von Pensionseinrichtungen impliziert jedoch ebenfalls eine klare Dominanz von deutschen Fondsanbietern.
- Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen sind die mit Abstand dominierenden Kundengruppen im Spezialfondsgeschäft. Sie vereinen einen Marktanteil von rund 60 Prozent des Spezialfondsvermögens von knapp 1,6 Billionen Euro per Datenstichtag 30. Juni 2018 auf sich. Diese beiden Investorensegmente haben seit 2010 ausschließlich positives jährliches Nettomittelaufkommen in erheblicher Höhe verzeichnen können.
- Bei Versicherungen beträgt das Spezialfondsvolumen per Datenstichtag 546,7 Milliarden Euro. Dabei liegen gemischte Wertpapierspezialfonds und reine Rentenspezialfonds in etwa gleichauf und machen über 80 Prozent des Spezialfondsmarktes von Versicherungen aus.
- Altersvorsorgeeinrichtungen vereinen 410,7 Milliarden Euro Spezialfondsvolumen auf sich. Die Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens ist deutlich heterogener und diversifizierter im Vergleich zu Versicherungen – insbesondere reine Rentenspezialfonds spielen eine vergleichbar geringe Rolle.
- Hinsichtlich einer Einschätzung von Charakteristika und Risiken in Portfolien von Versicherungen und Pensionseinrichtungen hat Kommalpha provokante Thesen formuliert, die Gegenstand des Expertenpanels in Kapitel 2 und der Investorenumfrage in Kapitel 8 sind. Es ergibt sich insgesamt ein differenziertes Stimmungsbild: überwiegend skeptisch bezüglich Risiken der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen, positiv für den deutschen Spezialfonds und konservativ betreffend Portfoliokonstruktion.

Partner für institutionelle Investoren in der Kapitalanlage

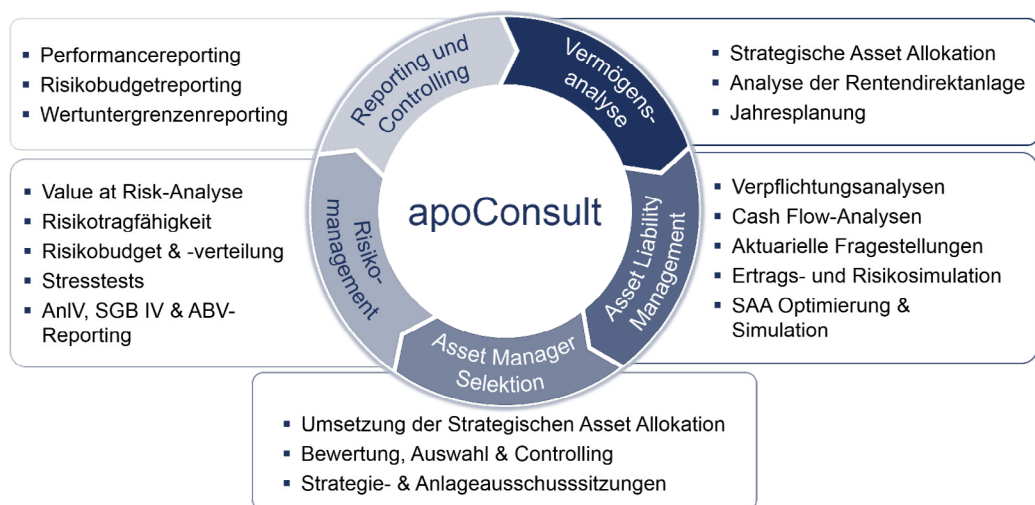
Mit einer Bilanzsumme von gut 40 Milliarden Euro ist die Deutsche Apotheker- und Ärztebank (apo-Bank) die größte genossenschaftliche Primärbank. Zu ihrer Geschäftstätigkeit zählt die Beratung von institutionellen Anlegern wie berufsständischen Versorgungswerken und Kapitalsammelstellen, z. B. Pensionskassen, Versicherungen, Stiftungen sowie kommunale und kirchliche Versorgungseinrichtungen. Sie unterstützt ihre Kunden bei der Strategischen Asset Allokation, der Entwicklung individueller Anlagestrategien und der Risiko-steuerung. Die rechtlichen und regulatorischen Anforderungen werden dabei ebenso berücksichtigt wie die bilanziellen Kriterien.

Aufgrund ihrer Größe agiert die apoBank schnell und flexibel und beweist damit eine hohe Kunden-

orientierung. Mit ihrem Beratungsansatz „Insti 360°“ stellt sie die individuellen Anforderungen und Ziele der Kunden verantwortungsvoll in den Mittelpunkt. Das Leistungsangebot der apoBank für institutionelle Anleger umfasst eine Vielzahl von Wertpapierprodukten, Bank- und Beratungsdienstleistungen. Hierzu zählen Strategien und Lösungen für die Rentendirektanlage, (Immobilien-)Finanzierungen und eine leistungsfähige Verwahrstellenfunktion für Wertpapier- und Immobilien-Spezialfonds.

Seit vielen Jahren unterstützt die apoBank ihre Kunden bei der ganzheitlichen Ausrichtung der Kapitalanlagen mit ihrer Beratungsdienstleistung apoConsult. apoConsult ermöglicht den institutionellen Anlegern eine zielgerichtete Optimierung der Strategischen Asset Allokation, die zugleich in-

Abbildung 1.1
Das Modell der Beratungsdienstleistung apoConsult



Quelle: apoBank

dividuelle Vorgaben berücksichtigt. Ein bewährtes Risikomanagementsystem zählt hierbei ebenso zu apoConsult wie die Unterstützung bei gremienrelevanten Fragestellungen. Durch die Möglichkeit, einzelne Consulting-Dienstleistungen individuell zu kombinieren und auszugestalten, erhalten die Kunden maßgeschneiderte Steuerungsinstrumente.

Langfristig ausgerichtete Analysen

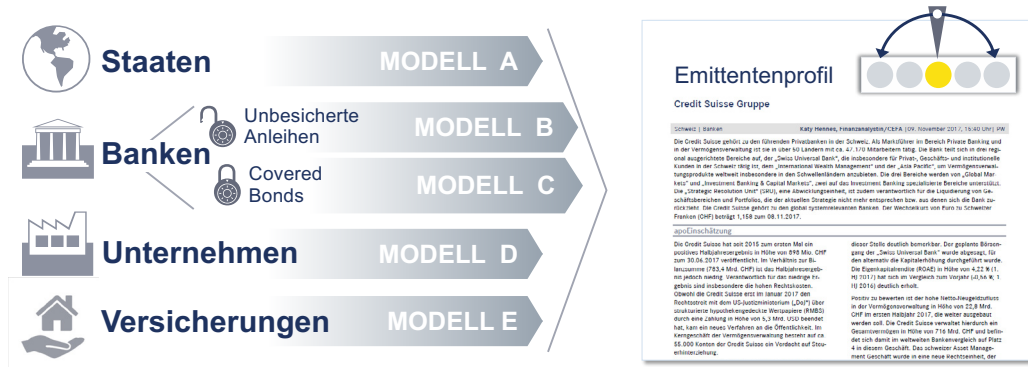
Ein wesentlicher Baustein der langfristigen Investitionsplanung ist das Asset-Liability-Management, das die strategische Rahmenbedingung für die Anlageentscheidungen darstellt: Unter Berücksichtigung der individuellen Situation des Anlegers projizieren die Experten der apoBank die Entwicklung von Kapitalanlage- und Verpflichtungsseite langfristig in die Zukunft. Mit dem kundenindividuellen Asset-Liability-Management liefert die apoBank somit Handlungsempfehlungen für

Optimierungen auf beiden Seiten der Bilanz, die auch in den gesamtheitlichen Beratungsprozess von apoConsult einfließen.

apoScore: Risikomanagement für Rentendirektanlagen

Für die systematische Risikobewertung von Emittenten setzt die apoBank das selbst entwickelte Instrument apoScore ein. apoScore bietet Kapitalmanagern eine Risikobewertung von Emittenten, die u. a. ein detailliertes Reporting mit Warnstufen für unterschiedliche Emittententypen enthält. Die quantitative und qualitative Bewertung wird in einer speziellen Ampelsystematik zusammengefasst, die auf einer Farbskala die Bonität des jeweiligen Emittenten anzeigt. Das Ergebnis bietet einen fundierten und schnellen Einblick in die Risikosituation der Emittenten und macht diese untereinander vergleichbar.

Abbildung 1.2
Individuelle Scoringmodelle – Verschiedene Emittententypen



Quelle: apoBank

Grundlage der Analyse sind fünf Scoring-Modelle: jeweils eines für Staaten, Unternehmen und Versicherungen sowie zwei für Banken – hier wird zwischen Covered Bonds und Senior Unsecured unterschieden. Bei den Staaten werden alle EU- und OECD-Länder einer quantitativen und qualitativen Auswertung unterzogen. Erstere basiert auf ausgewählten Kennziffern der Wirtschafts- und Finanzsituation eines Landes, letztere auf einem individuellen Stärken-Schwächen-Profil. Dabei werden Risikofaktoren wie u. a. die Wirtschaftsstruktur, die Staatsfinanzen, der Finanzsektor, die Institutionen sowie der Immobilienmarkt analysiert. Alle Informationen werden am Ende entsprechend ihrer Bedeutung für das Scoring gewichtet.

Für die Bewertung von Banken und Unternehmen werden Jahresabschluss- und Kennzahlen sowie Marktdaten herangezogen. Dabei stehen bei den Banken insbesondere Faktoren wie Aktivqualität, Liquidität, Refinanzierung, Kapitalausstattung, Rentabilität, Effizienz und operative Leistungskraft im Vordergrund. Bei der Analyse von Covered Bonds sind zusätzlich die jeweiligen Gesetze des Heimatlandes sowie der Deckungsstock berücksichtigt.

Ausgangspunkt der Analysen von Versicherungen ist ebenfalls eine quantitative Auswertung. Eine typische Kennzahl stellt dabei die Solvenzquote des jeweiligen Emittenten dar. Wichtig sind zudem die Qualität der Aktiva und die Rentabilität der Versicherung. Ergänzt wird die Bewertung durch eine

qualitative Analyse, bei der die Diversifikation nach Geschäftsfeldern und Vertriebsregionen untersucht wird.

Ziel von apoScore ist es, den institutionellen Kunden zusätzliche Sicherheit für ihre Anlagen und frühzeitige Unterstützung bei ihren Handlungsentscheidungen zu geben.

Individuelle Anlagelösungen

Damit die institutionellen Anleger ihre Renditeziele erreichen können, unterstützt die apoBank sie darüber hinaus mit Asset-Management-Dienstleistungen. Hierbei geht es insbesondere um maßgeschneiderte Fondslösungen zur Vervollständigung der strategischen Allokation, sowohl in liquiden und auch in illiquiden Assets. Die apoBank selektiert mit einem professionellen und unabhängigen Auswahlverfahren Anlagen und Anbieter, deren Entwicklung im aktuellen Kapitalmarktumfeld aussichtsreich erscheint und die auf den Bedarf der Kunden abgestimmt sind. Dies geschieht z. B. im Rahmen der „apoNeujahrskonferenz“, bei der die apoBank den Dialog zum Thema Kapitalanlage zwischen ihren institutionellen Kunden und professionellen Asset-Managern moderiert, um gemeinsam individuelle Anlagelösungen zu finden.

Spezialisierung auf Versorgungseinrichtungen

Grundsätzlich versteht die apoBank die Zusammenarbeit mit ihren institutionellen Anlegern als dynamischen Prozess, in dessen Verlauf sie die ver-

änderten Rahmenbedingungen mit dem Kunden im Dialog erörtert und ihr Angebot entsprechend weiterentwickelt. Mit vielen ihrer Kunden ist die Bank über langjährige Geschäftsbeziehungen eng verbunden. Die Erfahrungen, über die sie dadurch verfügt, bieten ihr einen wichtigen Wissensvorsprung. Zudem hält die apoBank engen Kontakt zu den Aufsichtsbehörden und Dachverbänden, um ihre Kunden rechtzeitig über relevante Veränderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen zu informieren.

Betreuung im Dialog

Im derzeitig anspruchsvollen Kapitalmarktumfeld sind die Herausforderungen an institutionelle Anleger und an die apoBank als ihr Partner deutlich gewachsen. Ein persönlicher, guter und regelmäßiger Austausch ist deshalb wichtig, denn gemeinsam lassen sich diese Herausforderungen leichter bewältigen. Das „apoInvestment-Forum“ hat sich in diesem Zusammenhang zu einem richtungsweisenden Branchentreff entwickelt: Einmal im Jahr gibt der Kongress den institutionellen Kunden der Bank die Gelegenheit zum Dialog mit Experten aus Wirtschaft, Hochschule und Politik. Zusammen mit Anlegern und strategischen Diskussionspartnern aus dem umfangreichen apoBank-Netzwerk werden aktuelle Trends, Anlageideen und Anforderungen diskutiert.



Volker Mauß

Bereichsleiter Institutionelle Anleger

Deutsche Apotheker- und Ärztebank
Richard-Oskar-Mattern-Straße 6
40547 Düsseldorf

T: +49 211 5998-8991

E: volker.mauss@apobank.de

O: www.apobank.de

2. Neun Thesen, Experten antworten



Volker Mauß
Bereichsleiter Institutionelle Anleger

Deutsche Apotheker- und Ärztebank

»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.«

Mauß: Durch den anhaltenden Renditedruck ist eine Ausweitung der Risiken zu erkennen, auch wenn die Möglichkeiten für regulierte Kapitalanleger hierbei begrenzt sind. Diversifikation ist daher ein wesentlicher Aspekt, sowohl auf der SAA-Ebene, aber auch im tatsächlichen Investitionsportfolio. Sprengkraft sehen wir nur dann, wenn die Risiken nicht sachgerecht identifiziert und bewertet werden. Die Beobachtung der eingegangenen Risiken durch ein regulatorisch abgestimmtes Reporting hilft bei Gesprächen mit internen und externen Gremien.



Ingo Biermann
Head of Senior Relationship Management

BNP Paribas Securities Services



Christian Wutz
Geschäftsführer

Société Générale Securities Services

Biermann: Nein. Das Risikoprofil von Versicherungen hängt in erster Linie vom verfügbaren Eigenkapital ab, welches für die Unterlegung gemäß Solvency II benötigt wird. Je höher das Risiko, desto höher die Eigenkapitalunterlegung. Daher ist das Risikopotential reglementiert. Die letzten Jahre haben allerdings gezeigt, dass die Diversifizierung, in Richtung zinstragender Alternativen, wie Immobilien, Private Debt und Private Equity stark zugenommen hat.

Wutz: Zur Deckung der Verpflichtungen (Stichwort LDI, „Liability Driven Investment“) werden in der Tat höhere Risiken eingegangen. Durch die niedrigen Zinsen müssen beispielsweise zur Laufzeitkongruenz der Verpflichtungen (Pensionen und Planvermögen) Anleihen mit teils sehr langer Laufzeit erworben werden. Im Falle eines Zinsanstiegs reagieren diese sehr stark und können dann zu hohen nicht realisierten Verlusten führen. Andere Möglichkeiten zu verzinslichen Anlagen werden im Rahmen der gesetzlichen Limitierungen teilweise vollumfänglich ausgenutzt. So investieren einige Pensionskassen verstärkt in Aktienanlagen oder Real Assets. Mit modernen Overlay-Techniken können eine Vielzahl von Risiken beherrscht werden. Daher sehen wir auf der einen Seite zwar einen Anstieg der Risiken in der Allokation und auch Struktur der Kapitalanlagen, auf der anderen Seite aber auch einen verstärkten Einsatz von Absicherungsinstrumenten.

»Die starke Rentenlastigkeit der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensions-einrichtungen im Kontext von Zinssteigerungsszenarien sowie allgemeiner Krisenszenarien am Kapitalmarkt stellt ein noch völlig unterschätztes Risiko mit bedrohlichem Ausmaß dar.«

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

Maß: Dem Komfort des höheren Wiederanlagezin-ses steht der Bewertungsdruck auf die vorhandenen Rentenbestände und auch auf die gesamte Kapital-anlage gegenüber. Die Auswirkungen bergen unseres Erachtens eine wesentliche Belastung für verpflichtungsorientierte Anleger.

ALM-Studien mit Niedrigzinsszenarien geben Aufschluss über die erodierende Verzinsung und sind ein gutes Instrument, um die kurzfristigen und langfristigen Effekte abschätzen zu können. Zinsanstiegsszenarien hingegen bieten Erkenntnisse über die Zins-sensitivität und die daraus folgenden Verwerfungen. Die Auswirkungen auf die nachhaltige Finanzierbarkeit lassen sich in beiden Szenarien analysieren und vergleichen.

Maß: Risikomanagementsysteme und regulatorische Maßnahmen können einen durch den Markt induzierten Krisenmodus nicht verhindern. Die individuellen Auswirkungen beim Anleger können jedoch durch eine gezielte Risikosteuerung minimiert werden.

Die regulatorischen Vorgaben schützen hierbei nicht nur, sondern binden auch enorme Kapazitäten bei den Anlegern. Je nach Größe und Organisationsstruktur stellt es manche Investoren vor große Herausforderungen, die benötigten Prozesse darstellen zu können. Hier helfen professionelle Anbieter mit einem adressatengerechten Risikomanagement.

Biermann: Wir denken, dass das Risiko sicherlich nicht unterschätzt wird. Allerdings sind Versicherungen auch gezwungen in Renten zu investieren, insbesondere um ein Durationmatching zwischen Assets und Liabilities zu erzielen. Ein schneller Zinsanstieg würde natürlich zu Herausforderungen führen, insbesondere bei den Versicherungen, die in der Vergangenheit höher verzinsliche Renten mit kürzerer Laufzeit erworben haben und nun einen relativ hohen Bestand an Renten mit niedrigem Kupon im Bestand haben.

Biermann: Die Bedeutung des Risikomanagers bei der Kapitalanlage hat sich in den letzten Jahren sehr stark verändert. In manchen Situationen diktiert der Risikomanager quasi die Anlagestrategie. Die Herausforderungen bezüglich der Risiken sollte man allerdings dennoch nicht unterschätzen. Wir denken allerdings, dass die Branche und die Bafin die Risiken erkannt haben und diese adressiert.

Wutz: Steigende Inflation, das Auslaufen der Krisenprogramme der Zentralbanken und die Fortführung des Wirtschaftswachstums lassen auch im EUR-Raum Zinssteigerungen wahrscheinlicher werden. Zusätzlich verstärken sich wieder Diskussionen über die Schuldentragfähigkeit einiger Euroländer.

Diese Gemengelage beinhaltet zum einen das Risiko von Kursverlusten über Zinssteigerungen, aber auch Kursverluste durch verlorenes Vertrauen der Investoren. Unsere Kunden sind sich dieser Risiken bewusst und managen diese z. B. über CDS oder verschiedenen Overlay-Produkte.

Wutz: Der Regulierungsmarathon infolge der letzten Finanzkrise nähert sich langsam dem Ziel. Eine Vielzahl neuer Überwachungsmaßnahmen wurde implementiert und bereits in Teilen auch angepasst. Die meisten dieser Maßnahmen umfassen die Überwachung traditioneller Wertpapieranlagen und einige Länder beginnen bereits damit, Regulierungsmaßnahmen wieder zu lockern. Regulatorische Maßnahmen sind daher nur eine Säule der Risikosteuerung, und die Einbeziehung zusätzlicher Kontrollen und Regeln unabdingbar.

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

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

Mauß: Zur nachhaltigen Bedienung der Zielrendite bleiben dem verpflichtungsorientierten Anleger im Wesentlichen zwei Möglichkeiten: die Anpassung der Kapitalanlagestruktur, die durch regulatorische Maßnahmen begrenzt ist, oder eine Anpassung der Verpflichtungsseite. Letztere muss aber in der Regel durch verfügbare Reserven finanziert werden. Der Entlastungseffekt zeigt sich oft weniger in kurzfristigen, sondern eher in mittel- bis langfristigen Auswirkungen.

Die Anpassung der Verpflichtungsseite bedarf erfahrungsgemäß einer intensiven Kommunikation. Hier können Asset-Liability-Management-Studien mit der Simulationsanalyse von Kapitalanlage und Verpflichtungszusage unter verschiedenen Szenarien eine aussagekräftige Diskussionsgrundlage bieten.

Mauß: Grundsätzlich sind in der Direktanlage zwei wesentliche Trends zu erkennen: Die Rentendirektbestände werden auf ein Minimum reduziert und in risikoreichere, oft professionell gemanagte Assets umgeschichtet. Dies hat in der Regel zur Folge, dass der stabile Sockelbeitrag zur Gesamtverzinsung aus der Rentendirektanlage geringer ausfällt. Im Immobilienbereich sehen wir ebenfalls die vermehrte Einbringung von direkt verwalteten Beständen in Fondsinvestments. Alles in allem wird die Gesamtverzinsung immer weniger gut kalkulierbar. Dennoch gilt weiterhin, dass ein hohes Maß an Diversifikation der günstigste Risikoreduzierer ist.

Biermann: Auskömmliche Renditen zu erzielen wird auch in den kommenden Jahren zu den großen Herausforderungen gehören. Allerdings laufen allmählich die Lebensversicherungsverträge mit den hohen Garantieverzinsungen aus. Auf der anderen Seite haben viele Versicherungen Ihre Produktpalette angepasst zum Beispiel durch fondsgebundene Versicherungen mit und ohne Beitragsgarantie. Daher wird die Abhängigkeit Mindestverzinsungen zu erreichen reduziert.

Biermann: Solange sich die Zinssituation nicht nachhaltig verändert, wird es weiterhin Investments in Fonds zu Lasten von Zinsträgern in den Direktanlagen geben.

Katrin Behrens: Fehlende oder zu geringe Erträge führen dazu, dass die Pensionsverpflichtungen in der Bilanz weiter steigen, da sich das Planvermögen nicht entsprechend entwickelt. Dies führt bereits heute schon dazu, dass Unternehmen die fehlenden Gelder ausgleichen müssen. In wirtschaftlich guten Zeiten lässt sich die Schließung entsprechender Lücken leichter füllen. Problematisch wäre die Kombination von wirtschaftlichem Abschwung und weiterhin zusätzlicher Aufwände zum Ausgleich von Pensionsverbindlichkeiten.

Behrens: Die „klassische“ Fondstruktur (Cash, Wertpapiere und Derivate) wird zunehmend von wesentlich stärker diversifizierten Portfoliostrukturen abgelöst. Hierbei nutzen viele professionelle Investoren die Vorteile eines Master-KVG Konstruktes und segmentieren ihre Anlagen entsprechend. Dies umfasst neben einem länder- oder branchenspezifischen Ansatz für die Anlage in Wertpapieren zusätzlich auch die Einbindung von Asset Managern für alternative Assets wie z. B. Immobilien- oder Beteiligungsanlagen. Diesen Aufsatz sehen wir auch bei Verlagerungen aus dem Direktanlagenbestand in neu aufgelegte Fondssegmente.



Katrin Behrens
*Director Sales & Relationship
Management,
Société Générale Securities
Services*

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

Mauß: Seit geraumer Zeit erleben wir eine spürbare Änderung bei der strategischen Ausrichtung der Kapitalanlagen, und auch zukünftig wird sich der Markt unserer Meinung nach schnelllebiger und innovativer zeigen. „Old-School-Produkte“ werden aufgrund von Stabilitätsgedanken und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen mit Sicherheit weiterhin die Basis bilden, dennoch ist eine Öffnung für neue Themen und Assetklassen unausweichlich. Das Verhältnis von Rendite zu Risiko bleibt dabei ein wesentlicher Aspekt. Die ganzheitliche Betrachtung der Kapitalanlagen mit Einbeziehung der bilanziellen Auswirkungen gewinnt immer mehr an Bedeutung. Gleichzeitig verstärken sich die Anforderungen der Aufsichtsbehörden nach mehr Transparenz. Alles in allem bedeuten die Veränderungen für viele Anleger einen deutlich höheren Organisationsaufwand. Nicht zuletzt deswegen stellen wir eine erhöhte Nachfrage nach individuellen Consultingdienstleistungen fest.

»Sachwertinvestments inklusive Immobilien etablieren sich langfristig mit zweistelligen Investitionsquoten im Portfolio von Versicherungen und Pensionseinrichtungen.«

Mauß: Seit einigen Jahren bereits sehen wir einen deutlichen Ausbau der Investments in Sachwerte bis hin zur vollständigen Ausnutzung der aufsichtsrechtlichen Quoten. Der Bereich Immobilien bildet hierbei nach wie vor den Schwerpunkt, aber auch andere Anlageklassen und innovative Anlagevehikel gewinnen immer mehr an Bedeutung. Diese können den Portfolien einen enormen Diversifikationsvorteil bieten bei gleichzeitig attraktiven Renditechancen.

Die anhaltenden Investitionen im nicht liquiden Bereich (Private Equity und Debt) bieten eine Kompensation für eingegangene Risiken – ganz ohne Volatilität. Jedoch bergen sie aufgrund ihrer nicht vorhandenen Fungibilität die Gefahr der Nicht-Veräußerbarkeit bei potenziellen Bewertungskorrekturen in einem steigenden Zinsumfeld.

Biermann: Ja, die digitale Revolution ist nicht mehr aufzuhalten und wird zu starken Veränderungen der Prozesse und bei der Selektion der Kapitalanlagen führen. Blockchain, Roboadvisor, künstliche Intelligenz und Machine Learning werden dazu führen, dass sich die Verantwortlichen der Kapitalanlage ganz auf Ihre eigentlichen Aufgaben konzentrieren können.

Wutz: Der Zufluss von Investitionen in passiv gemanagte Produkte sollte anhalten. Technologische Entwicklungen werden insbesondere aktive gemanagte Strategien grundlegend verändern.

Investitionsmodelle basierend auf Künstlicher Intelligenz und die Auswertung von Big Data lösen klassische Modelle ab oder werden diese zumindest ergänzen.

Biermann: Die alternativen Investments werden sich, oder haben sich bereits als wichtiger Bestandteil einer gesamtheitlichen Investmentstrategie etablieren. Die Anleger haben mittlerweile eine gute Expertise für Sachwertinvestments aufgebaut. Bei einer nachhaltigen Zinserhöhung muss man abwarten, auf welchem Niveau sich die Immobilienquoten einpendeln werden. Allerdings muss man damit rechnen, dass sich die Quote für diese Investments bei ansteigenden Zinsen reduzieren wird.

Behrens: Damit Investoren im Versicherungs- und privaten Vorsorgebereich auch in Zukunft den übernommenen Verpflichtungen nachkommen können, erfolgt zunehmend die Anlage in Sachwerten. Hierbei stehen Immobilien neben Aktien an vorderster Stelle. Als Beimischung erwägen die Investoren zusätzlich die Anlage in direkten und indirekten Beteiligungen. Einer deutlichen Erhöhung des Sachwerteanteils stehen jedoch die verschärften Vorschriften zur Unterlegung mit Eigenkapital entgegen (Solvabilitätsrichtlinie). Diese Vorgaben beschränken für viele Gesellschaften eine deutliche Erhöhung der Quoten.

»Der deutsche Spezial-AIF bleibt in den kommenden 10 Jahren die attraktivste Anlageform für indirekte Kapitalanlagen institutioneller Investoren in Deutschland.«

Mauß: Der Trend von der Eigenanlage hin zum professionellen Management der Kapitalanlagen wird sich unserer Meinung nach in den nächsten Jahren fortsetzen. Nicht nur die entlastenden Auswirkungen in der Wertpapierbuchhaltung sondern auch die positiven bilanziellen Effekte überzeugen institutionelle Investoren schon seit langem, sich für eine Spezialfondslösung zu entscheiden. Mittlerweile zählen aber auch immer mehr die erhöhten Anforderungen an einen professionellen Investitionsprozess gepaart mit der fortlaufenden Risikoüberwachung zu den Argumenten, sich für eine Auslagerung dieser Prozesse zu entscheiden. Zu beobachten ist hierbei nach wie vor der Trend einer Konsolidierung, d. h. die Zusammenführung von bestehenden Spezial-AIFs in Master- und Dachfondsvehikel.

»Altersvorsorgeeinrichtungen/ Pensionsvermögen werden Versicherungen in den nächsten zehn Jahren als stärkste Anlegergruppe in Spezialfonds ablösen.«

Mauß: Bei der Altersvorsorge findet aktuell eine Verlagerung statt. Durch regulatorische Rahmenbedingungen wie Solvency und den minimierten Garantiezins stehen die privaten Lebensversicherungen zunehmend erschwerten Bedingungen gegenüber, was sich auch auf das Neugeschäft auswirkt. Bei den Kapitalsammelstellen der 1. und 2. Säule erkennen wir hingegen höhere Zuflüsse. Dieser Trend wird sich unserer Einschätzung nach fortsetzen. Der Ausbau der professionell gemanagten Assets bei den Versorgungseinrichtungen führt im Ergebnis dann zu einem dominierenden Anteil am Spezialfondsgeschäft.

Biermann: Ja.

Wutz: Als Basis-Anlagevehikel sollte der deutsche Spezial-AIF auch in den nächsten Jahren die attraktivste Anlageform bleiben. Wir erwarten allerdings eine Änderung der Ausgestaltung einzelner Anlagesegmente: Die Einbeziehung von ETFs zur Abbildung von Indizes und die Beimischung von institutionellen Publikumsfonds zur Abdeckung von Nischenmärkten sollten verstärkt in der Anlagestrategie berücksichtigt werden.

Biermann: Das ist durchaus wahrscheinlich. Per Oktober 2018 hielten Versicherungen 34 Prozent und Altersvorsorgeeinrichtungen 29 Prozent des gesamten Spezialfondsvermögens. Durch die weiter anhaltende Erweiterung der Kapitaldeckung bei Altersvorsorgeeinrichtungen, wird sich der Anteil dieser Anlegerklasse erhöhen.

Wutz: Ein Wechsel auf der Spitzenposition der Anleger in Spezialfonds ist von der Entwicklung einer Vielzahl von Variablen abhängig. Insbesondere wirtschaftliche Entwicklungen und demographische Veränderungen entscheiden einerseits über die langfristige Entwicklung der Pensionsvermögen. Andererseits führen auch Lebens- und Rentenversicherungen neue Produkte zur Steigerung Ihres Absatzes ein, was somit auch die Zuflüsse in die Spezialfonds verstetigen könnte. Wer diesen „Wettlauf“ gewinnt, ist derzeit nicht abschätzbar.

3. Methodik & Struktur

Die vorliegende Marktanalyse basiert auf Datensätzen, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden. Es handelt sich dabei 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. Den auskunftspflichtigen Unternehmen wurde es damit ermöglicht, mit der Abgabe einer einzigen Meldung die Datenanforderungen verschiedener Institutionen in Deutschland und Europa zu erfüllen. 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. In diesem Zusammenhang wurden in der Statistik neue Untergliederungen, beispielsweise nach dem volkswirtschaftlichen Sektor und dem Sitz des Emittenten beziehungsweise des Schuldners, eingeführt. Dies eröffnet eine interessante neue Dimension der Auswertung, insbesondere im Kontext der Domizilierung von Emittenten von Schuldverschreibungen oder Investmentfondsanteilen, welche von Versicherungen und Pensionseinrichtungen gehalten werden.

Die Melde- und Erhebungswege finden in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie die Bundesbank statt. Dabei ist eine enge Verzahnung auf europäischer Ebene mit der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge gewährleistet. Den Rahmen vor 2016 bildete das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010/englisch ESA 2010 = European System of Accounts). Die Definitionen der ESZB-Versicherungsstatistik sind vollständig mit den Vorgaben des ESVG harmonisiert, sodass die Daten ab 2016 als Baustein für die Finanzierungsrechnungen verwendbar sind und eine Kontinuität hinsichtlich der Auswertung gewährleistet ist. Die Tatsache, dass in dieser Marktanalyse die ESZB-Versicherungsstatistik bzw. das ESVG den Rahmen bildet, führt dazu, dass die Daten strukturelle Abweichungen von den Statistiken des Gesamtverbandes der Versicherungswirtschaft (GDV) sowie der BaFin aufweisen.

In diesem Ergebnisdokument liegt der Fokus auf den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen und somit auf den Kapitalanlagen, da sich die vorliegende Analyse primär an die Assetmanagement-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. Bei Interesse an der Zusammensetzung und langfristigen Entwicklung von Passivpositionen verweisen wir auf unsere entsprechende Analyse der Finanzierungs- und Vermögensverhältnisse von Versicherungen und Pensionseinrichtungen aus dem Jahr 2016, welche auf unserer Internetseite kostenfrei zur Verfügung steht.

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 430.000 Datensätze der letzten 13 Jahre mit Datenstichtag 30. Juni 2018. Die Daten werden auf Quartalsbasis veröffentlicht und bei Veröffentlichung dieser Marktanalyse lag lediglich ein neuer zeitlicher Datenpunkt Ende September 2018 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 Pensionsinstitutionen 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 Finanzaktiva vor. Hierbei handelt es sich um Bargeld & Einlagen, 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 13 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 Assetmanagement-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 Pensions-einrichtungen aufgrund eines fehlenden aufsichtsrechtlichen Rahmens leider 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 Zielanlagen ausgewiesen. Vor diesem Hintergrund und unter der Annahme, dass diese Position wesentlich vom Spezialfondsgeschäft geprägt ist, hat Kommalpha in Kapitel 6 zusätzlich eine tiefere Analyse der Zusammensetzung und des Mittelaufkommens von Spezialfonds von Versicherungen und Pensionseinrichtungen vorgenommen. Diese fußt in Basis und Struktur ebenfalls auf Daten der Deutschen Bundesbank.

Anschließend erfolgt in Kapitel 7 ein Exkurs hinsichtlich des Einsatzes weiterer Investitionsvehikel

neben deutschem Spezialfonds und mit Fokus auf den luxemburgischen Markt.

In Kapitel 8 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.

4. Überblick über die Finanzaktiva

Die Summe der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen in Deutschland beträgt rund 2.802 Milliarden Euro per Datenstichtag Ende Juni 2018. Dazu kommen hier nicht im Detail betrachtete 75,2 Milliarden Euro an nicht finanziellen Aktiva, was zu Gesamtkтива der betrachteten Marktsegmente von rund 2.877 Milliarden Euro führt. Die enorme Summe von 2.802 Milliarden Euro entspricht mehr als dem 8-Fachen des Bundeshaushaltes von 2018 (335,5 Milliarden Euro) und veranschaulicht bereits die enorme Bedeutung von Versicherungen und Pensionseinrichtungen als Kapitalsammelstellen in Deutschland.

Die Sparte der Lebensversicherungen ist mit rund 42 Prozent Anteil an den gesamten Finanzaktiva das mit Abstand größte Segment, gefolgt von Pensionseinrichtungen mit 22 Prozent sowie dem zusammengefassten Segment der Nicht-Lebensversicherungen (Krankenversicherungen, Schaden-/Unfallversicherungen und Sterbekassen) ebenfalls mit 22 Prozent. Bereits an dieser Stelle ist bemerkenswert, dass sich die Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen in den letzten 13 Jahren sehr dynamisch entwickelt haben. Sie haben von 242 Milliarden Euro Ende 2005 auf 611 Milliarden Euro Ende Juni 2018 um das 2,5-Fache zugelegt.

Abbildung 4.2 zeigt die wesentlichen Bestandteile der Finanzaktiva der vier betrachteten Segmente. Es wird sofort ersichtlich, dass Investmentfonds bei Pensionseinrichtungen, Lebensversicherungen und

auch bei den weiteren Nicht-Lebensversicherungen eine sehr starke Bedeutung bei der Kapitalanlage aufweisen. Bei Pensionseinrichtungen sind über 60 Prozent der Finanzaktiva über Investmentfonds gehalten, bei Lebensversicherungen immerhin noch rund 41 Prozent. Direkt gehaltene Aktien spielen bei diesen beiden Segmenten mit Allokationsquoten von knapp 4 Prozent eine untergeordnete Rolle. Hervorzuheben ist ebenfalls der immer noch relativ hohe Bestand an Bargeld und Einlagen („Cashquote“) bei allen betrachteten Segmenten bis auf Rückversicherungen. Deren Finanzaktiva sind von Aktien und Anteilsrechten geprägt, was auf entsprechende Anteilseignerverhältnisse von Konzern- und Holdingstrukturen der Versicherungsbranche zurückzuführen ist. Investmentfonds spielen bei Rückversicherungen eine untergeordnete Rolle.

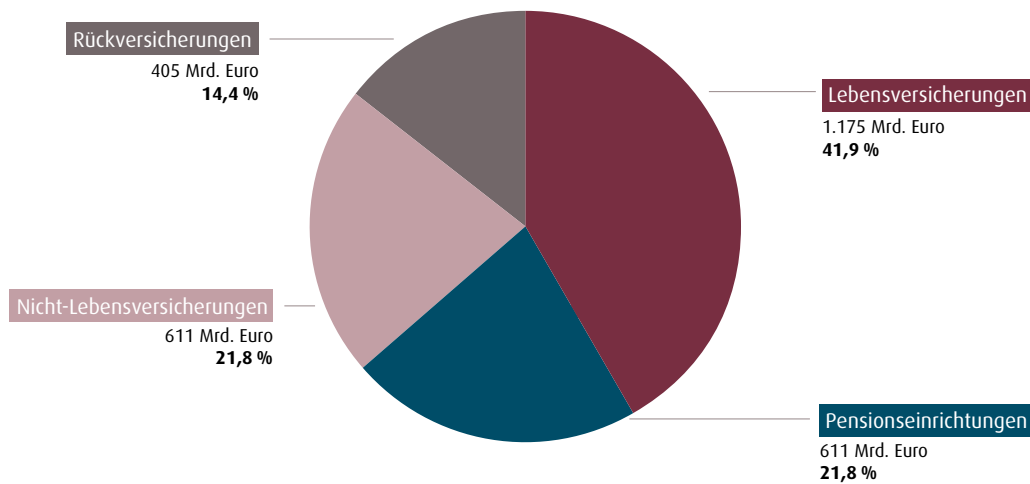
Die Abbildungen 4.3 und 4.4 geben einen Überblick über die zeitliche Entwicklung der wesentlichen Komponenten der Finanzaktiva in den letzten 13 Jahren getrennt nach Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Hervorzuheben ist die sehr deutliche Zunahme der Investmentfondsquote, insbesondere bei Pensionseinrichtungen. Sie stieg von knapp 35 Prozent in 2005 auf über 60 Prozent per Ende Juni 2018. In absoluten Zahlen ist dies ein Zuwachs um 285 Milliarden Euro von 84,4 Milliarden Euro in 2005 auf 369,9 Milliarden Euro per Jahresmitte 2018. Hier bestätigt sich erneut, dass Pensionseinrichtungen das in Relation am stärk-

ten wachsende Segment im Bereich Fondsanlagen sind. Der Bestand an Einlagen ist von allen betrachteten Segmenten in den letzten 13 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 Pensionseinrichtungen sind die mit Abstand domi-

nierenden und interessantesten Anlegersegmente für die deutsche Fonds- und Assetmanagement-Industrie.

Abbildung 4.1

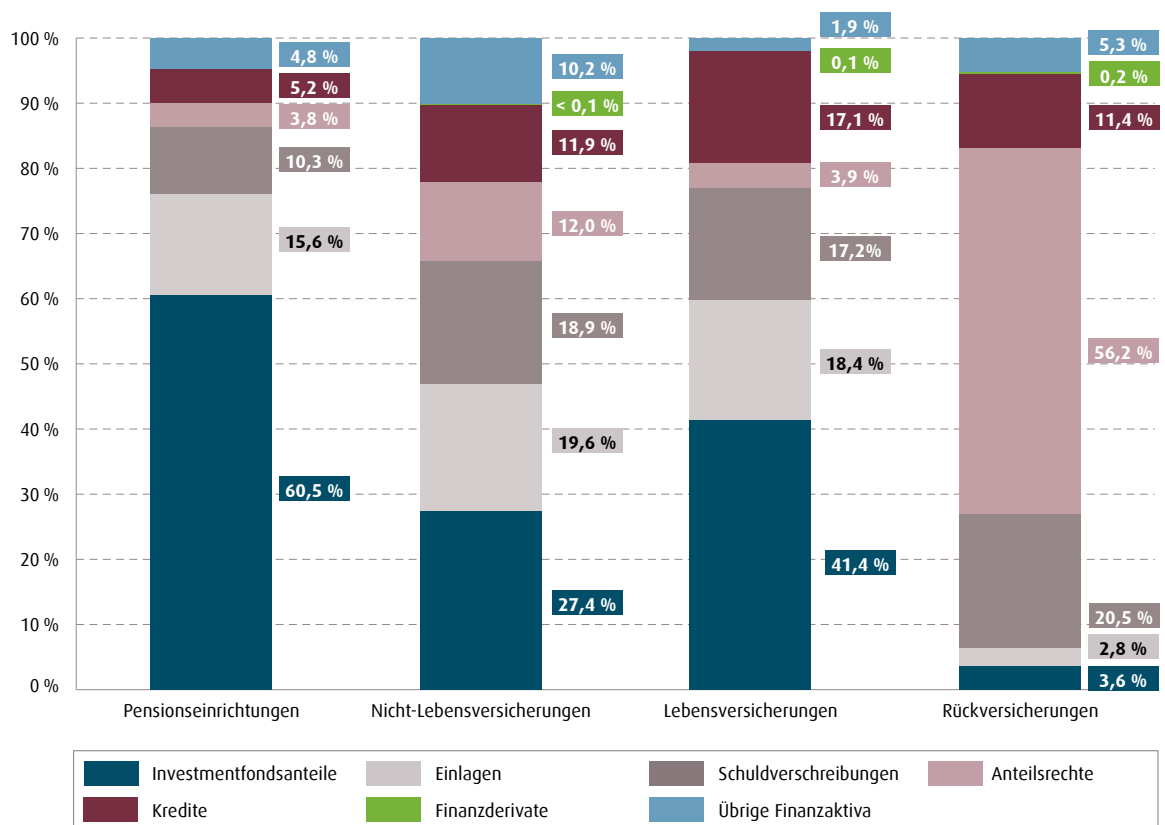
Volumen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen nach Anteilen



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.2

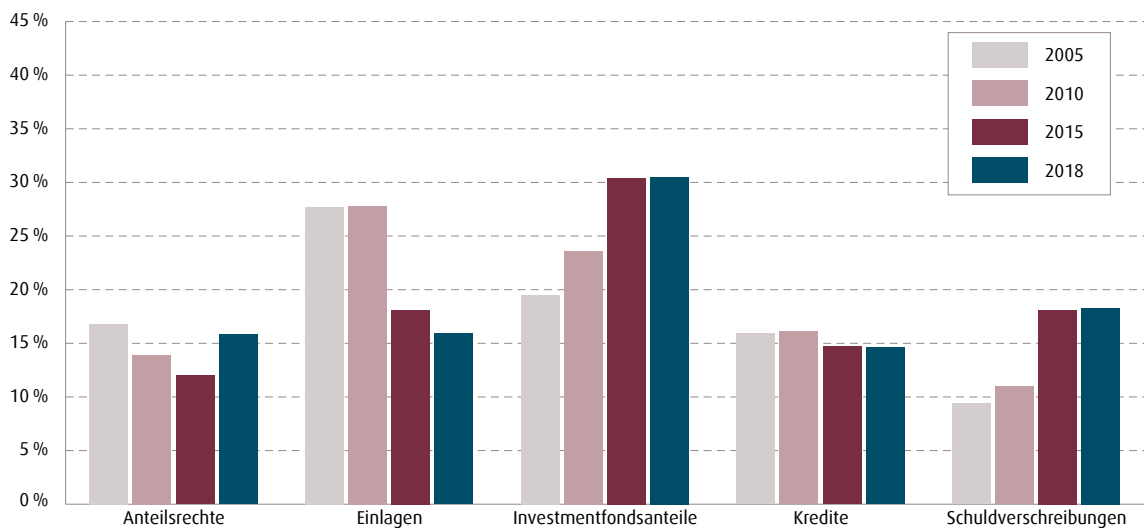
Wesentliche Bestandteile der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.3

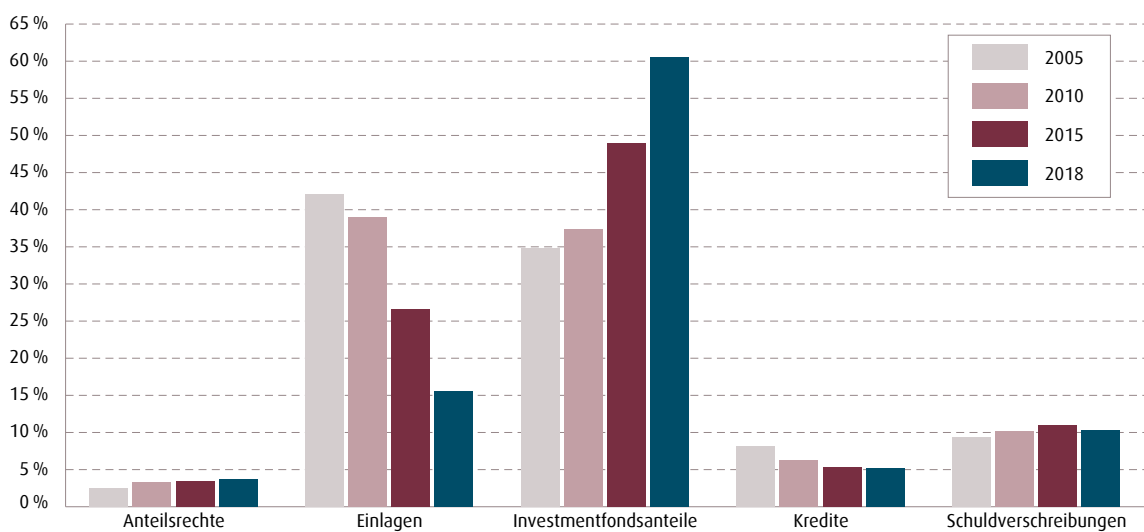
Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Versicherungen aller Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.4

Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva

Dieses Kapitel führt die fünf wesentlichen Positionen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen auf, wie sie sich entsprechend der ESZB-Statistik darstellen. Es werden die Anlagebereiche Einlagen, Kredite, Schuldverschreibungen, Investmentfondsanteile und Aktien & sonstige Anteilsrechte unterschieden. Die fünf Positionen machen in Summe 2.655 Milliarden Euro aus, was knapp 95 Prozent der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen bedeutet. Auf die Darstellung der restlichen Größen wie Finanzderivaten und sonstiger Aktiva wird aufgrund sehr geringen Volumens und mangelnder Relevanz für das Assetmanagement 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 und wurde seitens der Bundesbank Ende 2016 als Nicht-Lebensversicherungen zusammengefasst. Die Analyse umfasst den Zeitraum vom Ultimo des Jahres 2005 bis zum 30. Juni des Jahres 2018, also einen Betrachtungszeitraum von 12,5 Jahren.

Es werden die grundlegenden Trends in der Entwicklung der Finanzaktiva nachgezeichnet und in Volumen- und Allokationsverläufen auf die genannten Anlegergruppen heruntergebrochen. Grundsätzlich zeigt die Analyse einen ungebrochenen Trend zum überproportionalen Bestandswachstum bei Investmentfonds. Die hohen absoluten und relativen Volumenzuwächse bei den indirekten Kapitalanlagen unterstreichen die hohe Relevanz dieses Bereiches. Abschließend ist zu erwähnen, dass für alle Anlagesegmente mit Ausnahme von Krediten/Darlehen und Einlagen (Ausnahmen bilden gemeldete Abschreibungen und Wertberichtigungen) die jeweiligen Zeit- und Marktwerte der Aktiva in die Statistik einfließen. Insofern kommen auch die jeweiligen Markteinflüsse zum Ausdruck, indem sich steigende bzw. fallende Börsenkurse in entsprechenden Marktphasen teilweise auf die jeweiligen Volumina auswirken.

5.1 Einlagen

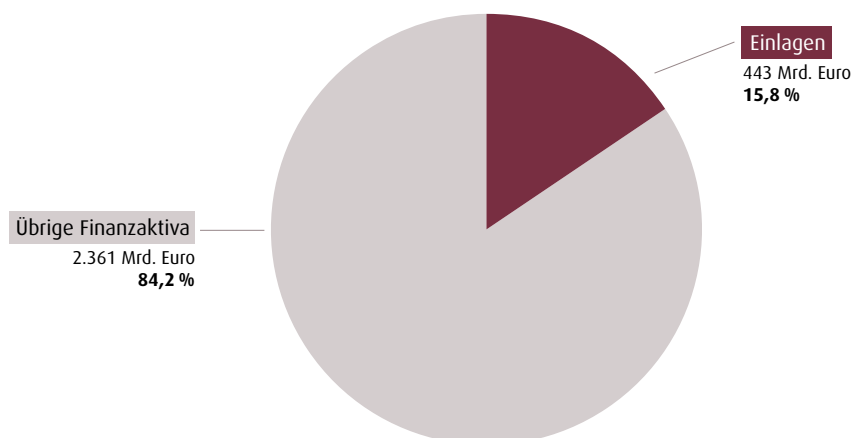
Das Analysesegment „Einlagen“ summiert im Wesentlichen die Forderungen der hier betrachteten Anlegergruppen der Versicherungen und Pensions-einrichtungen gegenüber der Kreditwirtschaft bzw. Banken. Die Bundesbank fasst in ihrer Statistik Einlagen und Bargeld zusammen, sodass nachfolgende Daten ebenfalls die Position Bargeld beinhalten. Ein separater Ausweis von Bargeld macht allerdings keinen Sinn, da die Volumina zu vernachlässigen sind. Im Folgenden wird somit lediglich der Begriff Einlagen verwendet.

Das ESVG definiert Einlagen als vereinheitlichte, nicht begebare Verträge mit dem Publikum, die

von Kreditinstituten und in einigen Fällen vom Zentralstaat als Schuldner angeboten werden und es dem Gläubiger ermöglichen, Geldbeträge einzuzahlen und später wieder abzuheben. Einlagen sind in der Regel mit der vollständigen Rückzahlung durch den Schuldner an den Anleger verbunden. Neben dem klassischen Einlagengeschäft zählt die Statistik weitere Transaktionen zwischen den betrachteten Anlegergruppen auf der einen und Banken auf der anderen Seite zu diesem Bereich hinzu. Dies sind Namensschuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen und Pfandbriefe – sofern sie von Kreditinstituten begeben wurden. Insofern kann das Segment der Einlagen in diesem statistischen

Abbildung 5.1

Einlagen: Anteil an den Gesamtfinanzaktiva



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

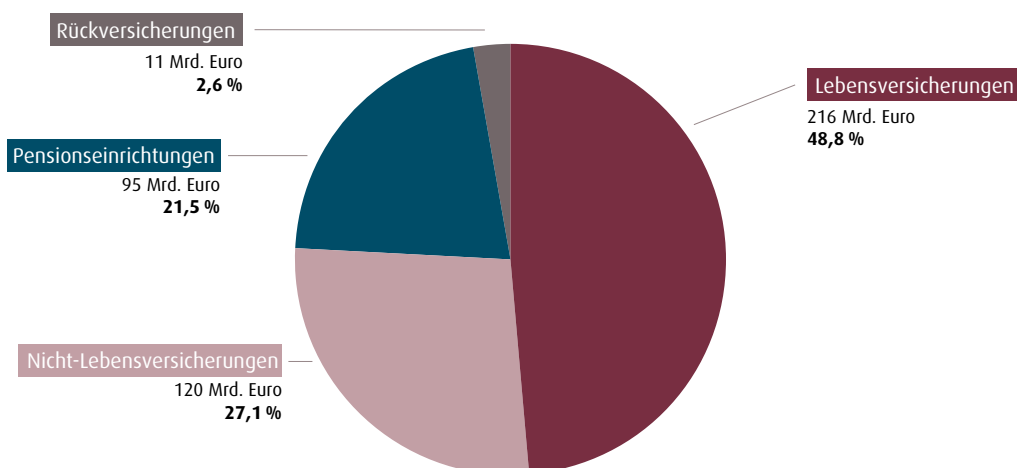
Kontext auch als ein Indikator für die Verflechtung von der Pensions- und Versicherungswirtschaft mit dem Bankensektor angesehen werden.

Die zu den Einlagen zugerechneten Positionen summieren sich zum Datenstichtag 30. Juni 2018 auf 443 Milliarden Euro. Das ist der dritthöchste Bestand von den in diesem Kapitel betrachteten Aktiva-Positionen, welcher 15,8 Prozent der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ausmacht. Über den Betrachtungszeitraum von 13 Jahren hat der Bestand an Einlagen um 44 Milliarden abgenommen. Das ist insofern bemerkenswert, als alle weiteren in diesem Kapitel analysierten Akti-

va-Positionen im gleichen Zeitraum vergleichsweise sehr große Zuwächse verzeichnet haben. Fast die Hälfte der Einlagen wird Lebensversicherungen zugerechnet, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen mit 27,1 Prozent und Pensionseinrichtungen mit 21,5 Prozent. Bei Rückversicherungen spielen Einlagen eine relativ untergeordnete Rolle bei den Kapitalanlagen. Abbildung 5.3 zeigt im Detail, dass dieser Abbau von Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen geprägt war. Das ist umso bemerkenswerter, da die gesamten Finanzaktiva der betrachteten Marktteilnehmer im Betrachtungszeitraum um 1.170 Milliarden Euro zugenommen haben. Der Abbau des Bestandes von Einlagen um

Abbildung 5.2

Einlagen: Verteilung nach Sparten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

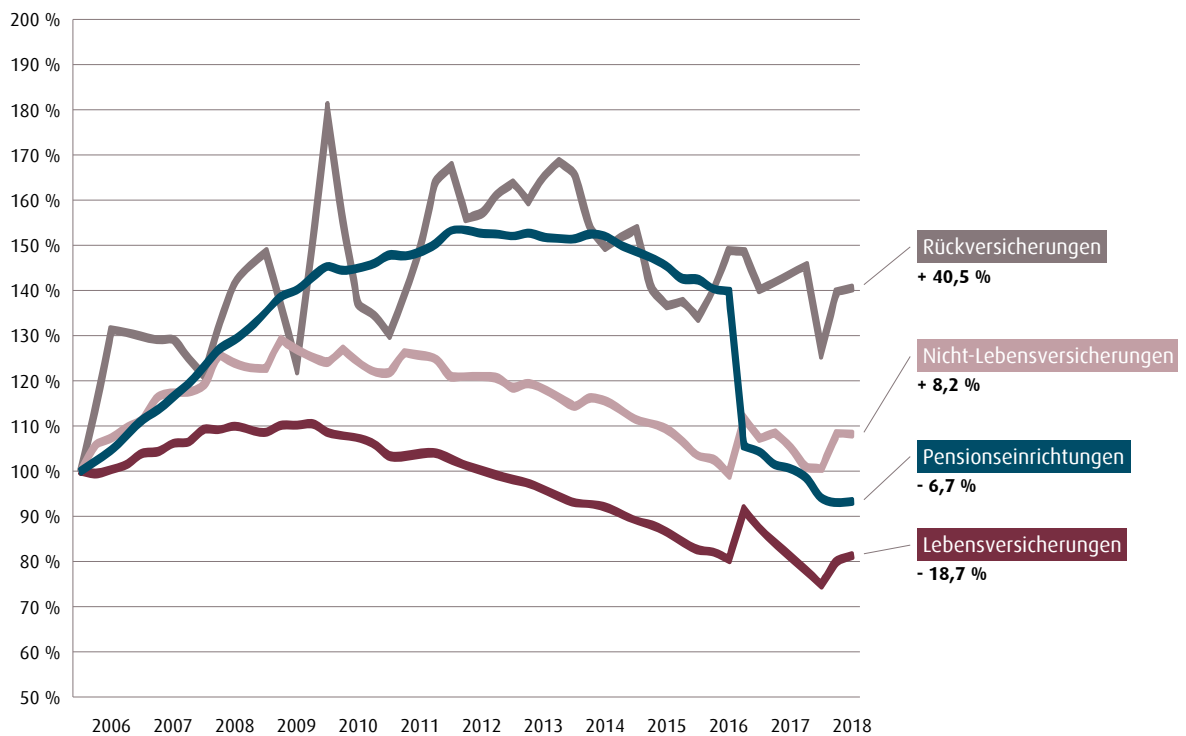
in Summe 44 Milliarden Euro ist ein klares Indiz für die Reaktion auf die Niedrigzinsphase, vor allem vor dem Hintergrund des enormen Wachstums der Finanzaktiva im gleichen Zeitraum.

Abbildungen 5.5 und 5.6 zeigen die Entwicklung der Anteile von Einlagen an den jeweiligen Finanzaktiva in unterschiedlicher Granularität. Es wird

deutlich, dass insbesondere Pensionseinrichtungen ihre Bestände in 13 Jahren drastisch von rund 42 Prozent auf gut 15 Prozent reduziert haben. Ein ähnliches Muster lässt sich bei Lebensversicherungen beobachten. Und dies trotz einer temporären Erhöhung der jeweiligen Anteile im unmittelbaren Nachgang der Finanzkrise im Jahr 2009.

Abbildung 5.3

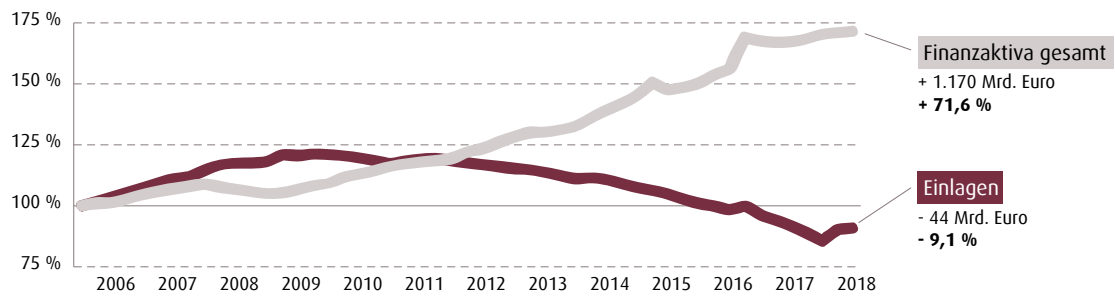
Einlagen: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.4

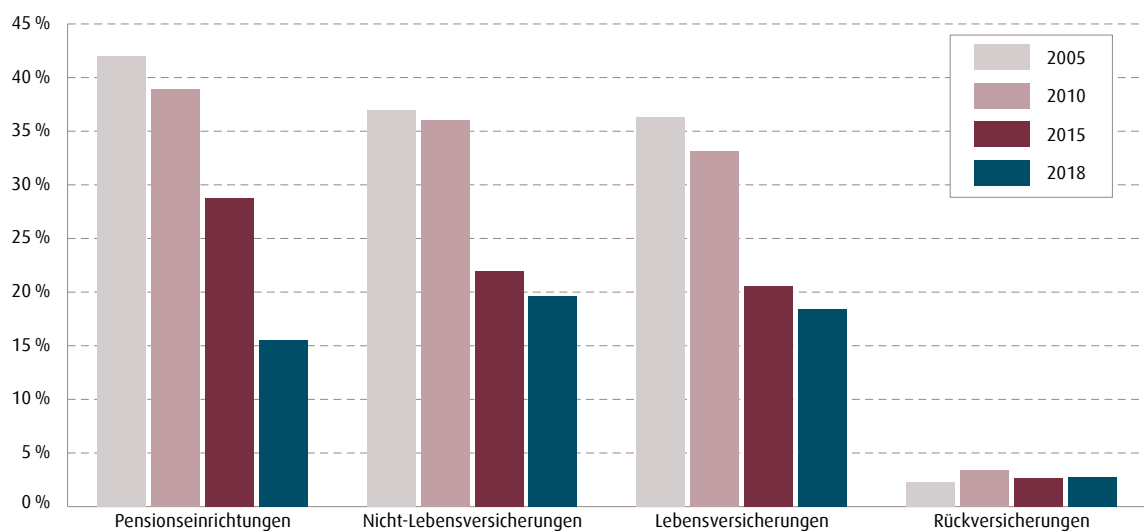
Einlagen: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.5

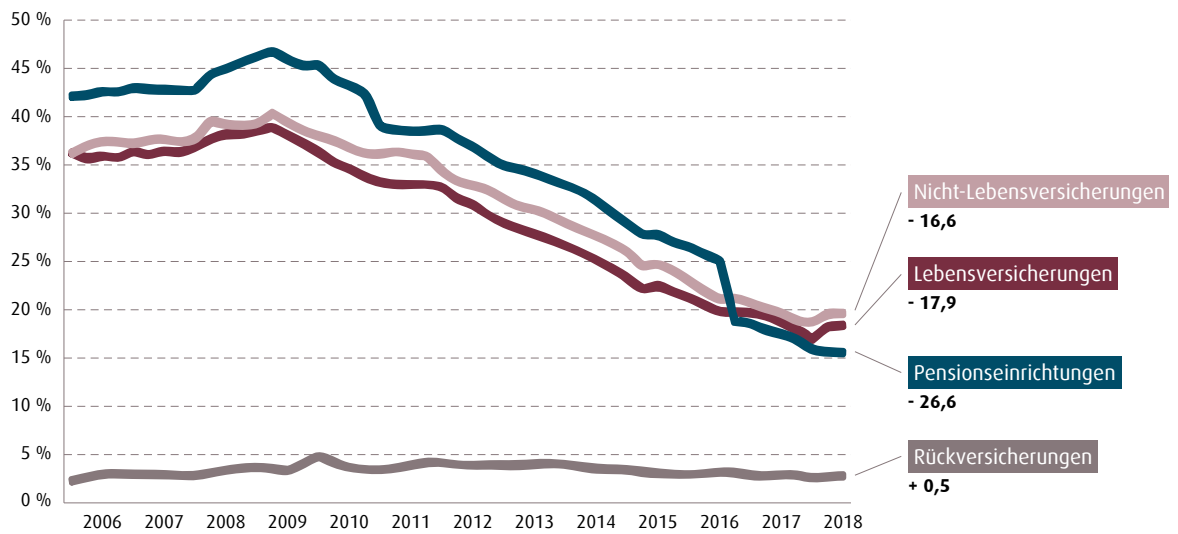
Einlagen: Anteil an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.6

Einlagen: Entwicklung der Anteile an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, 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

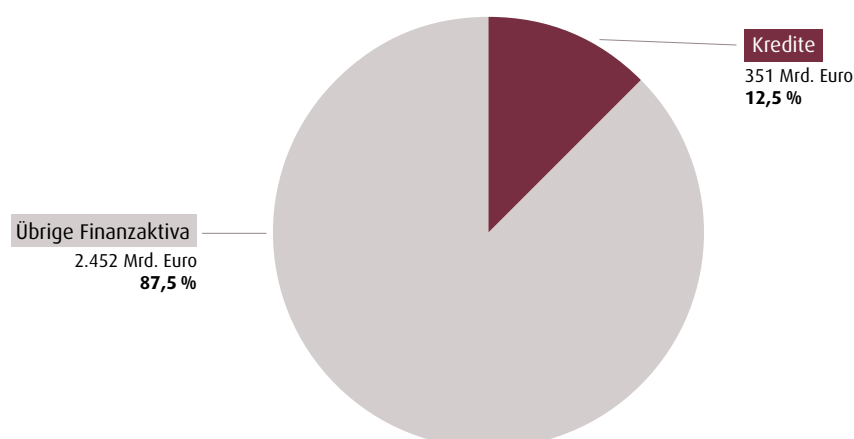
Hypothekendarlehen und Policendarlehen gehören gemäß ESVG zum Segment der Kredite. Es handelt sich somit insgesamt um Forderungen, die entstehen, wenn Gläubiger Mittel an Schuldner entweder direkt oder unter Zwischenschaltung eines Vermittlers ausleihen, und die entweder in einem nicht begebaren Titel oder gar nicht verbrieft sind.

Das Gesamtvolumen an Krediten betrug 351 Milliarden Euro per Datenstichtag 30. Juni 2018, was einen Anteil von 12,5 Prozent an den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ausmacht. Damit sind Kredite auf Rang 5 der in diesem Kapitel betrachteten Aktiva-Positionen. Lebensversicherungen sind mit 57,2 Prozent die dominierende Anlegergruppe, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen und Rückversicherungen. Pensionseinrichtungen spielen bei Krediten zugeordneten Produkten mit 32 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 9 Prozent eine nachgelagerte Rolle. Das Volumen an Krediten hat im Betrachtungs-

zeitraum um 111 Milliarden zugelegt, was einer Wachstumsrate von 45,9 Prozent entspricht. Vor dem Hintergrund des Wachstums der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen insgesamt hat die Bedeutung von den Krediten zugeordneten Finanzprodukten in Summe jedoch nur leicht zugenommen. In Abbildungen 5.11 und 5.12 lässt sich ablesen, dass Kredite lediglich bei Nicht-Lebensversicherungen ihren Anteil an den jeweiligen Finanzaktiva erhöhen konnten. Bei Lebensversicherungen ist der Anteil in den zurückliegenden 13 Jahren mit unwesentlichen Schwankungen konstant geblieben. Pensionseinrichtungen

Abbildung 5.7

Kredite: Anteil an den Gesamtfinanzaktiva



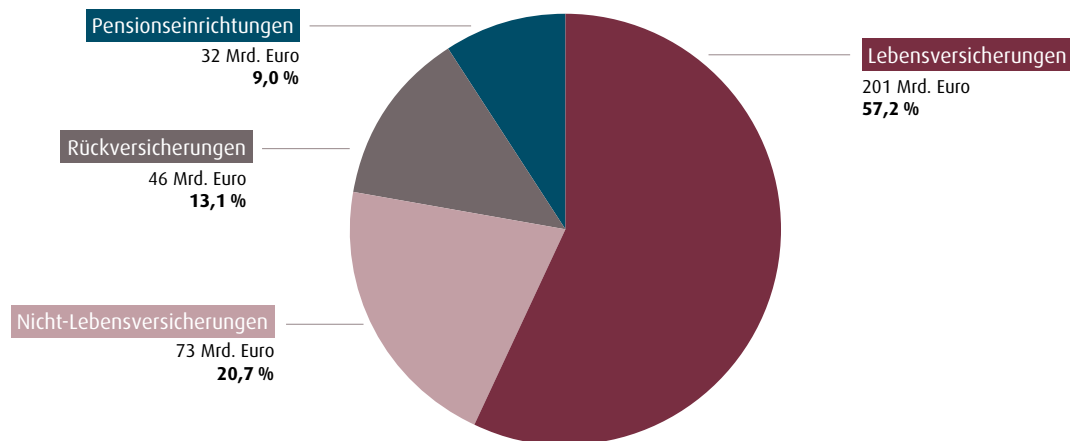
Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

verzeichneten einen Rückgang in der Allokation und weisen trotz eines absoluten Zuwachses bei den Kreditanlagen von 12 Mrd. Euro die im Vergleich aller Anlegergruppen geringste Investitionsquote von 5,1 Prozent auf. Am deutlichsten haben sich Rückversicherungen aus dem Segment der Kredite zurückgezogen. Ihr allokiertes Volumen sank im Betrachtungszeitraum um 23 Milliarden Euro auf 46 Milliarden Euro, was aber immer noch eine Allokationsquote von 11 Prozent ausmacht.

Der auffällige Kurvenverlauf der Versicherungen in Abbildung 5.9 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.

Abbildung 5.8

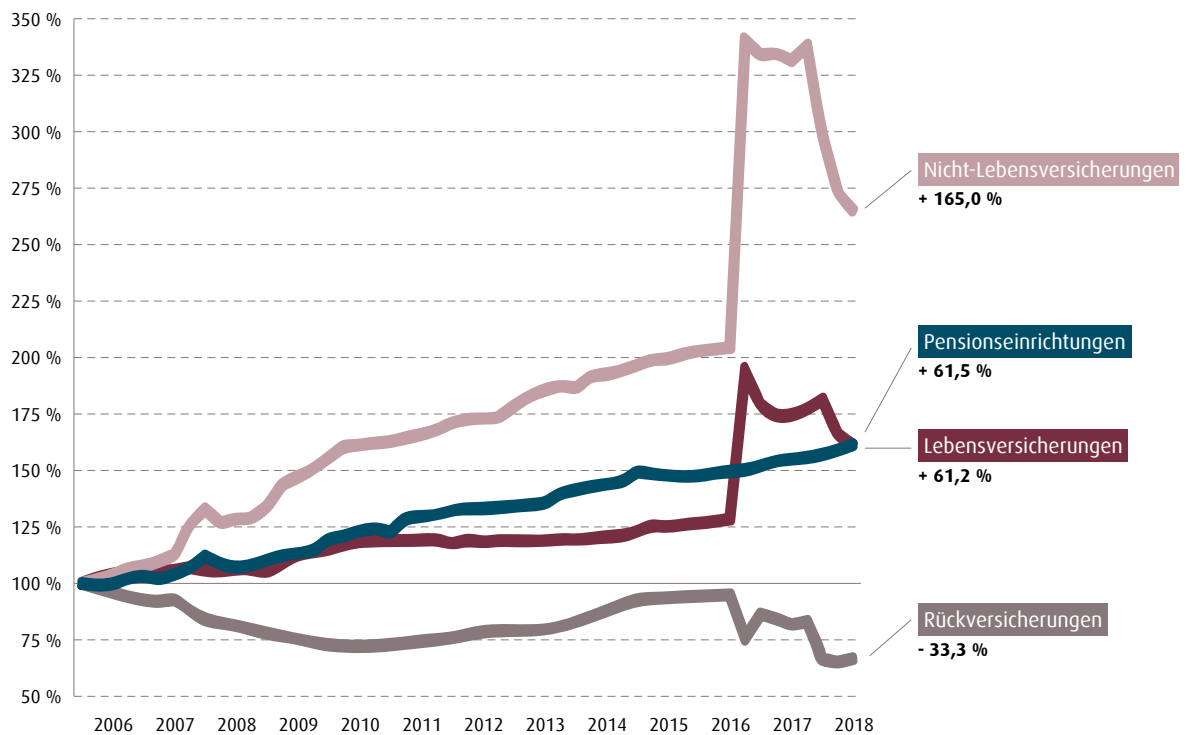
Kredite: Verteilung nach Sparten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.9

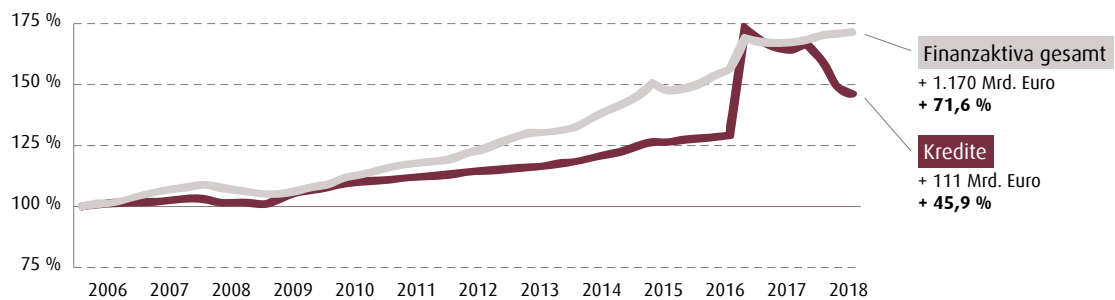
Kredite: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.10

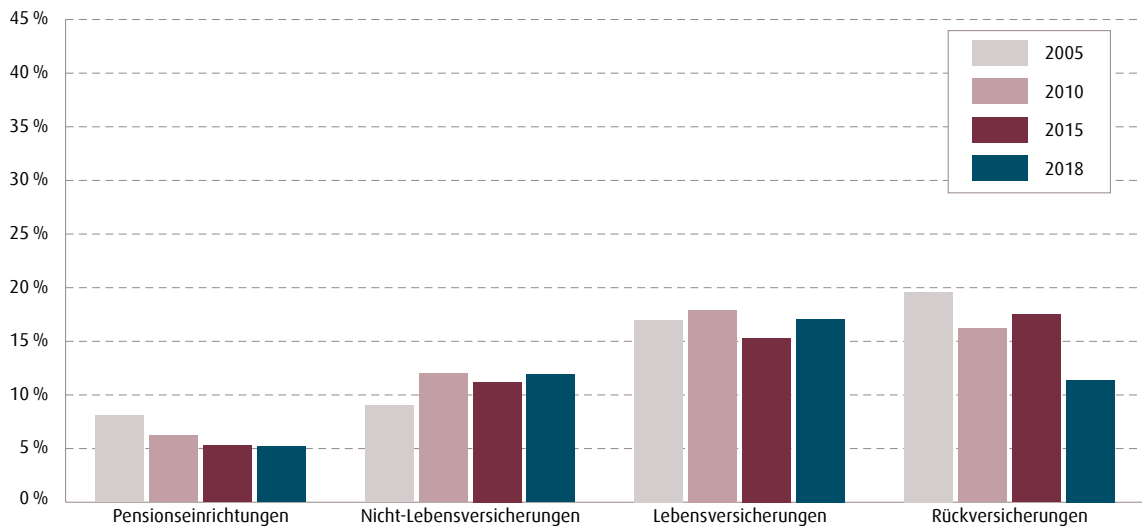
Kredite: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.11

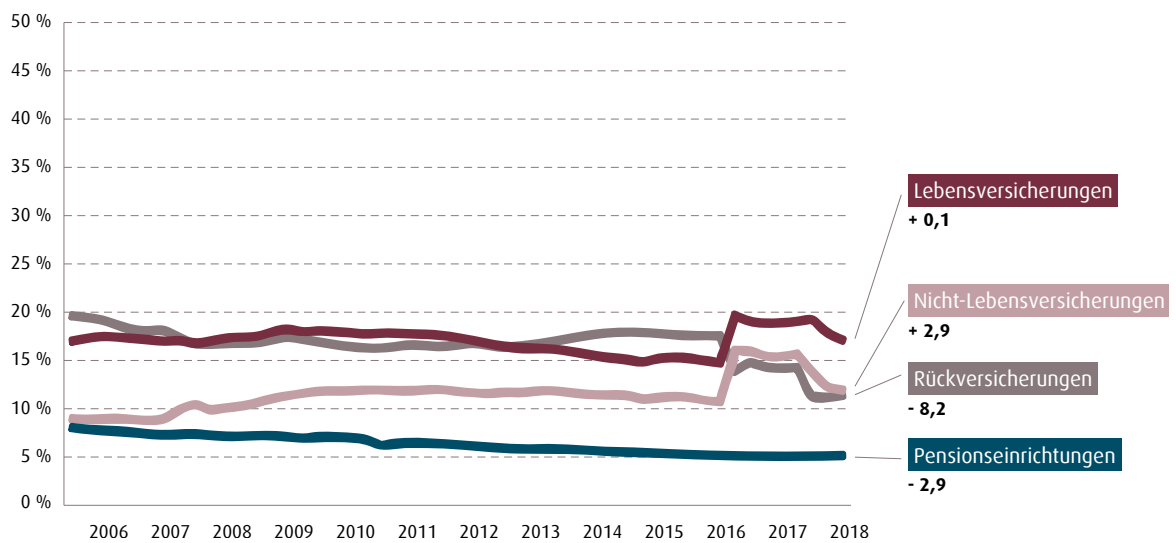
Kredite: Anteil an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.12

Kredite: Entwicklung der Anteile an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

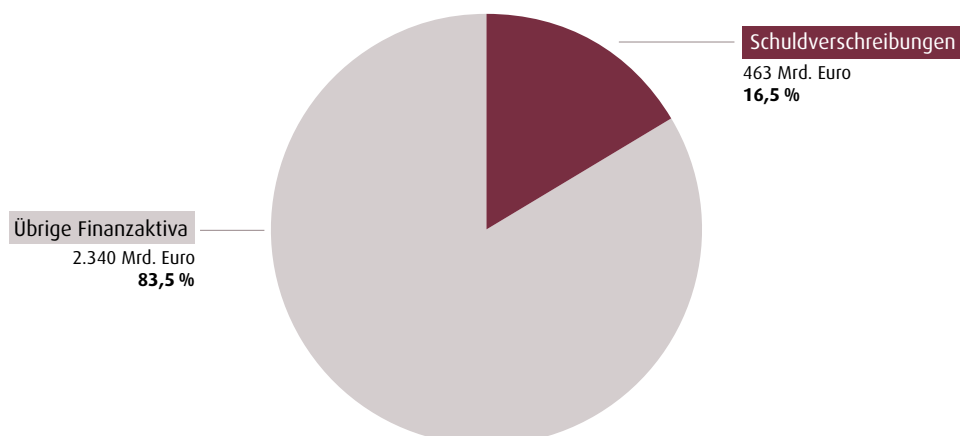
5.3 Schuldverschreibungen

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 ist 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, das von Versicherungen und Pensionseinrichtungen per Datenstichtag 30. Juni 2018 gehalten wird, summiert sich auf 463 Milliarden Euro, was 16,5 Prozent der Finanzaktiva ausmacht. Das bedeutet Rang 2 der in diesem Kapitel betrachteten Positionen. Davon

Abbildung 5.13

Schuldverschreibungen: Anteil an den Gesamtfinanzaktiva



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

werden 400 Milliarden Euro vom Versicherungssektor und 63 Milliarden Euro von Pensionseinrichtungen gehalten.

Entsprechend der Ursprungslaufzeit weist die Statistik für das Anlagesegment drei Laufzeitbänder aus: Kurze (bis 1 Jahr) sowie mittlere Laufzeiten (1 bis 2 Jahre) spielen mit geringem Volumen lediglich eine untergeordnete Rolle. Gemäß der bilanziellen Logik auf Investoreseite entfallen rund 98 Prozent der Bestände von Schuldverschreibungen auf Papiere längerer Laufzeit (ab 2 Jahre). Das entspricht unseren Marktbeobachtungen von teilweise sehr langen Durationen in Bondportfolien verbindlichkeitsorientierter institutioneller Investoren.

Der mit 202 Milliarden Euro bzw. 43,6 Prozent weitest aus größte Teil von Schuldverschreibungen wird von Lebensversicherungen gehalten, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen mit 115 Milliarden Euro und Rückversicherungen mit 83 Milliarden Euro. Pensionseinrichtungen weisen mit 63 Milliarden Euro in Schuldverschreibungen lediglich einen Anteil von knapp 14 Prozent an den gesamten Finanzaktiva der Betrachtungsgruppe aus.

Insgesamt ist das Volumen von Schuldverschreibungen überproportional zum Wachstum der Finanzaktiva gestiegen. Es hat im Betrachtungszeitraum um 310 Milliarden Euro von 153 Milliarden Euro in 2005 auf bereits erwähnte 463 Milliarden Euro zugenommen. Das ist gemessen an den absoluten Beträ-

gen der Bestände die höchste Wachstumsrate der in diesem Kapitel analysierten Anlagekategorien. Abbildung 5.15 differenziert das 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 Allokationseffekten verzerren, da die Finanzaktiva der jeweiligen Sparten im Betrachtungszeitraum ebenfalls ausgeprägt zugenommen haben. Dieser Aspekt wird mit Blick auf die Abbildungen 5.17 und 5.18 deutlich und bestätigt die These, dass Allokationen in Bonds von allen betrachteten Versicherungssparten in den letzten 13 Jahren erheblich zugenommen haben. Die Quoten an der jeweiligen Finanzaktiva von direkt gehaltenen Schuldverschreibungen pendeln um 20 Prozent, Lebensversicherungen leicht darunter.

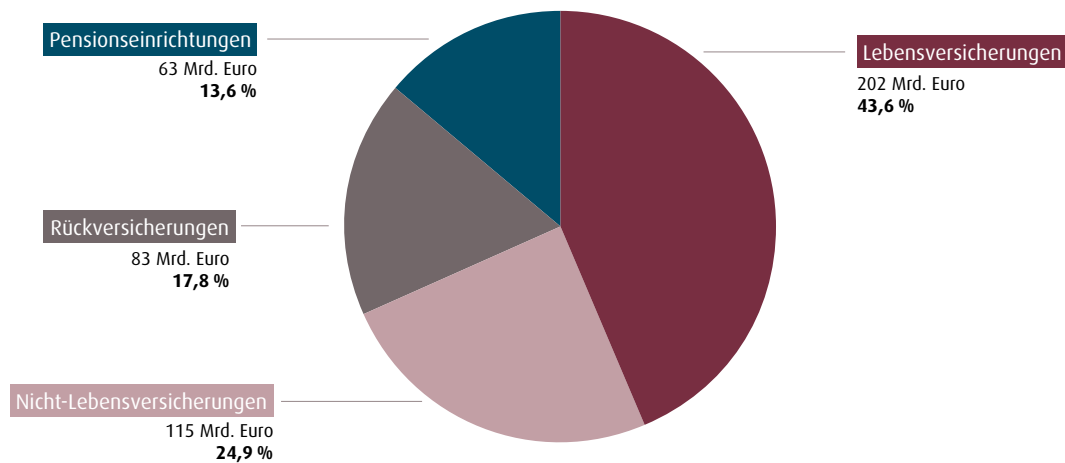
Dank Solvency II und der Erweiterung des Datenkranzes im Rahmen der ESZB-Statistik liegen ab 2016 für den Versicherungssektor auch Informationen über die Domizilierung der Emittenten von Schuldverschreibungen vor. Für Pensionseinrichtungen sind diese Informationen leider nicht verfügbar. Abbildung 5.19 macht deutlich, dass Schuldverschreibungen, wo der Sitz des Emittenten in Deutschland ist, mit 47 Milliarden Euro und einem Anteil von 11,7 Prozent einen relativ geringen Teil in der Bondsallokation von Versicherungen ausma-

chen. 207 Milliarden Euro und mehr als die Hälfte des gesamten Bondsvolumens von Versicherungen sind in Schuldverschreibungen allokiert, wo sich der Sitz des Schuldners im Euroraum befindet. Mit 147 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 5.20 und bringt zutage, dass französische Anleihen mit 66 Milliarden Euro ganz vorn in der Gunst von Versicherungen liegen, gefolgt von deutschen Emissio-

nen mit bereits erwähnten 47 Milliarden Euro. Mit etwas Abstand folgen spanische, belgische, luxemburgische, italienische und österreichische Bonds. Es kann schon als sehr bemerkenswert angesehen werden, dass Versicherungen in Deutschland mit insgesamt 254 Milliarden Euro deutsche und im Euro-Raum befindliche staatliche und private Emittenten finanzieren. Diese bedeutende Rolle der deutschen Versicherungswirtschaft und die entsprechende volkswirtschaftliche Verflechtung muss an dieser Stelle explizit betont werden.

Abbildung 5.14

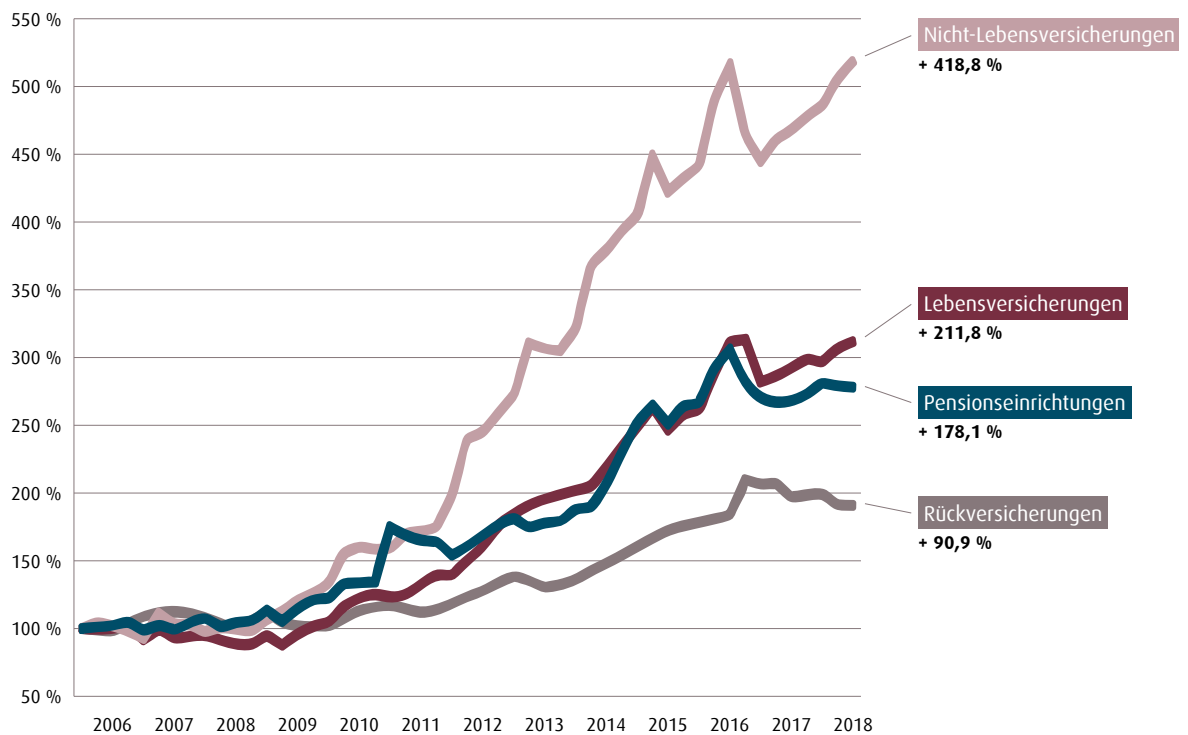
Schuldverschreibungen: Verteilung nach Sparten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.15

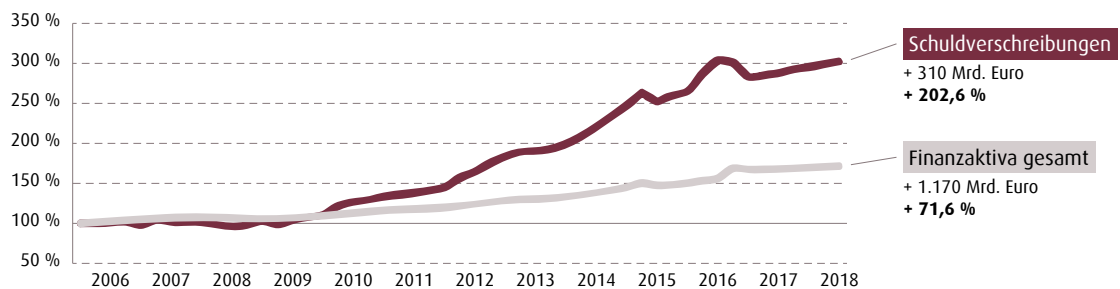
Schuldverschreibungen: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.16

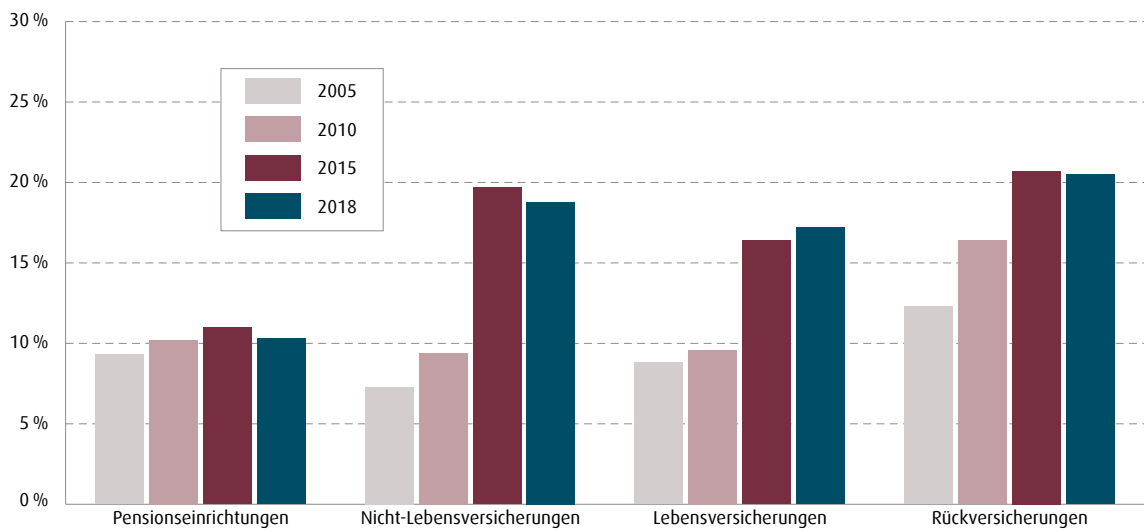
Schuldverschreibungen: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.17

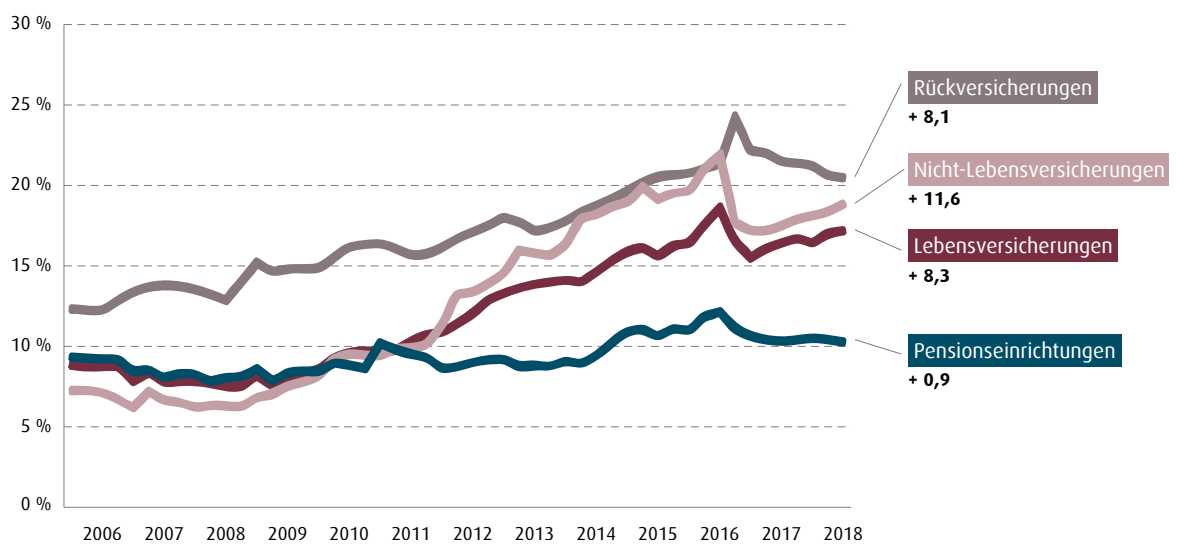
Schuldverschreibungen: Anteil an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.18

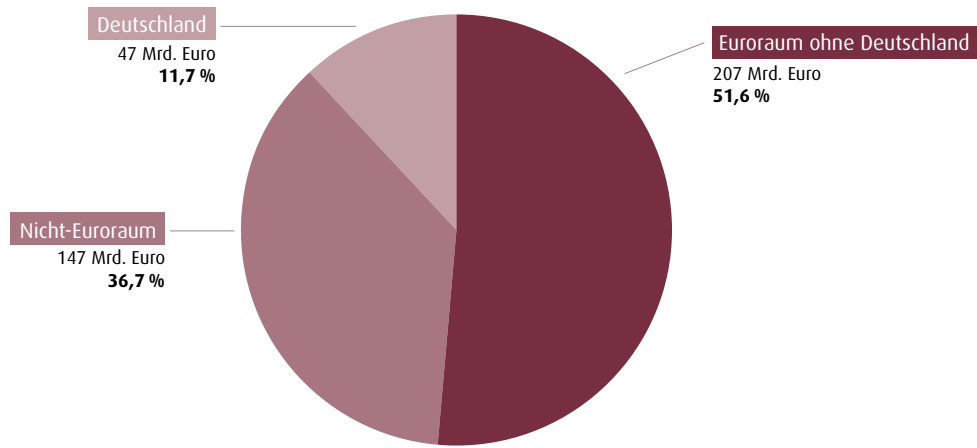
Schuldverschreibungen: Entwicklung der Anteile an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.19

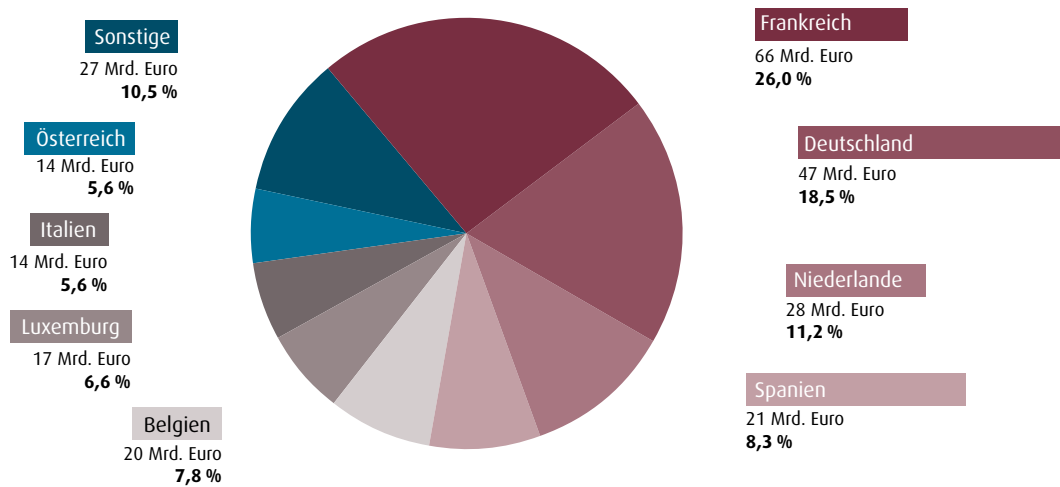
Schuldverschreibungen: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.20

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



Stand: 30. Juni 2018, 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.

Die nachfolgenden Darstellungen stellen das Segment der Aktien im Aggregat dar, mit Ausnahme der Abbildung 5.21. Der Bestand direkt gehaltener börsennotierter Aktien bewegt sich gemessen am Gesamtbestand der Finanzaktiva mit 0,7 Prozent

und 19 Milliarden Euro auf einem marginalen Niveau. Nicht börsennotierte Anteilsrechte vereinen zum Datenstichtag ein Volumen von 347 Milliarden Euro auf sich, was einen Anteil von 12,4 Prozent der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen bedeutet. Hierzu gehören u. a. Anlagen in Private Equity sowie nicht notierte und konzern-eigene Beteiligungsgesellschaften, geschlossene Immobilienfonds und andere Zweckgesellschaften sowie sonstige Anteilsrechte. Das ist auch der Grund, warum Rückversicherungsgesellschaften mit 227 Milliarden Euro und einem Anteil von 61,5 Prozent das dominierende Investorensegment sind, wie Abbildung 5.22 veranschaulicht. Nicht-Lebensversicherungen folgen mit 73 Milliarden Euro. Lebensversicherungen als mit Abstand größte Anlegergruppe sind mit 46 Milliarden Euro und einem Anteil von lediglich 12,3 Prozent in Anteilsrechten vergleichbar gering engagiert.

Das Volumen der Kapitalanlagen in Aktien hat im Betrachtungszeitraum um rund 130 Milliarden Euro von 240 Milliarden Euro in 2005 auf knapp 370 Milliarden Euro zugelegt, wobei bei diesem Trend börsennotierte Aktien ebenfalls keine signifikante Rolle spielten. Diese Zunahme des Bestandes an Anteilsrechten ist jedoch unterproportional zu dem Wachstum der Finanzaktiva insgesamt. Dies führt zu der Schlussfolgerung, dass Anteilsrechte und insbesondere börsennotierte Anteilsrechte in den letzten 13 Jahren bei der Allokation der erheblichen Gelder eine vergleichbar untergewichtete Rolle

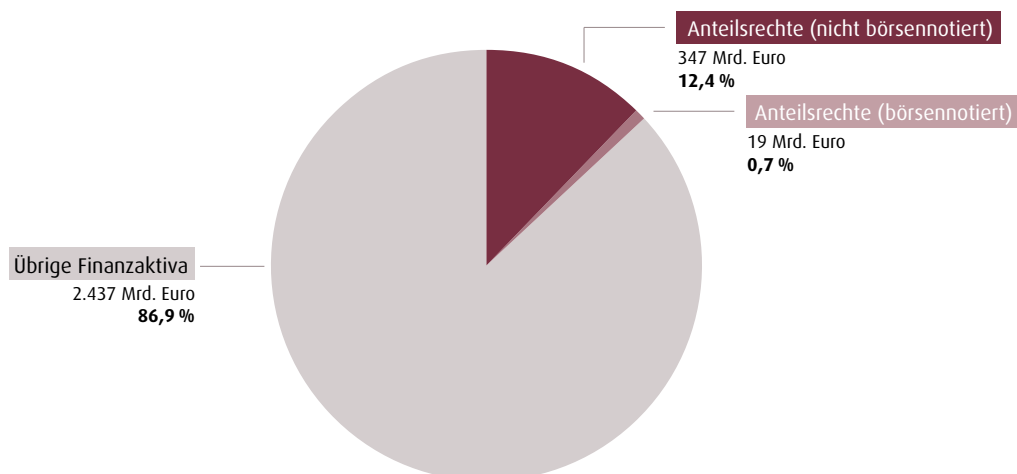
spielten. Abbildung 5.23 differenziert die Entwicklung der indexierten absoluten Bestände und zeigt trotzdem einen positiven Trend auf. Allerdings ist das jeweilige Niveau bei der Indexierung zu berücksichtigen. Pensionseinrichtungen kommen von 6 Milliarden Euro Volumen in Anteilsrechten in 2005 auf 23 Milliarden Euro per Ende Juni 2018, was zu der beeindruckenden Zunahme von 275,3 Prozent führt.

Signifikanter für den Bereich der Anteilsrechte ist der Blick auf die Abbildungen 5.25 und 5.26. Hier wird deutlich, dass Rückversicherungen aufgrund

einer meist anzutreffenden Holding-Funktion in Versicherungskonzernen einen sehr hohen Anteil ihrer Finanzaktiva in Anteilsrechten halten – mit langfristig steigender Tendenz. Bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen liegen die Allokationsquoten direkt gehaltener Aktien seit 10 Jahren konstant unter 5 Prozent.

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

Abbildung 5.21
Anteilsrechte: Anteil an den Gesamtfinanzaktiva



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

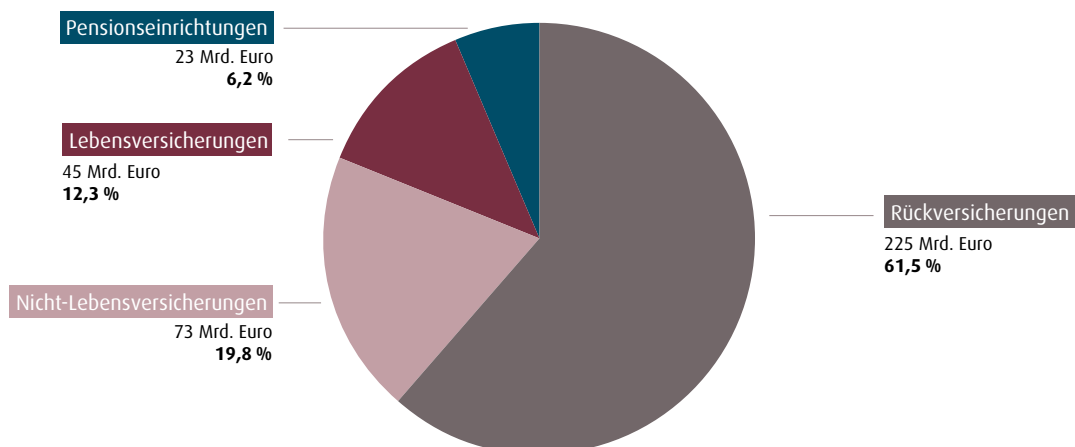
Pensionseinrichtungen liegen solche Informationen leider nicht vor.

Abbildung 5.27 verdeutlicht, dass das Aktiengeschäft deutscher Versicherungen weitestgehend europäisch geprägt ist, mit einem klaren Schwerpunkt in Deutschland. 233 Milliarden Euro sind deutschen Emittenten zugeführt und weitere 86 Milliarden an Adressen mit Sitz im Euroraum. Das macht in Summe einen Anteil von über 90 Prozent aus. Der Nicht-Euroraum spielt mit 28 Milliarden Euro Investitionen in Anteilsrechten dort ansässiger Adressen eine relativ geringe Rolle. Abbildung

5.28 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 5.22

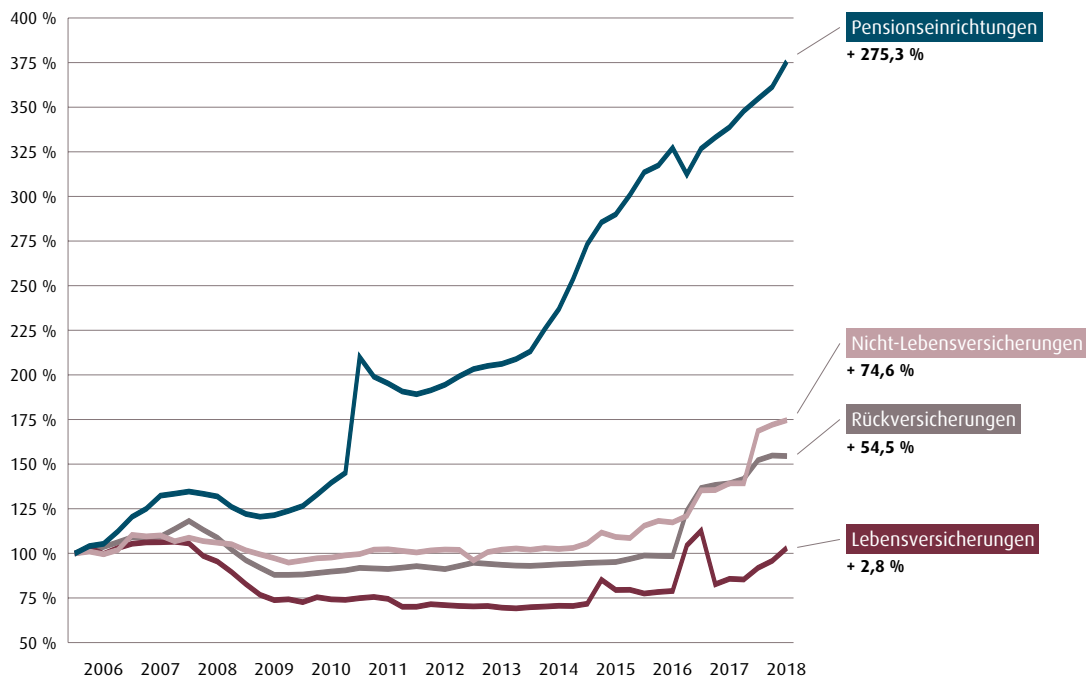
Anteilsrechte: Verteilung nach Sparten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.23

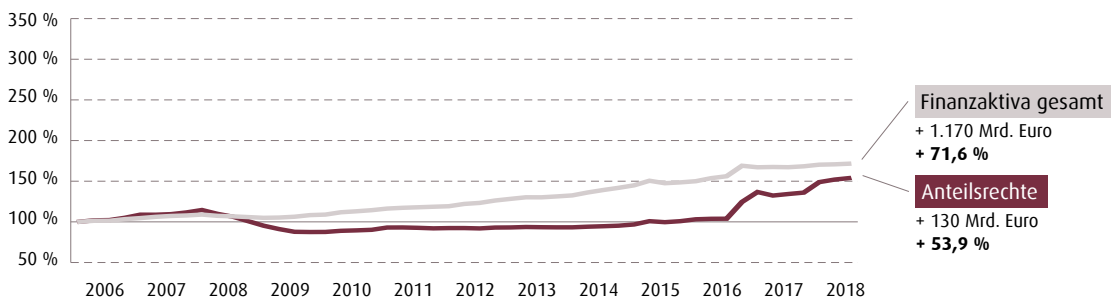
Anteilsrechte: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

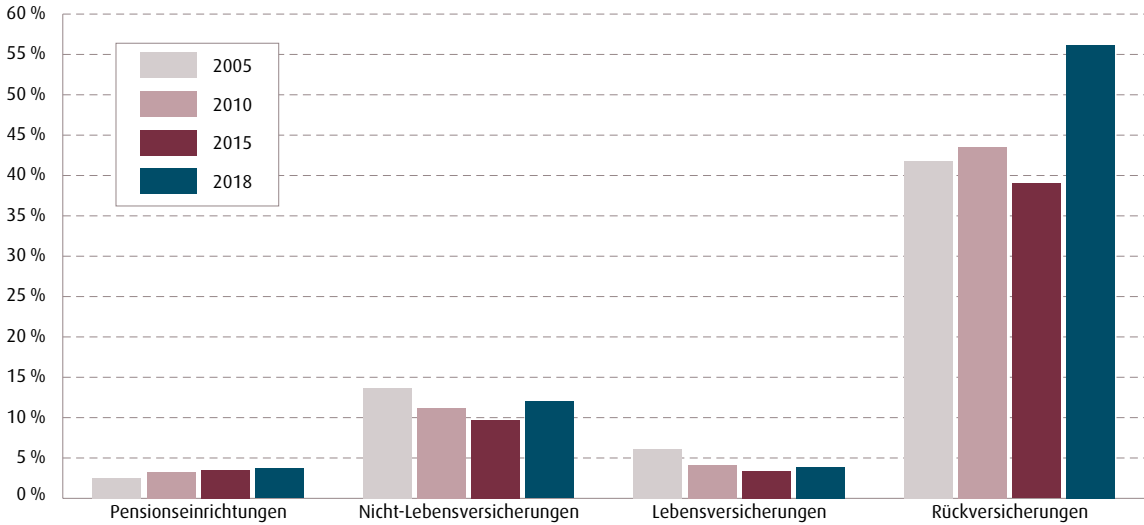
Abbildung 5.24

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



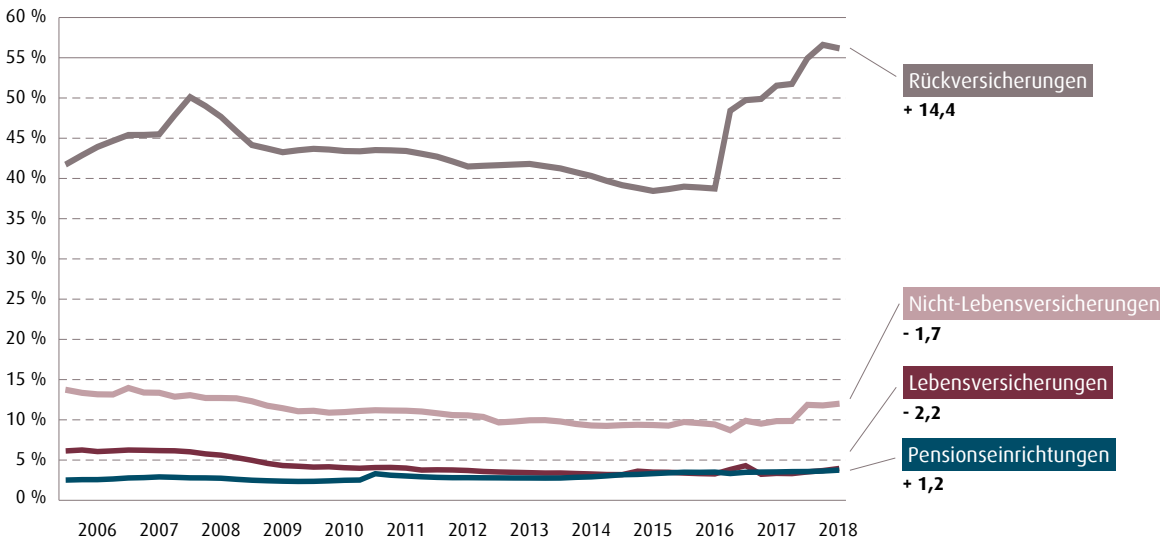
Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.25
 Anteilsrechte: Anteil an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

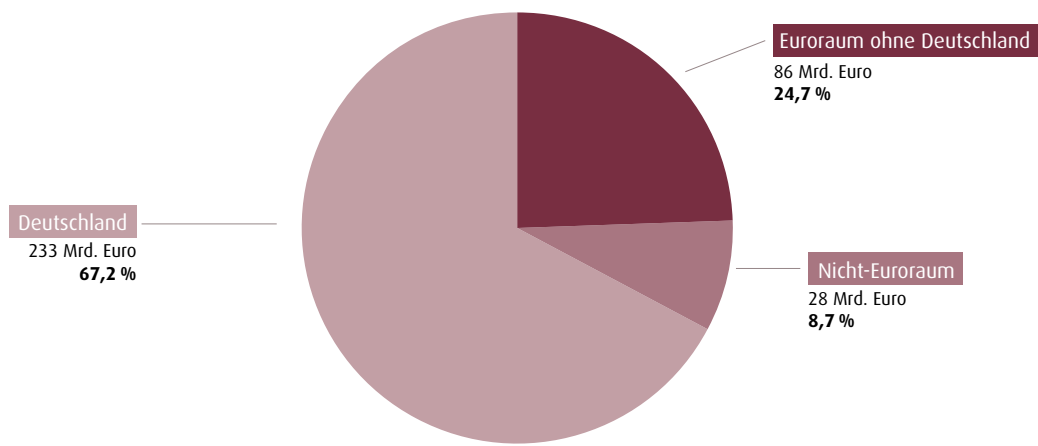
Abbildung 5.26
 Anteilsrechte: Entwicklung der Anteile an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.27

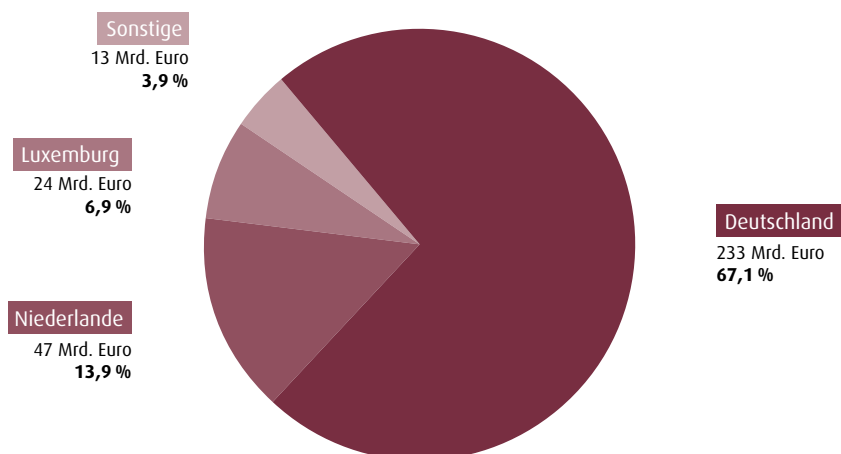
Anteilsrechte: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.28

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



Stand: 30. Juni 2018, 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 Abstand der Spitzenreiter hinsichtlich des Volumens der in diesem Kapitel dargestellten Positionen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Sie vereinen 1.038 Milliarden Euro der Finanzaktiva auf sich, was einen Anteil von 37 Prozent bedeutet. Über den gesamten Analysezeitraum von 13 Jahren ist das Wachstum des Anlagesegementes der Investmentfondsanteile beeindruckend. Der Volumenzuwachs summiert sich auf insgesamt 682 Milliarden Euro. Der Gesamtbestand an Fondsanteilen erhöhte sich damit von 356 Milliarden Euro in 2005 auf be-

reits oben genannte 1.038 Milliarden Euro per Datenstichtag Ende Juni 2018.

Lebensversicherungen halten mit 486 Milliarden Euro und 46,8 Prozent den größten Anteil an Investmentfonds, gefolgt von Pensionseinrichtungen mit 370 Milliarden Euro, was einem Anteil von 35,6 Prozent an den Finanzaktiva der Betrachtungsgruppe entspricht. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 167 Milliarden Euro Kapitalanlagen in Investmentfonds an. Rückversicherungen spielen mit einem Anlagevolumen von 15 Milliarden Euro eine nachgelagerte Rolle in diesem Zusammenhang.

Pensionseinrichtungen sind seit über 10 Jahren die mit Abstand am deutlichsten wachsende Investorengruppe im Investmentfondsgeschäft. Ihre Fondsbestände steigerten sich in der Betrachtungsperiode von 13 Jahren um 338,2 Prozent. In absoluten Beträgen bedeutet dies eine Zunahme um 285 Milliarden von 85 Milliarden Euro in 2005 auf 370 Milliarden Euro per Ende Juni 2018. Die indexierte Entwicklung der Fondsbestände von Lebensversicherungen und Nicht-Lebensversicherungen ist ebenfalls positiv auf niedrigerem Niveau, wie in Abbildung 5.31 veranschaulicht. Lebensversicherungen als größte Investorengruppe agieren allerdings auf einem höheren Bestandsniveau. Ihr Volumen in Investmentfonds hat um 300 Milliarden Euro von 186 Milliarden Euro in 2005 auf 486 Milliarden Euro per Ende Juni 2018 zugelegt, was eine Steigerungsrate von 160,9 Prozent bedeutet.

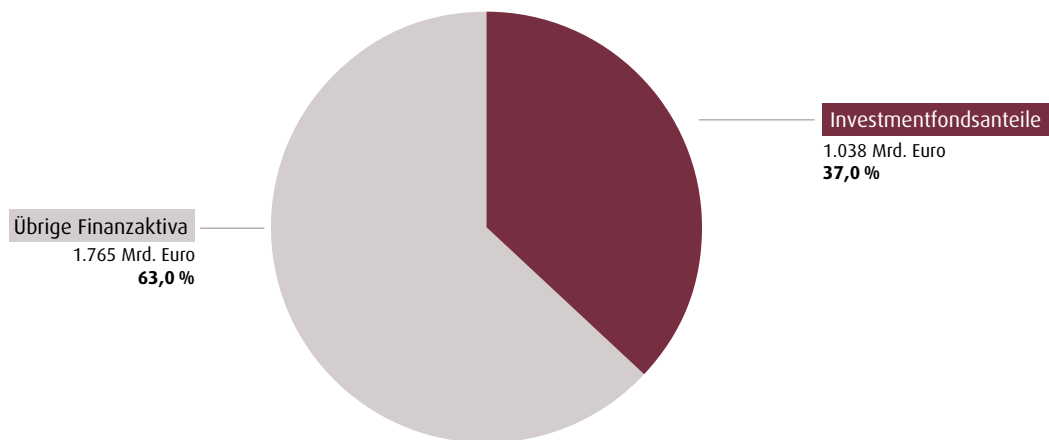
Der Bestandszuwachs von Investmentfonds aller Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen im Vergleich zu der Entwicklung der gesamten Finanzaktiva ist überproportional. Er betrug 191,1 Prozent und 681 Milliarden Euro im Vergleich zu dem Wachstum der Finanzaktiva von 72 Prozent und 1.170 Mrd. Euro.

Die Abbildungen 5.33 und 5.34 geben die statistischen Allokationsanteile stichtagsbezogen sowie im zeitlichen Verlauf wieder. Den höchsten Anteil von Investmentfonds an den jeweiligen Finanzaktiva weisen dabei Pensionseinrichtungen mit rund 60 Prozent auf, gefolgt von Lebensversicherungen mit rund 40 Prozent. Es folgen die Nicht-Lebensversicherungen mit 27 Prozent. Rückversicherungen

veranlagten einen deutlich geringeren Anteil von nur 3 Prozent in Fondsanteile.

Da den statistischen Meldegrößen der Finanzaktiva 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 steht damit im Einklang mit dem strategischen

Abbildung 5.29
Investmentfondsanteile: Anteil an den Gesamtfinanzaktiva



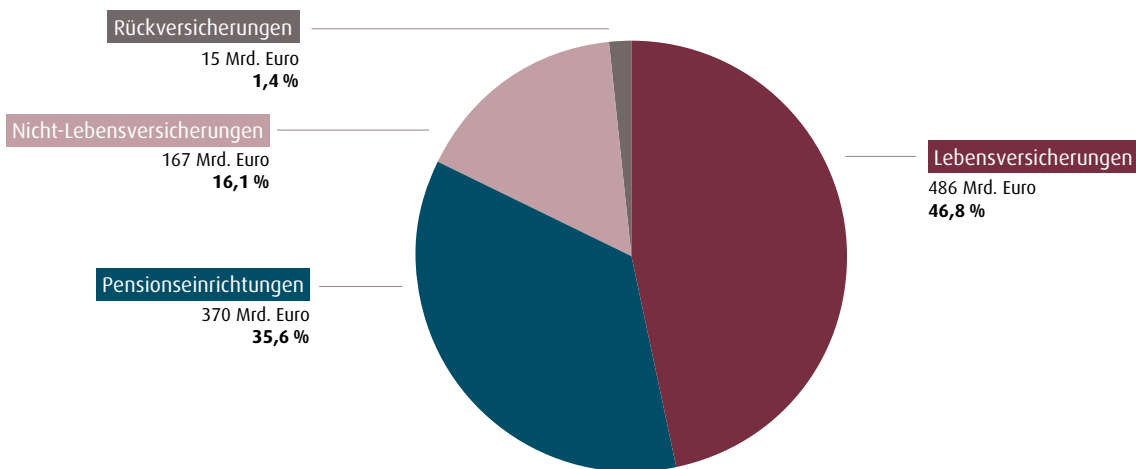
Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

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 Assetmanager 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 Pensionseinrichtungen leider nicht. Abbildung 5.35 zeigt eindeutig, dass deutsche Kapitalverwaltungs-

gesellschaften die dominierenden Anbieter sind. Sie profitieren von 574 Milliarden Euro, die Versicherungen bei ihnen angelegt haben. Bei Anbietern im verbleibenden Euroraum sind 90 Milliarden Euro angelegt. Anbieter im Nicht-Euroraum spielen mit dort allokierten 4 Milliarden Euro so gut wie keine Rolle. Die vertiefende Analyse des Euroraums in Abbildung 5.36 deckt auf, dass mit weitem Abstand hinter Deutschland Luxemburg mit 75 Milliarden Euro und Marktanteil von 11,4 Prozent 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.

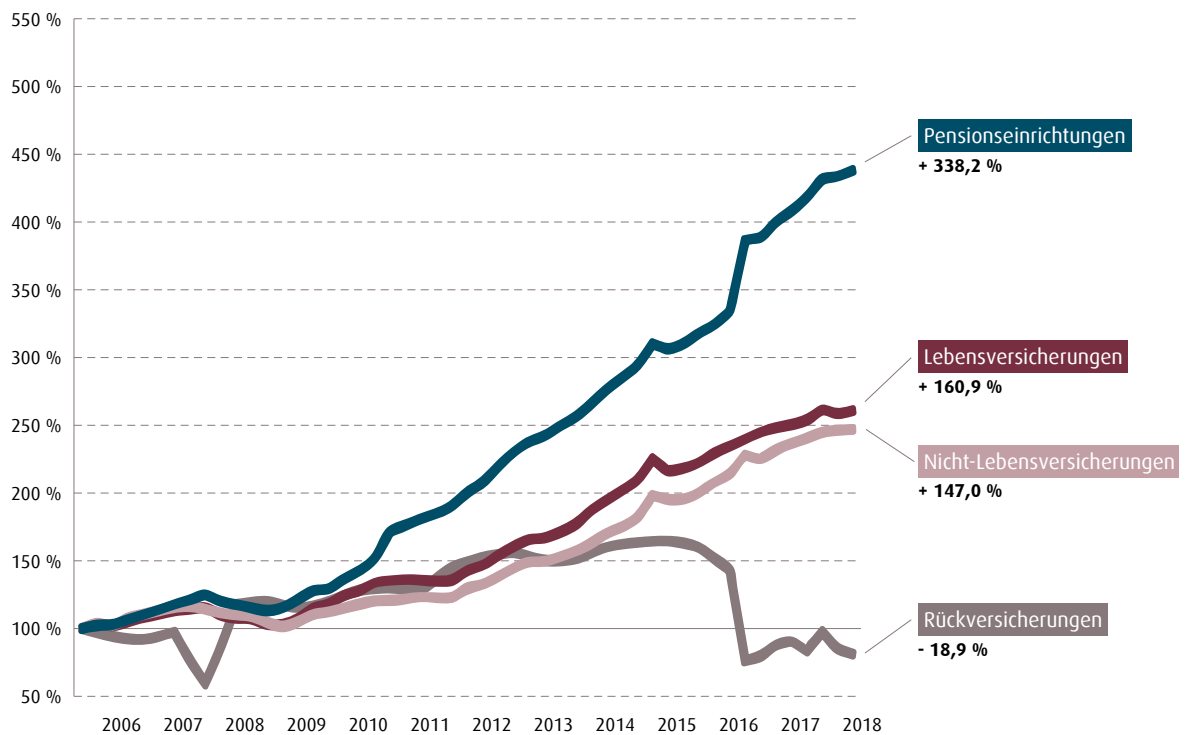
Abbildung 5.30
Investmentfondsanteile: Verteilung nach Sparten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.31

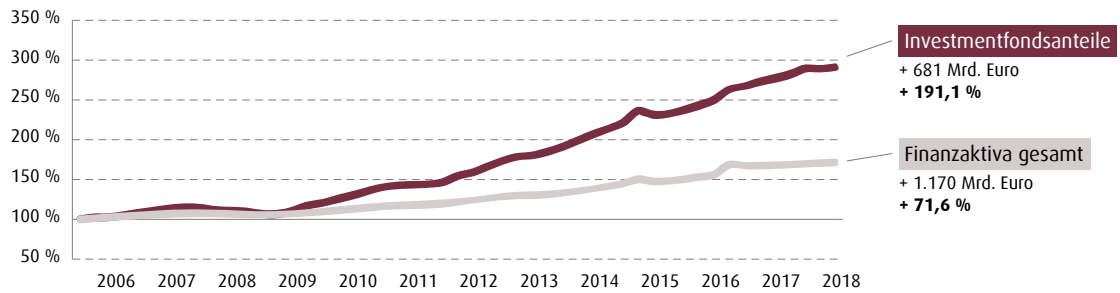
Investmentfondsanteile: Indexierte Entwicklung der Bestände nach Sparten seit 2005 (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.32

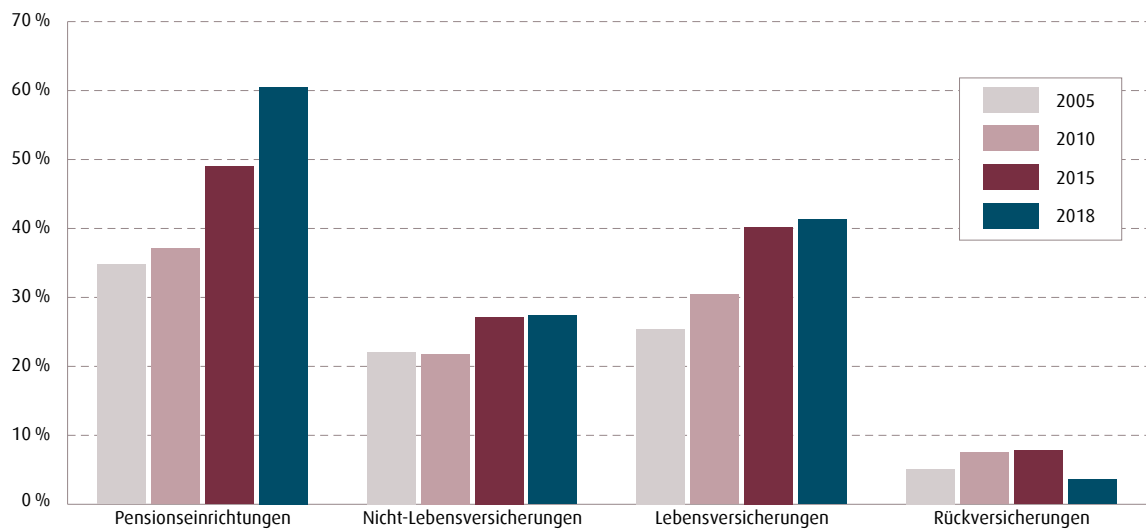
Investmentfondsanteile: Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands (Jahr 2005 = 100 %)



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.33

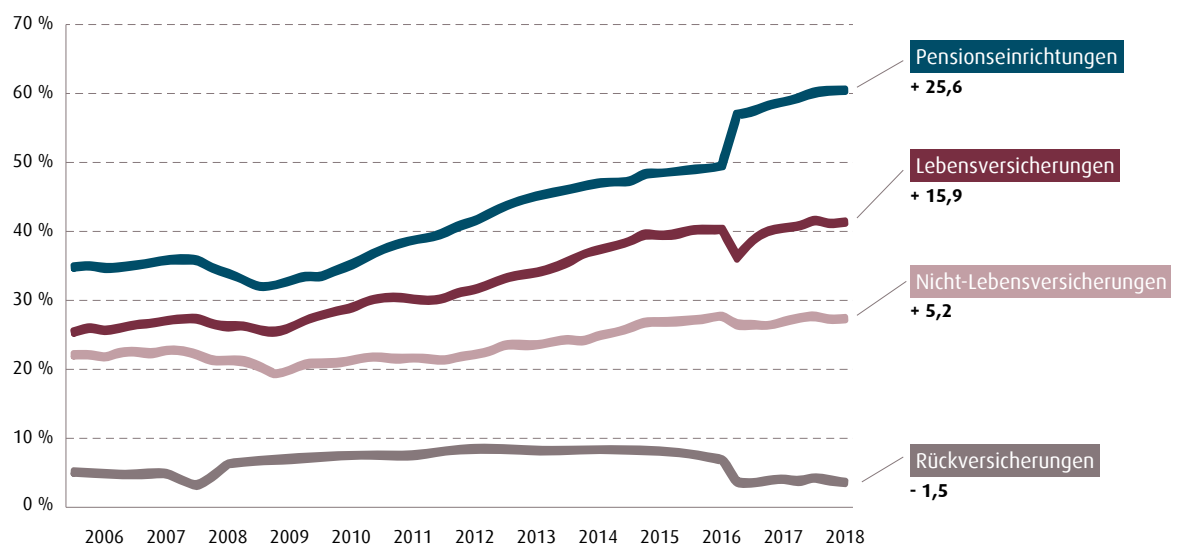
Investmentfondsanteile: Anteil an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.34

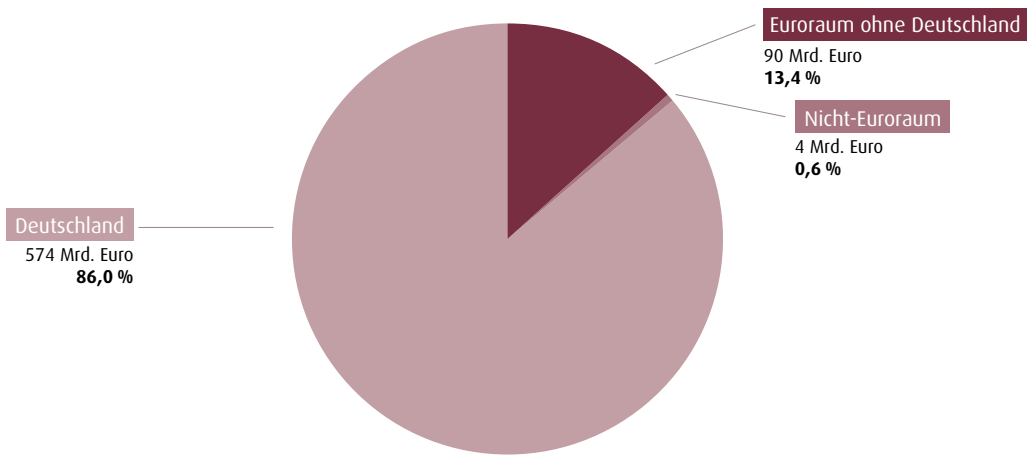
Investmentfondsanteile: Entwicklung der Anteile an den Finanzaktiva der jeweiligen Sparten seit 2005



Angaben in Prozent, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.35

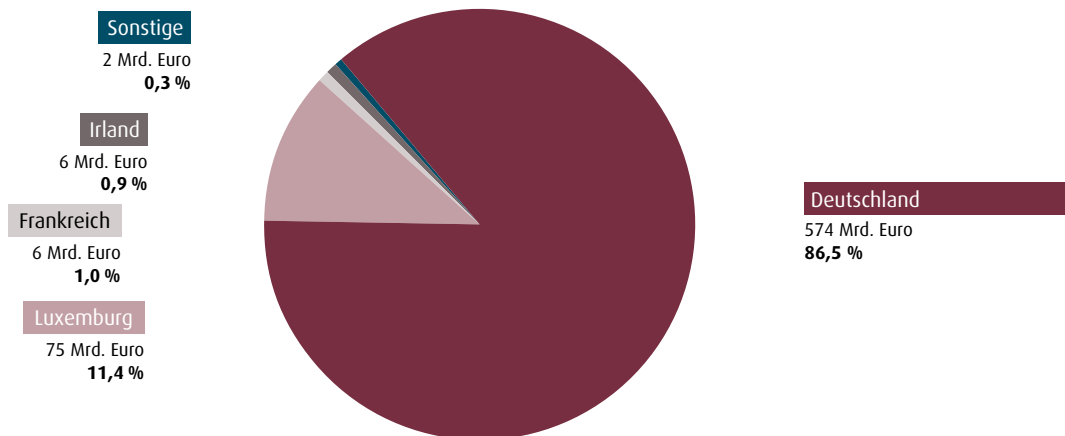
Investmentfondsanteile: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.36

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



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts

6.1 Überblick

Nachdem im vorherigen Kapitel ein gesamtlicher Blick auf die Aktivposition der Investmentfondsanteile von Versicherungen und Pensionseinrichtungen geworfen wurde, wird im nachfolgenden Kapitel 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 in Kapitel 5.5 bei der Analyse des Sitzes des Emittenten für das Versicherungssegment klar hergeleitet.

Spezialfonds in Zahlen

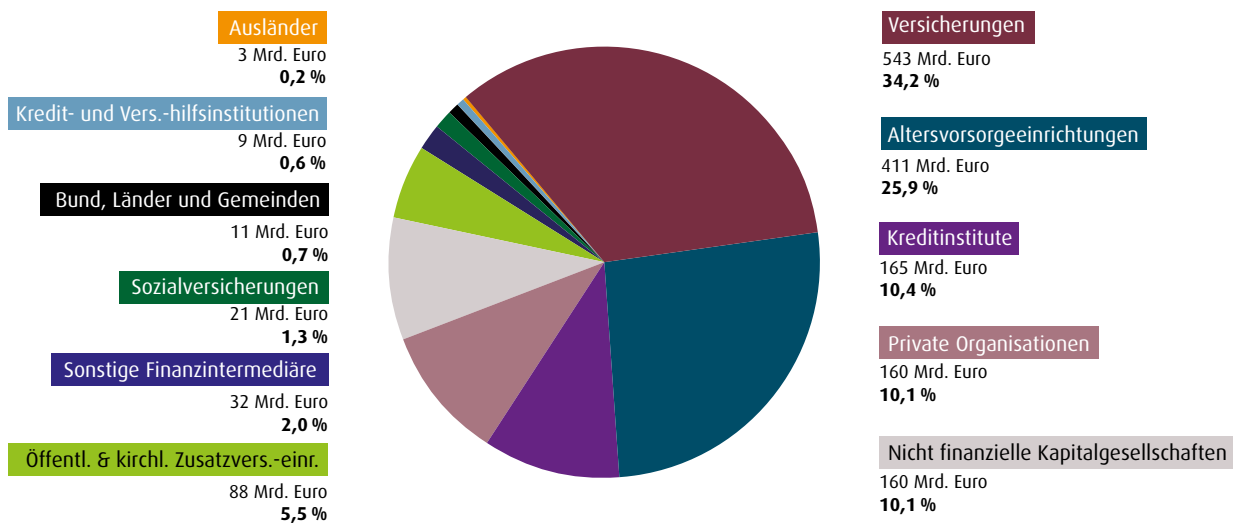
Fondsvermögen	1.587,0 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen lfd. Jahr	38,3 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse lfd. Jahr	87,6 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	4.040

Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank

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

Abbildung 6.1

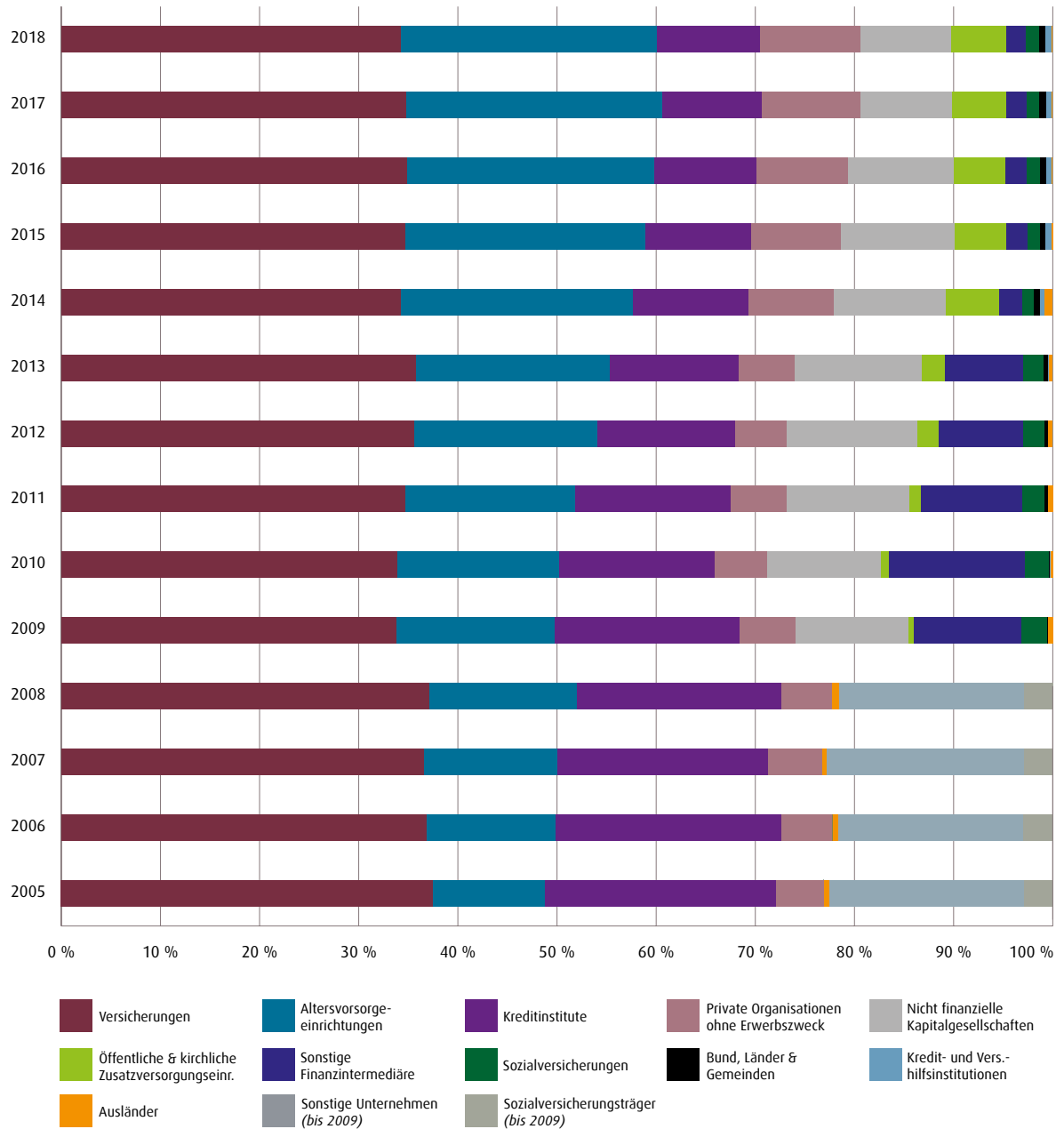
Aufteilung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.2

Zusammensetzung des Gesamtvolumens von Spezialfonds nach Anteilhabern



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

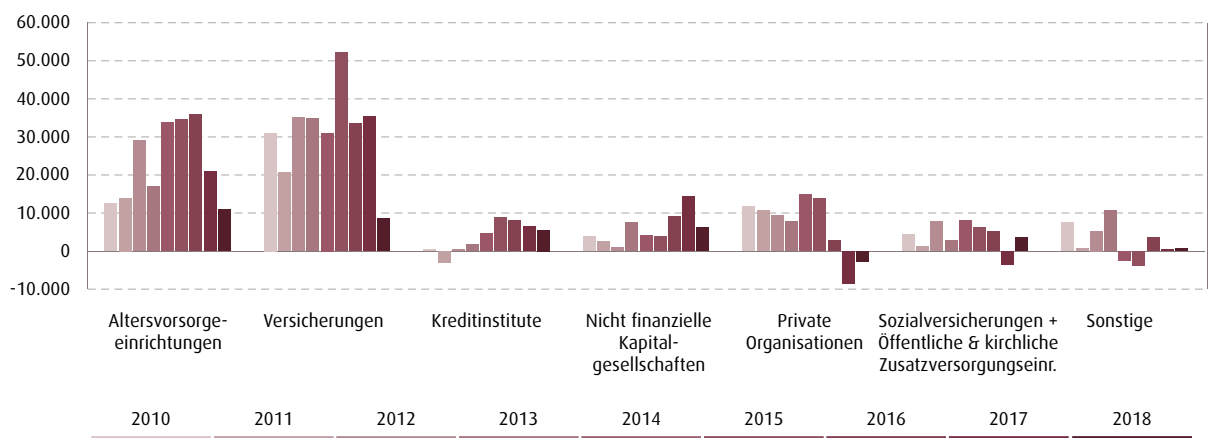
der Bundesbank besteht keine Überleitung zwischen den in Kapitel 5 dargestellten Daten, die im Rahmen des ESVG und der ESZB-Statistik erhoben und veröffentlicht werden, und den Daten der Statistik über Investmentvermögen. Aus diesem Grund kommt es teilweise zu Differenzen in Aggregaten sowie zu Daten des BVI Bundesverbandes Investment und Assetmanagement, der eine leicht veränderte Meldegrundlage hat. Kommalpha hat für die nachfolgenden Darstellungen rund 397.000 Datensätze von der Deutschen Bundesbank bezogen, datenbanktechnisch aufbereitet und entsprechend der Zielsetzung dieses Dokumentes analysiert und visualisiert. Aus Konsistenzgründen zu Kapitel 5 haben wir als Datenstichtag ebenfalls den 30.

Juni 2018 gewählt. Analog zu bisherigen Spezialfondsanalysen legt Kommalpha einen besonderen Fokus auf Vertriebsenerfolg im Sinne von Cashflows in Spezialfonds. Hierbei ist hervorzuheben, dass die Deutsche Bundesbank seit 2009 diesbezüglich in (Netto-)Mittelaufkommen (mit Berücksichtigung von Anteilscheinkäufen und -verkäufen) und Mittelzuflüsse („frisches Geld“ – ohne Berücksichtigung von Anteilscheingeschäften) unterscheidet. Diese Unterscheidung ist bei der entsprechenden Visualisierung berücksichtigt.

Das gesamte Spezialfondsvermögen betrug zum Datenstichtag knapp 1,6 Billionen Euro mit einem Nettomittelaufkommen von knapp 40 Milliarden

Abbildung 6.3

Jährliches Nettomittelaufkommen nach den volumenstärksten Anteilhabern seit Januar 2010 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Euro zur Jahreshälfte 2018. Die Mittelzuflüsse im Sinne von „frischem Geld“ summierten sich auf knapp 88 Milliarden Euro. Abbildung 6.1 verdeutlicht, dass Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen die mit Abstand dominierenden Kundengruppen im Spezialfondsgeschäft sind. Sie vereinen einen Marktanteil von rund 60 Prozent auf sich. Das dynamische Wachstum des Spezialfondsgeschäfts der Altersvorsorgeeinrichtungen wird in

Abbildung 6.2 ersichtlich. Sie haben vor rund 10 Jahren Kreditinstitute, die im Spezialfondsgeschäft bis dato immer die zweitgrößte Investorengruppe hinter Versicherungen waren, abgelöst. Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen haben seit 2010 ausschließlich positives Nettomittelaufkommen in erheblicher Höhe verzeichnen können, was Abbildung 6.3 veranschaulicht.

6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen

In der Investmentstatistik der Deutschen Bundesbank wird für Versicherungen per Datenstichtag 30. Juni 2018 ein Volumen von 546,7 Milliarden Euro ausgewiesen, die in 650 Spezialfonds administriert werden. Das Nettomittelaufkommen liegt bei 8,6 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse bei 21,6 Milliarden Euro. Kurz vor Veröffentlichung dieses Dokumentes wurden seitens der Bundesbank die Daten per November 2018 veröffentlicht. Das Mittelaufkommen hat sich auf 13,6 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse auf 65,9 Milliarden Euro weiterhin positiv entwickelt. Allerdings zeigt der Blick auf die Abbildung 6.4, dass das Jahr 2018 hinsichtlich des hochgerechneten Mittelaufkommens vergleichbar schwach wird. In den zurückliegenden

Versicherungen in Zahlen

Fondsvermögen	546,7 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen lfd. Jahr	8,6 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse lfd. Jahr	21,6 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	650

Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank

Jahren wurden von Spezialfonds für Versicherungen Nettomittelaufkommen zwischen 30 und 40 Milliarden Euro erreicht, im Rekordjahr 2015 sogar über 50 Milliarden Euro. Das Jahr 2018 wird sich nicht in diese Erfolgsjahre einreihen und beim Nettomittelaufkommen deutlich unter den Ergebnissen der Vorjahre bleiben. Allerdings ist für 2018 hinsichtlich

der Mittelzuflüsse im Sinne von „frischem Geld“ wieder das Niveau der Vorjahre zu erwarten. Eine hohe Differenz zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen bedeutet, dass hohe Mittelabflüsse durch Rücknahme von Anteilen seitens der Kapitalverwaltungsgesellschaften zu verzeichnen sind. Dies lässt Interpretationsspielraum hinsichtlich Richtung und Verwendung Cashflows zu.

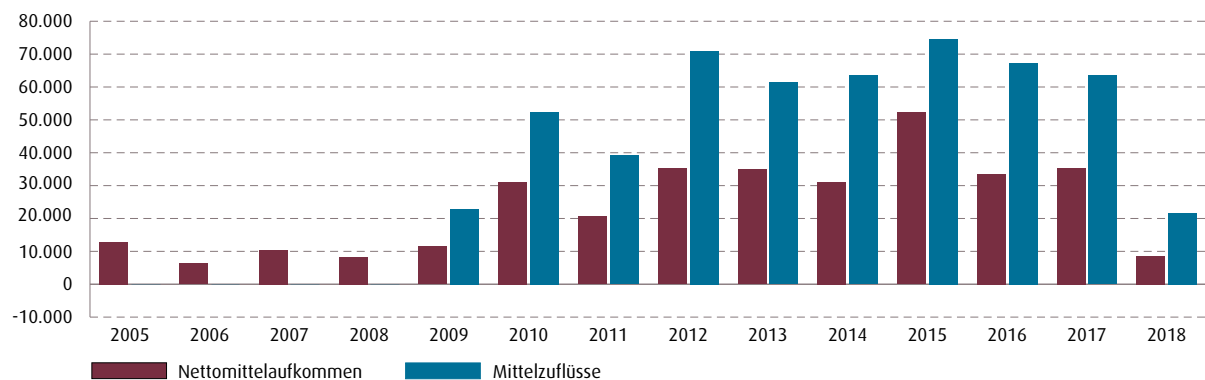
Abbildung 6.5 zeigt die langfristige Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen nach Fondskategorien auf. Per Datenstichtag liegen gemischte Wertpapierspezialfonds und reine Rentenspezialfonds in etwa gleich und machen über 80 Prozent des Spezialfondsmarktes von Versicherungen aus. Der hohe Anteil von gemischten Wertpapierspezialfonds ist davon geprägt, dass ein erheblicher Teil des Spezialfondsgeschäftes in Master- und Subfondsstruk-

turen administriert wird. Das bedeutet, dass unter einem Masterfonds verschiedene Subfonds geführt werden, die meist sehr trennscharf hinsichtlich der Assetklasse, aber auch Investmentuniversum oder Investmentstil bewirtschaftet werden. Dies erfolgt zu einem hohen Maße über externe Assetmanager aus Sicht der administrierenden Kapitalverwaltungsgesellschaft.

Reine Aktienfonds liegen bei rund 10 Prozent, gefolgt von Immobilienspezialfonds mit 5 Prozent. Langfristig haben Rentenfonds ihre hohen Anteile in den Jahren nach der Finanzkrise zugunsten von gemischten Wertpapierfonds abgebaut. Ebenfalls lässt sich eine leichte Zunahme von reinen Aktienfonds und Immobilienspezialfonds in den letzten Jahren beobachten. Abbildung 6.7 analysiert dies genauer und visualisiert das jährliche Nettomittelaufkommen von Versicherungen. Gemischte Wert-

Abbildung 6.4

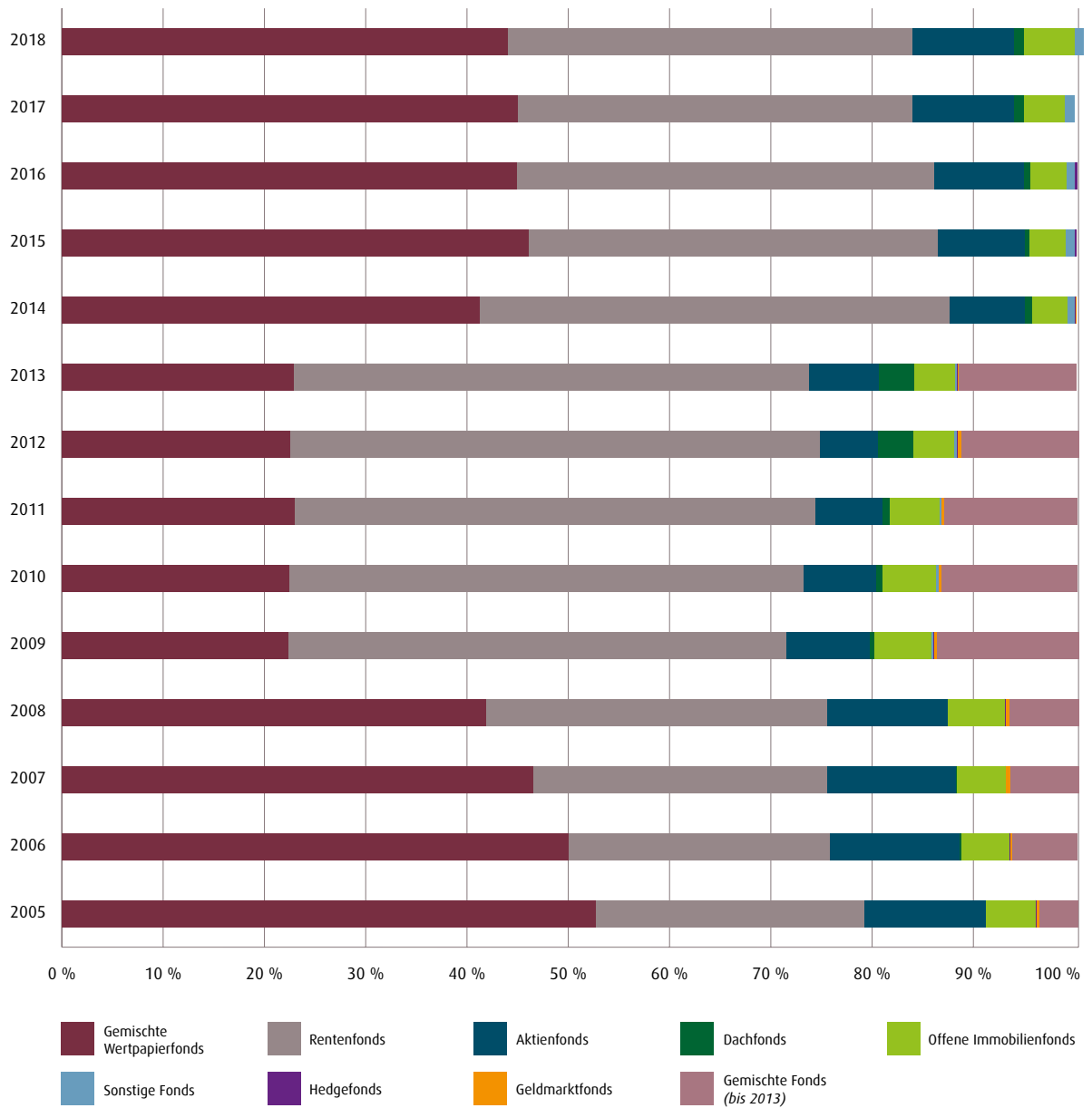
Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Versicherungen seit Januar 2005 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.5

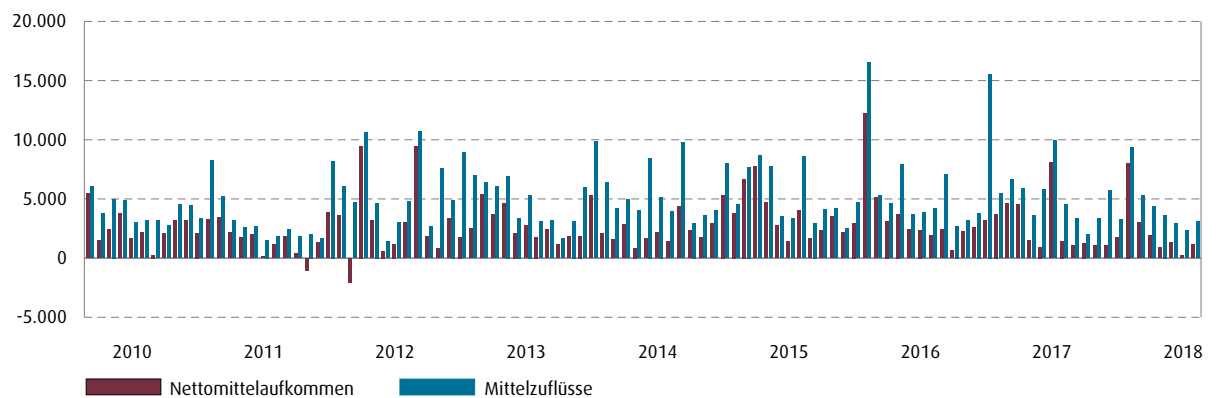
Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen nach Fondskategorien



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.6

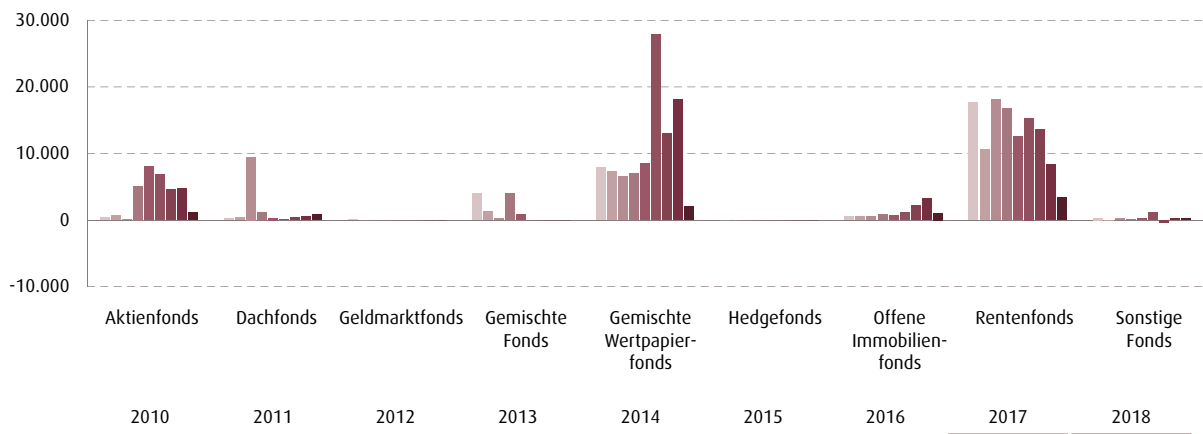
Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelflüsse von Versicherungen seit Januar 2010 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.7

Jährliches Nettomittelaufkommen von Versicherungen nach Fondskategorien seit Januar 2010 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

papierspezialfonds und Rentenspezialfonds verzeichnen hohen Zuspruch in den letzten 10 Jahren. Das gilt in etwas abgeschwächter Form auch für reine Aktienspezialfonds. Abbildung 6.6 rundet das Bild der Erfolgsgeschichte des Spezialfonds bei

versicherungen ab, da es seit 2010 keinen einzelnen Monat bis auf zwei Ausnahmen mit negativem Nettomittelaufkommen gab. Das ist besonders bemerkenswert.

6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen

Das Spezialfondsvolumen von Altersvorsorgeeinrichtungen beträgt 410,7 Milliarden Euro per Datenstichtag 30. Juni 2018. Die Anzahl an Spezialfonds beträgt 741 und ist somit höher als die Anzahl bei Versicherungen, was im Vergleich auf kleinere Durchschnittsvolumina und einen fragmentierteren Markt schließen lässt. Im Nettomittelaufkommen liegen Altersvorsorgeeinrichtungen per Ende Juni 2018 bei 11 Milliarden Euro und die Mittelzuflüsse betragen 23 Milliarden Euro. Die Daten per Ende November, die kurz vor der Veröffentlichung seitens der Deutschen Bundesbank veröffentlicht wurden, lauten für das Nettomittelaufkommen 27,3 Milliarden Euro und bezüglich der Mittelzuflüsse 48,8 Milliarden Euro. Damit verzeichnen per 30. November 2018 Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen mehr als doppelt so viel Nettomittelaufkommen wie Versicherungsspezialfonds bei gleichzeitig deutlich geringeren Mittelzuflüssen. Es wurden bei Alters-

Altersvorsorgeeinrichtungen in Zahlen

Fondsvermögen	410,7 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen lfd. Jahr	11,0 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse lfd. Jahr	23,0 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	741

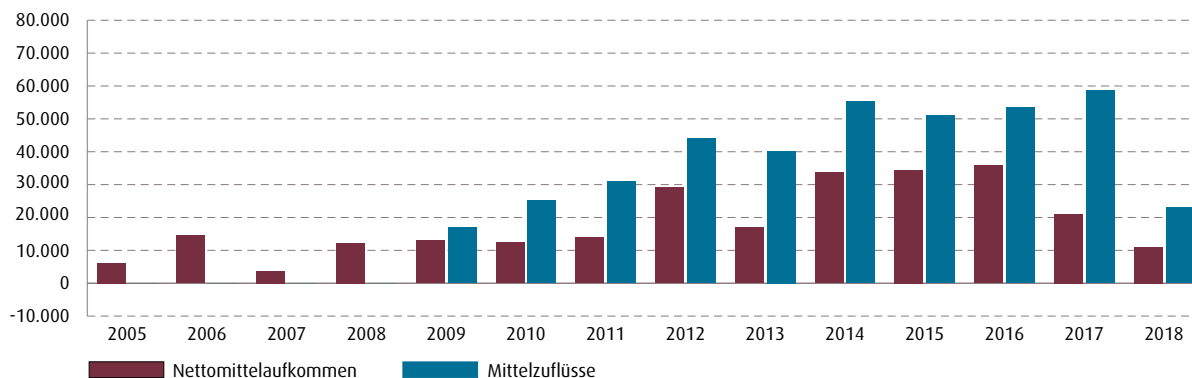
Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank

vorsorgeeinrichtungen im Vergleich zu Versicherungen bei Weitem nicht so viele Spezialfondsanteile „gedreht“. Das zeichnet das Bild, dass das Spezialfondsgeschäft von Altersvorsorgeeinrichtungen in 2018 im Vergleich zu Versicherungen weitaus stabiler und erfolgreicher in Sinne des Absatzes ist.

Die Einordnung dieser Zahlen in Abbildung 6.8 bringt die Erkenntnis, dass das Jahr 2018 ein gutes Jahr für Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen ist. Die Bandbreite der Nettomittelaufkommen

Abbildung 6.8

Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit 2005 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

in den letzten Jahren liegt zwischen 11 und 36 Milliarden Euro und der Netto-Absatzerfolg von 2018 wird sich oberhalb des Medians der letzten Dekade befinden.

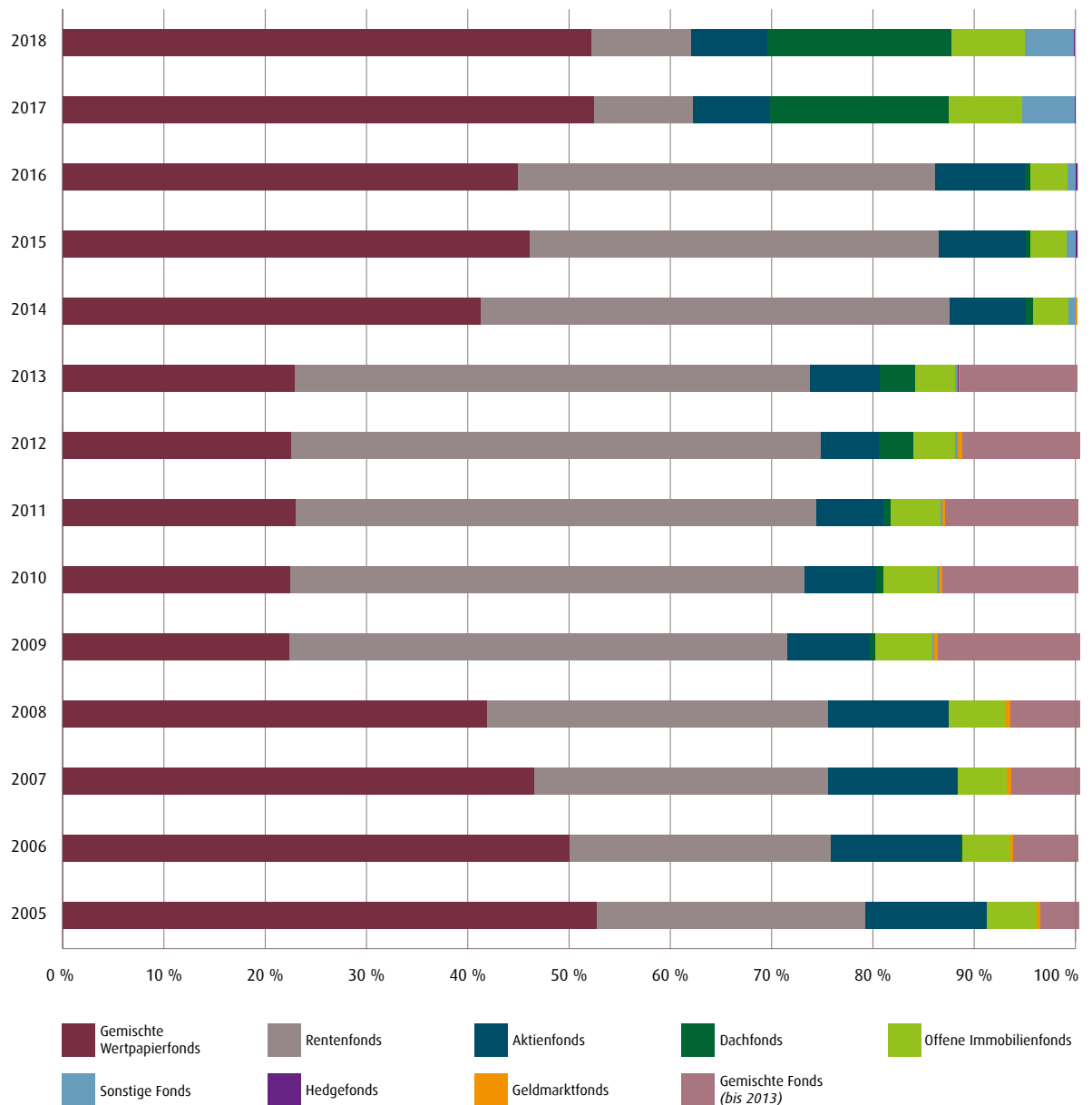
Die Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen ist von gemischten Wertpapierfonds geprägt, die rund 52 Prozent ausmachen. Dies ist ebenfalls durch Masterfonds-Strukturen begründet. Reine Rentenspezialfonds machen einen recht geringen Teil aus, insbesondere im Vergleich zu Versicherungen. Dach-Spezialfonds sind mit einem Anteil von knapp 20 Prozent des Spezialfondsvolumens die zweitstärkste Fondskategorie bei Altersvorsorgeeinrichtungen. Offene Immobilienspezialfonds liegen bei 8 Prozent. Insgesamt ist die Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen heterogener und diversifizierter im Vergleich zu Versicherungen. Insbesondere die geringe „Rentenlastigkeit“ ist auffällig, vor allem mit Blick auf die zurückliegenden Jahre. Im Nachgang der Finanzkrise 2008 nahmen reine Rentenspezialfonds als genutzte Fondskategorie bei der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens stark zu, was sich zulasten von gemischten Wertpapierfonds vollzog. In 2017 änderte sich dies vermutlich aus Gründen, die primär dem Zinsumfeld zuzuordnen sind.

Abbildung 6.11 zeigt die Nettomittelaufkommen der Spezialfondskategorien seit 2010 auf. Interessant ist, dass Dachspezialfonds die mit Abstand

höchsten Gelder einsammeln konnten, gefolgt von gemischten Wertpapierspezialfonds. Aktienspezialfonds, Immobilienspezialfonds, sonstige Fonds und auch Rentenfonds konnten Netto-Absätze bei Altersvorsorgeeinrichtungen erzielen. Das Profil des Nettoabsatzes ist bei Altersvorsorgeeinrichtungen über weit mehr Fondskategorien gestreut als bei Versicherungen, was die Diversifizierung und Heterogenität der Portfolien von Pensionseinrichtungen unterstreicht. Abschließend sei auf Abbildung 6.10 hingewiesen, die eindrucksvoll darstellt, dass das monatliche Nettoaufkommen bis auf vier Monate ausschließlich positiv war, und dies auf einem vergleichbar konstant hohen Niveau.

Abbildung 6.9

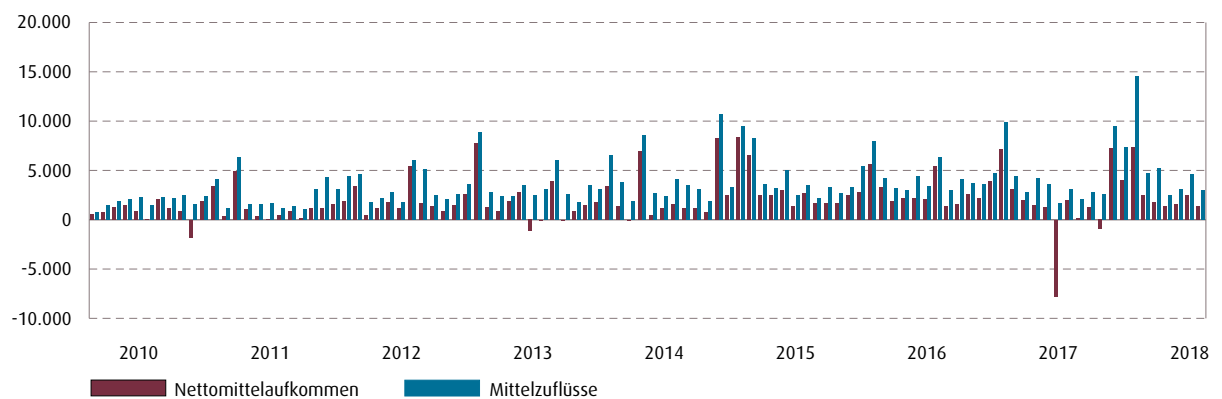
Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien



Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.10

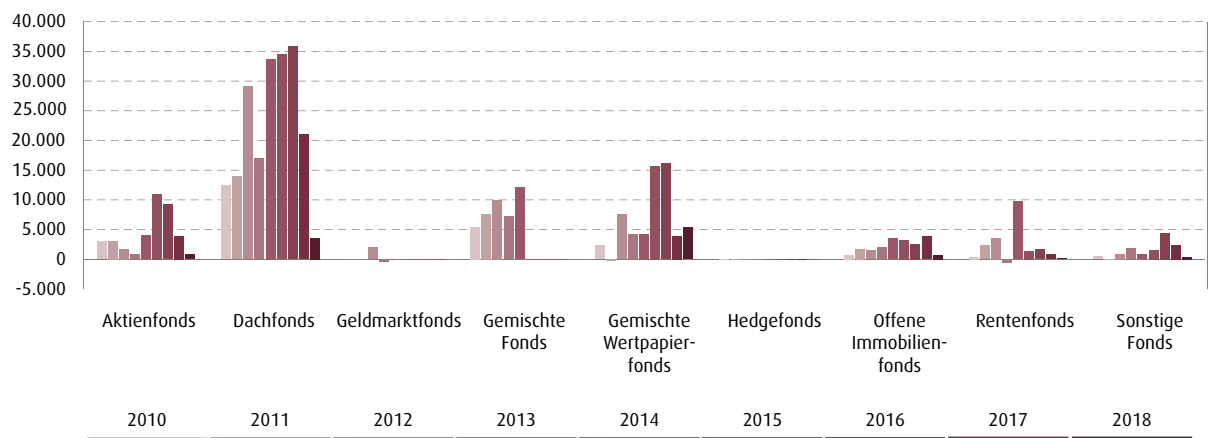
Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit 2010 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.11

Jährliches Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien seit 2010 bis Juni 2018



Angaben in Mio. Euro, Stand: 30. Juni 2018, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

7. EXKURS: Standort Luxemburg und die Entwicklung bei alternativen Anlagen

Nach Analyse der Daten des deutschen Marktes werfen wir mit diesem Exkurs einen Blick auf den luxemburgischen Markt. Wie bereits in Kapitel 5.3 skizziert, spielt Luxemburg als Sitz von Fondsemittenten für Versicherungen eine signifikante Rolle. Informationen betreffend Domizilierung sind Dank Solvency II seit 2016 verfügbar. Aufgrund der Wahrnehmung, dass insbesondere für alternative Investments die Bedeutung des luxemburgischen Marktes in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat, beleuchten wir einige Fakten des dortigen Marktes. Dies erfolgt ebenfalls zur Flankierung einer These aus Kapitel 2 und der Befragung aus Kapitel 8. Die verfügbare Datenlage hinsichtlich des institutionellen Assetmanagements ist weniger differenziert als in Deutschland, daher greifen wir einige ausgewählte Zahlen, Daten und Fakten beispielhaft heraus.

Im jüngsten Berichtszeitraum von Q3/2016 bis Q3/2018 wuchs das von Versicherungen gehaltene Investmentfondsvermögen (ex Geldmarktfonds) von 612 Mrd. Euro auf 673 Mrd. Euro. Dies entspricht einem Anstieg um rund 60 Mrd. Euro bzw. 9,9 Prozent. Die Gesamtaktiva wuchsen zeitgleich um 0,9 Prozent, womit sich der relative Anteil der Fondsanlagen von 27,6 auf 30,3 Prozent abermals erhöhte.

Luxemburg mit überproportionalem Wachstum

Vom dem seit Jahren fortgesetzten Trend zu indirekten Anlage profitierte der Standort Luxemburg

überproportional. Innerhalb des wachsenden Teilssegments der Investmentfonds erhöhten sich die Bestände von in Luxemburg domizilierten Vehikeln von knapp 68 Mrd. Euro auf über 77 Mrd. Euro, dies entspricht einem Zuwachs von 13,6 Prozent binnen zwei Jahren.

Per Q3/2018 entfallen damit rund 11,5 Prozent der Bestände an Fondsanlagen auf den Standort Luxemburg. Betrachtet man hingegen ausschließlich den Bestandszuwachs der vergangenen zwei Jahre, so beträgt der Anteil Luxemburgs hieran bereits über 15 Prozent. Im Vergleich dazu liegt der Standort Irland mit einem Volumenbestand von 5,9 Mrd. Euro entsprechend einem Anteil von unter 0,9 Prozent deutlich zurück.

Der europäische AIF-Markt weist zum Ende des dritten Quartals 2018 basierend auf EFAMA-Daten ein Volumen von 6,06 Billionen Euro auf. Dies entspricht einem Anstieg von 2,9 Prozent seit dem Jahresbeginn 2018. Die fünf größten EU-Fondsdomizile sind Deutschland mit 1,71 Billionen Euro bzw. 28,3 Prozent, Frankreich mit 1,06 Billionen Euro bzw. 17,5 Prozent, die Niederlande mit 0,84 Billionen Euro bzw. 13,9 Prozent, Luxemburg mit 0,71 Billionen Euro bzw. 11,6 Prozent sowie Irland mit 0,63 Billionen Euro bzw. 10,3 Prozent. Diese fünf EU-Top-Domizile stehen in der Summe für 81,6 Prozent der Assets Under Management. Die höchste Wachstumsdynamik in den ersten 9 Monaten des Jahres 2018 zeigten dabei Irland mit

10,9 Prozent und Luxemburg mit 4,8 Prozent.

RAIF als neuer Wachstumsfaktor

In einer im August 2018 veröffentlichten Studie zieht der Luxemburger Fondsverband alfi Bilanz über die ersten knapp zwei Jahre seit der Einführung des Reserved Alternative Investment Fund (RAIF). Aus ihr lässt sich ableiten, dass ein bereits guter Teil des jüngsten Wachstums in Luxemburg auf die im Jahr 2016 eingeführte Struktur entfällt. Das neue Vehikel fand bei institutionellen und professionellen Anlegern schnell Akzeptanz und zeigte seit der Einführung ein kontinuierliches Wachstum. Es konnte sich mit 335 aufgelegten Einheiten im Kreis der direkt bzw. indirekt überwachten AIF-Strukturen inzwischen fest etablieren. SIF-Strukturen machen mit 1.560 Einheiten bzw. 63 Prozent zwar nach wie vor den größten Anteil bei den regulierten Vehikeln aus, RAIFs haben jedoch mit einem Anteil von 12,7 Prozent bereits in kurzer Zeit zu Part-II- (12,8 Prozent) und SICAR-Strukturen (11,5 Prozent) aufgeschlossen.

Der RAIF besitzt im Wesentlichen die gleichen Eigenschaften wie ein SIF-AIF, unterliegt jedoch nicht dem dualen System der Zulassung und Überwachung durch die Luxemburger Aufsichtsbehörde. Dementsprechend ist, anders als beim SIF, für die Gründung und Auflegung eines RAIF keine CSSF-Genehmigung erforderlich. Ansonsten kann der RAIF merkmalsgleich zu einem SIF-AIF ausgestattet werden, z. B. hinsichtlich verfügbarer Rechtsformen,

zulässiger Vermögenswerte und Anlagepolitiken, der Strukturierung in Teilfonds sowie vertriebsbezogener und steuerlicher Aspekte. Hinsichtlich der Überwachung genügt es, wenn das Vehikel durch einen regulierten Alternative-Investment-Fund-Manager (AIFM) administriert wird. Im Vergleich zu SIF-Strukturen lassen sich RAIF-Strukturen damit etwa zwei Monate schneller auflegen. Als flexibles und nur indirekt reguliertes Instrument mit Rückgriff auf bewährte Strukturen und unter gleichzeitiger Nutzung des EU-Passes hat es offensichtlich seinen Markt gefunden.

Private Equity und Private Debt

Den Trend bestätigen zum Jahresende 2018 veröffentlichte alfi-Studien zu den alternativen Asset-Klassen Private Debt und Private Equity. Im Bereich Private Debt dominieren mit einem Anteil von 75 Prozent zwar weiterhin die bewährten SIF-Strukturen. Jedoch haben sich RAIFs innerhalb kurzer Zeit mit 13 Prozent den zweiten Platz vor Part-II-Strukturen (11 Prozent) gesichert. Zudem geht die Studie von einem weiteren Zuwachs bei REIFs in dieser Asset-Klasse aus. Und auch im Bereich Private Equity haben die bislang dominierenden Strukturen SIF (58 Prozent) und SICAR (24 Prozent) Konkurrenz bekommen. Mit 14 Prozent hat sich der RAIF auch in diesem Segment fest etabliert.

Das in Luxemburg aufgelegte Gesamtvolumen beider alternativer Assetklassen zeigt laut den Studien ebenfalls deutlich nach oben. Für die Entwicklung

im Bereich Private Debt schätzt die „Loan Fund Survey 2018“ von alfi und KPMG bei den Assets under Management im Jahresvergleich von Mitte 2017 auf Mitte 2018 einen signifikanten Anstieg von 23,5 Prozent. Gleiches gilt für Private Equity, hier berichtet der „Luxembourg Private Equity & Venture Capital Investment Fund Survey“ von alfi und Deloitte einen Zuwachs von rund 20 Prozent im Jahresvergleich.

Die steigende Nachfrage ist wenig verwunderlich. Nach Umfragedaten des Informationsdienstleisters Preqin aus dem letzten Jahr planten internationale institutionelle Anleger, zu jeweils mehr als

50 Prozent ihre Allokationen in den Bereichen Private Equity (53 Prozent), Private Debt (54 Prozent) und Infrastruktur (55 Prozent) zu erhöhen. Eine Absicht zur Reduktion ihrer Allokation in diesen Assetklassen verkündeten die Anleger lediglich im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Insofern scheint eine stabile Grundlage für ein weiteres Wachstum bei alternativen Anlagen auch für die kommenden Jahre gegeben zu sein. Mit der weiteren Vervollständigung seiner „Investment Toolbox“ hat sich der Standort Luxemburg gut positioniert, um von diesem Wachstum auch weiterhin zu profitieren.

8. Verifizierung mit Investoren

Zum Abgleich der Expertenmeinungen des Thesenpanels im zweiten Kapitel und der damit einhergehenden breiteren Einschätzung zu Charakteristika und Risiken in Portfolien von Versicherungen und Pensionseinrichtungen hat Kommalpha eine Investorenfrage durchgeführt. Diese erfolgte online-gestützt mit 58 Experten und Entscheidern aus Versicherungen, Pensionseinrichtungen und Financial Consultants im dritten Quartal 2018. Die Systematik der Befragung wurde bewusst einfach gehalten

und basiert auf der Einschätzung von sieben Thesen, die ebenfalls Teil des Expertenpanels in Kapitel 2 sind. Die Antwortmöglichkeiten sind bei jeder Einschätzungsfrage identisch. Nachfolgend werden die Ergebnisse grafisch dargestellt und kommentiert. Es ergibt sich insgesamt ein differenziertes Stimmungsbild: skeptisch bezüglich Risiken der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen, positiv für den deutschen Spezialfonds und konservativ betreffend Portfoliokonstruktion.

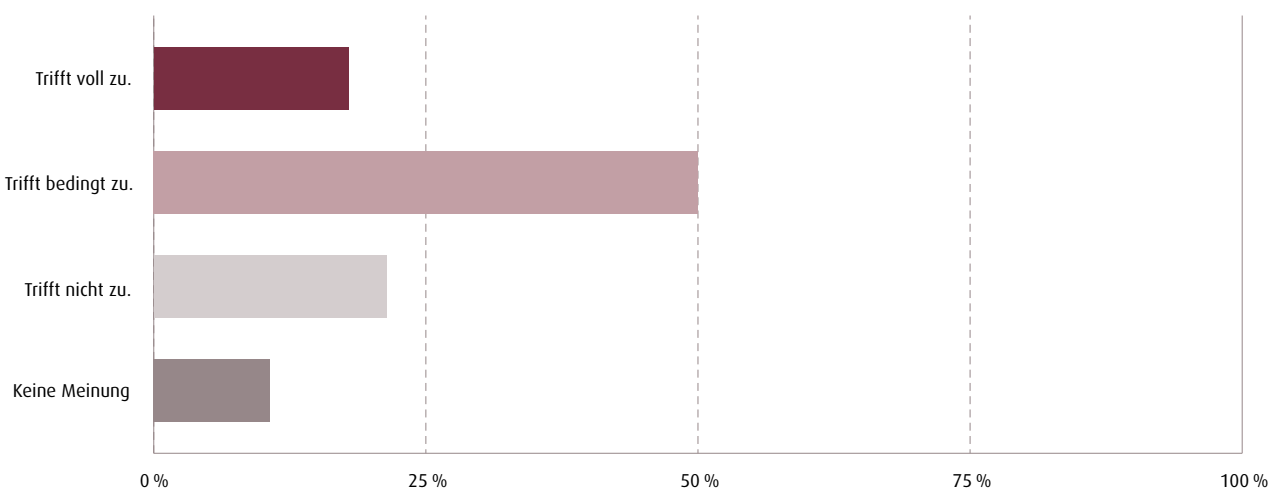
»Aufgrund des extrem schwierigen Kapitalmarktumfeldes gehen Versicherungen und Pensionseinrichtungen deutlich höhere Risiken bei der Allokation und Struktur der Kapitalanlagen ein.«

Mehr als zwei Drittel der Befragten sind der Meinung, dass Versicherungen und Pensionseinrichtungen bei der Struktur und Allokation ihrer Kapitalanlagen als Konsequenz des schwierigen Kapitalmarktumfeldes höhere Risiken eingehen. Rund 20 Prozent stimmen der entsprechenden These voll und 50 Prozent bedingt zu. Ein Fünftel der Befragten hat die Einschätzung, dass keine Erhöhung von Risiken zu verzeichnen ist. Eine Erhöhung von Risiken bedeutet eine Ausweitung des Investmentuniversums, sowohl innerhalb von Assetklassen als auch durch Erschließung neuer Assetklassen. Dies wird in

einigen Gesprächen mit Investoren bestätigt, die wir in diesem Zusammenhang geführt haben, und findet sich ebenfalls im quantitativen Teil dieser und in früheren Publikationen unseres Hauses wieder. Die entscheidende Frage wird sein, inwieweit sich diese Risikoerhöhung positiv auf Renditen auswirkt oder ob auch Gefahren durch Ausfälle oder sonstige negative Ereignisse auf Ebene der jeweiligen Assets drohen. „Wir klettern ständig die Risikoleiter hoch“, war die Aussage einer Anlageverantwortlichen einer großen Pensionseinrichtung in einem Gespräch.

Abbildung 8.1

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



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

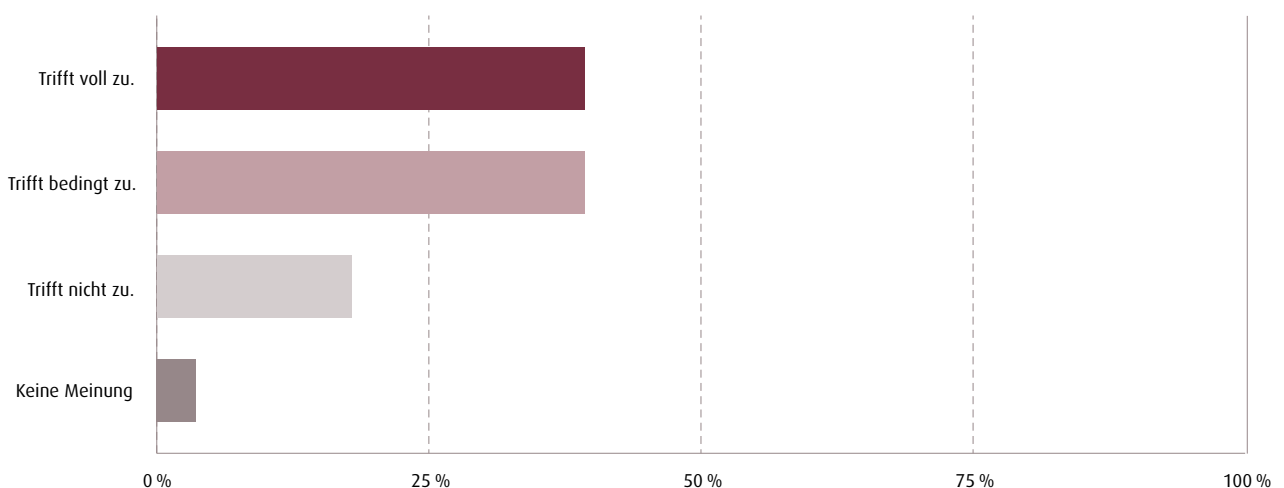
»Die starke Rentenlastigkeit der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensions- einrichtungen stellt im Kontext von Zinssteigerungsszenarien ein noch völlig unterschätztes Risiko dar.«

Etwas bedrohlicher sind die Einschätzungen der Befragten zu der starken Rentenlastigkeit der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensions-einrichtungen vor dem Hintergrund von Zins-steigerungsszenarien. Rund 80 Prozent stimmen der entsprechenden These zu, dass es sich dabei um ein noch völlig unterschätztes Risiko handelt. Knapp 20 Prozent sind der Meinung, dass dies kein unterschätztes Risiko ist. Kommalpha hat Kenntnis von Rentenportfolien von Versicherungen mit sehr

hohen Durationen mit Werten von 20 bis 30 Jahren. Das Zinsrisiko dieser Portfolien ist exorbitant. Die entscheidende Frage in diesem Kontext wird sein, wann und in welcher Geschwindigkeit sich Zinsstei-gerungen vollziehen. Es bleibt zu hoffen, dass sich diese moderat gestalten und auf einen sehr langen Zeitraum erstrecken, andernfalls werden wir noch Themen und Diskussionen erleben, die wir uns ge-genwärtig noch nicht vorstellen können.

Abbildung 8.2

These: „Starke Rentenlastigkeit als völlig unterschätztes Risiko“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

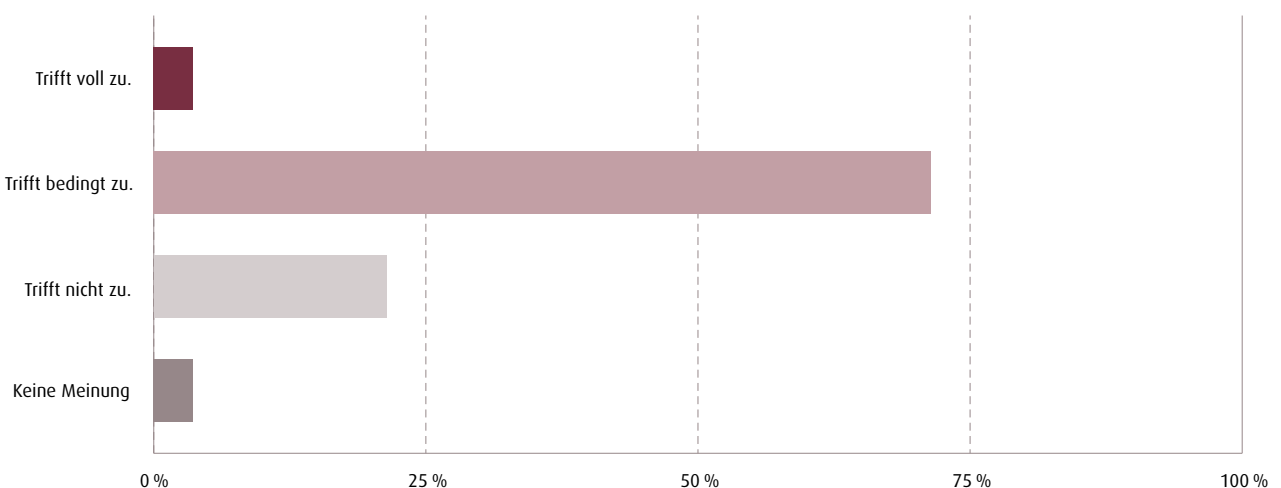
»Dank Risikomanagement, regulatorischer Maßnahmen und kaufmännischer Vorsicht ist langfristig kein Krisenmodus zu erwarten.«

Die Frage, ob Methoden des Risikomanagements, regulatorische Maßnahmen der letzten 10 Jahre sowie allgemeine kaufmännische Vorsicht (Stichwort „Prudent Person Principle“) ausreichend sind, um zukünftige Krisen zu vermeiden, ist übergeordnet und führt Aspekte der vorherigen Thesen zusammen. Sie beschäftigt mit hoher Wahrscheinlichkeit alle Marktteilnehmer des Assetmanagements. Die Einschätzung unserer Befragten zu der entsprechenden These ist ernüchternd, denn 70 Prozent stimmen der positiv formulierten These nur bedingt

zu. Rund 20 Prozent widersprechen sogar der These, dass dank der genannten Maßnahmen langfristig kein Krisenmodus zu erwarten ist. Nur ein kleiner Teil von 5 Prozent ist optimistisch und erwartet keinen Krisenmodus dank der aufgeführten Maßnahmen und Themen. Der diesbezügliche und bewusst dramatisch ausgedrückte Umkehrschluss kann somit lauten, dass die Branche sehenden Auges in eine Krise rauscht. Die Frage ist nur, wann diese kommt und wie hart die Einschläge sind.

Abbildung 8.3

These: „Ein Krisenmodus ist langfristig nicht zu erwarten“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

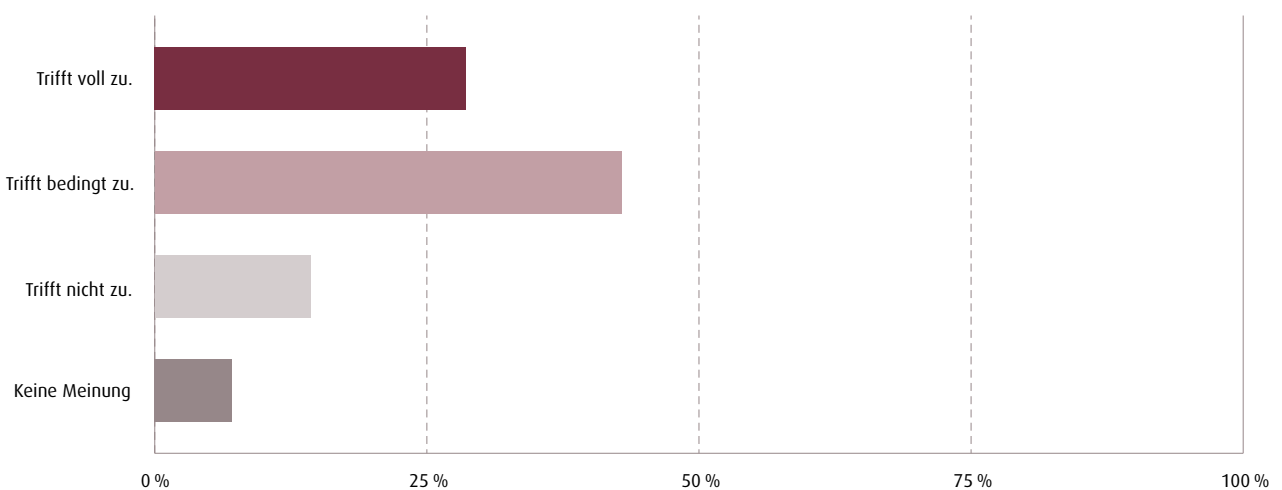
»Verbindlichkeitsorientierte Investoren bekommen in der kommenden Dekade ernsthafte Probleme, auskömmliche Renditen zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu generieren.«

Die nächste These ist wieder moderater und trifft die Aussage, dass verbindlichkeitsorientierte Investoren wie Versicherungen und Pensionseinrichtungen innerhalb der kommenden 10 Jahre ernsthafte Probleme bekommen, auskömmliche Renditen zu erwirtschaften. Ein Großteil der Befragten ist diesbezüglich skeptisch. Knapp 30 Prozent stimmen der These voll und 40 Prozent bedingt zu. Rund 15 Prozent sehen hier keine Gefahr von nicht auskömmlichen Renditen. Die Einschätzungen der Befragten zu dieser These stimmen ebenfalls bedenklich. Wenn es tatsächlich so sein sollte, dass Versiche-

rungen und Pensionseinrichtungen in Probleme geraten, ausreichende Renditen für die Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu generieren, stellen sich verschiedene Szenarien ein. Sie werden die Risiken der Kapitalanlage weiter erhöhen bei gleichzeitiger Veränderung von Tarifen, Produkten und gesamten Geschäftsmodellen. Ein Aspekt davon vollzieht sich bereits in dem weltweiten Trend des Wechsels von „Defined benefit“-Systemen zu „Defined contribution“-Systemen – unter dem Radar der breiten Öffentlichkeit.

Abbildung 8.4

These: „Investoren bekommen Probleme, Verbindlichkeiten durch Renditen zu bedienen“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommalpha AG

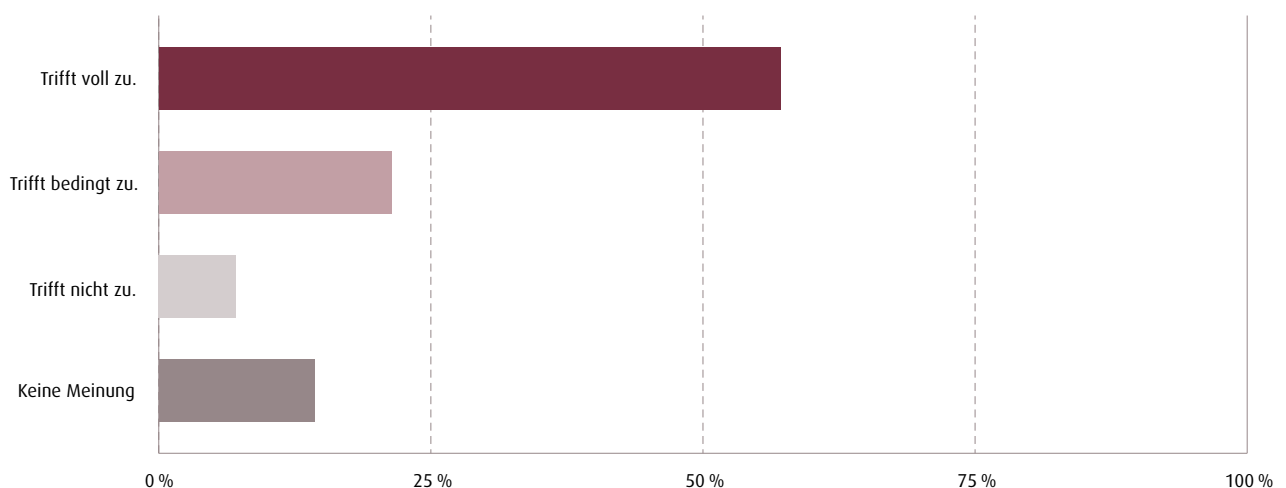
»Der deutsche Spezialfonds bleibt in den kommenden 10 Jahren die attraktivste Anlageform für indirekte Kapitalanlagen der Investorengruppen Versicherungen und Pensionseinrichtungen.«

Weitaus positiver gestaltet sich die Meinung der Befragten zu der Zukunft des deutschen Spezialfonds als attraktivstes Anlagevehikel für indirekte Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Eine überwältigende Mehrheit von in Summe 80 Prozent skizzieren die Zukunft des Spezialfonds positiv, lediglich 10 Prozent sind nicht dieser Meinung und sehen eine Ablösung des Spezialfonds als präferierte Anlageform für indirekte Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. 15 Prozent der Befragten haben

dazu keine Meinung. Insgesamt scheint somit der Siegeszug des Spezialfonds weiterzugehen, wobei zu bemerken ist, dass es sich dabei um ein deutsches Vehikel für inländische Investoren handelt. Ausländische Investoren spielen keine Rolle und es ist anzunehmen, dass dies so bleiben wird. Anders als der luxemburgische oder irische Markt weist Deutschland potente inländische institutionelle Investorengruppen auf, die für Wachstum sorgen werden. Kapitel 6 hat dies für die Vergangenheit eindrucksvoll aufgezeigt.

Abbildung 8.5

These: „Der Spezialfonds bleibt in den kommenden 10 Jahren attraktivste Anlageform“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

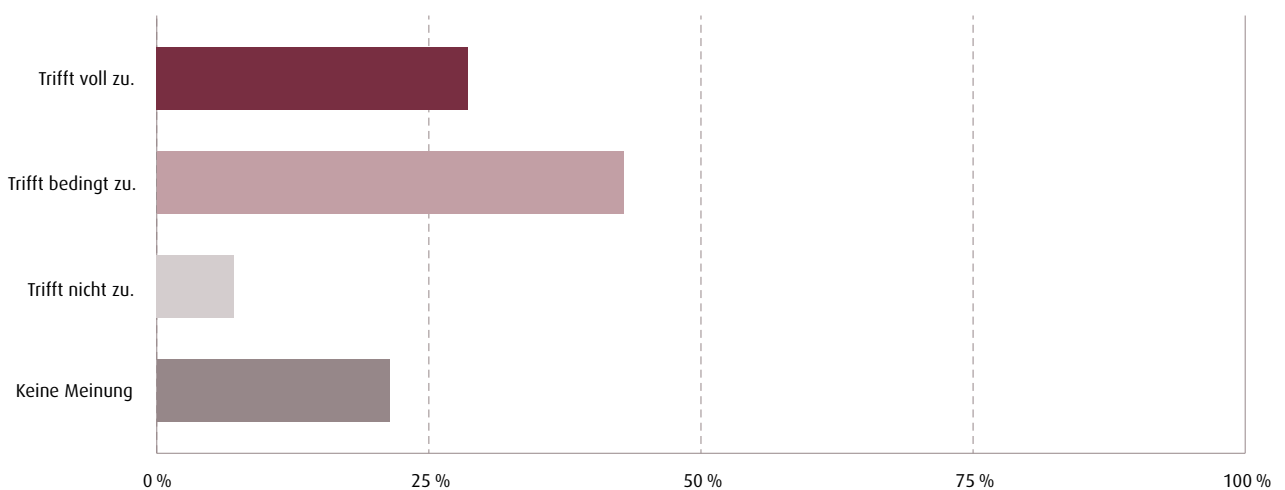
»Für alternative Investments wie Private Equity, Infrastruktur oder Debt-Loan-Produkte sind luxemburgische Investitionsvehikel besser geeignet als der deutsche Spezialfonds.«

Allerdings scheint es eine valide These zu sein, dass der luxemburgische Markt und entsprechende Fondskonstruktionen für alternative Investments attraktiver sind als der deutsche Spezialfonds. Unserer entsprechenden These stimmen knapp 30 Prozent voll und 40 Prozent bedingt zu. Nur rund 8 Prozent der Befragten sehen dies nicht so. Das vorherige Kapitel 7 hat eine Skizze des luxemburgischen Marktes gegeben und es scheint sich auch

zukünftig zu bewahrheiten, dass Luxemburg durch die flexiblere Aufsicht für insbesondere internationale institutionelle Investoren für entsprechend komplexe Assetklassen einen fruchtbaren Boden darstellt. Die zu erwartende weitere Ausweitung und Diversifizierung der Investmentuniversen in Richtung alternative Investments wird für entsprechendes Wachstum sorgen.

Abbildung 8.6

These: „Für alternative Investments ist Luxemburg besser geeignet als Deutschland“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

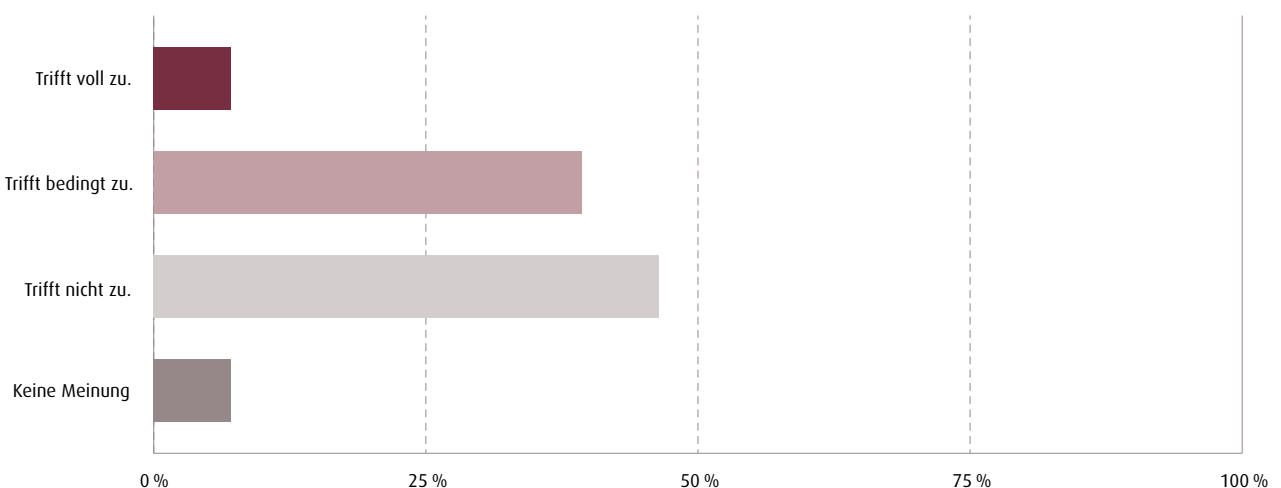
»Investmentstrategien, Portfoliokonstruktionen und Prozesse der Organisation von Kapitalanlagen werden sich in den nächsten 10 Jahren völlig revolutionieren.«

Abschließend haben wir mit dieser These die Innovationsfähigkeit und -willigkeit abfragen wollen. In den Zeiten des Wandels mit Themen wie Digitalisierung, künstliche Intelligenz, „Big Data“ sowie galoppierende Entwicklung weiterer technischer Themen wie Blockchain bzw. Distributed-Ledger-Technologien scheinen die Konsequenzen auf Investmentstrategien, Portfoliokonstruktion und Organisation von Kapitalanlagen nicht signifikant zu sein. Eine überwältigende Mehrheit der Befragten

ist skeptisch, dass es innerhalb dieser Bereiche in den nächsten 10 Jahren zu einer völligen Revolution kommt. Der Hype zu den genannten Innovationsthemen ist überschätzt und das Assetmanagement von Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen ist ein konservatives Geschäft. Innovationen und technische Entwicklungen halten schleichend und vorsichtig Einzug. Das war in der Vergangenheit so und wird mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit auch in der Zukunft so sein.

Abbildung 8.7

These: „Revolutionierung der Investmentstrategien, Portfoliokonstruktionen und Organisationsprozesse“



Angaben in Prozent, Quelle: Kommapha AG

9. Fazit

Versicherungen und Pensionseinrichtungen haben eine extrem wichtige Rolle als Kapitalsammelstellen in Deutschland, was in der breiten Öffentlichkeit nicht immer deutlich gemacht wird. Im volkswirtschaftlichen Zusammenhang und unter Risikogesichtspunkten stehen vorwiegend Banken aufgrund des Geschäftsmodells als Intermediär zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber im Fokus. Zudem reihen sich Skandale, faule Kredite und Sanierungsfälle in die Berichterstattung über Banken ein. Versicherungen und Pensionseinrichtungen haben den Vorteil im Geschäftsmodell, dass sie signifikante Kapitalanlagen unter dem Radar der breiten Öffentlichkeit verwalten und diese lediglich mit ihren zukünftigen (versicherungstechnischen) Verbindlichkeiten in Einklang bringen müssen. Es gibt keine Kreditnehmer, die ausfallen können. Angesichts der Fragilität der Finanzmärkte (Stichworte geopolitische Krisen, historisch niedriges Zinsniveau, Zentralbanken als signifikante Marktakteure, Ausweitung des Investmentuniversums, Zunahme von Verbriefungen und Derivaten etc.) ist es jedoch nicht auszuschließen, dass bestimmte Ereignisse oder Entwicklungen an den Finanzmärkten dazu führen könnten, dass es zu „Störfällen“ bei den Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen kommt, insbesondere wenn in einem relativ kurzen Zeitraum erhebliche Mittel allokiert werden. Diese „Defaults“ könnten Wertminderung, Abschreibungen oder sogar den kompletten Untergang von Vermögensgegenständen mit sich bringen. Trotzdem haben wir an dieser Stelle nicht die Absicht, ein negatives Szenario

aufzubauen, sondern wollen lediglich Risiken andeuten, was innerhalb der Assetmanagement-Branche nicht immer gern gesehen wird.

Es überwiegt die Tatsache, dass ein wesentlicher Teil der Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen hinsichtlich der „physischen Sicherheit der Assets“ sowie der Domizilierung der Gegenparteien in einem juristisch und regulatorisch sicheren Umfeld erfolgt. Diversifizierung, Risikomanagement und Professionalität der involvierten Marktteilnehmer prägen die Prozesse der Kapitalanlage.

Der deutsche Spezialfonds hat sich dabei als Fels in der Brandung ausgezeichnet, wurde er doch in den letzten 20 Jahren diverse Male totgesagt. Im Rahmen einer Spezialfondsanalyse im Jahre 2014 hat Kommalpha eine damals gewagte Prognose getroffen. Wir haben seinerzeit eine gute Chance gesehen, dass das gesamte Spezialfondsvolumen bis 2024 die 2-Beillionen-Euro-Marke durchbricht. Es betrug Ende 2014 gemäß Investmentstatistik der Deutschen Bundesbank 1.217 Milliarden Euro und bei Verlassen dieses Fazits 1.599 Milliarden Euro per Ende November 2018. Das bedeutet 400 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen in den kommenden 6 Jahren, damit unsere Prognose aus 2014 zutrifft. Das ist zu schaffen.

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 3003468-0
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