



VERSICHERUNGEN & PENSIONSEINRICHTUNGEN

Analyse der Vermögensverhältnisse von 2005 bis 2023

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

die Zeiten an den Kapitalmärkten sowie das allgemeine wirtschaftliche Umfeld sind sehr herausfordernd. Nach einer langen und historischen Niedrigzinsphase sorgten abrupte Zinserhöhungen ab Frühjahr 2022 für dramatische Abwertungen von Bondsbeständen und ein Comeback der Direktanlage von festverzinslichen Wertpapieren. Die Zinssichten sind gegenwärtig allerdings ungewiss. Weiterhin produzierten Themen wie Corona, geopolitische Konflikte, Inflation sowie eine allgemeine ökonomische Unsicherheit eine Gemengelage, wie es sie in dieser Ausprägung wohl noch nie gab.



Clemens Schuerhoff
Vorstand
Kommalpha AG

Wie sind die beiden größten Investorensegmente in Deutschland damit umgegangen und welche Konsequenzen auf die Kapitalanlagen sind zu verzeichnen?

Mit einem Finanzvermögen von mehr als 3 Billionen Euro sind Versicherungen und Pensionseinrichtungen die mit Abstand wichtigsten Investorengruppen im institutionellen Asset-Management in Deutschland. Das langfristige starke Wachstum der Finanzaktiva ist allerdings etwas ins Stottern geraten.

Angesichts dieser Lage beleuchten wir die Veränderungen der Bestands- und Transaktionsdaten der Finanzaktiva der Versicherungs- und Altersvorsorgeindustrie innerhalb der vergangenen 18 Jahre. Wir legen dabei besonderen Fokus auf Investmentfonds und insbesondere auf Spezialfonds, die in dem Zeitraum stark an Bedeutung im Rahmen der Kapitalanlage der Betrachtungsgruppen gewonnen haben. Ganz besonders möchte ich auf das Panel in Kapitel 2 hinweisen, in dem Experten aus dem Sponsorenkreis zu bewusst provokant formulierten Thesen Stellung nehmen. Da wird Tacheles geredet!

Ich danke den Sponsoren Bayern LB / Bayern Invest, Deutsche Apotheker- und Ärztebank, Securities Services BNP Paribas und Universal Investment, die diese Marktanalyse begleitet und ermöglicht haben.

Viel Spaß bei der Lektüre und Analyse!

Herzlichst
Ihr Clemens Schuerhoff

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	4
1. Partner	
Allokation verpflichtungsorientierter Anleger	8
Kundenindividuell und flexibel aus einer Hand – die Vorteile eines Full-Service-Providers ...	14
Eine neue Ära? ESG-Strategien im Umbruch	20
Alternative Investments – die Asset-Klasse mit Wechselwirkung und gesundem Selbstbewusstsein	26
2. Acht Thesen – vier Experten	32
3. Methodik & Struktur	43
4. Überblick über die Finanzaktiva	46
5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva	55
5.1 Einlagen	62
5.2 Kredite	64
5.3 Schuldverschreibungen	66
5.4 Anteilsrechte	69
5.5 Investmentfondsanteile	72
6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts	76
6.1 Überblick	76
6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen	83
6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen	88
7. Epilog	93
Impressum	95

Executive Summary

- In diesem Ergebnisdokument liegt der Fokus auf den Finanzaktiva und insbesondere auf Investmentfonds von Versicherungen und Pensionseinrichtungen, da die vorliegende Analyse primär die Asset-Management-Industrie adressiert.
- Die Auswertungen basieren auf Datensätzen, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden. Dabei handelt es sich um rund 870.000 Datenpunkte der letzten 18 Jahre mit Datenstichtag 31. Dezember 2023, die Kommalpha strukturell und gemäß der inhaltlichen Logik aufbereitet hat.
- Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind die mit Abstand größten und wichtigsten Marktteilnehmer im deutschen institutionellen Finanzmarkt. Die Summe der Finanzaktiva beträgt imposante 3.048,5 Milliarden Euro per Ende 2023 und hat in den letzten 18 Jahren um rund 1.468 Milliarden Euro fast verdoppelt. Pensionseinrichtungen sind dabei das Investorensegment mit den in Relation größten Wachstumsraten der Finanzaktiva. Ihre Finanzanlagen haben sich im Betrachtungszeitraum fast verdreifacht.
- Investmentfondsanteile sind mit 1.289 Milliarden Euro und einem Anteil von über 42 % die deutlich dominierende Anlageform der Finanzanlagen der Betrachtungsgruppe. Die Entwicklung der Fondsquote ist dabei eindrucksvoll. Sie stieg von 22 % und einem Bestand von 356 Milliarden Euro per Ende 2005 um 933 Milliarden Euro an. Anteilsrechte machen 510 Milliarden Euro und einen Anteil von knapp 17 % der Finanzaktiva der betrachteten Branchen aus. Schuldverschreibungen folgen mit 473 Milliarden Euro und Kredite mit 334 Milliarden Euro. Bargeld und Einlagen schließen sich mit immerhin noch 260 Milliarden Euro und einem Anteil von knapp 9 % an.
- Lebensversicherungen sind die größte Anlegergruppe in Investmentfonds mit einem Volumen von 573,5 Milliarden Euro und einem Anteil von 44,5 % des Gesamtbestands an Investmentfonds. Pensionseinrichtungen folgen auf Platz zwei mit 467,5 Milliarden Euro und einem Anteil von 36,2 %. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 230,6 Milliarden Euro an. Für Rückversicherungen spielen Investmentfonds eine untergeordnete Rolle.
- Die Bedeutung von Investmentfonds an den jeweiligen Finanzaktiva ist sehr unterschiedlich. Die Fondsquote ist bei Pensionseinrichtungen mit 69 % mit Abstand am höchsten, gefolgt von Lebensversicherungen mit 49 % und Nicht-Lebensversicherungen mit 33 %. Für Rückversicherungen spielen Investmentfonds bei der Allokation ihrer Finanzaktiva mit rund 3 % kaum eine Rolle.

- Rund 63 % des Wachstums der Finanzaktiva wurden im Betrachtungszeitraum in Investmentfonds allokiert. Das ist bemerkenswert und zeigt den strategischen Trend zur Verlagerung von der direkten zur indirekten Kapitalanlage klar auf.
- Bezüglich der langfristigen Entwicklung der Fondsquote an den jeweiligen Finanzaktiva wird sehr deutlich, dass Pensionseinrichtungen im Betrachtungszeitraum mit einigem Abstand immer die höchste Fondsquote aufwiesen. Pensionseinrichtungen sind in Relation zu den übrigen Sparten die am stärksten wachsende Anlegergruppe im Fondsgeschäft. Der von ihnen gehaltene Bestand an Investmentfonds hat sich in den letzten 18 Jahren verfünffacht, die Fondsquote hat sich dabei um 34 Prozentpunkte verdoppelt.
- Bezüglich der Domizierung der Fondsemittenten liegen Daten nur für Versicherungen vor. Es ist festzustellen, dass in Deutschland domizierte Investmentfonds mit einem Bestand von 617 Milliarden Euro und einem Anteil von 75,1 % dominierend sind. Das Fondsgeschäft mit Versicherungen ist zu drei Viertel in deutscher Hand, dabei spielen Anlagen in Spezialfonds die Hauptrolle.
- Am Spezialfondsmarkt sind Altersvorsorgeeinrichtungen die größte Anteilseignergruppe mit 562 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 27,6 %. Versicherungen rangieren auf Platz zwei mit 549 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 27 % fast gleichauf. Unsere beiden Betrachtungsgruppen sind somit mit einem Spezialfondsvolumen in Höhe von 1.111 Milliarden Euro und einem Marktanteil von fast 55 % die Eckpfeiler des deutschen Spezialfondsgeschäfts.
- Bei Versicherungen scheint die Ära des sehr hohen Niveaus von Nettomittelaufkommen in Spezialfonds vorbei zu sein. Seit 2015 ging es abwärts. Im Jahr 2023 ist das Nettomittelaufkommen auf magere 461 Millionen Euro eingebrochen. Das ist ein historisch geringer Wert, der als dramatisch bezeichnet werden kann. Die Mittelzuflüsse von frischer Liquidität befinden sich allerdings nach wie vor auf relativ hohem Niveau. Die Quote, was von der jährlich frisch zugeführten Liquidität netto in den Spezialfondsmandaten von Versicherungen gelandet ist, hat sich seit 2017 konstant reduziert. Am deutlichsten ist dies im vergangenen Jahr, wo von 34,2 Milliarden Euro lediglich ein mickriges Prozent netto in den Spezialfondsmandaten verblieben ist. In den Jahren davor pendelte diese Quote zwischen 15 % und 30 %.

- Das jährliche Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds befindet sich im Betrachtungszeitraum auf sehr hohem Niveau, bis in 2023 der heftige Einbruch kam. Die Nettoflows sanken auf 1,3 Milliarden Euro, ebenfalls ein historisch geringer Wert. Im Vergleich zu Versicherungen landet bei Altersvorsorgeeinrichtungen von der dotierten frischen Liquidität deutlich mehr netto in Spezialfonds. Die Quote rangiert im Betrachtungszeitraum zwischen 35 % und 67 %, wenn nur das Jahr 2023 nicht wäre. Dort landeten von der frischen Liquidität nur mickrige 3 % netto in Spezialfonds.
- Aufgrund der Zinswende im Frühjahr 2022 samt massiver Abwertungen von Bondsbeständen sowie stockender Dotierungen haben sich die Kapitalanlagen und insbesondere das Spezialfondsgeschäft der Betrachtungsgruppen jüngst verhaltener entwickelt. Es lassen sich signifikante Entzüge von Liquidität aus dem Spezialfondsmarkt feststellen, welche Verwendung in der Direktanlage, außerhalb des Spezialfondsmantels oder für geschäftliche Zwecke finden.
- Die langfristige Perspektive und das entsprechende Potenzial für die Asset-Management-Industrie hängen unseres Erachtens von vier Themengebieten ab: Weiterentwicklung der Geschäftsmodelle & Beitragssituation, Zinsentwicklung, Demografie sowie diverser exogener Faktoren wie wirtschaftliche Entwicklung, Inflation, geopolitische Konflikte, Kriege oder Krisen an den Finanzmärkten. Wir werden es genau beobachten.

Allokation verpflichtungsorientierter Anleger

Die Vermögensentwicklung von Pensionseinrichtungen ist deutlich geprägt von der historischen Niedrigzinsphase und dem anschließenden Zinsanstieg. Neue Rahmenbedingungen empfehlen die Optimierung der strategischen Allokation und anschließende Transformation der Portfolien.

Niedrigzins und Renditekompression prägen die Allokation

Die Zins- und Kapitalmarktentwicklung bis zum Jahresende 2021 hinterlässt deutliche Spuren in der Vermögensallokation von Pensionseinrichtungen: Verpflichtungsorientierte Anleger mit Leistungsversprechen in Form von Rechnungszins oder Mindestverzinsung haben ihre Mittel zugunsten von Assets mit ausreichender Zielrendite umgewidmet.

Den anfänglichen Kursgewinnen von Anleihen im Zinssenkungszyklus folgte die Ernüchterung bezüglich erzielbarer Renditen bei Neuanlagen. Aufgrund der ausgeprägten Niedrigzinsphase, die einen gewissen Nachlauf vormals aufgebauter Rentendirektbestände und ausschüttungsfähiger Gewinnvorträge in Spezialfonds deutlich überdauerte, erfolgte sukzessive die Transition in Anlagen mit höheren Risikoprämien. Die Rahmenbedingungen für die Kapitalanlagen haben sich bis heute nicht verändert: Der Katalog zulässiger Anlagen und die begrenzten Quoten der Anlageverordnung gelten weiterhin und wurden in dieser Epoche z. T. bis zu ihren Höchstgrenzen ausgelastet.

Woher nehmen, wenn nicht ... Risiken erhöhen?

Positiver Nebeneffekt des historischen „Anlagenotstands“ und zugleich Herausforderung war die Professionalisierung institutioneller Anleger und ihrer Investmentprozesse. Der Bedarf an Produkten mit geeignetem Rendite-/Risikoprofil führte zu einer Vielzahl von Neue-Produkte-Prozessen und einem deutlich erhöhten Diversifikationsgrad auf Portfolioebene.

Große Mittelbewegungen erfolgten insbesondere zugunsten von Investments in Sachwerte- und Privatmarkt-Anlagen. Kein leichtes Unterfangen: Vor Kapitalzusagen, Mittelabrufen und tatsächlichem Exposure stehen Selektion und Due Dilligence geeigneter Anbieter und Produkte. Trotz eines limitierten Angebots und großer Nachfrage in beiden Anlageklassen konnten Immobilienquoten und der Anteil der Beteiligungen sukzessive deutlich ausgebaut werden. Das Wachstum von Spezialfonds diverser Ausprägungen bis zum Jahr 2021 belegt den Trend zum Outsourcing des Managements und der Administration dieser anspruchsvollen Assets.

Parallelen zum nicht börsennotierten Rentendirektbestand, dem historischen Core-Investment von Altersvorsorgeeinrichtungen gibt es durchaus: Ordentlicher Ertrag durch kalkulierbare Cashflows von Immobilien sowie Zusatzertrag von Private Equity und Infrastrukturanlagen helfen, Rechnungszinserfordernisse zu erreichen. Gleichzeitig bieten

sie bilanzielle Bewertungsstabilität und weniger Volatilität „unterwegs“. De Facto bedeuten die erfolgten Mittel-Umwidmungen von bonitätsstarken Anleihen in die Beteiligungsquote eine wesentliche Erhöhung des Risikoprofils.

Mehr Illiquidität im Sicherungsvermögen

Oder doch nicht? Waren die direkt gehaltenen festverzinslichen Namenspapiere und Schuldscheindarlehen doch einst größter Bestandteil historischer Allokationen. Zusammen mit den vormals geringeren Immobilienquoten machten illiquide Inventare drei Viertel oder mehr des Gesamtvermögens aus. Nach erfolgter Neuausrichtung in der Niedrigzinsphase besteht ein vergleichbar hoher Anteil nicht liquider Vermögensbestandteile, wenn auch auf andere Anlageklassen und Quoten verteilt.

Mit Blick auf sich verändernde Mitgliederstrukturen lohnt sich z. B. die Projektion des Verhältnisses von Beitragszahlern und Leistungsempfängern von Versorgungseinrichtungen: Im Fall eines Leistungsüberhangs, wenn also die Beiträge der Aktiven geringer sind als die Leistungsauszahlungen, werden Umschichtungen und die Bereitstellung liquider Mittel unter Umständen erschwert. Das Primat des Grundsatzes der Liquidität der Anlagen gilt daher insbesondere für ältere Versorgungseinrichtungen, die sich bereits in der Auszahlungsphase befinden oder kurz davorstehen.

Aktivität bei Kapitalanlagen vs. Passivität auf der Verpflichtungsseite?

Individuelles Asset Liability Management ist das zentrale Instrument zur Ermittlung des Deckungsgrads, d. h. der langfristigen Finanzierbarkeit von Leistungsversprechen der Passivseite unter Einsatz der Kapitalanlagen der Aktivseite. Mittels Projektion von Szenarien für Anlagen und Verpflichtungen ergeben sich Empfehlungen zur Optimierung der jeweiligen Bilanzseite.

Die Optimierung strategischer Asset Allokationen begünstigte während des anhaltenden Niedrigzinsumfelds mathematisch vor allem renditestarke Anlageklassen bis zur Höhe ihrer aufsichtsrechtlich zulässigen Grenzen. Insofern war eine Vielzahl von Optimierungsempfehlungen per se erst durch Maximalquoten limitiert, z. T. auch in geringerer Höhe aufgrund von begrenzten Risikobudgets. Im Ergebnis war die Optimierung der Kapitalanlagen über mehrere ALM-Zyklen für viele Anleger de facto häufig nicht zielführend umsetzbar.

Auf der Verpflichtungsseite reagierten Versorgungseinrichtungen vielfach durch Absenkung des Rechnungszinses für die Anwartschaften auf neu eingezahlte Beiträge und für die Diskontierung der künftigen Leistungen und Beiträge in der Deckungsrückstellung der Bilanz. Voraussetzung hierfür waren ausreichende Reserven um die Absenkung zu finanzieren. Weitere probate Mittel zur Optimierung der Passivseite bestanden z. B. in der Umstellung von Finanzierungsverfahren.

Zäsur durch Zinswende

Die Betroffenheit der in der Niedrigzinsphase aufgebauten Allokationen durch den exogenen Schock des Zinsanstiegs hat sich in Form von Abschreibungsbedarfen auf liquide Assets materialisiert, v. a. bei Aktien- und Rentenbeständen in Spezialfonds. Durch den damit verbundenen Denominator-Effekt ist der relative Anteil nicht liquider bzw. nicht abgewerteter Inventare zusätzlich angestiegen. Erhöhte Auslastung der Immobilien- und Beteiligungsquote und verringerte Risikotragfähigkeit führten zu Investitionszurückhaltung und hatten erstmals erhöhte Primär- und Sekundärmarktangebote zur Folge.

Gestiegene Volatilität und der begonnene Regimewechsel zinspolitischer Maßnahmen führten zu deutlicher Risk-Off-Mentalität und Zurückhaltung bei institutionellen Anlegern. Jenseits vereinbarter Kapitalzusagen wurden Risikokapitalquoten nicht umfangreich dotiert. Die reduzierte Risikotragfähigkeit und Erwartung möglicher Bewertungsanpassungen bei Sachwerten und Privatmarktanlagen beeinflussten das Anlageverhalten spürbar.

Die im anhaltenden Inflationsumfeld beispiellosen Leitzinsanhebungen auf 2,50 % bis Ende 2022 und 4,50 % bis September 2023 ermöglichten zunehmenden Komfort von verfügbaren Renditen oberhalb der nominalen Leistungsversprechen von Versorgungseinrichtungen – die Renaissance der Rentendirektanlage. Der im Niedrigzinsumfeld

deutlich erodierte Anteil von Direktanlagen wurde spürbar dotiert. Mangels Liquidität erfolgten z. T. Mittelumwidmungen aus Spezialfonds, um langfristig Kupons im Sinne von Buy-and-hold bzw. -maintain im Direktbestand zu sichern.

Verschiebung der Efficient Frontier

Nach anhaltenden Niedrigzinsen, heftigem Zinsanstieg und dem ersten erfolgten Zinssenkungsschritt der EZB ist der erwartete Trend zu weiteren Leitzinssenkungen ein unterstützender Faktor für die Finanzmärkte. Neben kurzfristigen Chancen für Renten und Aktien begünstigen verringerte Finanzierungskosten nahezu alle weiteren Anlageklassen.

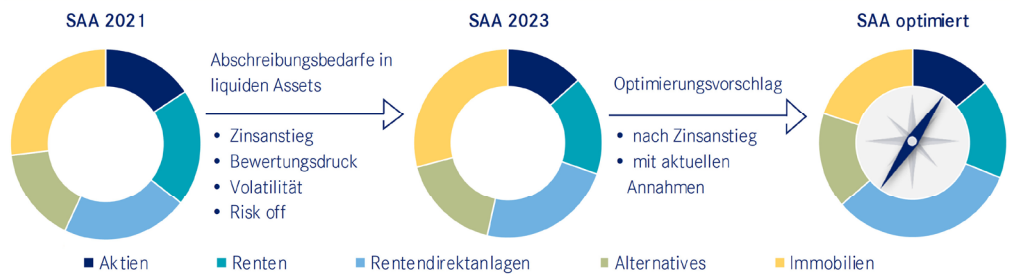
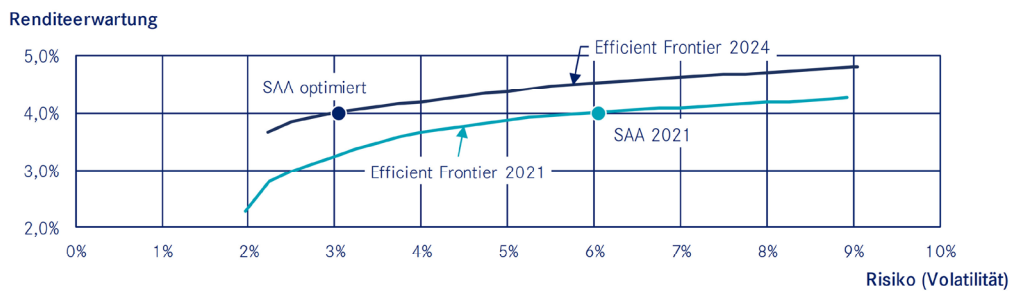
Wenig volatile Basis-Anlageklassen mit planbaren Cashflows bleiben Immobilien und Rentendirektanlagen – auch wenn Kupons für gute Schuldnerbonitäten absehbar nicht mehr den Rechnungszins übertreffen werden. Benötigte Zusatzbeiträge zur Bildung von Reserven und Leistungserhöhungen erzielt weiterhin vor allem die Risikokapitalquote. Neben Alternatives als wesentlicher Bestandteil ermöglicht insbesondere die liquide Aktienquote, opportunistisch und antizyklisch zu investieren. Gleiches gilt für liquide Renten und Spread-Produkte.

Der richtige Zeitpunkt, die strategische Allokation auf Basis aktueller Annahmen und Kapitalmarkt-szenarien zu optimieren: Ein idealtypisches Portfolio zeigt, dass aktuelle Rendite- und Risikoerwar-

tungen deutlich effizientere Portfolios ermöglichen als in den Vorjahren. Eine beispielhaft optimierte Allokation erwirtschaftet langfristig eine Rendite von 4 % bei im Vergleich zu 2021 deutlich redu-

ziertem Risiko. Ein Update der strategischen Asset Allokation ist die ideale Basis für die Planung und Mittelverwendung im Sinne einer planvollen Transformation des Portfolios in individuelle Zielquoten.

Abbildung 1.1
Verschiebung der Effizienzlinie für optimierte Portfolios



Quelle: apoBank

Die **Deutsche Apotheker und Ärztebank (apoBank)** und **Apo Asset Management GmbH (apoAsset)** sind spezialisierte Partner für institutionelle Anleger aus dem Kreis der Versorgungswerke, Pensionskassen, Versicherungen und weiterer professioneller Investorengruppen.

Die **apoBank** verfügt über langjährige Erfahrung in der Beratung verpflichtungsorientierter Anleger. Ihre Kompetenzen und Methoden des eigenen Investment Consulting ermöglichen ein passgenaues Angebot von Anlagelösungen im Kontext von Asset Liability Management und individueller Rendite-, Risiko- und regulatorischer Erfordernisse.

apoAsset unterstützt als vielfach ausgezeichnete(r) Experte(r) für Multi Asset-Lösungen und erfahrener Dachfonds-Manager professionelle Anleger bei der Umsetzung ihrer strategischen Asset Allokation und Überwachung der Portfolios. Die Fondsgesellschaft managt seit 25 Jahren Publikums- sowie Spezialfonds und ermöglicht direkte und indirekte Investments in alle wesentlichen liquiden Anlageklassen. apoAsset vervollständigt so das Beratungsangebot der apoBank.



Mirko Engels
Leiter Institutionelle Kunden
Institutionelle & Asset Management
Deutsche Apotheker- und Ärztebank

Geschäftsführer
Apo Asset Management

Richard-Oskar-Mattern-Str. 6
40457 Düsseldorf

T: +49 211 5998 9784
E: mirko.engels@apobank.de
www.apobank.de

Kundenindividuell und flexibel aus einer Hand – die Vorteile eines Full-Service-Providers im Master-KVG-Bereich

Die BayernInvest-Gruppe – 35 Jahre Expertise im Master-KVG-Bereich

Dank der Integration der BayernInvest Luxembourg können seit 2012 Anlagevehikel, sowohl nach deutschem als auch nach luxemburger Recht, aus einer Hand angeboten werden – und das einhergehend mit einem einheitlichen, aggregierten Gesamtreporting nach den kundenindividuellen Vorgaben der institutionellen Investoren.

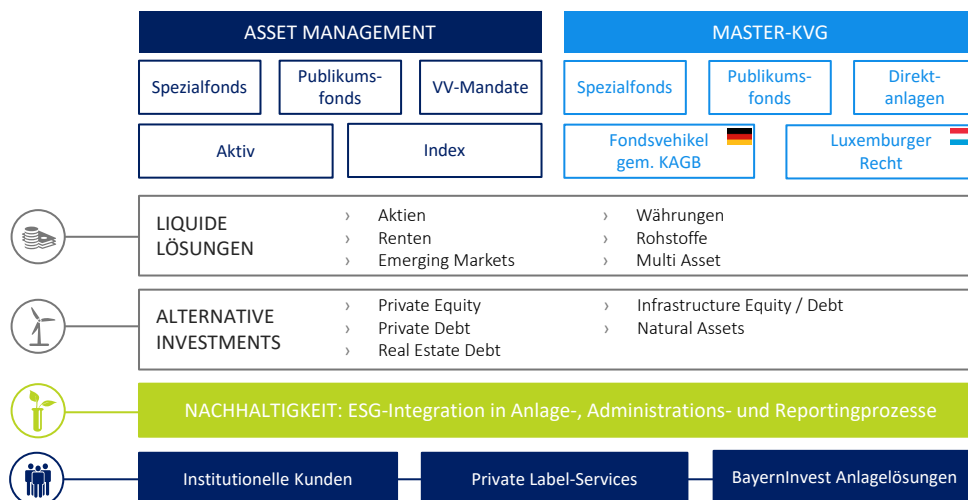
Während die BayernInvest München die Expertise für liquide Anlagen (u. a. Renten, Aktien und Multi Asset) bündelt, fungiert die BayernInvest Luxembourg als Spezialist für Alternative Investments, mit besonderem Fokus auf nachhaltigen Infrastruktur-Lösungen und Investitionen in Erneuerbare Energien sowie Unternehmensbeteiligungen – sowohl auf der Equity- als auch auf der Debt-Seite.

Banken, Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen und Stiftungen zählen in diesen Segmenten bereits seit Jahren zu den Hauptkundengruppen.

Die enge Partnerschaft zwischen der BayernInvest München und der BayernInvest Luxembourg ermöglicht es, institutionellen Investoren sowohl Master-KVG- als auch Portfoliomanagement-Dienstleistungen kundenindividuell und dabei zugleich gebündelt und aus einer Hand anbieten zu können. Die gruppenweite Administrationsplattform bietet ganzheitliche Lösungen und modulare Leistungspakete. Unser breitgefächertes Leistungsspektrum ermöglicht die Umsetzung maßgeschneiderter Kundenanforderungen.

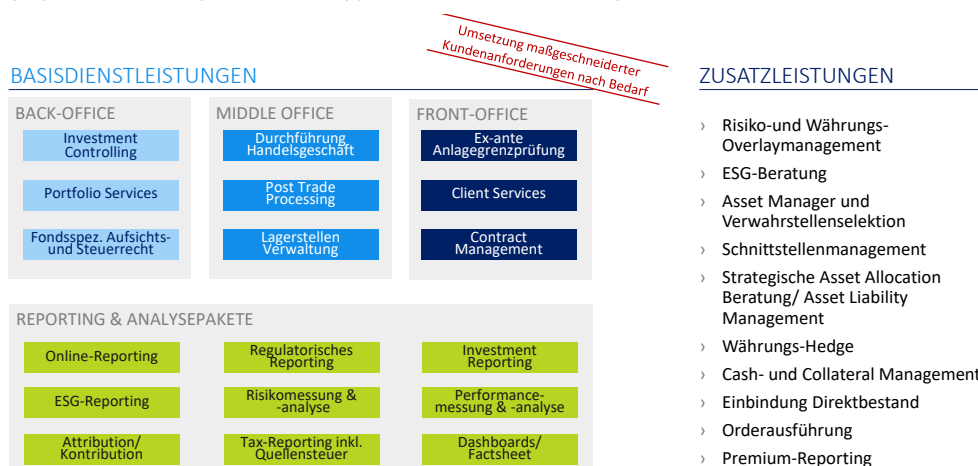
Abbildung 1.2

Leistungsspektrum der BayernInvest Gruppe – Integriertes Technologie- und Servicemodell für eine optimale Verzahnung von Asset Management und Master-KVG auf einer zentralen Plattform



Quelle: BayernInvest

Abbildung 1.3
Leistungsspektrum der BayernInvest Gruppe – Modulares Serviceangebot



Quelle: BayernInvest

So kann die strategische Konzeption von Anlagevehikeln sowohl nach deutschem als auch nach luxemburgischem Recht erfolgen. Von der individuellen Konzeption von Strukturierungslösungen über deren Umsetzung und tägliche Verwaltung bis zu einem einheitlichen Reporting bietet die BayernInvest institutionellen Investoren das komplette Leistungsspektrum entlang der gesamten Wertschöpfungskette.

Eine einheitliche Systemarchitektur ermöglicht die durchgängige Administration sowie ein gebündeltes Reporting über alle Assetklassen und Investmentvehikel hinweg. Die BayernInvest München ist dabei der Spezialist für liquide Assets in den Segmenten Renten, Aktien, Emerging Markets sowie Währungen, Rohstoffe und Multi Asset. Die Kompetenz für Alternative Investments ist wiederum

in Luxemburg gebündelt. Hier fungiert die BayernInvest Luxembourg als Spezialist in den Bereichen Private Equity, Private Debt, Real Estate Debt sowie Infrastructure Equity / Debt und bietet institutionellen Investoren White-Label- und Spezialfonds-Lösungen nach deren individuellen Vorgaben.

Die Basisdienstleistungen unserer gruppenweiten Administrationsplattform erstrecken sich von Back-Office-Tätigkeiten (Investment Controlling, Portfolio Services und Fondsspezifisches Aufsichts- und Steuerrecht) über unser Middle Office (Durchführung des Handelsgeschäfts, Post-Trade-Processing und Lagerstellen Verwaltung) bis zu dezidierten Front-Office-Tätigkeiten wie der Ex-ante-Anlageprüfung, unseren Client Services und dem Contract Management.

Autoren



Marjan Galun
BayernInvest
Geschäftsführer



Roland Reichert
Bayerische Landesbank
Bereichsleiter Sparkassen & Finanzinstitutionen,
Aufsichtsratsvorsitzender der BayernInvest

Zudem bieten wir ein einheitliches, aggregiertes Gesamtreporting aus einer Hand – vom Online-Reporting, Regulatorischem Reporting, Risikomessung & -analyse, über Tax-Reporting inklusive Quellensteuer, Investment Reporting, Performancemessung & -analyse sowie Dashboards und Factsheets. Dieses Basispaket kann kundenindividuell um Zusatzleistungen wie Risiko- und Währungs-Overlaymanagement, die Selektion von Asset Managern und Verwahrstellen, Schnittstellenmanagement, Strategische Asset Allocation, Währungs-Hedge, Cash- und Collateral Management uvm. ergänzt werden.

Mit Blick auf das herausfordernde Marktumfeld und die stetig wachsenden regulatorischen Anforderungen setzen wir zudem auf die kontinuierliche Neu- und Weiterentwicklung sowohl bei unseren Fondsprodukten als auch bei unseren umfangreichen Reportingpaketen.

Nachhaltigkeit ist Teil unserer DNA

Als langjähriger ESG-Spezialist ist Nachhaltigkeit Teil unserer DNA. Bereits 2011 hat die BayernInvest als einer der ersten Asset Manager die Prinzipien für verantwortungsvolle Investments der Vereinten Nationen (UN PRI) unterzeichnet. Diesen Prinzipien bleiben wir treu und bieten ein marktführendes Nachhaltigkeitsreporting. So können – in Abstimmung mit den individuellen Anforderungen unserer Kundinnen und Kunden – ESG-Kriterien sowohl in die Anlage- als auch in die Administrations- und Re-

portingprozesse integriert werden.

Als weiteres Added-Value eines mittelgroßen Hauses bieten wir unseren Kundinnen und Kunden den direkten Zugang zu unseren Fachexpertinnen und Fachexperten aus den verschiedenen Bereichen – von unserer Steuer- und Rechtsabteilung, dem Trading Order Desk, über Performance- und Risikomessung und Fondsadministration bis zu Master Desk und Client Services. Unser langjährig eingespieltes Kundenbetreuungs-Team sorgt für unkomplizierte Abstimmungswege mit vertrauten Ansprechpartnerinnen und -partnern. Im Vergleich zu vielen größeren Gesellschaften bieten wir dank kurzer Abstimmungswege eine höhere Flexibilität. Die Loyalität unserer Kundinnen und Kunden, die uns im Durchschnitt bereits seit 16 Jahren die Treue halten, zeugt von deren Zufriedenheit und bestätigt unseren Ansatz.

Als Full-Service-Provider greifen wir auf ein hohes Synergiepotenzial zurück, wodurch Zeit- und Qualitätsvorteile erzielt werden können. Gleichzeitig sind wir flexibel in der Anbindung externer Manager sowie Verwahrstellen.

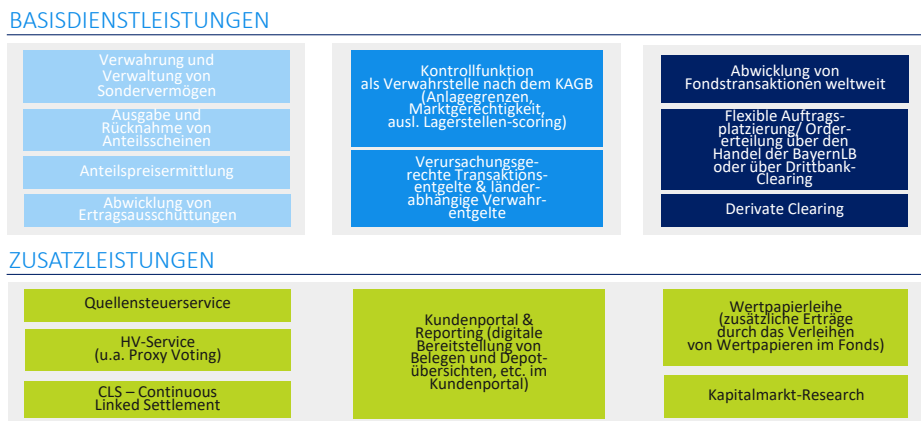
Maßgeschneiderte Services in der Verwahrstelle der BayernLB – unsere Kunden zahlen nur was sie benötigen oder in Anspruch nehmen

Die BayernLB gehört lt. BVI-Statistik (31.12.2023) zu den TOP 10 der Verwahrstellen für Wertpapier-Spezialfonds in Deutschland und betreut aktuell ein Asset-Volumen in der Verwahrstelle von rund 41 Mrd. Euro. Bei den mehr als 135 betreuten Spezialfonds handelt es sich bei über 50 Mandaten um Master-KVG Strukturen mit bis zu 10 Segmenten. Wir sind groß genug, um unseren Kundinnen und Kunden ein lückenloses Leistungsspektrum in

höchster Qualität anzubieten und schlank genug, um dies individuell und persönlich zu tun. Deshalb profitieren unsere Kundinnen und Kunden davon, dass wir eine mittelgroße Verwahrstelle/ Depotbank sind.

Unser Serviceangebot ist modular aufgebaut – sie zahlen nur das was sie benötigen oder in Anspruch nehmen. Langjährige Geschäftsverbindungen mit zufriedenen Kunden – im Schnitt seit über 20 Jahren – sprechen für sich.

Abbildung 1.4
Leistungsspektrum der BayernLB Verwahrstelle – Modulares Angebot



Quelle: BayernLB

Bayern Invest



Holger Leimbeck

Leiter Institutionelle Kunden

BayernInvest
Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH
Karlstraße 35
80333 München

T: +49 89 54 850-171

E: holger.leimbeck@bayerninvest.de

www.bayerninvest.de

BayernInvest

Als 100-prozentige Tochter der BayernLB wurde die BayernInvest 1989 in München gegründet und bildet seither das Kompetenzzentrum für institutionelles Asset Management innerhalb des BayernLB-Konzerns – mit inzwischen 35 Jahren Expertise im Master-KVG-Bereich. Nach der Gründung der BayernInvest Luxembourg im Jahr 1991, erfolgte 2003 die Bündelung der Master-KVG-Aktivitäten in einem eigenen Geschäftsfeld.



Robert Zedelmair
Abteilungsleiter Produktmanagement
Sparkassen/FI/ÖH

BayernLB
Brienerstraße 18
80333 München

T: +49 89 2171-24154
E: robert.zedelmair@bayernlb.de
www.bayernlb.de

Bayerische Landesbank

Die BayernLB ist als fokussierte Spezialbank wichtiger Investitionsfinanzierer für die bay-erische und die deutsche Wirtschaft. Die BayernLB hat sich dem Fortschritt verpflichtet. Unsere Kunden stehen im Mittelpunkt unseres nachhaltigen Handelns. Als stabile und finanzstarke Bank mit internationalem Wirkungskreis arbeiten wir effizient und denken langfristig.

Eine neue Ära? ESG-Strategien im Umbruch

Die Ergebnisse des aktuellen Global ESG Survey der BNP Paribas zeigen: ESG spielt bei den Investmentscheidungen institutioneller Investoren rund um den Globus nicht nur eine immer größere Rolle. In den kommenden Jahren werden sich auch die Bedeutung der unterschiedlichen Investmentansätze, die Anforderungen an die Emittenten, die ESG-Themenschwerpunkte sowie die Einbindung und Nachfrage nach ESG-Know-how verändern.

Seit 2017 führt BNP Paribas alle zwei Jahre eine umfassende Umfrage unter Asset Ownern und Asset Managern in Nordamerika, Europa und der Region Asien-Pazifik durch. Ziel des BNP Paribas Global ESG Survey ist es, die Einstellung institutioneller Investoren zu wichtigen ESG-Themen zu erfassen, ihre Meinungen und Ansichten zu ermitteln und diese im Zeitverlauf zu analysieren.

Die jüngste Befragung von 2023 belegt, dass ESG-Kriterien in den Anlageportfolios institutioneller Investoren eine immer größere Rolle spielen – und zwar über alle Anlageklassen hinweg. Rund ein Viertel der Befragten gab an, dass ESG-Kriterien mittlerweile bei mindestens 50 Prozent ihrer Aktienanlagen eine Rolle spielen, 17 Prozent der Befragten äußerten, dass dies auch bei ihren Private-Equity- und Private-Debt-Investments der Fall ist. Und 15 Prozent machten deutlich, dass sie ESG-Aspekte auch bei mindestens 50 Prozent ihrer Anleihen berücksichtigen. Damit ist ESG mittlerweile zweifellos zu einem integralen Bestandteil der

Anlagestrategie institutioneller Investoren weltweit geworden.

„Impact Investing“ gehört die Zukunft

Die Befragung zeigt aber auch deutliche Hinweise auf markante Veränderungen im Verhalten institutioneller Investoren in den kommenden Jahren. Dazu zählt zunächst, dass sich die Bedeutung der ESG-Investmentansätze verschiebt: Während heute noch die Ansätze „ESG-Integration“ und „Negativ-Screening“ dominieren, will die Mehrheit der Befragten in Zukunft verstärkt auf „Impact Investing“ und „Active Ownership“ setzen. Die meisten Befragten gehen sogar davon aus, dass „Impact Investing“ in wenigen Jahren der am häufigsten genutzte ESG-Investmentansatz sein wird.

Dies gilt übrigens insbesondere für Deutschland: Wertet man nur die Antworten der deutschen institutionellen Investoren aus, so zeigt sich, dass diese im „Impact Investing“ den Ansatz der Zukunft sehen. Bereits heute nutzt die Hälfte aller befragten Investoren in Deutschland diesen Ansatz, 2025 werden es nach Meinung der Befragten sogar zwei Drittel sein. Die Investmentansätze „ESG-Integration“ und „Negativ-Screening“ werden dagegen auch in Deutschland an Bedeutung verlieren. Die Ergebnisse zeigen also deutlich: Aktivere Ansätze rücken immer stärker in den Vordergrund und führen zu einer signifikanten Verschiebung in der Reihenfolge der bevorzugten Investmentansätze.

Zielvorgaben werden häufiger

Ohnehin scheinen sich die institutionellen Investoren rund um den Globus ihres Einflusses, Kapital in Investitionen mit messbarer Wirkung zu lenken, zunehmend bewusst zu werden und diesen Einfluss auch nutzen zu wollen. Dies zeigt sich auch in der wachsenden Bedeutung von Zielvorgaben: Rund die Hälfte der befragten Investoren verknüpft ihr nachhaltiges Investment immer häufiger mit CO₂-Reduktionszielen. Ein weiteres Drittel plant, in den nächsten zwei Jahren klare Zielvorgaben zu entwickeln. Auch wenn es sich dabei überwiegend um weiche Ziele handelt, sind immer mehr institutionelle Investoren klarer Vorgaben überzeugt. Dies gilt insbesondere für die Akteure in Europa und im asiatisch-pazifischen Raum. In Nordamerika sind Zielvorgaben deutlich seltener zu beobachten.

Der ESG Global Survey lässt auch erkennen, dass sich der Blick der Investoren bei den ESG-Themen derzeit weitert. Zwar stehen die Themen „Klimawandel“ und „Dekarbonisierung“ weiterhin mit Abstand im Fokus. Die Dominanz dieser beiden Themen wird aber in den beiden kommenden Jahren zugunsten von sozialen Themen und Governance-Aspekten abnehmen. Es ist daher zu erwarten, dass Themen wie Diversität, Gerechtigkeit und Inklusion, Arbeitnehmerrechte und Arbeitsbedingungen sowie verantwortungsvolle Unternehmensführung, Risikomanagement und Compliance künftig eine höhere Priorität bei Investmententscheidungen, Abstimmungen und aktiver Einflussnahme erhalten wer-

den. Auch hier ist dieser Wandel insbesondere in Europa und Asien-Pazifik zu beobachten, während in Nordamerika die hohe Dominanz ökologischer Themen zunächst noch anhalten wird.

ESG hält Einzug in immer mehr Prozesse

Auch die organisationsinternen Strukturen und Prozesse der institutionellen Investoren befinden sich den Umfrageergebnissen zufolge im Umbruch: So geben mehr als die Hälfte der Befragten an, dass sie für ihr Portfoliomanagement und ihre Anlageentscheidungen immer stärker auf ESG-Know-how und -Daten zurückgreifen. Insbesondere im Risikomanagement und in den Compliance-Prozessen haben ESG-Anforderungen bereits weitgehend Einzug gehalten. Außerdem werden sie zunehmend in der strategischen Asset Allokation und im Reporting berücksichtigt.

Entsprechende Expertise wird daher immer wichtiger und zunehmend gesucht, während gleichzeitig neue Daten- und Reportinginfrastrukturen aufgebaut werden. Hohe Investitionen in die IT sowie in die Qualifizierung des betroffenen Personals bzw. in die Rekrutierung entsprechend qualifizierter Mitarbeiter werden die nahe Zukunft prägen.

Externe Expertise wird stärker nachgefragt

Dass hiervon auch Dienstleister und Partner profitieren, liegt auf der Hand. Bereits heute lässt sich ein hoher Anteil der Befragten von Externen unterstützen. Im Mittelpunkt stehen laut den Ergebnis-

Autor



Thorsten Gommel
verantwortet seit April 2019 als General Manager das Geschäft von Securities Services bei BNP Paribas in Deutschland, Österreich, den Niederlanden & Nordics.

sen des Surveys dabei insbesondere Serviceleistungen bei der Einhaltung von ESG-Richtlinien, der Erfüllung und Gestaltung der aufsichtsrechtlichen ESG-Berichterstattung und der Aufbereitung interner oder externer Reports. Außerdem wird auf externe Dienstleister und Partner gerne bei der Entwicklung von ESG-Produkten, bei der Beschaffung und Nutzung von ESG-Daten und beim Risikomanagement von Portfolios zurückgegriffen.

Zukünftig werden diese Unterstützungsleistungen zweifellos noch intensiver nachgefragt. Denn um die zunehmenden regulatorischen Anforderungen erfüllen zu können, sehen sich die Investoren mit einem immer höheren Aufwand konfrontiert. Nur etwa die Hälfte der Investoren verfügt nach eigener Einschätzung jedoch über das erforderliche Know-how, um beispielsweise das regulatorische Reporting ohne jede Hilfe durchführen zu können. Und selbst diese Investoren geben an, dass sie gerne mit externen Partnern zusammenarbeiten, da diese aufgrund der Unterstützung mehrerer Marktteilnehmer in der Regel über wertvolle Kenntnisse und Erfahrungen verfügen.

Mangelnde Datenqualität bremst

Hohe Unzufriedenheit zeigt sich dagegen bei der Datenqualität: Auch wenn das Angebot an ESG-Daten in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen ist, gaben 71 Prozent aller Befragten an, dass die Unvollständigkeit und Inkonsistenz der Daten das größte Hindernis für eine stärkere Be-

rücksichtigung von ESG-Kriterien in ihren Portfolios sei. Viel zu häufig seien die verfügbaren Daten unvollständig und inkonsistent. Fast zwei Drittel der Befragten zieht aus diesem Grund mehrere Datenquellen zum Vergleich heran und über ein Drittel setzt auf eigenes Research.

Bei der Auswahl ihrer Partner legen institutionelle Investoren den größten Wert auf die Transparenz der von den Partnern verwendeten Datenmethodik. Rund die Hälfte der Befragten nannte dies als wichtigstes Kriterium. Demgegenüber ist für 41 Prozent der Befragten die Reputation bzw. die Marke des Partners in Bezug auf ESG das wichtigste Kriterium. Zu den weiteren am häufigsten genannten Kriterien zählten die vorhandenen ESG-Kompetenzen und -Fachkenntnisse, gemeinsame ESG-Werte und die Realisierung von Kostensynergien.

Wandel, Umbruch oder neue Ära?

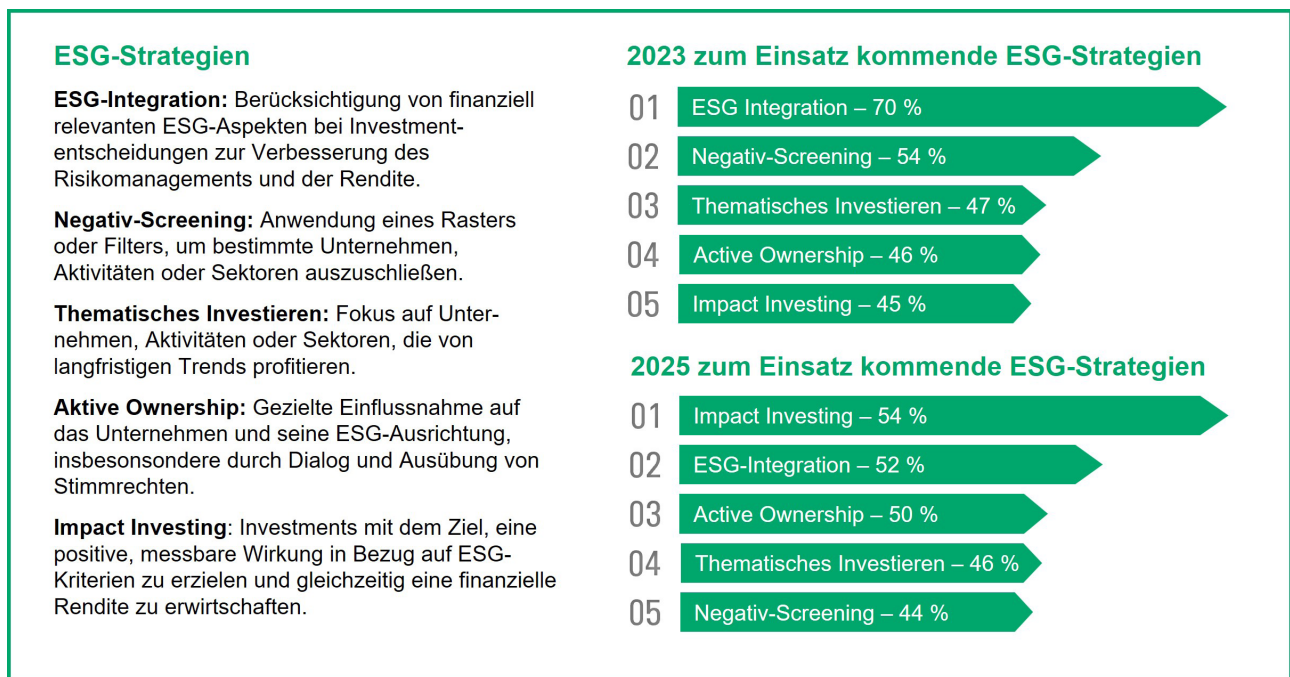
Die zahlreichen Veränderungen, die sich derzeit weltweit – weniger in Nordamerika, aber sehr deutlich nachvollziehbar in Europa und im asiatisch-pazifischen Raum – bei den institutionellen Investoren vollziehen, werfen die Frage auf, ob es sich dabei um einen Wandel, um einen Umbruch oder eine neue Ära handelt. Eine abschließende Antwort auf diese Frage wird wohl erst im Rückblick in einigen Jahren möglich sein. Klar ist jedoch, dass sich das Bewusstsein der institutionellen Investoren mit Blick auf die Bedeutung nachhaltiger Investments und auf ihre Rolle sowie ihres Einflusses auf die

weltweite nachhaltige Transformation verändert. Zudem ist eine Professionalisierung von Prozessen zu beobachten, die mit neuen Anforderungen an die Emittenten und Partner, die IT, das eigene Per-

sonal, die Datenqualität und die Dienstleister einhergeht. Wer die Chancen, die diese Entwicklung bietet, nutzen will, sollte jetzt handeln.

Abbildung 1.5

Securities Services BNP Paribas: ESG-Strategien



Quelle: Securities Services BNP Paribas

BNP Paribas – Geschäftsbereich Securities Services

BNP Paribas ist eine führende Bank in der Europäischen Union und gehört zu den bedeutendsten internationalen Finanzinstituten. Die Gruppe ist in 63 Ländern und Regionen vertreten und beschäftigt 183.000 Mitarbeitende. In Deutschland ist die BNP Paribas Gruppe seit 1947 aktiv und betreut mit ihren rund 6.000 Mitarbeitern Privat-, Geschäfts- und institutionelle Kunden mit einer breiten Palette von Produkten und Dienstleistungen.

Der Geschäftsbereich Securities Services bietet seinen Kunden ein umfassendes Produkt- und Dienstleistungsangebot im Bereich Asset Services. Institutionelle Investoren profitieren von einem globalen Netzwerk in über 90 Märkten, von der jahrzehntelangen Erfahrung und lokalen Marktkenntnis sowie der starken internationalen Position der BNP Paribas Gruppe. In Deutschland ist die BNP Paribas der größte Global Custodian und Marktführer im Verwahrstellengeschäft.



BNP PARIBAS



Thorsten Gommel
General Manager Deutschland,
Österreich, den Niederlanden & Nordics

Securities Services BNP Paribas
Senckenberganlage 19
60325 Frankfurt am Main

E: thorsten.gommel@bnpparibas.com
[securities.cib.bnpparibas](https://www.bnpparibas.com/securities.cib.bnpparibas)



Dietmar Roessler
Head of Business Development,
Deutschland, Securities Services

Securities Services BNP Paribas
Senckenberganlage 19
60325 Frankfurt am Main

E: dietmar.roessler@bnpparibas.com
[securities.cib.bnpparibas](https://www.bnpparibas.com/securities.cib.bnpparibas)

Alternative Investments – die Asset-Klasse mit Wechselwirkung und gesundem Selbstbewusstsein

Autorin



Dr. Sofia Harrschar
Universal Investment

Ob Finanzierungen von Großprojekten für Infrastruktur, erneuerbare Energien, Speichertechnologien, Carbon-Capture-Projekte oder Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen: Investitionskapital wird gesucht. Bei den Investoren besonders nachgefragt sind Ideen mit entsprechenden Strukturierungslösungen. Der Markt ist dynamisch, wächst rasant, und neue Themen werden durch Innovationen und gesellschaftliche Veränderungen geprägt. Ein Beispiel ist die Elektromobilität, mittlerweile ein globaler Wachstumsmarkt von der Energiegewinnung über die Speicherung von Strom bis zur Nutzung im Personenverkehr.

Die Wechselwirkung von Innovation, Umsetzung, Nachhaltigkeit und Performance wird in keiner anderen Asset-Klasse so gelebt wie bei Alternative Investments. In den letzten zwei Jahrzehnten entwickelte sich Private Equity in Europa von einem Nischensektor hin zum wichtigen Finanzgeber und Förderer von Unternehmen und Unternehmern. Ob in der Form von Business Angels, Venture Capital oder Management-Buy-out – die Private Markets haben sich neben der in Europa klassischen Form der Unternehmensfinanzierung über Banken etabliert. Das trifft auch für die Kapitalanlage zu, bei der Private Equity zu einem festen Bestandteil der Asset Allocation institutioneller Investoren geworden ist.

Diese Entwicklung lässt sich auf unseren Fondsplattformen nachvollziehen. Das Anlagevolumen hat sich selbst in den Jahren der Pandemie und

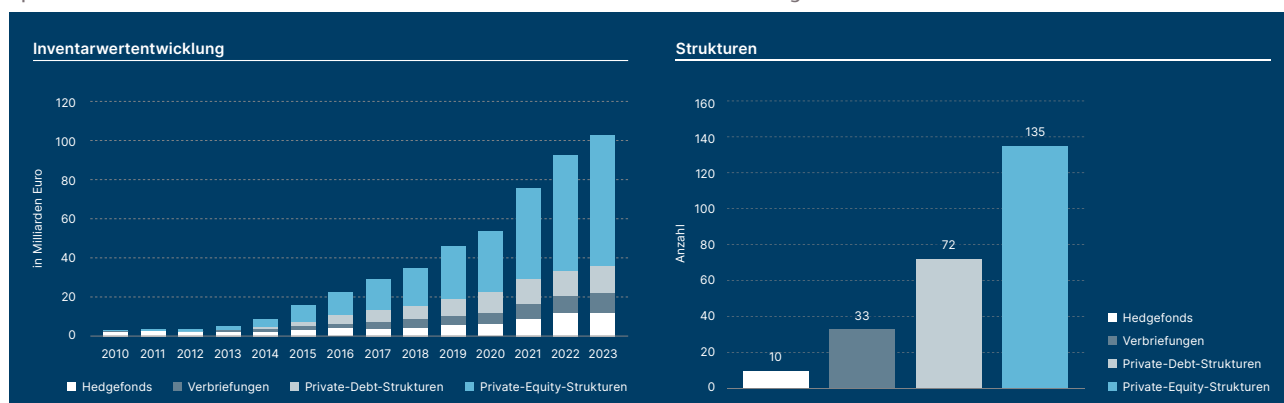
trotz Inflation zwischen Herbst 2020 und Herbst 2023 verdoppelt und sogar das Volumen von 100 Milliarden Euro Assets under Administration überschritten. Das Anlageprofil ist dabei weiterhin geprägt von „klassischen“ Investitionen in Private Equity, das heißt Buy-out, vor allem in Europa, aber auch den USA. Private Debt mit Projektfinanzierungen und sonstigen Fremdfinanzierungen an Unternehmen ist seit mehreren Jahren eine weitere Säule im Anlageuniversum. Zu erkennen ist auch, dass sich das Interesse der Investoren weiterhin auf Europa und Nordamerika konzentriert und Asien im Vergleich zu den Vorjahren rückläufig ist.

Mit Blick auf die thematischen Schwerpunkte, ist ein Trend zu Infrastruktur und damit verbunden zu Nachhaltigkeit festzustellen. In der Umsetzung finden sich allerdings große Unterschiede. Einige Investoren richten ihr gesamtes Portfolio anhand von ESG-Kriterien aus und sehen Alternative Investments als zentrales Element zur Investition in nachhaltige Projekte. Auch auf unserer Fondsplattform steigt die Anzahl der Alternative-Investment-Fonds, die als Artikel-8- oder Artikel-9-Fonds aufgelegt werden. So wurde 2023 bereits ein Drittel aller Projekte als Artikel-8-Fonds konzipiert.

Andere Investoren wiederum formalisieren ihre Anforderungen an Nachhaltigkeit weniger konkret in den Anlagebedingungen. Gleichwohl ist auch bei diesen Investoren anhand der Anlageschwerpunkte erkennbar, dass Nachhaltigkeit eine Rolle spielt.

Abbildung 1.6

Spezialstrukturen: Universal Investment und Universal Investment Luxembourg



Quelle: Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Daten jeweils zum Jahresultimo, Stand: Dezember 2023

Der Vorgaben-Wirklichkeit folgen

Die regulatorischen Vorgaben aus der Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) stellen Investoren, Asset Manager und auch Fondsgesellschaften, die ökologische oder soziale Merkmale berücksichtigen oder nachhaltige Investitionen anstreben, allerdings vor nicht unerhebliche Herausforderungen.

Die auf europäischer Ebene geltenden Regelungen und insbesondere die Taxonomieverordnung fordern, dass umfangreiche Informationen erhoben, offengelegt und die entsprechenden Berichtspflichten nach Level 2 eingehalten werden. Mit diesen Vorgaben sollen Investoren genau darüber informiert sein, was sich hinter ihren Investitionen verbirgt und in welcher Form die angestrebten Ziele erreicht werden sollen. Denn nur, wenn nach einem einheitlichen Schema Informationen darüber vorlie-

gen, was sich aus ESG-Sicht hinter den einzelnen Investments verbirgt, können sachgerechte Entscheidungen im Sinne der Nachhaltigkeit getroffen werden.

Um es konkret zu machen: Bei allen Artikel-8- und Artikel-9-Fonds müssen im Vertragswerk die expliziten Ziele dargelegt und begründet werden. Diese Ziele müssen während der Fondslaufzeit überprüft und Grenzen sowie eventuelle Ausschlüsse laufend überprüft werden. Dazu kommen umfassende vorvertragliche und periodische Offenlegungs-Templates, die erstellt werden im Sinne des Principal Adverse Impacts, kurz PAI. Und, falls diese Fonds negative Auswirkungen auf bestimmte Nachhaltigkeitsfaktoren haben sollten, gilt es zusätzlich aufzuzeigen, wie eben diese inkludiert werden. Werden PAIs nicht berücksichtigt, bedarf es einer ausführlichen Begründung.

Manches ist schon umgesetzt, manches braucht noch Zeit

Die Regulierung misst damit der Darstellung von Investmentzielen sowie der Beschreibung und Kontrolle der Umsetzung eine hohe Bedeutung bei. Grundlage hierfür sind korrekte und detaillierte Daten zu den Investments. Die operative Umsetzung der Vorgaben hat damit eine ebenso hohe Relevanz wie Datentransparenz. Die besondere Herausforderung: der Zugriff auf entsprechendes Datenmaterial. Allein die Beschaffung und die Auswertung transparenter und vergleichbarer Daten ist in Private Markets deutlich aufwändiger als im liquiden Bereich. Es gilt Wege zu finden, wie notwendige Informationen gesammelt und zur Verfügung gestellt werden können.

Hinzu kommen weltweit unterschiedliche regulatorische Vorgaben im Hinblick auf ESG. Während innerhalb der Europäischen Union ein starkes Augenmerk auf Datentransparenz gelegt wird, ist es in dieser Form weder in Großbritannien noch den USA der Fall. Viele Private Equity Manager haben ihren Sitz oft außerhalb der EU und damit nicht zwingend ein klares Verständnis der geforderten Daten und Reports. Wichtige Prozesse zur Verbesserung der Datenlage und der Bewertung sind bereits angestoßen, weitere werden mit Nachdruck entwickelt. Es ist klar erkennbar, dass die Branche intensiv an Lösungen arbeitet. Die in der Europäischen Union zunehmend veröffentlichten Nachhaltigkeitsanaly-

sen, beispielsweise bei Zielunternehmen, die im Jahresabschluss verankert werden, sind hilfreich, um einheitliche und zukünftig auch mit historischen Zeitreihen unterlegte Daten zu erhalten.

Festzustellen ist, dass sich nach und nach eine Bewusstseinsveränderung einstellt. Denn Fondsinitiatoren, die ihre Fonds in der Europäischen Union platzieren möchten, müssen mit diesen regulatorischen Anforderungen umgehen – auch im Hinblick auf den möglichen Aufwand, der beim Vorhalten benötigter ESG-Daten anfallen kann.

Als Fonds-Services-Plattform haben wir ein besonderes Augenmerk auf die sach- und marktgerechte Bewertung der Assets, auch bei sehr illiquiden Anlagen, wie Windkraftanlagen oder Eisenbahnlinien. Ziel sind Fair-Value-Berechnungen, um Investoren valide Informationen über den Wert ihrer Investments zu liefern und um aufsichtsrechtlichen Anforderungen gerecht zu werden.

Frei verfügbare Vergleichswerte und Bewertungen stellen in starkem Maße bisher „nur“ auf zugrunde liegende Unternehmensbewertungen ab. Und die Qualität der Bewertungen hängt oft davon ab, welches Datenmaterial seitens der Asset Manager zur Verfügung gestellt wird oder werden kann. Diese Informationen sind allerdings essenziell, um Bewertungen validieren und prüfen zu können. Hier bedarf es eines spezialisierten Bewertungsteams, das qualifiziert die vorliegenden Informationen

einordnet und diese entsprechend weiterbearbeitet. Damit wird eine Schnittstelle zwischen externen Gutachtern, Wirtschaftsprüfern und Fondsmanagern geschaffen, bei der alle Informationen zusammenlaufen und die den Abstimmungsprozess koordiniert, welche Form der Bewertung für den jeweiligen Fonds am besten geeignet ist.

Erfolg hängt von vielen Facetten ab

Grundlage eines erfolgreichen Investments ist logischerweise die Auswahl guter Zielinvestments. Dazu bedarf es tiefer Kenntnisse über Märkte, Trends und kluge Finanzierungsformen. Aus Sicht eines Investors kommen noch weitere Faktoren hinzu: Liquiditätsmanagement, Portfolio Management, Risk Management, Reporting und Fondsstruktur.

Gerade in illiquiden Fonds ist ein optimiertes Liquiditätsmanagement notwendig. Insbesondere, um einen ausreichend hohen Cash-Bestand vorzuhalten, der es erlaubt, auf (zeitkritische) Kapitalabrufe jederzeit zu reagieren, und um bei Rückflüssen transparent nachvollziehen zu können, wie sich die Kapitalrückflüsse und Erträge verhalten – ein Aspekt, der sich auch im Reporting widerspiegeln muss. Generell muss das Reporting den Besonderheiten der Alternative Investments gerecht werden und möglichst umfassend die Zielinvestments und deren Gliederung, regulatorische Einordnung sowie den wirtschaftlichen Erfolg darstellen.

Gerade in Zeiten der Unsicherheit gibt eine passgenaue Struktur die Stabilität, die das Portfolio braucht. Gepaart mit einem adäquaten Risk Management können Risiken erkannt und adressiert werden. Dazu braucht es umfassende Expertise, langjährige Erfahrung und fundierte Marktkenntnisse. Die Fähigkeit, passgenaue Strukturen, Prozesse und die Administration für diese selbstbewusste Asset-Klasse anzubieten, ist daher ein essenzieller Faktor für eine gelingende Strategie bei Alternative Investments.

Wie die Zahlen zeigen, haben sich Alternative Investments als Asset-Klasse etabliert. Grundlage hierfür ist (und bleibt), dass alle Informationen zu den Anlagen sowie die Kenntnisse über das Management in einen erforderlichen Kontext gesetzt werden, der sowohl als Struktur wie als Prozess funktioniert und auf die Anforderungen der Investoren und Regulatoren ausgerichtet ist.

Der Bedarf an Finanzierungen über den Private Market, sei es als Private Equity oder Private Debt, ist ungebrochen hoch. Alternative Investments stehen für Entwicklung, Innovation und haben unter Beweis gestellt, auch in schwierigen Zeiten Performance zu liefern. Eben eine Asset-Klasse mit Wechselwirkung und gesundem Selbstbewusstsein.

Die Universal Investment Gruppe ist eine der führenden europäischen Fonds-Service-Plattformen und Super ManCos mit rund 1.051 Milliarden Euro administriertem Vermögen, über 5.000 Fonds- und Investmentmandaten und mehr als 1.700 Mitarbeitenden an den Standorten Frankfurt am Main, Luxemburg, Dublin, London, Paris, Stockholm und Krakau. Das 1968 gegründete Unternehmen bietet als unabhängige Plattform Institutionellen Investoren und Fondsinitiatoren Strukturierungs- und Administrationslösungen sowie Risikomanagement für Wertpapiere, Immobilien und Alternative Investments. Universal Investment ist Unterzeichnerin der UN Principles for Responsible Investment und Mitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V. (Stand: März 2024)



Katja Müller
Chief Customer Officer

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

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



Dr. Sofia Harrschar
Head of Alternative Investments & Structuring
Member of the Board
Executive Director

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

T: +49 69 71043-260
E: sofia.harrschar@universal-investment.com
www.universal-investment.com

2. Acht Thesen – vier Experten

In diesem Kapitel haben wir Vertreter aus den Sponsorenhäusern gebeten, zu acht Thesen Stellung zu nehmen. Die Thesen sind bewusst plakativ formuliert und bieten Potential für unterschiedliche Sichtweisen. Im Kern geht es um die Charakteristika und Risiken der Portfolien von Versicherungen und Pensionseinrichtungen.



Mirko Engels

apoBank

Leiter Institutionelle Kunden | apoBank & Geschäftsführer Apo Asset Management



Roland Reichert

Bayerische Landesbank

Bereichsleiter Sparkassen & Finanzinstitutionen,
Aufsichtsratsvorsitzender BayernInvest



Alexander Lehn

Securities Services BNP Paribas

Head of Client Lines,
Securities Services, Germany & Austria



Jochen Meyers

Universal Investment

Area Head Relationship Management
Institutional Investors

„Aufgrund des Renditedrucks und Zinsdilemmas der vergangenen Dekade sind Versicherungen und Pensions-einrichtungen stetig höhere Risiken bei Allokation und Struktur ihrer Kapitalanlagen eingegangen, was zu einer erheblichen Fragilität und Sprengkraft der Kapitalanlagen führt.“

Engels: „Niedrige Kapitalmarktzinsen haben dazu geführt, dass verpflichtungsorientierte Anleger für ihre Rechnungszins-Erfordernisse vor allem Risikokapital- und Immobilienquoten dotiert haben. Optimierte bzw. allokiert wurde vor allem zugunsten höherer Rendite, d. h. Anlagen in Private Markets und Immobilien abseits von Core-Investments wurden wesentliche Bestandteile der Portfolios. Im Bereich von Fixed Income konnten Spread-Produkte die Null-/Negativverzinsung teilweise kompensieren. Rendite-/Risikoprofile haben sich deutlich zu Lasten der Risikotragfähigkeit verändert. Auf die Abschreibungsbedarfe bei notierten Assets im Jahr 2022 folgt aktuell der „Stress“ negativer Bewertungsanpassungen bei illiquiden Anlagen und disruptive Entwicklungen, z. B. im Bereich von Immobilienprojektfinanzierungen.“

Reichert: „Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind auf konstante Renditen angewiesen, um ihren langfristigen Verpflichtungen nachkommen zu können. Deshalb hat das Zinsdilemma der vergangenen Dekade tatsächlich dazu geführt, dass stetig höhere Risiken bei Allokation und Struktur

der Kapitalanlagen eingegangen wurden und auch verstärkt in illiquide Assets investiert wurde. Ein konsequentes Risikomanagement, eine größere Portfoliodiversifizierung, eine gestiegene Kapitalisierung und eine gleichzeitige Reduzierung der benötigten Renditen auf Passivseite haben aber dazu geführt, dass die eingegangenen Risiken beherrschbar bleiben. Außerdem sind die Anlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen im aufsichtsrechtlichen Rahmen erfolgt.“

Lehn: „Allein 40 Pensionskassen stehen bereits unter intensiverer Beobachtung durch die BaFin, weil der zugesagte Rechnungszins von bis zu 3,5 % in der Niedrigzinsphase nicht erwirtschaftet werden konnte.“

Das Zinsdilemma der vergangenen Dekade hat u.a. zu einer starken Ausweitung des Exposures in Private Capital Assetklassen geführt. Die Anzahl der Unternehmensinsolvenzen dürfte in Folge der gestiegenen Zins- und Personalkosten sowie des geringen Wirtschaftswachstums in den kommenden Jahren ansteigen, wobei die Auswirkungen besonders in Corporate Private Equity spürbar sein werden.

Auf der anderen Seite setzen die Anleger seit dem höheren Zinsniveau auf Derisking. So werden in Corporate Private Debt strengere Covenants verhandelt als dies zuvor im Niedrigzinsumfeld möglich war. Darüber hinaus ist anzumerken, dass die Investitionen von Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen im Bereich Infrastruktur und Real Estate Debt üblicherweise Investment Grade Qualität aufweisen.“

Meyers: „Es ist richtig, dass Versicherer und Pensionseinrichtungen in der Niedrigzinsphase bis 2022 höhere Risiken eingehen mussten. In diesem Zeitraum erhöhten sie insbesondere Investments in Alternatives und Immobilien. Allerdings geschah dies im aufsichtsrechtlichen Rahmen. Grundsätzlich sind die Eigenkapitalstruktur und Solvency Capital Require-

ments der Versicherungsunternehmen weiterhin gut und die Risiken scheinen damit verkraftbar. Von einer gefährlichen Sprengkraft kann also offenbar weiterhin keine Rede sein. Wichtig ist ein professionelles Risikomanagement durch den Investor oder die Master-KVG. Insbesondere Pensionseinrichtungen fragten dies in den letzten Jahren immer stärker nach und profitieren weiterhin davon. Zusätzlich gab es 2023 sogar ein De-Risking, da wieder ertragreiche Anlagemöglichkeiten mit sehr niedrigen Risiken vorhanden waren.“

„Der Zinsanstieg seit Frühjahr 2022 hat zu dramatischen Abwertungen von Bonds-investments geführt unter denen Versicherungen und Pensionseinrichtungen noch jahrelang leiden werden.“

Reichert: „Die Bestandsinvestments in Anleihen mit längeren Laufzeiten haben im Zuge des Zinsanstiegs teilweise deutlich an Wert verloren. Die Versicherungen waren hierbei deutlich stärker betroffen als die Pensionseinrichtungen. Aber viele institutionelle Investoren waren sich der mit Zinssteigerungsszenarien einhergehenden Risiken sehr bewusst und haben mit entsprechenden Absicherungsmaßnahmen in ihren Portfolien reagiert. Die verstärkte Portfoliodiversifikation der letzten Jahre hat außerdem zu einer Vergrößerung von Portfolioanteilen (z.B. Infrastrukturanlagen) geführt, die keinen zinssteigerungsbedingten Abschreibungen unterliegen. Die attraktiveren Zinsen für Neuanlagen haben zusätzlich für Entlastungseffekte gesorgt.“

Lehn: „Relevant ist vor allem, welche ALM-Philosophie verfolgt wird. Bei einem konsequenten Cashflow Matching reduziert sich das Risiko von verbindlichkeitsorientierten Anlegern, da ein großer Teil der Investitionen Held-to-Maturity

sind, insofern keine Abschreibungen nötig werden, solange der Emittent den Kapitaldienst leisten kann.

Kurzfristige Liquiditätsprobleme können dazu führen, dass Versicherungen und Pensionseinrichtungen stille Lasten realisieren müssen. Darüber hinaus bestehen aufgrund der angespannten Liquidität nur sehr geringe Spielräume, das aktuelle Zinsniveau zu nutzen, um in Erwartung einer kommenden Zinssenkung die Allokation in liquiden Anleihen auf einem attraktiven Renditeniveau auszuweiten.“

Meyers: „Diesem Risiko waren sich viele Anleger bewusst und reagierten mit einer breiteren Asset-Allokation und Risikodiversifikation weg von reinen Anleiheportfolios. Hinsichtlich der Duration wurde oft versucht, diese mit den Versicherungsverbindlichkeiten übereinzubringen. Da Versicherer oft nach HGB bilanzieren, gilt das Niederstwertprinzip, sodass keine Abschreibungen im Direktbestand notwendig waren. Zudem konnte die Duration durch Overlays oder internes Risikomanagement gesteuert werden. Das war teils auch notwendig, um die Zinsstresstests der Finanzaufsicht zu bestehen, und hat in vielen Fällen auch den Schmerz des jetzt erfolgten Renditeanstiegs deutlich gemildert.“

Engels: „Die Vermögensverluste der Kapitalanlagen durch den Zinsanstieg werden noch einige Jahre in den Bewertungsreserven ersichtlich sein. Bilanziell unterscheidet sich die Betroffenheit der Anleger u. a. gemäß ihrer Bilanzierungsgrundsätze. Der größte Teil der festverzinslichen Investments bei Versicherungen wird in Form von Namenspapieren im Anlagevermögen geführt und unterliegt nach HGB dem gemilderten Niederstwertprinzip. Zinsinduzierte vorübergehende Wertminderungen haben keinen Effekt in der Bilanz und GuV. Nur für Anleihen im Umlaufvermögen sind Verluste zwingend abzuschreiben. Ähnlich unterschiedlich sind die Auswirkungen nach dem IFRS, ob die Bonds zu fortgeführten Anschaffungskosten oder zum Fair Value bilanziert werden.“

„Die Abwertungen von Bondsbeständen auf der Aktivseite der Bilanzen von verbindlichkeitsorientierten Investoren sorgt für mehr Kopfschmerzen als der Effekt auf der Passivseite, wo steigende Liabilities mit einem höheren Zins abdiskontiert werden können.“

Lehn: „Aus einer ökonomischen Betrachtung widerspreche ich der These. Bei einem Duration Matching dürften die Verbindlichkeiten von Versicherungsunternehmen stärker gefallen sein als die Assets. Zum einen ist die Duration der Passivseite weiterhin länger als auf der Aktivseite, auch wenn die Versicherungsunternehmen in den letzten Jahren die Duration in der Kapitalanlage ausgebaut haben. Zum anderen besteht durch die Optionalität in den Versicherungsverträgen eine stärkere Konvexität.“

Auf der anderen Seite haben die Investoren nur sehr begrenzte Möglichkeiten, ihre Aktivseite umzuschichten. Das liegt u.a. daran, dass die Rückflüsse aus Anleihen mit niedrigen Kupons nur langsam auflaufen. Hinzu kommt im Falle einiger Lebensversicherer, dass sich die Prämieinnahmen aus dem Neugeschäft weniger gut entwickelt haben als ursprünglich geplant. Dementsprechend wurden teilweise zu hohe Commitments in Private Capital Zielinvestitionen abgegeben, für die nun teilweise nicht ausreichend Liquidität zur Verfügung steht.“

Meyers: „Diese Einschätzung hören wir auch im Markt des Öfteren, stimmen ihr aber nicht unbedingt zu. Es ist zwar richtig, dass Zinserhöhungen und die dadurch ausgelösten Abwertungen negativ auf die Anleihebestände der Aktivseite

einwirken – aber eben nur da. Auf der gesamten Passivseite dagegen profitieren die Investoren, weil die Verbindlichkeiten aufgrund der höheren Zinsen stärker diskontiert werden. Hinzukommt, dass sich andere Asset-Klassen, wie Aktien oder Alternatives, überaus positiv entwickelt haben, sodass sich die Kopfschmerzen in Grenzen halten dürften – falls überhaupt welche auftreten.“

Engels: „Da z. B. Versorgungswerke und Pensionskassen ihre Passiva mit einem festen Rechnungszins abdiskontieren, ist der entlastende Effekt des Zinsanstiegs nicht direkt in der Deckungsrückstellung ersichtlich. Jedoch kann ein Teil der Zinszusatz- bzw. Zinsschwankungsreserve auf der Passivseite aufgrund der wieder höheren Zinsen aufgelöst werden und entlastet somit die Bilanz. Dem gegenüber steht die Abwertung der Bonds in der (ökonomischen) Bilanz. Die längere Duration der Passiva gleicht dies jedoch aus, so dass insgesamt der Zinsanstieg einen entlastenden Effekt hat.“

Reichert: „Im Rahmen der vorgegebenen regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen haben die Investoren ihre Portfolien in den letzten Jahren zusehends diversifiziert, in neue renditestarke Assetklassen investiert und dabei zinssteigerungsbedingten Risiken entgegengewirkt. Außerdem haben einige Pensionseinrichtungen die höheren Kapitalmarktrenditen im Rahmen der verfügbaren Liquidität dazu genutzt in langlaufende attraktiv verzinste Namensschuldverschreibungen zu investieren und den Anteil abgewerteter Assets zu verringern. Der Renditeanstieg hat zudem zu einer entlastenden Reduzierung des Barwerts auf der Passivseite geführt.“

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

Meyers: „Das ist keine Frage von zehn Jahren. Bei manchem Versorgungswerk beobachten wir das heute schon. Bei aller Dringlichkeit des Problems bleibt aber festzuhalten, dass es sich um eine Entwicklung handelt, die entsprechend lange Vorlaufzeiten hat. Wir beobachten, dass sich Pensionseinrichtungen bereits darauf vorbereiten und geeignete Maßnahmen ergreifen. So wird etwa jetzt schon das Thema Liquiditätssteuerung immer wichtiger. Zudem haben verbindlichkeitsorientierte Investoren damit begonnen, ihre Portfolios nach und nach, aber konsequent umzubauen, was unter anderem dazu führen kann, dass die Illiquiditätsprämien sinken. Und schließlich haben unserer Einschätzung nach viele Versorgungseinrichtungen die höheren Zinsen genutzt, um sich langfristig Niveaus über ihrem Rechnungszins zu sichern.“

Engels: „Entwicklungen der Leistungsverpflichtungen von Altersvorsorgeeinrichtungen sind – im Gegensatz zu den Kapitalanlagen – mittels versicherungsmathematischer Methoden gut vorhersehbar und planbar. Dies gilt insbesondere für berufsständische Versorgungswerke und andere Pflichtversicherungssysteme der 1. Säule der Altersvorsorge, die sich keinem Wettbewerb um neue Versicherte stellen müssen. Mit ALM-Modellen und -Studien können künftige Leistungs-

auszahlungen und Beitragseinnahmen für viele Jahre im Voraus zuverlässig abgeschätzt und der Aufbau des Sicherungsvermögens prognostiziert werden. Eine Veränderung des Verhältnisses von Beitragszahlern zu Leistungsempfängern gefährdet daher weder die Bilanzstrukturen noch die Liquidität. Größere Auszahlungen, die nicht durch Beitragseinnahmen in gleicher Höhe gedeckt sind, können über Kapitalerträge und Rückflüsse des Sicherungsvermögens finanziert werden, sofern das Vermögen hinreichend liquide angelegt wurde.

Für Wettbewerbs-Pensionskassen der betrieblichen Altersversorgung stellt sich die Situation etwas anders dar: Vollständig kapitalgedeckt sind sie nicht auf einen stetigen Zugang neuer Versicherter zur Finanzierung der Leistungen angewiesen. Ein Rückgang im Neugeschäft belastet das Ergebnis eher über die Deckung der Kosten. Daher werden auch hier regelmäßige Szenariorechnungen im Asset Liability Management und eigene Risikobeurteilungen durchgeführt.“

Reichert: „Die demografische Entwicklung ist sicherlich ein belastender Faktor für Versicherungen und Pensionskassen und erhöht die Herausforderungen im Asset Liability Management (ALM), auch wenn diese Entwicklung seit längerem bekannt und relativ verlässlich prognostizierbar ist. Allerdings haben sich in den letzten Jahren auch die Asset Liability Modelle entsprechend weiterentwickelt. So haben sich speziell die Cash-Flow-Projektionsmodelle, die stochastischen Risikomodelle und die finanzmathematischen Modellierungsansätze verbessert. Zudem haben viele Einrichtungen der betrieblichen und berufsständischen Altersvorsorge im letzten Jahrzehnt Rücklagen aufbauen können. Ein weiterer entlastender Faktor ist der seit mehreren Jahren erkennbare Trend zu Beitragszusagen (Defined Contribution) und fondsgebundenen Versicherungen. Unmittelbare Leistungszusagen (Defined Benefit-Pläne, Lebensversicherungen mit Kapitalgarantie) werden dagegen kaum noch angeboten. Dies hat zur Folge, dass bei den Beitragszusagen eine Verlagerung

des Kapitalmarktrisikos bzw. der Kapitalmarktchancen vom Anbieter auf den Versicherten/ Beitragszahler stattgefunden hat. Letztlich lässt sich daraus folgern, dass Versicherungen und die Institutionen der beruflichen Altersvorsorge sich bereits seit längerem mit der demografischen Entwicklung professionell auseinandergesetzt haben und adäquate Maßnahmen für das veränderte Umfeld implementiert haben.“

Lehn: „Die geburtenstarken Jahrgänge erreichen in den kommenden 10-12 Jahren das gesetzliche Renteneintrittsalter. Die Anzahl der Erwerbstätigen in den nächstjüngeren Altersgruppen weist eine besorgniserregende Lücke auf. Im Gegensatz zur gesetzlichen Rentenversicherung, sind die Verbindlichkeiten der Pensionseinrichtungen jedoch kapitalgedeckt und nicht umlagefinanziert. Durch eine kapitalgedeckte Versorgung sind die Rückstellungen für zukünftige Verpflichtungen durch entsprechende Investitionen gesichert. Zudem sieht die Kapitalanlage von verbindlichkeitsorientierten Investoren üblicherweise gewisse Cashflow Matching Strategien vor.“

Auch die Bundesregierung plant nun mit dem Generationenkapital einen Kapitalstock aufzubauen, der die Finanzierung der gesetzlichen Rentenversicherung zukünftig stabilisieren soll. Darüber hinaus dürfte die Bevölkerung in Deutschland u.a. durch Effekte wie die Zuwanderung über die kommenden Jahre steigen und für weitere Einzahler sorgen und somit auch für ein gestärktes Sozialsystem. Dies schafft auch in Zeiten einer alternden Bevölkerung Sicherheit und Stabilität.“

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

Engels: „Im Kontext genereller Taxonomie, aktueller Verordnungen und regulatorischer Impulse für Pensionseinrichtungen ist die Berücksichtigung von ESG-Kriterien deutlich vorangeschritten und in unterschiedlichem Maße in Entscheidungs- und Investmentprozesse etabliert.“

Mit zunehmendem gesellschaftlichen, politischen und regulatorischen Druck auf alle Marktteilnehmer erhöht sich die Wahrscheinlichkeit einer stärkeren Konzentration auf ESG-konforme Portfolien weiterhin. Anforderungen an Anleger, die Finanzbranche generell und Unternehmen mit Finanzierungsbedarfen steigen entsprechend an. Eine „Übersetzung“ auf Bewertung und Marktpreise ist wahrscheinlich. Die Gefahr der Abwertung von Stranded Assets (z. B. im Immobilien-Exposure) für Bestandsinvestoren steigt.“

Reichert: „Im Zuge des regulatorischen und politischen Drucks hat sich in den letzten Jahren ein zunehmender Trend zu ESG-Investments abgezeichnet, zumal in der Niedrigzinsphase solche Investments als willkommene attraktive Portfoliodiversifikation von den Investoren wahrgenommen wurde. Gleichwohl beobachten wir derzeit keine akuten preislichen Übertreibungen und keine breiten Fehlbewertungen bei ESG-Investment. Das liegt insbesondere daran,

dass das verfügbare Volumen an ESG-Anlagen kontinuierlich wächst und gleichzeitig die Investoren ihren Portfoliumbau nur schrittweise und vorsichtig vornehmen. Das gestiegene Zinsniveau am Kapitalmarkt hat aufgrund der verbesserten Attraktivität von verzinslichen Kapitalmarktinstrumenten auch dazu geführt, dass sich Umschichtungen in ESG-Infrastrukturanlagen verlangsamt haben.“

Lehn: „Obgleich ESG-Investments in der Kapitalanlage aller institutioneller Anleger auf der Agenda stehen, sind längst nicht alle Investoren bereit, Spreadabschläge z. B. für Green Bonds in Kauf zu nehmen. Kurzfristig sind Anomalien aufgrund eines begrenzten Angebotes in Relation zur Nachfrage möglich. Jedoch dürfte aufgrund der anstehenden Transformationsaufgaben und der damit verbundenen Investitionsanfordernisse die steigende Angebotsseite mittel- bis langfristig für ein gesundes Gleichgewicht sorgen.“

Die Auswirkungen auf den Immobilienmarkt und insbesondere auf Bürogebäude in der Peripherie ist bedenklich. Die Vermarktung eines nicht ESG konformen Bürogebäudes mit hohem CO₂-Fußabdruck wird zunehmend schwer. Der Leerstand führt nicht unmittelbar zu einer Abwertung des Objektes, da die Transaktionstätigkeit am Markt seit 2022 drastisch eingebrochen ist. Irgendwann kommt es jedoch im schlimmsten Fall zu „forced sales.“

Meyers: „Richtig ist, dass es im Moment eine gewisse Zurückhaltung auf Seiten der Investoren gibt. Aber wen wundert das? Die regulatorischen Vorgaben sind bereits sehr streng und lassen wenig Spielraum – auch wegen der Gefahr eines potenziellen Greenwashings. Entweder definiert ein Fonds Nachhaltigkeitsmerkmale oder investiert in nachhaltige Investitionen nach den Artikeln 8 oder 9 der EU-Offenlegungsvorordnung oder eben nicht und wird als Artikel 6 klassifiziert. Aus unserer Sicht besteht die eigentliche Herausforderung darin, dass große Mengen Kapital in Unternehmen geleitet werden, die bereits nachhaltig sind, obwohl

eigentlich die Firmen mit dem größten Transformationspotenzial gefördert werden sollten.“

„Pensionseinrichtungen sind seit Ende 2022 die größte Anteilseignergruppe im Spezialfondsgeschäft vor Versicherungen und werden dies mit wachsendem Abstand auch zukünftig bleiben.“

Reichert: „Im Zuge des Renditeanstiegs seit dem Frühjahr 2022 hat sich die Attraktivität von direkten Bondinvestments für viele Investoren deutlich verbessert und zu zwischenzeitlich hohen Umschichtungen in Direktanlagen geführt. Aufgrund des größeren Bondanteils in den Portfolien der Versicherer im Vergleich zu den Pensionseinrichtungen waren die Nettomittelzuflüsse deshalb in den letzten zwei Jahren bei den Spezialfonds bei Pensionseinrichtungen deutlich größer als bei Versicherungen und die Bewertungsverluste bei den Spezialfonds der Pensionseinrichtungen geringer. U.E. ist das aber nur eine temporäre Entwicklung und das Nettoneugeschäft von Spezialfonds wird bei beiden Kundengruppen in Zukunft wieder Fahrt aufnehmen. Die Spezialfonds-Volumenanteile beider Kundengruppen werden vergleichbar groß bleiben.“

Lehn: „Die Prämieinnahmen aus dem Lebensversicherungsgeschäft sind unter Druck, die Sachversicherer haben mit Inflation und großen Schadensquoten zu kämpfen, lediglich die Krankenversicherer präsentieren sich aktuell noch relativ stabil. Diese Effekte dämpfen die Netto-Mittelzuflüsse von Versicherungsunternehmen in Spezialfonds.“

Des Weiteren investieren Versicherungen einen Großteil Ihrer Kapitalanlagen in Solva 0 Anleihen. Diese Investitionen finden üblicherweise in der Direktanlage und weniger über Spezialfonds statt. Wohingegen die höhere Allokation von Pensionseinrichtungen in Private Capital Assetklassen und Aktien in der Regel über Fondsvehikel umgesetzt wird.

Hinzu kommt, dass Versicherungsunternehmen in der Kapitalanlage häufig mit einer größeren Personaldecke ausgestattet sind als dies bei vielen Pensionseinrichtungen der Fall ist. Aus diesem Grund wird tendenziell ein größerer Teil der Kapitalanlagen von Pensionseinrichtungen durch externe Asset Manager über Spezialfondsmandate gesteuert.“

Meyers: „Unserer Einschätzung nach könnte das tatsächlich so bleiben. Ausschlaggebend dafür sind allerdings weniger die Mittelzuflüsse oder die Wertentwicklung als vielmehr die Frage nach der Fähigkeit, außerhalb eines Spezialfonds auskömmliche Renditen zu erwirtschaften und die entsprechenden Kapitalanlagen zu managen. Und das dürfte wohl eher Versicherungen gelingen, die die gesamte dafür erforderliche Infrastruktur vorhalten. Pensionseinrichtungen dagegen werden tendenziell mehr Geld in Fonds investieren. Die Vorteile für eine solche Lösung liegen klar rauf der Hand und sind breit gefächert: Zum einen sorgen das Heben stiller Reserven, eine geringere Volatilität und das Senken der Immobilienquote über Kredite für eine Optimierung der Bilanz. Zum anderen profitieren Investoren von strukturellen Verbesserungen durch eine flexible Steuerung des Portfolios und ein einheitliches Reporting. Und schließlich führen die Auslagerung von Immobilien- und Risikomanagement, ein strategisches Portfoliomanagement und der Zugriff auf das Know-how der KVG zu einer Optimierung der Kosten.“

Engels: „Spezialfonds bleiben weiterhin wesentlicher Bestandteil und bevorzugtes Instrument von Pensionseinrichtungen zur bilanziellen Bündelung und Steuerung eines

Großteils ihrer Allokation. Bewertungskorrekturen bei liquiden Inventaren im Jahr 2022 und höhere erzielbare Renditen in festverzinslichen Direktanlagen haben zu stagnierenden bzw. z. T. rückläufigen Fondsvolumina geführt. Aufgrund erwarteter Zinssenkungen bedingt der abnehmende Komfort erzielbarer Nominalzinsen perspektivisch aber wieder eine erhöhte Nachfrage nach den Anlageklassen, die klassisch im Outsourcing bzw. indirekt in Fonds verwaltet werden.“

„Der deutsche Spezial-AIF bleibt in den kommenden 10 Jahren die attraktivste Anlageform für indirekte Kapitalanlagen von in Deutschland ansässigen Versicherungen und Pensions-einrichtungen.“

Lehn: „Für institutionelle Investoren, die eine leistungsstarke Verwahrstelle mit einer skalierbaren, globalen Plattform mandatieren, ist der deutsche Spezial-AIF die attraktivste Anlageform, um die gesamte Bandbreite an Assetklassen, Märkten und Instrumenten abdecken zu können. Im Vergleich zu Luxemburger Fondsvehikeln ist der deutsche Spezial-AIF zudem sehr kosteneffizient umsetzbar.

Das investmentrechtliche Rahmenwerk stellt den Anlegerschutz sicher und bietet insbesondere mit den Investmentvermögen nach §284 sowie §282 KAGB ein ausreichendes Instrumentarium, um die Anforderungen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen zu bedienen.“

Meyers: „Absolut richtig. Dem kann ich nur zustimmen. Der Spezial-AIF ist in Deutschland die Fondshülle der Wahl. Mehr

noch. Durch Anlagelösungen nach §282 und §285 Kapitalanlagesetzbuch wird das Vehikel sogar noch attraktiver für Alternative Investments.“

Engels: „Der positive Trend wachsender deutscher Spezial- und Masterfonds wurde in 2022 erstmals seit langer Zeit gebrochen. Dennoch bleibt der Spezial- bzw. Individualfonds für institutionelle Anleger grundsätzlich die attraktivste Anlageform: Neben bilanziellen Vorteilen bietet er ein Höchstmaß an Individualität und Gestaltungsmöglichkeiten für die Umsetzung eines Großteils der strategischen Allokation und das Outsourcing von Investmentprozessen an Experten. Rahmenbedingungen in Form von passgenauen Anlagerichtlinien, Skalen- und Kostenvorteile sowie geeignete Reporting-Formate sind wesentliche Vorteile und Instrumente für die Steuerung und das Controlling der indirekten Kapitalanlagen.“

Reichert: „Der positive Trend zur Nutzung von deutschen Spezial-AIF bleibt aus unserer Sicht in den nächsten Jahren ungebrochen. Das liegt daran, dass der deutsche Spezial-AIF für Versicherungen und Pensionseinrichtungen die Möglichkeit maßgeschneiderter individueller Lösungen schafft und gleichzeitig Vorteile bei der bilanziellen Abbildung der Kapitalanlagen bietet.“

„Investmentstrategien, Portfoliokonstruktion und Prozesse der Organisation von Kapitalanlagen institutioneller Investoren werden sich in zehn Jahren aus heutiger Sicht völlig revolutionieren.“

Meyers: „Es wäre eine echte Überraschung, wenn es nicht so wäre. Sowohl temporäre Entwicklungen wie etwa Zinswenden – die aktuelle und zukünftige – als auch Megatrends wie der demografische Wandel, die strikter werdende Regulierung und vor allem die Forderung nach mehr Nachhaltigkeit müssen und werden in den Portfolios von Pensionseinrichtungen, Versorgungswerken und Betriebsrentenkassen ihren Niederschlag finden. Und selbst wenn es mittlerweile schon wie eine Binsenweisheit klingt: Auch Künstliche Intelligenz wird ein starker Treiber für Veränderungen, gar Disruptionen in den Kapitalanlagen institutioneller Investoren sein.“

Engels: „Die strategische Asset Allokation und Investmentprozesse institutioneller Investoren haben sich in der Vergangenheit vor allem marktinduziert und regulatorisch verändert und angepasst. Maßgeblich für verpflichtungsorientierte Anleger war und bleibt die Erreichung der Zielrendite bei angemessenem Risiko und unter Einhaltung aufsichtsrechtlicher Nebenbedingungen.

In Zukunft werden Künstliche Intelligenz, Big Data sowie Machine Learning zusätzlich für die Auswahl und Gewichtung von Assets genutzt werden. Verstärkt sich der Trend, können KI-gestützte Methoden zu einer verbesserten Performance hinsichtlich Rendite, Risiko und auch zu nachhaltigen Portfolios beitragen. Auch bei der Weiterentwicklung von Pro-

zessen kann die Nutzung dieser Technologien zur Optimierung und fortschreitenden Automatisierung führen. Natürlich bleibt die Frage, inwieweit Investoren – auch kleinere institutionelle Anleger – diese Technologien erschließen und für sich nutzen können.“

Reichert: „Es ist aus unserer Sicht vor dem Hintergrund der fortschreitenden Automatisierung und Digitalisierung, der verstärkten Nutzung von KI- und Distributed-Ledger-Technologie und der sich zügig weiterentwickelnden ESG-Regulatorik sehr wahrscheinlich, dass sich Investmentstrategien, Portfoliokonstruktion und Prozesse der Organisation von Kapitalanlagen institutioneller Investoren weiter deutlich verändern werden.“

Lehn: „Die Digitalisierung wird die Finanzbranche grundlegend verändern. Dabei stehen insbesondere die Verwahrstellen z. B. bei der Abwicklung von tokenisierten Assets an der Speerspitze der Entwicklung. Die Auswahl des richtigen Partners wird für institutionelle Investoren zukünftig stärker denn je darüber entscheiden, ob sie auch zukünftig in der Lage sein werden, Alpha in ihren Portfolien zu generieren. Lediglich die großen Global Custodians, die nachhaltig in notwendige IT-Transformationsprojekte investieren können, um ihre Plattformen zukunftsfähig zu machen, werden in zehn Jahren noch am Markt existieren.“

Wissen kompakt Spezialfondsmarkt

KOSTENLOS

**4 x pro Jahr
E-Mail-Newsletter**

Mit unserem quartalsweisen Newsletter **Spezialfondsmarkt Quarterly** erhalten Sie vierteljährlich detaillierte Analysen und Erkenntnisse zum deutschen Spezialfondsmarkt.

Jetzt anmelden!

Bei Interesse folgen Sie gerne dem Link „[Jetzt anmelden](#)“ oder schreiben Sie uns eine E-Mail an info@kommalpha.com.

 **Kommalpha**

3. Methodik & Struktur

Die vorliegende Marktanalyse Versicherungen und Pensionseinrichtungen basiert auf Datensätzen, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden. Die Melde- und Erhebungswege im Bereich Versicherungen finden in Deutschland durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie die Bundesbank statt. Gesetzliche Grundlage der ESZB-Versicherungsstatistik ist die Verordnung über die statistischen Berichtspflichten der Versicherungsgesellschaften (EZB/2014/50). Die Tatsache, dass in dieser Marktanalyse die ESZB-Versicherungsstatistik bzw. bei vorherigen Datenpunkten das System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) den Rahmen bildet, führt dazu, dass die Daten strukturelle Abweichungen von den Statistiken des Gesamtverbandes der Versicherungswirtschaft (GDV) sowie der BaFin aufweisen. Die Angaben der Versicherungsstatistik vor 2016 wurden als Sekundärstatistik auf der Grundlage von Solvency-I-Aufsichtsdaten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unter Zuhilfenahme von durch die Bundesbank erhobenen Statistiken zu Banken und Wertpapierinvestments ermittelt. Die Statistik über Pensionseinrichtungen ist seit dem 3. Quartal 2019 auf eine neue, im Euroraum harmonisierte Grundlage gestellt worden. Sie umfasst im vierteljährlichen Turnus die Aktiva und Passiva der inländischen Pensionseinrichtungen. Die gesetzliche Grundlage bildet die am 26. Januar 2018 veröffentlichte Verordnung EZB/2018/2 über die statistischen Berichtspflichten der Pensionseinrichtungen.

In diesem Ergebnisdokument liegt der Fokus auf den Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen und somit auf den Kapitalanlagen, da die vorliegende Analyse primär die Asset-Management-Industrie adressiert. Auf die Darstellung der Passiva wird verzichtet, da es sich bei den dortigen Positionen primär um versicherungstechnische Rückstellungen und Instrumente der finanziellen Kapitalbesorgung wie emittierte Aktien oder Schuldverschreibungen handelt. Kommalpha hat die für Versicherungen und Pensionseinrichtungen relevanten Daten von der Deutschen Bundesbank bezogen und gemäß der inneren Logik zur weiteren Analyse datenbanktechnisch aufbereitet. Dabei handelt es sich um rund 870.000 Datensätze der letzten 18 Jahre mit Datenstichtag 31. Dezember 2023.

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

- Lebensversicherungen
- Rückversicherungen
- Nicht-Lebensversicherungen
- Pensionseinrichtungen

Als Nicht-Lebensversicherungen sind Krankenversicherungen, Schaden- und Unfallversicherungen

sowie Sterbekassen zusammengefasst. Hinsichtlich des Verständnisses der Pensionseinrichtungen ist wichtig zu wissen, dass alle deutschen Pensionseinrichtungen erfasst sind, die als rechtlich separate Einheit am aufsichtsrechtlichen Meldeprozess teilnehmen, somit:

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

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

innerhalb der letzten 18 Jahre. Bei Schuldverschreibungen, Aktien und Investmentfondsanteilen wird für Versicherungen zusätzlich die Ebene des Sitzes des Emittenten analysiert, da hier entsprechende Daten durch Solvency II verfügbar sind und es sich bei diesen drei Kategorien um diejenigen handelt, die für die Asset-Management-Industrie die höchste Relevanz aufweisen. Diese Gliederung nach Domizilierung des Emittenten erfolgt nach Inland (Deutschland), Euroraum, EU-Mitgliedsstaaten einzeln sowie Nicht-Euroraum. Entsprechende Informationen sind für Pensionseinrichtungen aufgrund eines fehlenden aufsichtsrechtlichen Meldeprozesses nicht verfügbar.

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

Die Meldeverpflichtung umfasst neben inländischen Investmentvermögen auch EU-Investmentvermögen nach § 1 Absatz 8 KAGB, die nicht dem Recht eines anderen Mitgliedsstaates der Europäischen Währungsunion (EWU) unterliegen, sowie Ausländische Alternative Investmentfonds (AIF) nach § 1 Absatz 9 KAGB. Gegenstand der Erhebung sind zudem inländische Investmentvermögen, die von ausländischen Gesellschaften im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs verwaltet werden. In diesen Fällen gilt die ausländische Gesellschaft als berichtspflichtig. Stichtag der analysierten Daten ist ebenfalls der 31. Dezember 2023.

4. Überblick über die Finanzaktiva

Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind die mit Abstand größten Kapitalsammelstellen im deutschen institutionellen Finanzmarkt. Die Summe ihrer Finanzaktiva beträgt per Ende 2023 sagenhafte 3.048,5 Milliarden Euro. Dazu kommen hier nicht im Detail betrachtete 53,5 Milliarden Euro an nicht finanziellen Aktiva, was zu Gesamtaktiva von 3.101,5 Milliarden Euro dieser beiden Investorengruppen führt. Ende 2005 betragen die Finanzaktiva 1.634 Milliarden Euro, somit hat dieser Betrag in den letzten 18 Jahren um rund 1.468 Milliarden Euro zugenommen und sich fast verdoppelt. Das sind riesige Dimensionen mit einer hohen Wachstumsdynamik, welche kaum in der breiten Öffentlichkeit bekannt sind und einmal mehr die Motivation der vorliegenden Veröffentlichung aufzeigen. Zum Vergleich: Der Bundeshaushalt 2023 betrug 476 Milliarden Euro bei einer Verschuldung von 2.624 Milliarden Euro per Ende 2023. Die Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen könnten die Verschuldung Deutschlands in einem Hapfen tilgen und es bliebe noch eine gute Portion über.

Lebensversicherungen sind mit Finanzaktiva von 1.164 Milliarden Euro und einem Anteil von 38,2 % die mit Abstand größte Investorensparte der in diesem Dokument betrachteten Segmente, wie aus [Abbildung 4.1](#) deutlich wird. Nicht-Lebensversicherungen (Krankenversicherungen, Schaden-/Unfallversicherungen und Sterbekassen) liegen mit 690 Milliarden Euro Finanzaktiva knapp vor Pensions-

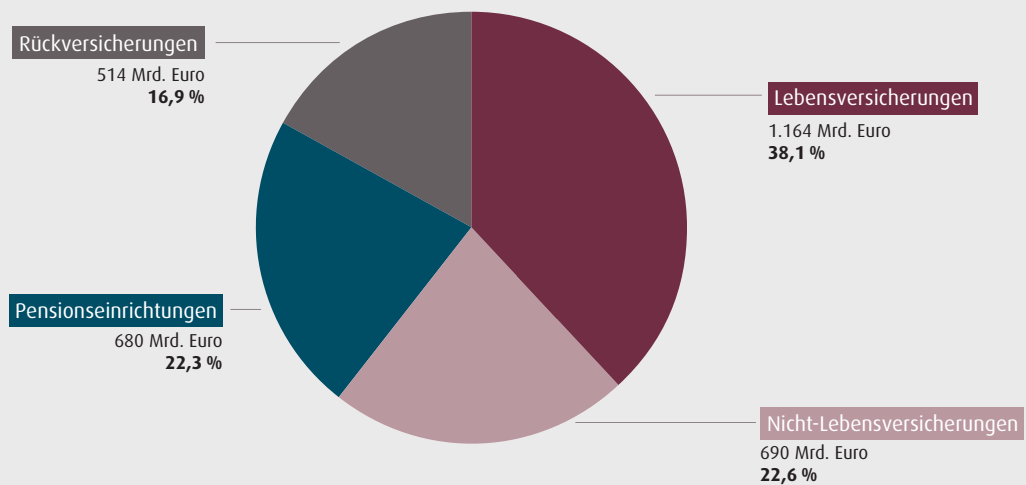
einrichtungen mit 680 Milliarden Euro, beide Positionen machen einen Anteil von rund 22 % aus. Rückversicherungen befinden sich mit 515 Milliarden Euro auf Platz vier.

An dieser Stelle heben wir bereits hervor, dass Pensionseinrichtungen das Investorensegment mit dem höchsten Wachstum der Finanzaktiva innerhalb des Betrachtungszeitraums der letzten 18 Jahre sind. So betragen ihre Finanzaktiva Ende 2005 rund 242 Milliarden Euro, was eine Zunahme um 438 Milliarden Euro bedeutet und somit eine Zunahme um den Faktor 2,8 – fast eine Verdreifachung. Die Finanzaktiva von Lebensversicherungen als größtes Investorensegment legten in den letzten 18 Jahren um rund 430 Milliarden Euro zu, was „nur“ eine Zunahme um den Faktor 1,5 bedeutet.

[Abbildung 4.2](#) visualisiert die wesentlichen Komponenten der Finanzaktiva der betrachteten Investorensegmente. Es wird deutlich, dass Investmentfondsanteile mit 1.289 Milliarden Euro und einem Anteil von über 42 % die mit Abstand favorisierte Anlageform der Finanzanlagen aller Akteure sind. Diese hohe Fondsquote verdeutlicht bereits hier die Wichtigkeit der Versicherungs- und Pensionsindustrie für das deutsche Asset-Managementgeschäft und alle Beteiligten der Prozesskette des Fondsgeschäfts. Die Entwicklung der Fondsquote im Betrachtungszeitraum ist ebenfalls beeindruckend. Sie stieg von 22 % per Ende 2005 auf besagte 42 %, was sich in einer Zunahme von 933 Milliar-

Abbildung 4.1

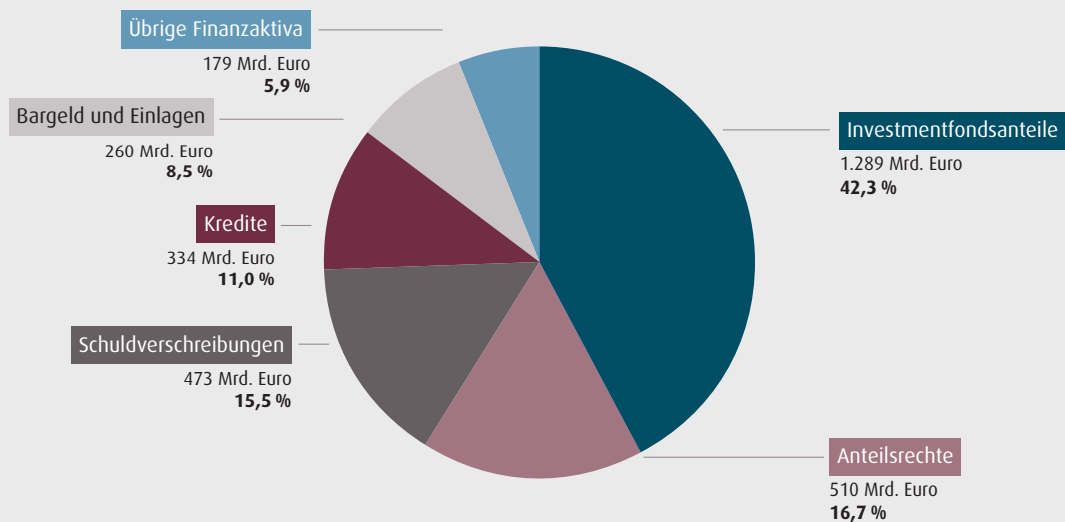
Volumen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen nach Anteilen



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.2

Anteil der wesentlichen Bilanzpositionen an den Finanzaktiva



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

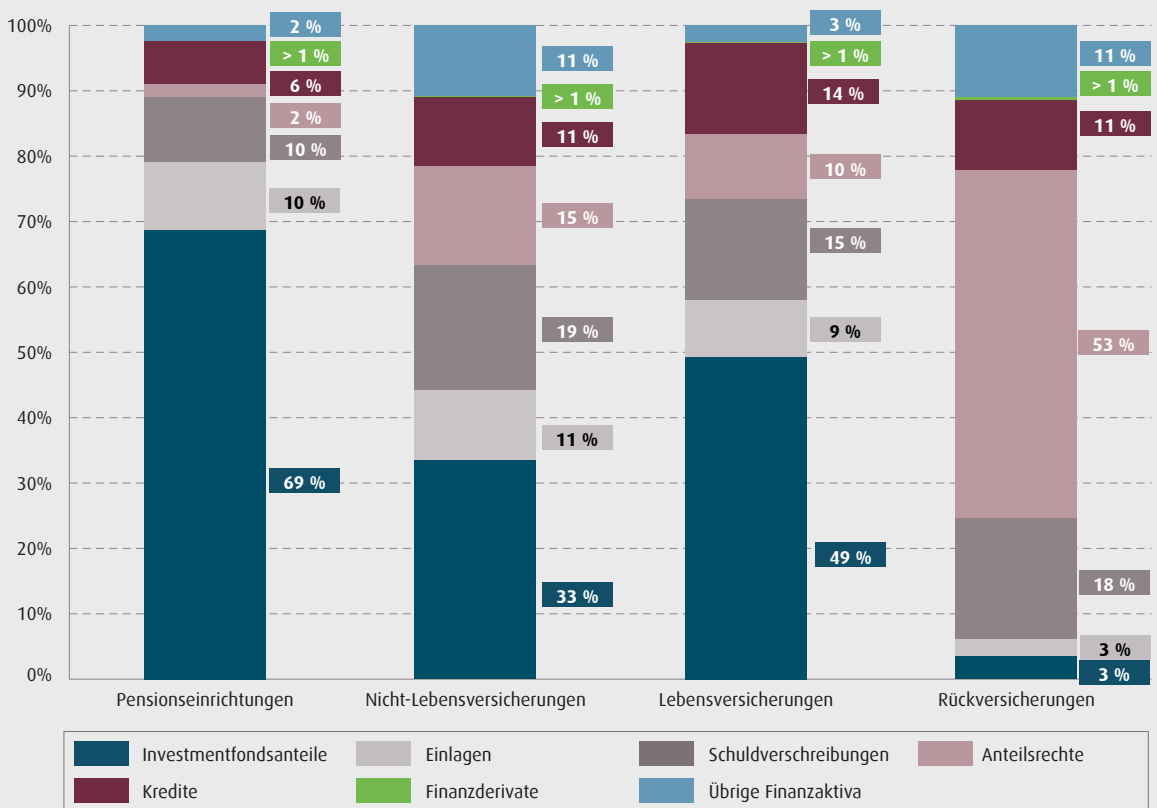
den Euro ausdrückt. Der Bestand an Anteilsrechten beträgt zum Datenstichtag 510 Milliarden Euro, was einen Anteil von 16,7 % an den Finanzaktiva der betrachteten Segmente ausmacht. Schuldverschreibungen schließen sich mit 473 Milliarden Euro und einem Anteil von 15,5 % an, gefolgt von Krediten mit 334 Milliarden Euro sowie Bargeld & Einlagen mit 260 Milliarden Euro. Wobei sich letztere Position fast ausschließlich aus Einlagen zusammensetzt. Der Bestand an Bargeld ist marginal. Die übrigen

Finanzaktiva machen einen Betrag von 179 Milliarden Euro und einen Anteil von 5,9 % aus. Dabei handelt es sich allerdings um eine Position, die keine Rolle für die Finanz- und Asset-Management-Industrie spielt, da es sich im Wesentlichen um versicherungstechnische Größen handelt.

Abbildung 4.3 zeigt den prozentualen Anteil der jeweiligen Komponenten an den Finanzaktiva auf Ebene von Pensionseinrichtungen und den betrach-

Abbildung 4.3

Wesentliche Bestandteile der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

teten Versicherungssparten auf. Es wird klar ersichtlich, dass insbesondere die Bedeutung von Investmentfonds an den jeweiligen Finanzaktiva sehr unterschiedlich ist. Die Fondsquote ist bei Pensions-einrichtungen mit 69 % mit Abstand am höchsten, gefolgt von Lebensversicherungen mit 49 % und Nicht-Lebensversicherungen mit 33 %. Für Rückversicherungssparten spielen Investmentfonds im Rahmen der Allokation der Finanzaktiva mit rund 3 % so gut wie keine Rolle. Ihre Finanzaktiva sind von Aktien und Anteilsrechten geprägt, was sich in entsprechenden Anteilseignerhältnissen von Konzern- und Holdingstrukturen der Versicherungsbranche begründet. Rund 53 % der Finanzaktiva von Rückversicherungen werden in Anteilsrechten gehalten. Verblüffend gering dagegen finden wir die Quote von direkt gehaltenen Anteilsrechten in Höhe von 2 % bei Pensionseinrichtungen. Hier erfolgt Aktienexposition primär über Investmentfonds. Bei Lebensversicherungen beträgt die Aktienquote an den Finanzaktiva adäquate 10 % und bei Nicht-Lebensversicherungen 15 %.

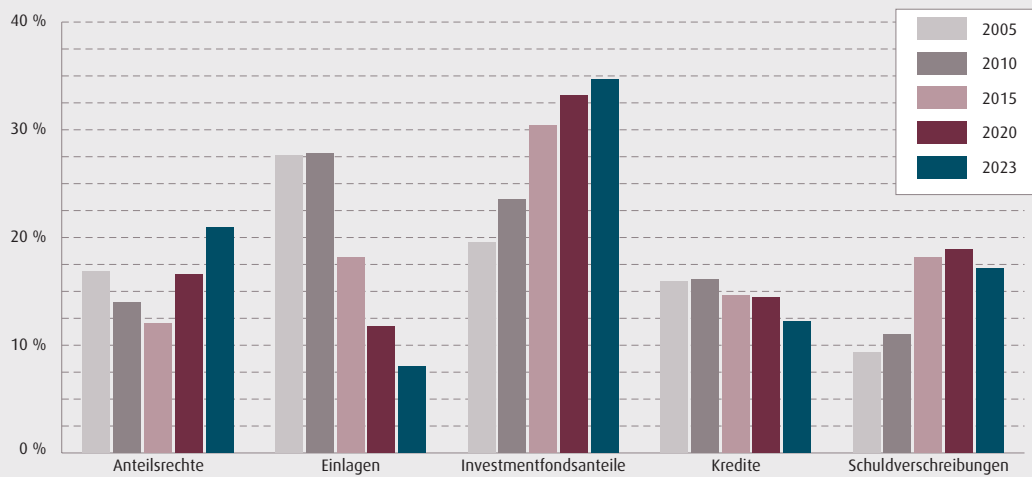
Bemerkenswert finden wir die immer noch relativ hohen Quoten an Einlagen bei Pensionseinrichtungen, Lebensversicherungen und Nicht-Lebensversicherungen an den jeweiligen Finanzaktiva. Immerhin rangieren die absoluten Beträge dahinter zwischen 105 Milliarden Euro bei Nicht-Lebensversicherungen und 71 Milliarden Euro bei Pensionseinrichtungen.

Die [Abbildungen 4.4 und 4.5](#) zeigen die zeitliche Entwicklung der wesentlichen Komponenten der Finanzaktiva in den letzten 18 Jahren im 5-Jahres-Abstand auf, getrennt nach Versicherungen (alle Sparten zusammengefasst) und Pensionseinrichtungen. Bei der Auswertung der Darstellung ist zu beachten, dass zwischen den letzten beiden Datenstichtagen allerdings nur drei Jahre liegen. Die sehr hohe Zunahme der Bestände von Investmentfonds wird in beiden betrachteten Segmenten sehr deutlich, insbesondere bei Pensionseinrichtungen. Der Bestand stieg von 84 Milliarden Euro Ende 2005 auf 467 Milliarden Euro per Ende 2023. Der Bestand von Investmentfondsanteilen bei Pensionseinrichtungen hat sich somit in den letzten 18 Jahren mehr als verfünffacht. Gleichzeitig bedeutet das einen Anstieg der Fondsquote an den Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen von 35 % per Ende 2005 auf bereits erwähnte 69 % per Ende 2023.

Im Segment der Versicherungen entwickelte sich der Bestand an Investmentfondsanteilen von 272 Milliarden Euro per Ende 2005 auf 822 Milliarden Euro per Ende 2023. Die Fondsquote stieg in diesem Zeitraum von 20 % auf 35 % an. Die Bedeutung von Einlagen an den jeweiligen Finanzaktiva hat bei Pensionseinrichtungen und Versicherungen verständlicherweise drastisch abgenommen, allerdings auf einem unseres Erachtens betragsmäßig immer noch hohen Niveau.

Abbildung 4.4

Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Versicherungen aller Sparten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Bilanzposition	2005	2010	2015	2020	2023
Anteilsrechte	234.179	210.711	228.744	424.979	495.662
Einlagen	384.722	419.963	344.422	301.738	189.555
Investmentfondsanteile	272.014	356.490	578.339	853.169	821.930
Kredite	221.253	243.186	278.891	370.562	290.210
Schuldverschreibungen	130.393	165.915	344.725	485.466	405.321

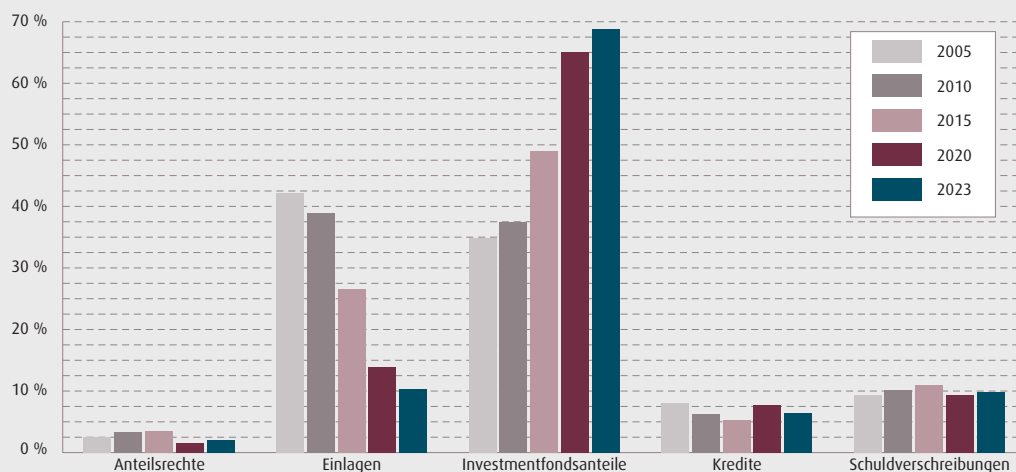
Angaben in Millionen Euro, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Interessant ist auch noch die Entwicklung der Bestände von Anteilsrechten und Schuldverschreibungen bei Versicherungen. Beide haben sich im Betrachtungszeitraum überproportional zu den Finanzaktiva entwickelt. Das Volumen direkt gehaltener Anteilsrechte hat sich im Betrachtungszeitraum mehr als verdoppelt. Es stieg von 234 Milliarden Euro per Ende 2005 auf 496 Milliarden Euro per Jah-

resultimo 2023 an, eine Zunahme um 262 Milliarden Euro. Bei direkt gehaltenen Schuldverschreibungen beträgt der Zuwachs in den letzten 18 Jahren rund 275 Milliarden Euro, was ein Volumen in Höhe von 405 Milliarden per Ende 2023 bedeutet. In der [Abbildung 4.4](#) wird allerdings die Zinswende bereits ersichtlich. Es waren dramatische Bewertungseffekte aufgrund der Zinssteigerungen ab Frühjahr

Abbildung 4.5

Entwicklung der Bestandteile Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Bilanzposition	2005	2010	2015	2020	2023
Anteilsrechte	6.099	12.804	19.122	10.294	14.377
Einlagen	102.047	150.939	145.479	88.929	70.521
Investmentfondsanteile	84.416	144.886	268.548	419.538	467.312
Kredite	19.521	23.968	28.779	49.456	44.026
Schuldverschreibungen	22.598	39.505	60.226	60.649	67.197

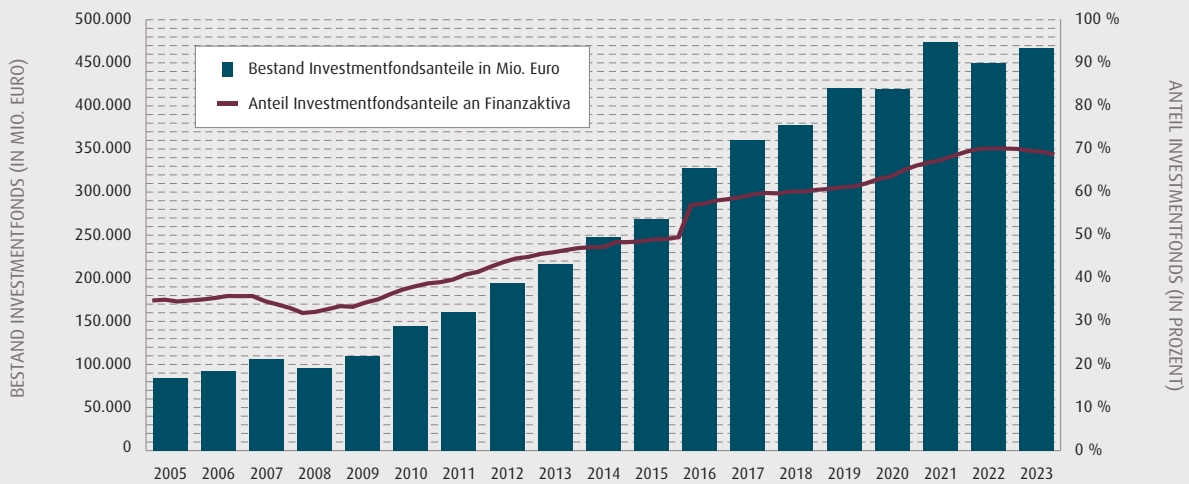
Angaben in Millionen Euro, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

2022, die den Bestand in Höhe von 485 Milliarden Euro per Ende 2020 auf besagte 405 Milliarden Euro eindampften. Die langen Durationen und somit hohen Zinsrisiken, die Versicherungen insbesondere in der letzten Dekade eingegangen sind, haben sich gerächt.

Die [Abbildungen 4.6 bis 4.8](#) visualisieren die kontinuierliche Entwicklung des Bestandes von Investmentfonds und deren Anteil an den jeweiligen Finanzaktiva getrennt nach Pensionseinrichtungen, Lebensversicherungen und Nicht-Lebensversicherungen. Auf eine entsprechende Darstellung für Rückversicherungen wird aufgrund der dortigen mangelnden Relevanz von Investmentfonds ver-

Abbildung 4.6

Entwicklung von Investmentfondsanteilen als Bestandteil der Finanzaktiva von Pensionseinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

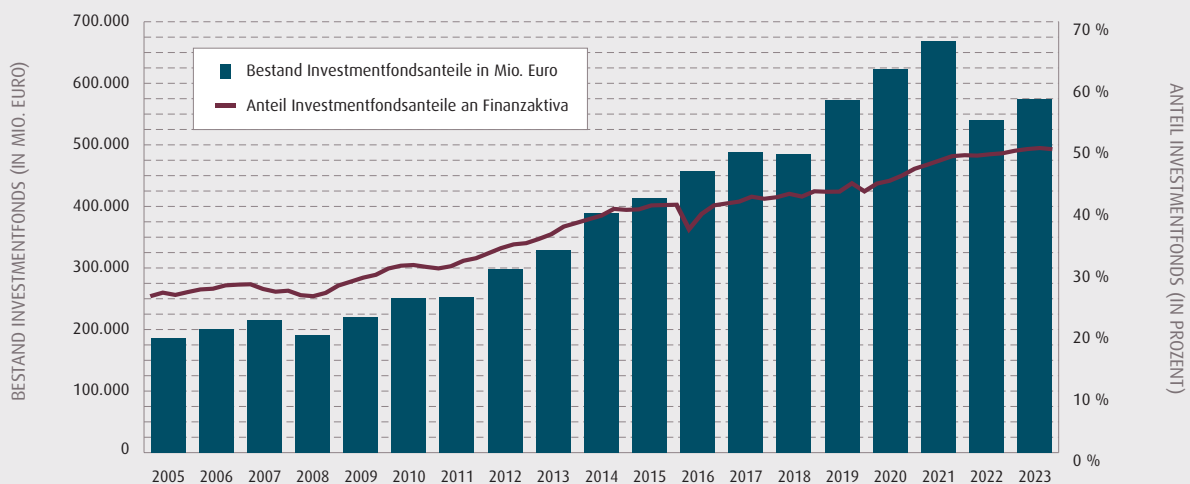
zichtet. Da sich dieses Dokument primär an die Fonds- und Investmentindustrie richtet, verzichten wir ebenfalls auf entsprechende Darstellungen der übrigen Komponenten der Finanzaktiva. Diese werden im nachfolgenden Kapitel mit einer anderen Perspektive analysiert.

Abbildung 4.6 macht das Wachstum der Fondsbestände sowie der Fondsquote bei Pensionseinrichtungen nochmals sehr deutlich. Die Finanzkrise 2008/2009 ist leicht an den Beständen abzulesen. Ab 2010 setzte ein außerordentlich dynamisches und stetiges Wachstum ein, dessen Muster sich allerdings in den letzten drei Jahren geändert hat. Nach einer kurzen Stagnation der Bestände in den Jahren 2019 und 2020 lässt sich ein starkes Wachs-

tum des Volumens im Jahr 2021 feststellen (dem „Kernjahr“ der Coronapandemie). Im Jahr 2022 haben sich die Investmentfondsbestände von Pensionseinrichtungen allerdings wieder deutlich nach unten korrigiert, um dann im vergangenen Jahr erneut einen leichten Wachstumspfad einzuschlagen. Diese Entwicklung findet sich weitestgehend auch in der dargestellten Fondsquote wieder, die sich in den letzten zwei Jahren auf bereits genannte 69 % etwas reduziert hat. Wir waren in der Vergangenheit hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Fondsquote und des Geschäftspotenzials von Pensionseinrichtungen immer sehr euphorisch. Diese Einschätzung haben wir korrigiert und sind etwas verhaltener. Wir wagen die Prognose, dass bei einer Fondsquote von 70 % das Ende der Fahnenstange

Abbildung 4.7

Entwicklung von Investmentfondsanteilen als Bestandteil der Finanzaktiva von Lebensversicherungen



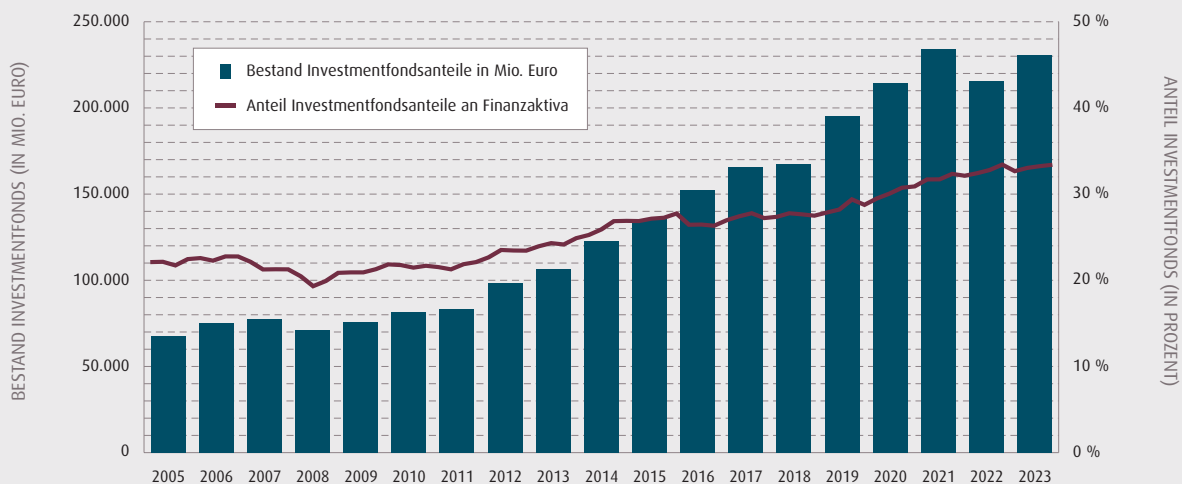
Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

erreicht ist. Somit ist das Geschäftspotenzial von Pensionseinrichtungen für die Investmentindustrie weitestgehend durch das zukünftige Wachstum der Finanzaktiva determiniert.

Die in [Abbildung 4.7](#) dargestellte Entwicklung bei Lebensversicherungen weist ein im Vergleich zu Pensionseinrichtungen ähnliches Profil auf, allerdings mit deutlicheren Einschnitten bzw. Effekten in den letzten drei Jahren und einem Verlauf der Fondsquotenkurve auf niedrigerem Niveau. Der Bestand an von Lebensversicherungen gehaltenen Investmentfonds ist im Jahr 2022 um dramatische 129 Milliarden Euro eingebrochen – von 669 Milliarden Euro per Ende 2021 auf 540 Milliarden Euro per Jahresresultimo 2022. Auch hier handelt es sich primär um Bewertungseffekte der in den Fonds gehaltenen festverzinslichen Wertpapiere, die aufgrund des Zinsanstiegs im Frühjahr 2022 brutal abwerteten. Im vergangenen Jahr stieg der Bestand dann wieder auf 574 Milliarden Euro an. Hinsichtlich der

Abbildung 4.8

Entwicklung von Investmentfondsanteilen als Bestandteil der Finanzaktiva von Nicht-Lebensversicherungen



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Entwicklung der zukünftigen Fondsquote sind wir ebenfalls verhalten und prognostizieren ein Pendeln um das gegenwärtige Niveau von 50 % – vielleicht mit einem kleinen langfristigen Trend nach oben. Aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus ist die Direktanlage von Bonds wieder attraktiver und billiger für Lebensversicherer, die bekanntlich Freunde von sehr langfristigen Kapitalanlagen sind.

beobachtbar. Auch bei Nicht-Lebensversicherungen ist ein langfristig positiver Trend des Bestandes von Investmentfonds als auch der Fondsquote zu beobachten, allerdings mit etwas geringerer Dynamik im Vergleich zu den beiden vorgenannten Segmenten. Die zukünftige Entwicklung wird sich analog der für Lebensversicherungen geschilderten Gesichtspunkte vollziehen.

Abbildung 4.8 zeigt ein ähnliches Bild bei Nicht-Lebensversicherungen auf, wobei sowohl das Niveau der Bestände an Investmentfonds als auch die Kurve der Fondsquote unter denen von Pensions-einrichtungen und Lebensversicherungen liegen. Die skizzierten Bewertungseffekte im Jahr 2022 und die nachfolgende Entwicklung sind auch hier

5. Ausgewählte Bilanzpositionen der Finanzaktiva

In diesem Kapitel werden die fünf wesentlichen Positionen der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen analysiert. Es werden die Anlagebereiche Einlagen, Kredite, Schuldverschreibungen, Investmentfondsanteile und Aktien & sonstige Anteilsrechte unterschieden. Diese fünf Positionen summieren sich per Ende 2023 auf 2.866,1 Milliarden Euro, was rund 94 % der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen bedeutet. Auf die detaillierte Darstellung der restlichen beiden Größen Finanzderivate und sonstige Finanzaktiva wird aufgrund des sehr geringen Volumens und mangelnder Relevanz für das Asset-Management verzichtet. Wir haben sie trotzdem in der [Tabelle 5.1](#) zwecks Vollständigkeit aufgeführt.

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

Nicht-Lebensversicherungen. Die letztgenannte Gruppe umfasst Krankenversicherungen, Schaden- und Unfallversicherungen sowie Sterbekassen. Die Analyse umfasst den Zeitraum vom Ultimo des Jahres 2005 bis zum 31. Dezember 2023, somit einen Betrachtungszeitraum von 18 Jahren.

Zu Beginn werden die grundlegenden Trends der jeweiligen Bilanzposition im Vergleich mit der Entwicklung der gesamten Finanzaktiva nachgezeichnet. In den weiterführenden Kapiteln brechen wir die Volumen- und Allokationsverläufe auf die genannten Anlegergruppen herunter. Für die Positionen Schuldverschreibungen, Aktien und Investmentfondsanteile erfolgt für Versicherungen zusätzlich eine Betrachtung nach Sitz der Emittenten, um ein regionales Exposure im Sinne der Kontrahenten zu betrachten. Für Pensionseinrichtungen ist diese Betrachtung leider aufgrund eines fehlenden Datenkranzes nicht möglich.

Folgende Definitionen kommen gemäß dem Daten- und Meldekranz nach ESVG zum Tragen:

- **Einlagen**

Die Bilanzposition „Einlagen“ summiert im Wesentlichen die Forderungen der hier betrachteten Anlegergruppen der Versicherungen und Pensionseinrichtungen gegenüber der Kreditwirtschaft bzw. Banken. Die Bundesbank fasst in ihrer Statistik Einlagen und Bargeld zusammen, sodass nachfolgende

Daten ebenfalls die Position Bargeld beinhalten. Ein separater Ausweis von Bargeld macht keinen Sinn, da die Volumina zu vernachlässigen sind. Im Folgenden wird somit lediglich der Begriff Einlagen verwendet. Das ESVG definiert Einlagen als vereinheitlichte, nicht begebare Verträge mit dem Publikum, die von Kreditinstituten und in einigen Fällen vom Zentralstaat als Schuldner angeboten werden und es dem Gläubiger ermöglichen, Geldbeträge einzuzahlen und später wieder abzuheben. Einlagen sind in der Regel mit der vollständigen Rückzahlung durch den Schuldner an den Anleger verbunden. Neben dem klassischen Einlagengeschäft zählt die Statistik weitere Transaktionen zwischen den betrachteten Anlegergruppen auf der einen und Banken auf der anderen Seite zu diesem Bereich hinzu. Dies sind Namensschuldverschreibungen, Schuldscheindarlehen und Pfandbriefe – sofern sie von Kreditinstituten begeben wurden. Insofern kann das Segment der Einlagen in diesem statistischen Kontext auch als ein Indikator für die Verflechtung der Pensions- und Versicherungswirtschaft mit dem Bankensektor angesehen werden.

- **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.

- **Schuldverschreibungen**

Schuldverschreibungen sind verbrieft 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 vor-

herigen Produktgruppe der Kredite sind die Fungibilität von Schuldverschreibungen an einem organisierten Markt sowie die Tatsache, dass Kredite im Gegensatz zu Schuldverschreibungen nicht begebare Finanzinstrumente sind. Zudem basieren Kredite zumeist nur auf einem Vertrag und Transaktionen mit Krediten finden nur zwischen einem Gläubiger und einem Schuldner statt. Emissionen von Schuldverschreibungen bestehen dagegen aus einer großen Zahl identischer Papiere.

- **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.

- **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.

Abschließend ist zu erwähnen, dass für alle betrachteten Anlagepositionen mit Ausnahme von Krediten/Darlehen und Einlagen (Ausnahmen bilden gemeldete Abschreibungen und Wertberichtigungen) die jeweiligen Zeit- und Marktwerte der Aktiva in die Statistik einfließen. Insofern kommen auch entsprechende Markteinflüsse zum Ausdruck, indem sich steigende bzw. fallende Börsenkurse in bestimmten Marktphasen auf die Volumina bzw. Bestände auswirken.

In der [Tabelle 5.1](#) haben wir alle relevanten Daten auf einen Blick zusammengeführt und auf eine aufgefächerte grafische Darstellung verzichtet. Die Summenzeile und -spalte führen noch einmal die Bestände und Zahlen aus den [Abbildungen 4.1 und 4.2](#) auf. Die jeweiligen Bestände pro betrachteter Einheit, ob Versicherung oder Pensionseinrichtung, haben wir ebenfalls schon in den jeweiligen Tabellen zu [Abbildung 4.4](#) allerdings undifferenziert nach Versicherungssparten und [Abbildung 4.5](#) für Pensionseinrichtungen aufgeführt. In der Tabelle haben wir zusätzlich noch den prozentualen Anteil der betrachteten Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen am Gesamtbestand der Bilanzposition angegeben.

Nachfolgend betrachten wir die Ebene der fünf größten Bilanzpositionen differenziert nach Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen. Einführend starten wir mit der indexierten Entwicklung des Gesamtbestands der jeweiligen Bilanzpositionen in Relation zu der Entwicklung der gesamten Finanzaktiva, um die jeweilige Zu- oder Abnahme der Bedeutung der jeweiligen Asset-Klasse in der Versicherungs- und Pensionsindustrie herauszuarbeiten.

Tabelle 5.1

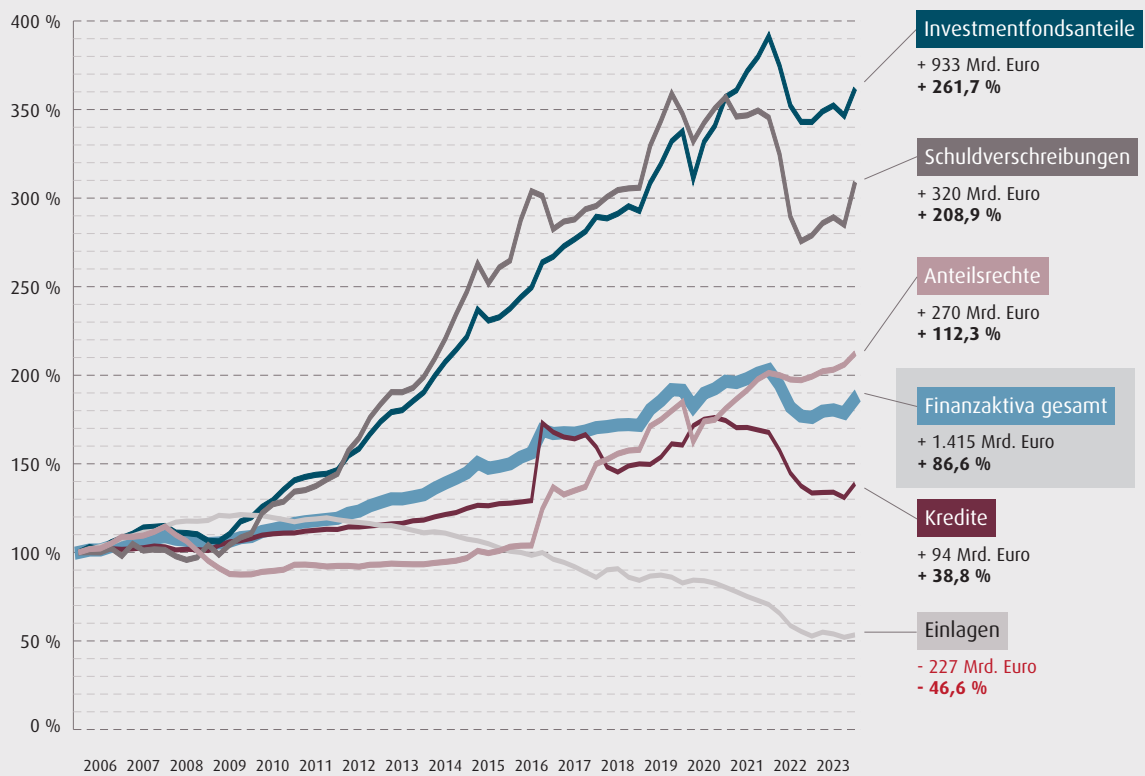
Überblick der Bestände nach Bilanzpositionen und betrachteten Versicherungssparten & Pensionseinrichtungen

	Versicherungen gesamt	davon: Lebens- versicherungen	davon: Nicht-Lebens- versicherungen	davon: Rück- versicherungen	Pensions- einrichtungen	Gesamt
Anteilsrechte	495,7 Mrd. € 97,2 %	117,1 Mrd. € 23,0 %	104,6 Mrd. € 20,5 %	274,0 Mrd. € 53,7 %	14,4 Mrd. € 2,8 %	510,1 Mrd. € 100,0 %
Einlagen	189,6 Mrd. € 72,9 %	101,1 Mrd. € 38,9 %	74,8 Mrd. € 28,8 %	13,7 Mrd. € 5,3 %	70,5 Mrd. € 27,1 %	260,1 Mrd. € 100,0 %
Investment- fondsanteile	821,9 Mrd. € 63,8 %	573,5 Mrd. € 44,5 %	230,6 Mrd. € 17,9 %	17,8 Mrd. € 1,4 %	467,3 Mrd. € 36,2 %	1.289,2 Mrd. € 100,0 %
Kredite	290,1 Mrd. € 86,8 %	161,2 Mrd. € 48,2 %	73,3 Mrd. € 21,9 %	55,6 Mrd. € 16,6 %	44,0 Mrd. € 13,2 %	334,1 Mrd. € 100,0 %
Schuld- verschreibungen	405,3 Mrd. € 85,8 %	178,7 Mrd. € 37,8 %	131,5 Mrd. € 27,9 %	95,1 Mrd. € 20,1 %	67,2 Mrd. € 14,2 %	472,5 Mrd. € 100,0 %
Finanzderivate	3,3 Mrd. € 97,1 %	1,4 Mrd. € 41,2 %	0,1 Mrd. € 2,9 %	1,8 Mrd. € 52,9 %	0,1 Mrd. € 2,9 %	3,4 Mrd. € 100,0 %
Übrige Finanzaktiva	162,5 Mrd. € 90,8 %	30,5 Mrd. € 17,0 %	75,3 Mrd. € 42,1 %	56,8 Mrd. € 31,7 %	16,5 Mrd. € 9,2 %	179,0 Mrd. € 100,0 %
Gesamtsumme	2.368,5 Mrd. € 77,7 %	1.163,5 Mrd. € 38,2 %	690,3 Mrd. € 75,4 %	514,8 Mrd. € 58,6 %	680,0 Mrd. € 22,3 %	3.048,5 Mrd. € 100,0 %

Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 5.1

Indexierte Entwicklung des Gesamtbestands seit 31.12.2005 (Jahr 2005 = 100 %) nach Finanzaktiva



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Aus [Abbildung 5.1](#) wird sehr deutlich, dass der Bestand an Investmentfondsanteilen, die Versicherungen und Pensionseinrichtungen halten, die größte Wachstumsdynamik aufweist. Der Ende 2005 auf 100 indexierte Bestand in Höhe von 356 Milliarden Euro ist im Betrachtungszeitraum um rund 262 % auf den bereits skizzierten Bestand von rund 1.289,2 Milliarden Euro angestiegen. Es wurden somit in den

letzten 18 Jahren rund 933 Milliarden Euro in Investmentfonds seitens der Versicherungs- und Pensionsindustrie allokiert. Das ist ein fulminanter Wert und zeigt die Abhängigkeiten und Verflechtungen zwischen Versicherungen & Pensionseinrichtungen mit der Asset-Management-Industrie. Schuldverschreibungen liegen bei der Betrachtung des relativen Wachstums seit 2005 auf Platz zwei mit einer

Zunahme der Bestände um 320 Milliarden Euro, was einem Wachstum in Höhe von knapp 209 % entspricht. Interessant dabei ist, dass die lange Niedrigzinsphase vom Frühjahr 2011 bis zum Frühjahr 2022 in der Bestandsentwicklung überhaupt nicht erkennbar ist. Bis auf ein paar kleine Dellen sind die Bestände an Schuldverschreibungen konstant angestiegen. Sehr deutlich im Kurvenverlauf des indexierten Bestandes werden allerdings die dramatischen Abwertungen der Bondsbestände aufgrund des Zinsanstiegs ab März 2022 samt leichter Erholung Ende des Jahres 2023. Der Bestand an Aktien liegt bei der Betrachtung der indexierten Entwicklung der Bestände auf Platz drei, mit einer Zunahme in Höhe von 270 Milliarden Euro in dem 18-jährigen Betrachtungszeitraum, was ein relatives Wachstum um rund 112 % bedeutet. Der Bestand hat sich also etwas mehr als verdoppelt. Die von Versicherungen und Pensionseinrichtungen gehaltenen Bestände der drei vorgenannten Positionen weisen alle ein höheres relatives Wachstum in den letzten 18 Jahren auf als die gesamten Finanzaktiva der beiden Industrien. Alle drei Positionen sind somit überproportional zu den Finanzaktiva gewachsen, die in den letzten Jahren um rund 87 % zugenommen haben, was in Zahlen eine Zunahme in Höhe von 1.415 Milliarden Euro bedeutet.

Der Bestand an Krediten hat sich dagegen unterproportional zu den gesamten Finanzaktiva und somit verhalten entwickelt. Er nahm um knapp 39 % und 94 Milliarden Euro zu, was angesichts des relativ lan-

gen Betrachtungszeitraums von 18 Jahren ein geringer Betrag ist. Dies ist als relativ bescheidene Attraktivität dieser Assetklasse bzw. der entsprechenden Finanzinstrumente zu bewerten. Richtig bescheiden, allerdings absolut nachvollziehbar ist die Entwicklung von Einlagen als Bilanzposition der Versicherungs- und Altersvorsorgebranche. Der Bestand reduzierte sich um knapp 47 % und hat sich um 227 Milliarden Euro fast halbiert. Die Gründe sind klar, Niedrigzinsphase samt Phasen mit negativer Verzinsung auf laufenden Konten (Verwarentgelt) sowie mangelnde Relevanz und hohe Kosten für Bargeldhaltung. Wie allerdings schon erwähnt, spielte Bargeld im gesamten Betrachtungszeitraum fast keine Rolle und kann absolut vernachlässigt werden.

Kommen wir nachfolgend zu einer vertiefenden Betrachtung der fünf relevanten Bilanzpositionen und insbesondere zu einer differenzierten Betrachtung nach Versicherungssparten und Pensionseinrichtungen.

5.1 Einlagen

Der gesamte Bestand von Einlagen, die von Versicherungen und Pensionseinrichtungen gehalten werden, summiert sich per Datenstichtag 31. Dezember 2023 auf 260,1 Milliarden Euro. Das ist das geringste Volumen der fünf in diesem Kapitel analysierten Bilanzpositionen der Finanzaktiva und macht 8,5 % eben dieser aus.

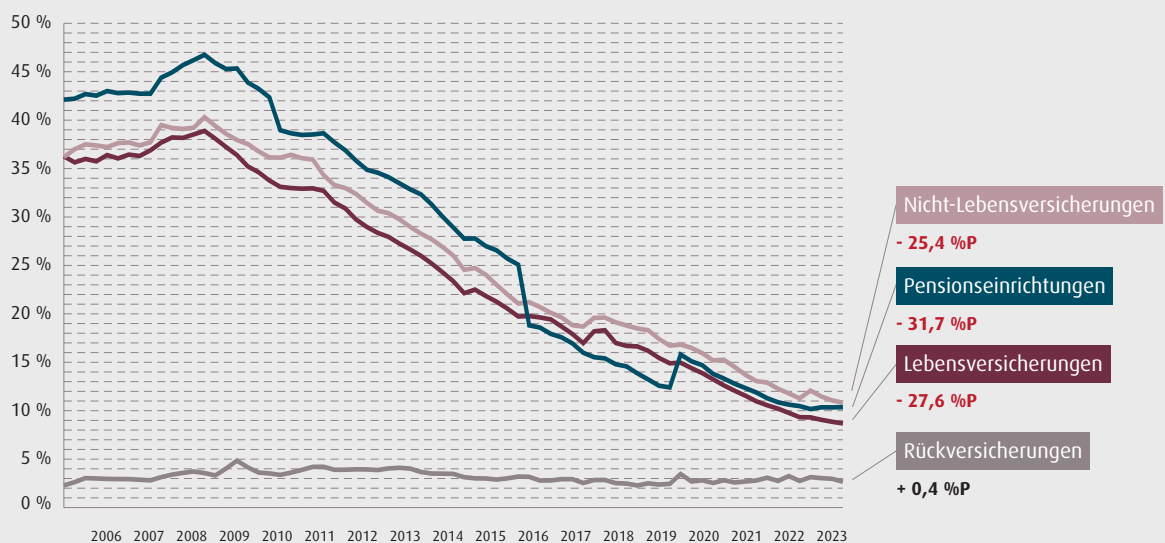
Lebensversicherungen sind mit einem Bestand von 101,1 Milliarden Euro und einem Anteil von 38,9 % die größte Anlegergruppe bei Einlagen, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen mit 74,8 Milliarden Euro und einem Anteil von 28,8 %. Pensionseinrichtungen schließen sich mit 70,5 Milliarden Euro Einlagenbestand an, was einen Anteil in Höhe von 27,1 % ausmacht. Rückversicherungen belegen mit

einem vergleichbar geringen Volumen von 13,7 Milliarden Euro und einem geringen Anteil von 5,3 % den letzten Platz. Die Daten sind der [Tabelle 5.1](#) zu entnehmen.

[Abbildung 5.2](#) zeigt den Verlauf des Anteils von Einlagen an den jeweiligen Finanzaktiva der Betrachtungsgruppen in den letzten 18 Jahren. Die Entwicklung bei Lebensversicherungen, Nicht-Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen ist sehr vergleichbar. Alle kommen von einem Niveau zwischen 36 % und 42 % per Ende 2005 auf einen Anteil zwischen 8,7 % und 10,8 % von Einlagen an ihren jeweiligen Finanzaktiva per Ende 2023. Das ist eine sehr deutliche Reduzierung der Quoten im Betrachtungszeitraum. Bei den drei

Abbildung 5.2

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



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Segmenten reduzierte sich der Anteil von Einlagen an den jeweiligen Finanzaktiva gemäß der in [Abbildung 5.2](#) ausgewiesenen Bandbreiten von 25,4 bis 31,7 Prozentpunkten. Nur Rückversicherungen sind diesbezüglich sehr konstant in den letzten 18 Jahren, allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau bzgl. der Einlagenquote an ihren Finanzaktiva. Bei ihnen schwankte der Anteil von Einlagen an ihren Finanzaktiva kaum und ist im Betrachtungszeitraum lediglich um 0,4 Prozentpunkte gestiegen und somit fast konstant.

In Zahlen ausgedrückt: Lebensversicherungen bauten 164 Milliarden Euro Bestand von Einlagen ab, während ihre Finanzaktiva um 430 Milliarden Euro stiegen. Bei Pensionseinrichtungen sank der Bestand um 31,5 Milliarden Euro bei gleichzeitigem Anstieg ihrer Finanzaktiva um 438 Milliarden Euro. Ähnlich bei Nicht-Lebensversicherungen, ihr Einlagenbestand reduzierte sich um 36 Milliarden Euro bei einer Zunahme ihrer Finanzaktiva um 384 Milliarden Euro in den letzten 18 Jahren. Bei Rückversicherungen stieg der Bestand von Einlagen um 6 Milliarden Euro, bei gleichzeitiger Zunahme ihrer Finanzaktiva um 163 Milliarden Euro.

5.2 Kredite

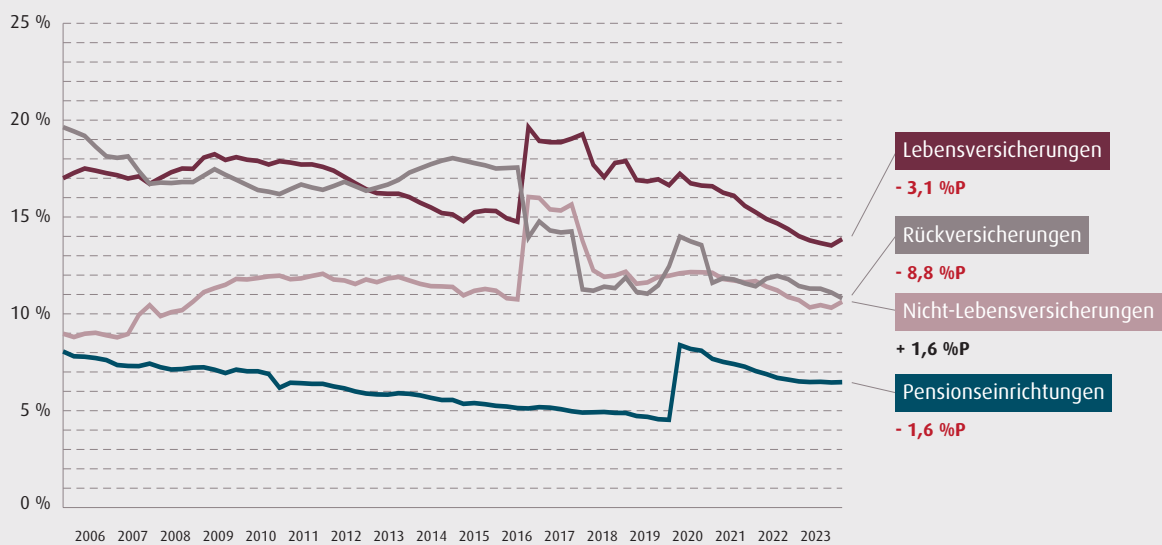
Das Gesamtvolumen von Krediten als Bestandteil der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensions-einrichtungen betrug 334 Milliarden Euro per Datenstichtag 31.12.2023. Das ist das zweitgeringste Volumen der in diesem Kapitel betrachteten Bilanzpositionen, also Platz vier. Lebensversicherungen sind mit 161,2 Milliarden Euro und einem Anteil von über 48 % die klar dominierende Anlegergruppe. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 73,3 Milliarden Euro an, gefolgt von Rückversicherungen mit 55,6 Milliarden Euro. Pensionseinrichtungen weisen mit 44 Milliarden und einem Anteil von 13,2 % den geringsten Bestand innerhalb der Betrachtungsgruppe auf. Sie finden diese Daten in der [Tabelle 5.1](#) übersichtlich dargestellt.

Die langfristige Bedeutung von Krediten für die Finanzaktiva der Betrachtungsgruppen ist in [Abbildung 5.3](#) abgetragen. Der auffällige Kurvenverlauf von Krediten bei Lebens- und Nicht-Lebensversicherungen lässt sich durch die Umstellung auf Solvency II erklären, wo es hinsichtlich der Kategorie Kredite zu einer Diskontinuität zu den Solvency-I-Daten kam. Nähere Einzelheiten dazu konnten von uns trotz intensiver Recherche in allen relevanten Veröffentlichungen der Bundesbank und der BaFin nicht in Erfahrung gebracht werden.

Innerhalb der letzten 18 Jahre sind bei allen Segmenten keine wesentlichen Veränderungen zu verzeichnen. Kredite sind als Bestandteil der Finanzaktiva bei allen relativ unverändert, außer

Abbildung 5.3

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



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

bei Rückversicherungen, wo der Anteil um knapp 9 Prozentpunkte gesunken ist. Das bedeutet, dass bei Versicherungen, Nicht-Versicherungen und Pensionseinrichtungen der Bestand von Krediten relativ gleichläufig mit den jeweiligen Finanzaktiva mitgewachsen ist. Das heißt bei Lebensversicherungen eine Zunahme von Krediten in Höhe von 37 Milliarden Euro, bei Nicht-Lebensversicherungen von 46 Milliarden Euro und bei Pensionseinrichtungen von 24 Milliarden Euro. Bei Rückversicherungen reduzierte sich der Bestand von Krediten um 14 Milliarden Euro. Angesichts des langen Betrachtungszeitraums ist somit keine sonderliche Dynamik im Anlagesegment von Krediten festzustellen.

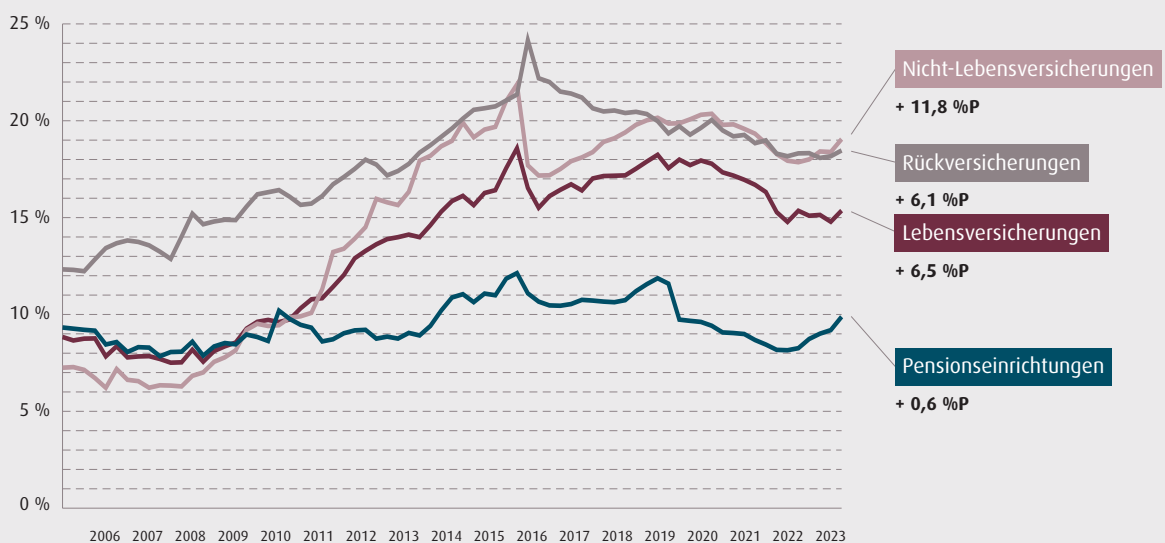
5.3 Schuldverschreibungen

Kommen wir zum Bondsbereich, der aufgrund der langen Niedrigzinsphase und des heftigen Zinsanstiegs samt heftiger Abwertungen von festverzinslichen Wertpapieren von besonderem Interesse ist. Insgesamt vereinen die Betrachtungsgruppen 472,5 Milliarden Euro an Schuldverschreibungen auf sich, was einen Anteil von 15,5 % der gesamten Finanzaktiva ausmacht und Platz drei der in diesem Kapitel betrachteten Komponenten der Finanzaktiva. Lebensversicherungen sind mit einem Bestand von 178,7 Milliarden Euro und einem Anteil von 37,8 % die mit Abstand größte Anlegergruppe, gefolgt von Nicht-Lebensversicherungen mit 131,5 Milliarden Euro und einem Anteil von 27,8 %. Rückversicherungen liegen auf Platz drei mit 95,1 Milliarden Euro und Pensionseinrichtungen vereinen

67,2 Milliarden Euro Bestand von Schuldverschreibungen auf sich und bilden somit das Schlusslicht der Betrachtungsgruppe. Diese Daten sind ebenfalls aus der [Tabelle 5.1](#) zu entnehmen. Die Allokationsquote von Schuldverschreibungen im Sinne des Anteils an den gesamten Finanzaktiva stieg von 11 % per Ende 2005 auf bereits erwähnte 15,5 % per 31.12.2023.

Die Erhöhung der Bondsquote in dem langen Betrachtungszeitraum ist primär durch das regulatorische Korsett verbindlichkeitsorientierter Anbieter befeuert. Quotensteuerung sowie Vermeidung von Duration-Gaps zwischen Aktiv- und Passivseite der Bilanzen haben dafür gesorgt, dass auch in der langen Niedrigzinsphase die Nachfrage nach fest-

Abbildung 5.4
Schuldverschreibungen: Entwicklung des Anteils an den Finanzaktiva der Sparten seit 31.12.2005



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

verzinslichen Wertpapieren hoch war und fast jede Emission 100-jähriger Anleihen von europäischen Staaten überzeichnet war. Dabei kam die höchste Nachfrage aus dem Lager der Versicherungen.

Bei allen Versicherungssparten hat der Anteil von Schuldverschreibungen an den jeweiligen Finanzaktiva in der Betrachtungsperiode zugenommen, wie aus [Abbildung 5.4](#) zu entnehmen ist. Spitzenreiter des prozentualen Zuwachses sind Nicht-Lebensversicherungen, die ihren Anteil an Schuldverschreibungen von 7 % per Ende 2005 auf 19 % in den letzten 18 Jahren ausbauten. Das ist eine Erhöhung von 11,8 Prozentpunkte und bedeutet gleichzeitig einen Zuwachs von 109 Milliarden Euro des entsprechenden Bestandes. Lebensversicherungen folgen hinsichtlich des prozentualen Zuwachses von Schuldverschreibungen an den Finanzaktiva mit 6,5 Prozentpunkten auf Platz zwei. Der Bestand stieg um 114 Milliarden Euro, was eine Quote von direkt gehaltenen Schuldverschreibungen in Höhe von rund 15 % per Ende 2023 bedeutet. Bei Rückversicherungen hat sich der Anteil von Schuldverschreibungen in den letzten 18 Jahren um 6,1 Prozentpunkte erhöht, was sich in einer Bestandszunahme von 52 Milliarden Euro ausdrückt. Bei Pensionseinrichtungen dagegen hat sich die „Rentenquote“ im Betrachtungszeitraum um 0,6 Prozentpunkte auf 9,9 % per Ende 2023 nur sehr leicht erhöht, der Bestand stieg um 46 Milliarden Euro. Aus der [Abbildung 5.4](#) ist ebenfalls klar ersichtlich, dass sich der Anteil von Schuldver-

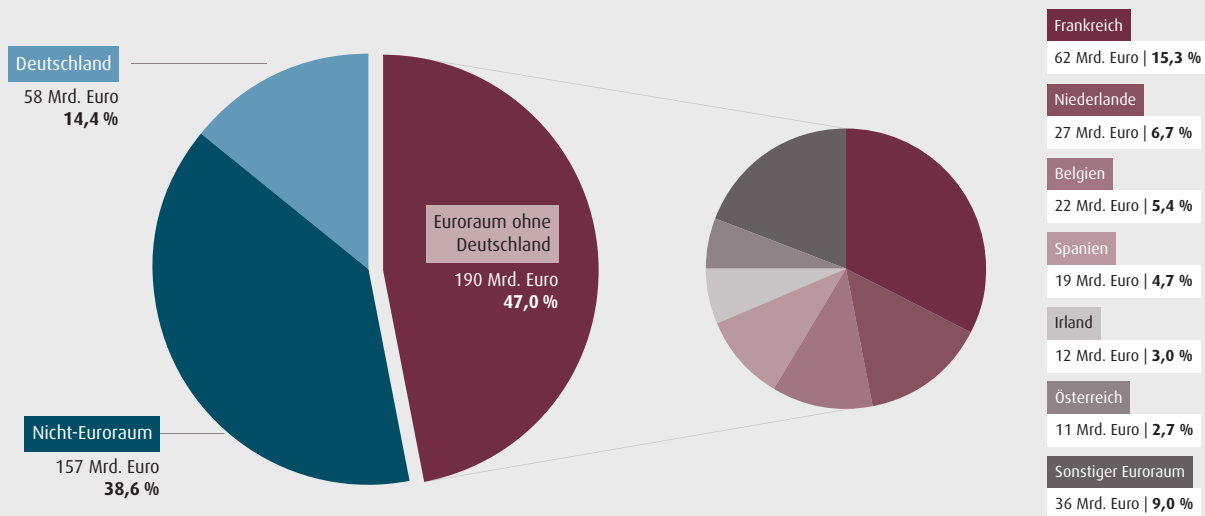
schreibungen an den jeweiligen Finanzaktiva bei allen Versicherungssparten auch nach dem Beginn des Zinssenkungszyklus im Frühjahr 2011 teilweise sehr deutlich erhöhte. Pensionseinrichtungen sind diesem Trend nicht gefolgt.

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

[Abbildung 5.5](#) zeigt auf, dass Schuldverschreibungen deutscher Emittenten mit 58 Milliarden Euro und einem Anteil von 14,4 % nur einen geringen Anteil des gesamten Bondsvolumens von Versicherungen ausmachen. Rund 190 Milliarden Euro werden in Bonds gehalten, die von Emittenten im Euroraum stammen und bei immerhin 157 Milliarden Euro Bondsbestand domiziliert der Emittent außerhalb des Euroraums. Bei direkt gehaltenen festverzinslichen Wertpapieren ist somit kein home bias festzustellen, sondern eine recht weite regionale Diversifizierung der Bondsbestände, insbesondere mit Blick auf den relativ hohen Bestand von Emittenten aus dem Nicht-Euroraum.

Abbildung 5.5

Schuldverschreibungen: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Der tiefere Blick in den Euroraum ohne Deutschland zeigt interessanterweise, dass französische Schuldverschreibungen einen höheren Bestand im Vergleich zu deutschen Emissionen aufweisen. Rund 62 Milliarden Euro und 15,3 % werden in französischen Bonds gehalten. Bondemissionen aus den Niederlanden, Belgien und Spanien folgen in absteigender Reihenfolge mit Beständen zwischen 27 Milliarden Euro und 19 Milliarden Euro. Emissionen aus Irland und Österreich schließen sich mit einem Volumen fast gleichauf an, ihr Anteil an von Versicherungen direkt gehaltenen Schuldverschreibungen rangiert allerdings schon im niedrigen einstelligen Bereich. Bonds aus den übrigen Ländern des Euroraums vereinen rund 36 Milliarden Euro

auf sich, was einen Anteil von 9 % ausmacht. Innerhalb dieses Segments liegen Emissionen aus Luxemburg (8,5 Milliarden Euro) vorn, gefolgt von Italien (7,2 Milliarden Euro) und der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) mit 6,6 Milliarden Euro. Finnische Bonds werden von Versicherungen in Höhe von 5,3 Milliarden Euro gehalten, Papiere des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) belaufen sich auf 2,2 Milliarden Euro. Danach wird es sehr kleinteilig. Schlusslicht von allen Ländern bildet Griechenland, dessen Emissionen lediglich 20 Millionen Euro des gesamten Bondsuniversums von Versicherungen ausmachen.

5.4 Anteilsrechte

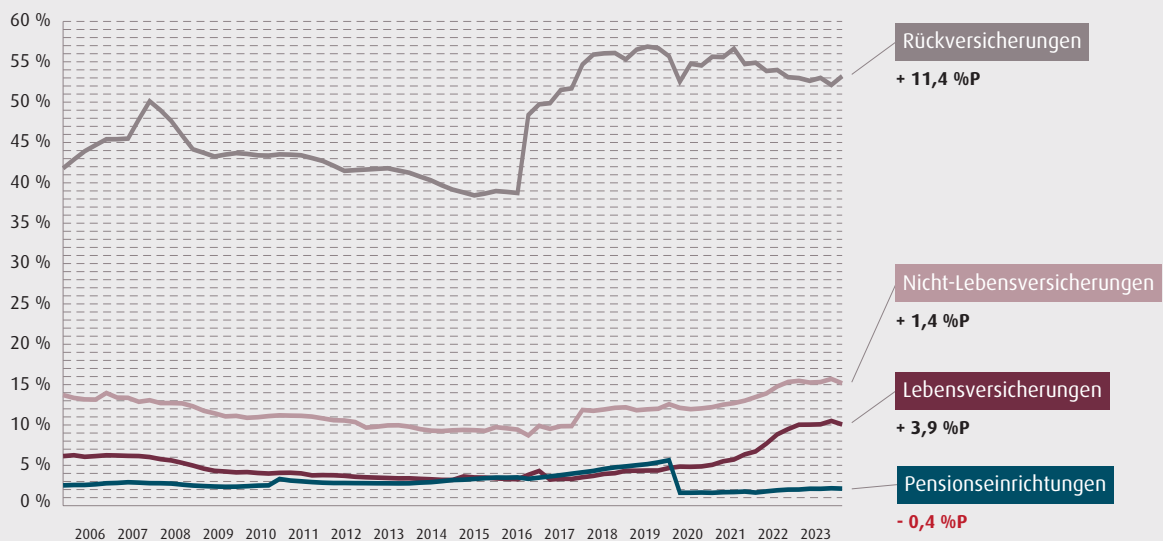
In Summe werden von den Betrachtungsgruppen 510 Milliarden Euro in Anteilsrechten bzw. Aktien gehalten, was 16,7 % der Finanzaktiva ausmacht und den zweiten Platz der in diesem Kapitel analysierten Positionen bedeutet. Von diesem Bestand ist mit 28 Milliarden Euro nur ein geringer Teil börsennotiert. Der übrige Teil ist nicht börsennotiert und somit weitaus weniger fungibel. Hierzu gehören u. a. direkte Unternehmensbeteiligungen, direkte Anlagen in Private Equity sowie nicht notierte und konzerneigene Unternehmensbeteiligungen, geschlossene Immobilienfonds und andere Zweckgesellschaften. Die nachfolgenden Ausführungen stellen die Position der Anteilsrechte im Aggregat dar.

Holdingsstrukturen und Unternehmensbeteiligungen sind der wesentliche Grund, weswegen Rückversicherungsgesellschaften mit 274 Milliarden Euro und einem Anteil von 53,7 % am Bestand direkt gehaltener Anteilsrechte das dominierende Investorensegment sind. Nicht-Lebensversicherungen und Lebensversicherungen schließen sich auf fast gleichem Niveau mit 117,1 bzw. 104,6 Milliarden Euro an, was einen Anteil von 23 % bzw. 20,5 % am Bestand von Anteilsrechten ausmacht. Für Pensionseinrichtungen spielen direkt gehaltene Anteilsrechte eine recht geringe Rolle. Sie weisen einen Bestand von 14,4 Milliarden Euro aus. Sie finden diese Daten in der [Tabelle 5.1](#), in der wir alle relevanten Bestände und Prozentangaben zusammengeführt haben.

[Abbildung 5.6](#) visualisiert die Quote der direkt gehaltenen Anteilsrechte an den jeweiligen Finanzaktiva der betrachteten Segmente im Betrachtungszeitraum der letzten 18 Jahre. Es wird deutlich, dass das Wachstum insbesondere von Rückversicherungen getrieben wurde. Ihr Bestand stieg im Betrachtungszeitraum um 127 Milliarden Euro an, was den Anteil an ihren Finanzaktiva um 11,4 Prozentpunkte auf 53 % erhöhte. Bei Nicht-Lebensversicherungen blieb der Anteil der Anteilsrechte an ihren Finanzaktiva fast konstant und der Bestand erhöhte sich um lediglich 1,4 Prozentpunkte. Das bedeutet eine Zunahme um 63 Milliarden Euro der direkt gehaltenen Anteilsrechte. Ähnlich sieht es bei Lebensversicherungen aus, wobei direkt gehaltene Aktien mit 10 % einen vergleichbar geringeren Anteil an den Finanzaktiva von Lebensversicherungen ausmachen. Der Bestand stieg in der Betrachtungsperiode um 72 Milliarden Euro an, eine Erhöhung der Allokationsquote um 3,9 Prozentpunkte. Bei Pensions-einrichtungen hat sich in den letzten 18 Jahren in Sachen direkt gehaltener Anteilsrechte kaum etwas getan. Der Bestand stieg um 8 Milliarden Euro an, allerdings sank die Quote an ihren Finanzaktiva um 0,4 Prozentpunkte auf mickrige 2 %.

Abbildung 5.6

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



Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

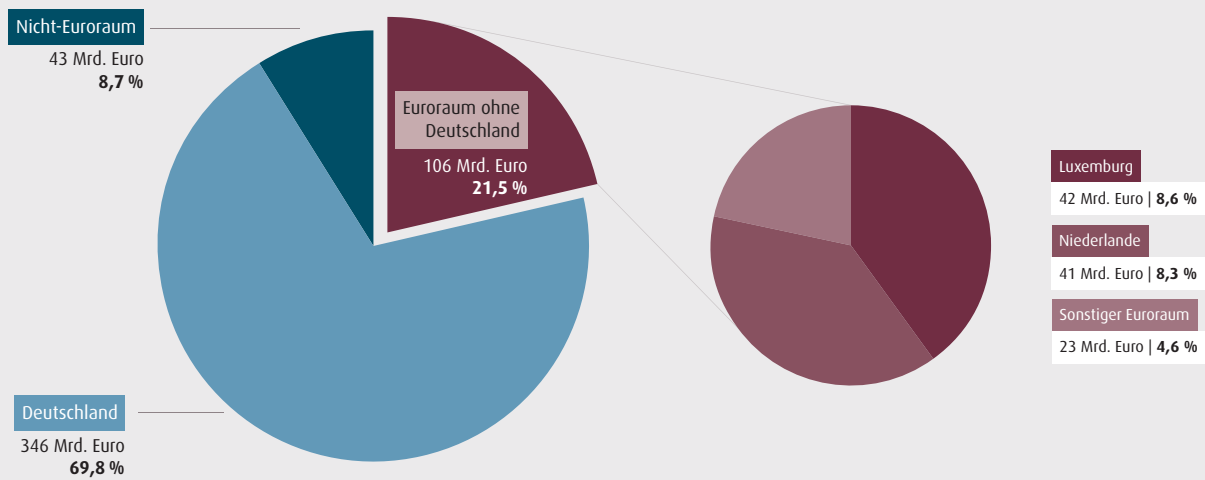
Aufgrund der bereits erwähnten Erweiterung des Datenkranzes durch Solvency II liegen für das Segment Anteilsrechte ebenfalls Informationen über den Sitz der Unternehmen vor, bei denen sich deutsche Versicherungen am Eigenkapital von juristischen Personen beteiligen. Für Pensionseinrichtungen liegen solche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

Abbildung 5.7 zeigt auf, dass das Engagement von Versicherungen im Rahmen ihrer direkt gehaltenen Anteilsrechte sehr stark auf den Euroraum konzentriert ist, mit einem deutlichen Schwerpunkt in Deutschland. Anteile im Wert von 346 Milliarden Euro werden in Deutschland von domizilierten Aktiengesellschaften und juristischen Personen

gehalten, was einen Anteil von 69,8 % ausmacht. Weitere 106 Milliarden Euro sind Emittenten und Unternehmenseinheiten im übrigen Euroraum zugeführt. Der Nicht-Euroraum spielt mit einem Volumen von 43 Milliarden Euro und einem Anteil von 8,7 % eine nachgelagerte Rolle. Es ist somit ein klarer home bias festzustellen und keine Spur von Globalisierung im Geschäft mit direkt gehaltenen Anteilsrechten. Der tiefere Blick in den Euroraum verdeutlicht, dass Luxemburg mit 42 Milliarden Euro und die Niederlande mit 41 Milliarden Euro eine wahrnehmbare Rolle für Eigenkapitalinvestments von deutschen Versicherungen spielen, weit hinter Deutschland wohlgermerkt. Trotzdem ist die Präferenz und Vorteilhaftigkeit dieser Länder für

gesellschaftsrechtliche Konstruktion entsprechender Beteiligungsvehikel deutlich. Alle weiteren Länder des Euroraums wie beispielsweise Frankreich (9,8 Milliarden Euro), Österreich (5,1 Milliarden Euro), Malta (4,7 Milliarden Euro), Irland (1,4 Milliarden Euro) oder Italien (0,9 Milliarden Euro) spielen hinsichtlich des gehaltenen Volumens an dort domizilierten Anteilsrechten eine geringe Rolle.

Abbildung 5.7
Anteilsrechte: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

5.5 Investmentfondsanteile

Der Bestand von Investmentfondsanteilen ist mit großem Abstand Spitzenreiter im Rahmen der Komponenten der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Er beträgt fulminante 1.289 Milliarden Euro, was eine Quote von 42,3 % an den Finanzaktiva der Betrachtungsgruppe ausmacht. Das ist mehr als das Doppelte im Vergleich zur zweitgrößten Bilanzposition Anteilsrechte mit 510 Milliarden Euro, wie im vorherigen Abschnitt ausgeführt.

Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind die beiden wichtigsten Investorensegmente für die deutsche Asset-Management-Industrie, was der extrem hohe Bestand von Investmentfonds auf beeindruckende Weise verdeutlicht. Ungern erinnern wir uns an die Zeiten, wo von der Asset-Management-Branche ein „level playing field“ angesichts bestimmter Rahmenbedingungen gefordert wurde. Diese Diskussionen liegen erfreulicherweise weit zurück und die Versicherungs- und Altersvorsorgebranche ist mittlerweile geschäftlich und strukturell stark mit der Fondsindustrie verwoben. Kapitalunterlegung von Vorsorgegeschäftsmodellen und Delegation des Asset-Managements in Richtung indirekte Kapitalanlage vor dem Hintergrund der Spezialisierung sind ungebrochene strategische Trends.

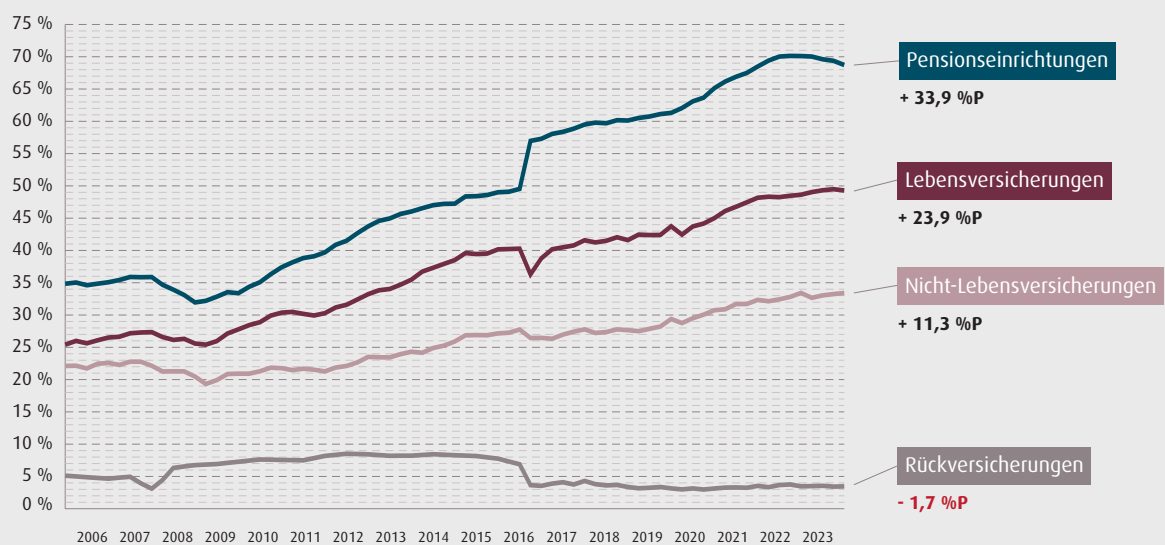
Lebensversicherungen sind die größte Anlegergruppe in Investmentfonds mit einem Volumen von 573,5 Milliarden Euro und einem Anteil von

44,5 % des Gesamtbestands an Investmentfonds. Pensionseinrichtungen folgen auf Platz zwei mit 467,3 Milliarden Euro und einem Anteil von 36,2 %. Nicht-Lebensversicherungen schließen sich mit 230,6 Milliarden Euro an. Lediglich für Rückversicherungen spielen Investmentfonds eine relativ geringe Rolle. Sie weisen einen Bestand in Höhe von 17,8 Milliarden Euro auf, was 1,4 % des Gesamtbestands der Betrachtungsgruppen bedeutet. Alle Werte finden sich in der [Tabelle 5.1](#) wieder.

Die langfristige Entwicklung der Fondsquote an den jeweiligen Finanzaktiva auf Ebene der betrachteten Sparten ist in [Abbildung 5.8](#) dargestellt. Es wird bemerkenswert deutlich, dass Pensionseinrichtungen im Betrachtungszeitraum der letzten 18 Jahre mit einigem Abstand immer die höchste Fondsquote aufwiesen. Ab 2016 setzte noch eine besondere Dynamik diesbezüglich ein, allerdings mit einer gewissen Abflachung ab 2022. Pensionseinrichtungen sind im Vergleich zu den übrigen Sparten die am stärksten wachsende Anlegergruppe im Fondsgeschäft. Der entsprechende Anteil an den Finanzaktiva stieg von 35 % per Ende 2005 um 34 Prozentpunkte auf beeindruckende 69 % per Ende 2023. In absoluten Zahlen bedeutet dies einen Anstieg um 383 Milliarden Euro von 84 Milliarden Euro per Ende 2005 auf besagte 467 Milliarden Euro per Ende 2023, während die Finanzaktiva im gleichen Zeitraum um 438 Milliarden Euro anstiegen. Somit sind rechnerisch über 87 % des Wachstums der Finanzaktiva von Pensionseinrich-

Abbildung 5.8

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



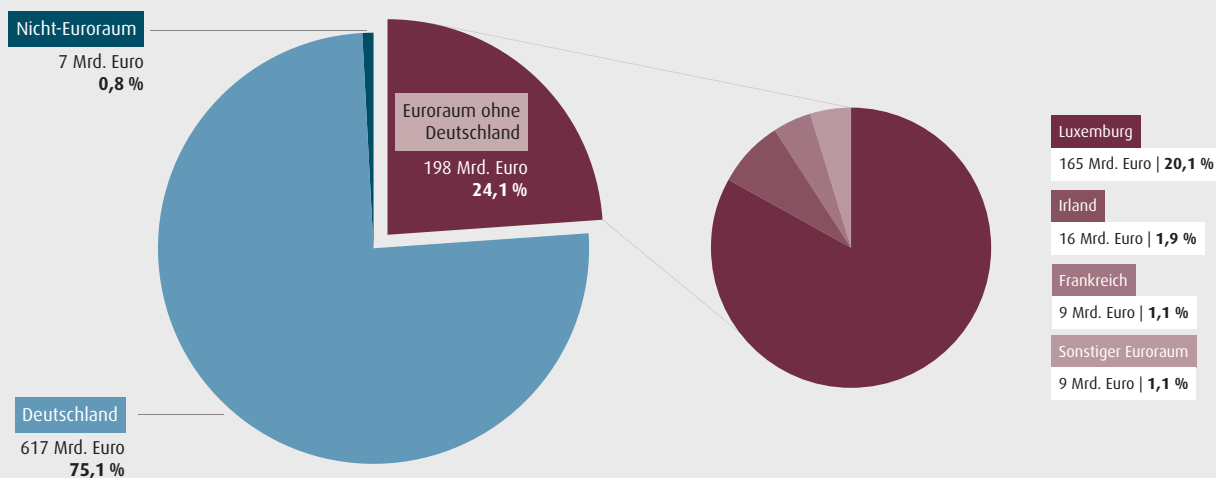
Angaben in Prozent, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

tungen strukturell in Investmentfonds gelandet. Das sind beeindruckende Relationen und zeigen die Wichtigkeit von Pensionseinrichtungen für die Asset-Management-Industrie als dynamischste institutionelle Anlegergruppe mehr als eindrucksvoll auf. Aber auch bei Lebensversicherungen als größtes Anlegersegment ist die Entwicklung sehr positiv. Sie bauten ihre Fondsquote innerhalb der letzten 18 Jahre um 24 Prozentpunkte von 25 % per Ende 2005 auf knapp 50 % aus. Fast jeder zweite Euro der Finanzaktiva von Lebensversicherungen steckt in Investmentfonds. Das bedeutet in absoluten Zahlen einen Volumenzuwachs von 387 Milliarden Euro im Betrachtungszeitraum der vergangenen 18 Jahre. Bei Nicht-Lebensversicherungen sind

die Zahlen positiv, allerdings mit etwas verhaltener Tendenz im Vergleich zu Pensionseinrichtungen und Lebensversicherungen. Sie bauten ihre Fondsquote im Betrachtungszeitraum um 11 Prozentpunkte von 22 % per Ende 2005 auf 33 % per 31.12.2023 aus, was sich in einem Bestandszuwachs von Investmentfonds in Höhe von 163 Milliarden Euro begründet. Lediglich Rückversicherungen sind in Bezug auf das Investmentfondsgeschäft zurückhaltend. Die dortige Fondsquote sank in den letzten 18 Jahren um knapp 2 %, was sich in einem Rückgang des Investmentfondsbestands von knapp 200 Millionen Euro ausdrückt.

Abbildung 5.9

Investmentfondsanteile: Bestände von Versicherungen nach Sitz des Emittenten



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Zwischenfazit: Pensionseinrichtungen und mit etwas nachgelagerter Perspektive Lebensversicherungen prägen den langfristigen Trend der Verlagerung von direkten zu indirekten Kapitalanlagen. Pensionseinrichtungen sind diesbezüglich Vor- und Spitzenreiter. Spezialisierung und Diversifizierung unter Einbezug von externen Asset-Managern im Rahmen von Master-KVG-Strukturen bleiben nach wie vor die wesentlichen Merkmale der Kapitalanlage der Betrachtungsgruppen, mit Ausnahme von Rückversicherungen. Dabei spielt der deutsche Spezialfonds nach wie vor die größte Rolle im Zusammenhang der indirekten Kapitalanlagen, wie wir im nachfolgenden Kapitel noch mal herausarbeiten und analysieren.

Abschließend in diesem Kapitel richten wir die Perspektive auf die Domizierung des Fondsemitenten, den deutsche Versicherungen mandatiert haben. Diese Daten beruhen auf der Erweiterung des statistischen Datenkranzes im Rahmen von Solvency II und liegen nur für Versicherungen vor, für Pensionseinrichtungen leider nicht. Aus [Abbildung 5.9](#) wird klar ersichtlich, dass in Deutschland domizilierte Investmentfonds mit einem Bestand von 617 Milliarden Euro und einem Anteil von 75,1 % absolut dominierend sind. Das Fondsgeschäft mit Versicherungen ist fest in deutscher Hand, vor allem dank des Spezialfonds- und Masterfondsgeschäfts. Fondsgesellschaften im Euroraum ex Deutschland und deren Fonds machen 198 Milliarden Euro und einen Anteil von 24,1 % im Bestand

von Versicherungen aus. Fondsanbieter im Rest der Welt spielen mit 7 Milliarden Euro fast keine Rolle bei Fondsanlagen von deutschen Versicherungen. Die Durchschau des Fondsbestands des Euroraums ex Deutschland deckt auf, dass Luxemburger Fondsvehikel mit einem Bestand von 165 Milliarden Euro und einem Anteil von 20,1 % auf Rang zwei in der Gunst von Versicherungen liegen. Die übrigen Fondsstandorte wie Irland (16 Milliarden Euro) und Frankreich (9 Milliarden Euro) spielen eine sehr nachgelagerte Rolle. Fondsanbieter aus allen restlichen Euroländern weisen keine oder sehr geringe Fondsbestände bei deutschen Versicherungen auf. Von den unter „sonstiger Euroraum“ zusammengefassten Werten stechen noch niederländische Fondsvehikel mit einem Bestand von 6 Milliarden Euro bei deutschen Versicherungen hervor, gefolgt von italienischen Fonds mit 2,1 Milliarden Euro und österreichischen Vehikeln mit 547 Millionen Euro. Danach kommen nur noch zwei- und einstellige Millionenbestände in Spanien, Zypern und Belgien. Diese nennen wir mal Testinvestments als Freundschaftsdienst.

6. Struktur des Spezialfondsgeschäfts

6.1 Überblick

In den vorangegangenen Kapiteln haben wir einen ganzheitlichen Blick auf die Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen und deren wesentliche Komponenten geworfen. Dabei ist schnell klar geworden, dass Investmentfonds die mit Abstand größte Rolle bei den Kapitalanlagen der Betrachtungsgruppe spielen. Ebenfalls wurde auf Basis der verfügbaren Daten herausgearbeitet, dass ein erheblicher Teil der Fondsanlagen von deutschen Kapitalanlagegesellschaften verwaltet wird. Von den gesamten Anlagen von Versicherungen in Investmentfonds in Höhe von 821 Milliarden Euro werden 617 Milliarden Euro von deutschen Investmentgesellschaften administriert, was einen Anteil von exakt 75 % ausmacht. Das rückt zwangsläufig den deutschen Spezialfonds ins Rampenlicht, der nach wie vor das mit Abstand beliebteste Anlagevehikel von Versicherungen, aber auch Pensionseinrichtungen ist. Daher ist die vertiefende nachfolgende Analyse der Struktur- und Bestandsdaten des Spezialfondsgeschäftes mit Fokus auf die Betrachtungsgruppen sinnvoll und sehr erkenntnisreich. Sie basiert auf Daten der Deutschen Bundesbank mit Datenstichtag 31.12.2023.

Seitens der Bundesbank besteht keine Überleitung zwischen den in Kapitel 5 analysierten 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 Asset Management, der eine leicht

Tabelle 6.1

Wesentliche Kennzahlen des Spezialfondsmarkts

Spezialfonds in Zahlen	
Fondsvermögen	2.038,8 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2023	38,5 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2023	219,5 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	4.455

Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank

veränderte Meldegrundlage hat und ebenfalls luxemburgische Bestände von Investoren deutscher Provenienz mit einbezieht, wenn die dortigen Vehikel mit dem deutschen Spezialfonds vergleichbar sind. Wie bei allen unseren Spezialfondsanalysen legen wir einen besonderen Fokus auf Vertriebs-erfolg im Sinne von Cashflows in Spezialfonds. Hierbei ist hervorzuheben, dass die Deutsche Bundesbank seit 2009 diesbezüglich in Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse unterscheidet. Die Betrachtung von Mittelzuflüssen im Sinne von „frischem Geld“ bietet interessante Erkenntnisse. Diese Werte sind so zu verstehen, dass Mittel aus Anteilscheinverkäufen von Kapitalverwaltungsgesellschaften in Spezialfonds fließen, ohne dass Anteilscheinrücknahmen, die Liquidität auskehren, berücksichtigt sind. Der entsprechende Saldo davon ist das Nettomittelaufkommen. Mittelzuflüsse können per Definition nie negativ sein. Insofern lassen hohe Unterschiede zwischen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen Rückschlüsse

auf eine hohe Dynamik der betrachteten Analyseebene (z. B. Anteilseigner oder Fondskategorie) im Betrachtungszeitraum zu. Es werden viele Fonds „gedreht“. Die Deutsche Bundesbank verwendet in diesem Zusammenhang den Begriff „Tilgung“, wenn die Mittelzuflüsse die Nettomittelaufkommen übersteigen. Sind die Werte gleich, landen die Mittelzuflüsse netto in den Spezialfondsmandaten, ohne dass per Saldo Abflüsse zu verzeichnen sind. Bevor auf das Spezialfondsgeschäft von Versicherungen und Pensionseinrichtungen eingegangen wird, erfolgt eine allgemeine Betrachtung des Spezialfondsmarkts zwecks Einordnung und Einleitung.

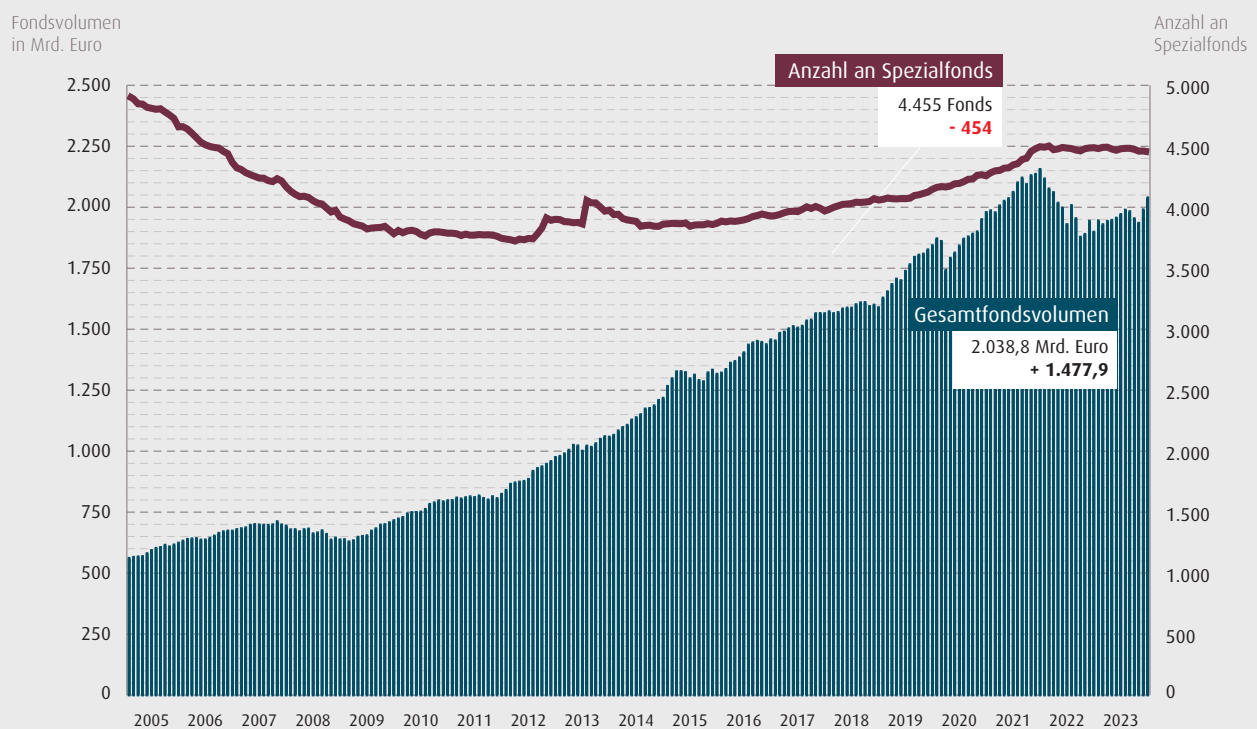
Das Wachstum des Volumens des Spezialfondsmarktes in den vergangenen 18 Jahren ist beeindruckend, wie aus [Abbildung 6.1](#) hervorgeht. Allerdings ist die Stetigkeit des Wachstums Anfang des Jahres 2022 ins Stottern geraten. Ein wesentlicher Grund dafür stellt die heftige Zinswende dar, wo Bondsbestände in Spezialfondsmandaten aufgrund von Bewertungseffekten um dreistellige Milliardenbeträge nach unten korrigiert wurden. Und das trotz positiver Cashflows, wohlgemerkt. Der Effekt ist in [Abbildung 6.1](#) deutlich zu sehen. Durch Zinssenkungen Ende 2023 ist allerdings bereits ein gegenläufiger Prozess sichtbar.

Anfang 2005 betrug das Volumen des Spezialfondsmarktes 561 Milliarden Euro. Seitdem stieg das Volumen kräftig und relativ stetig an, mit einer kleinen Delle in den Jahren 2008/2009, bedingt

durch die Finanzkrise sowie die vorgenannten jüngsten Effekte. Ende 2023 betrug das Spezialfondsvolumen rund 2,04 Billionen Euro. Es hat sich in 18 Jahren um den Faktor 3,6 vervielfacht, was eine Zunahme des Spezialfondsmarktvolumens in Höhe von 1.477,9 Milliarden Euro bedeutet. Das ist eine fulminante Bilanz – trotz der jüngsten und hoffentlich temporären Eintrübung. Die Anzahl von Spezialfonds sank im gleichen Betrachtungszeitraum moderat von rund 4.900 auf 4.455. Das durchschnittliche Spezialfondsvolumen ist in den vergangenen 18 Jahren von 114 Millionen Euro auf rund 458 Millionen Euro angestiegen.

Das Niveau der Cashflows (Nettomittelaufkommen & Mittelzuflüsse) ist in den letzten zwei Dekaden enorm, was die Erfolgsgeschichte des Spezialfonds als beliebtestes Anlagevehikel deutscher institutioneller Investoren sehr deutlich macht. Allerdings lassen sich einige Schwankungen bei beiden betrachteten Größen feststellen. Beim Nettomittelaufkommen war 2021 das Rekordjahr mit 116,8 Milliarden Euro, gefolgt von 2015 mit 115,7 Milliarden Euro und 2019 mit 105,5 Milliarden Euro. Das zurückliegende Jahr 2023 war das Jahr mit dem geringsten Nettomittelaufkommen in der Betrachtungsperiode mit „nur“ 38,5 Milliarden Euro. Der Mittelwert des Nettomittelaufkommens in Spezialfonds der letzten 18 Jahre beträgt 70,8 Milliarden Euro und die Summe sagenhafte 1.274,2 Milliarden Euro. Kleiner Malus: In den letzten drei Jahren lässt sich ein kleiner Trend von sinkenden Nettomittel-

Abbildung 6.1
Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Fonds von Spezialfonds



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

aufkommen in Spezialfonds feststellen. Das war von 2015 bis 2017 auch schon mal der Fall und die Nettodotierungen erholten sich wieder.

Bei der Analyse der Dotierungen frischer Liquidität fällt ein zunehmender Trend innerhalb der letzten 18 Jahre auf. Spitzenreiter in Sachen Mittelzuflüsse ist das Jahr 2020 (das von Corona gebeutelte Jahr!) mit 309,5 Milliarden Euro, gefolgt von 2022 mit 307,6 Milliarden Euro. Das niedrigste Niveau der Zuführung von frischer Liquidität findet sich in den

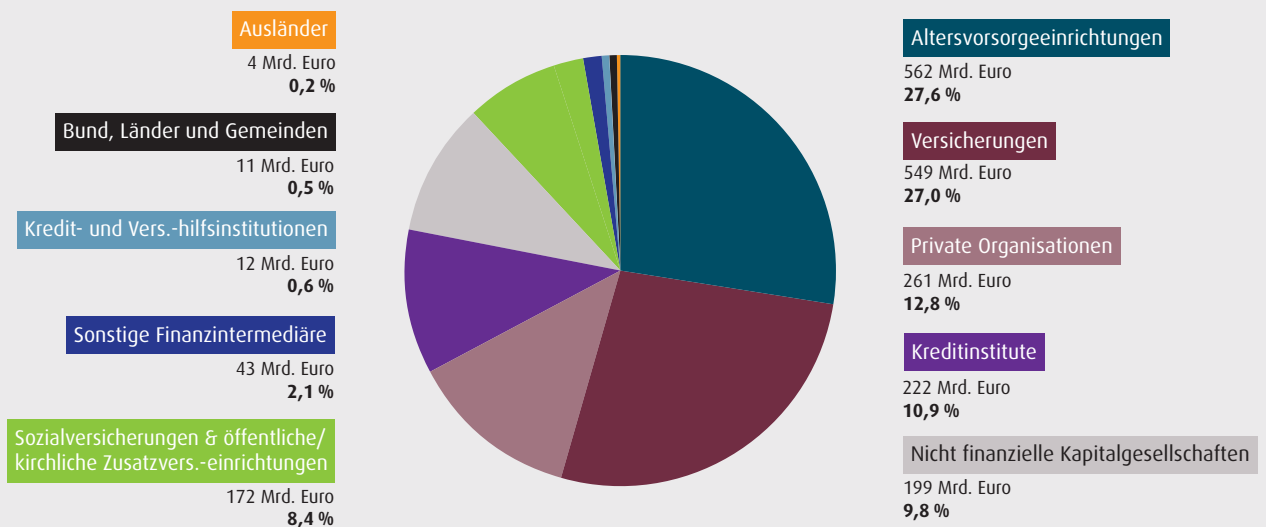
ersten Jahren der Betrachtungsperiode. Es wurde also seitens der institutionellen Investoren im Zeitablauf immer mehr frisches Geld in Spezialfondsmandate gepumpt, was sich nicht in dem Maße im Nettomittelaufkommen widerspiegelt. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass insbesondere in den letzten drei Jahren ein enormer Liquiditätsabzug aus dem deutschen Spezialfondsmarkt erfolgte. In 2023 landeten beispielsweise von 220 Milliarden Euro frischer Liquidität nur 38,5 Milliarden Euro netto in den Mandaten, also ungefähr nur jeder

fünfte Euro. Die Differenz von Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen in Höhe von 181,5 Milliarden Euro ist dem Spezialfondsmarkt im Jahr 2023 entzogen worden. Mit Blick auf die entsprechenden Differenzen aller Jahre der Betrachtungsperiode wird deutlich, dass sich die Entzüge von Liquidität samt entsprechender Anteilsscheindynamik spätestens seit 2017 deutlich erhöht haben. Das muss nicht unbedingt ein Grund für Besorgnis sein, spricht aber nicht unbedingt für hohe Mandatstreue der institutionellen Investoren bzw. impliziert einen steigenden Verwendungszweck außerhalb des Spezialfondsmantels, wie beispielsweise Kapitalanlagen in anderen Jurisdiktionen und Direktanlagen sowie Einsatz für betriebliche und bilanzielle Zwecke.

Wie in [Abbildung 6.2](#) dargestellt, sind Altersvorsorgeeinrichtungen die größte Anteilseignergruppe mit 562 Milliarden Euro und einem Marktanteil von rund 27,6 %. Versicherungen rangieren auf dem zweiten Platz mit 549 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 27 % fast gleichauf. Insofern stellen die beiden in diesem Dokument analysierten Investorengruppen mit einem Spezialfondsvolumen in Höhe von knapp 1.111 Milliarden Euro und einem Marktanteil von fast 55 % die Eckpfeiler des deutschen Spezialfondsgeschäfts dar. Private Organisationen ohne Erwerbszweck haben sich mit einem Volumen von 261 Milliarden Euro vor Kreditinstitute geschoben, was einen Marktanteil von rund 12,8 % ausmacht. Kreditinstitute und Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften (Corporates) folgen mit

Abbildung 6.2

Aufteilung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

222 Milliarden Euro und 199 Milliarden Euro auf relativ gleichem Niveau. Sozialversicherungsträger & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen sind aufgrund ihrer Definition und Anzahl eine relativ kleine Kundengruppe im Spezialfondsgeschäft, vereinen aber immerhin noch 172 Milliarden Euro Volumen auf sich. Es folgen weitere Investorensegmente, die in Summe rund 70 Milliarden Euro ausmachen. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Finanzintermediäre, Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen, die öffentliche Hand sowie ausländische Investoren. Hier sind die beiden erstgenannten Segmente die mit Abstand größten. Bund, Länder und Gemeinden vereinen lediglich 11 Milliarden Euro Spezialfondsvolumen auf sich, wobei der Bund kein Spezialfondsvolumen aufweist, sondern lediglich die Länder und Gemeinden. Ausländische Investoren sind nur mit 4 Milliarden Euro in Spezialfonds investiert. Der Spezialfonds ist und bleibt ein typisch deutsches Produkt.

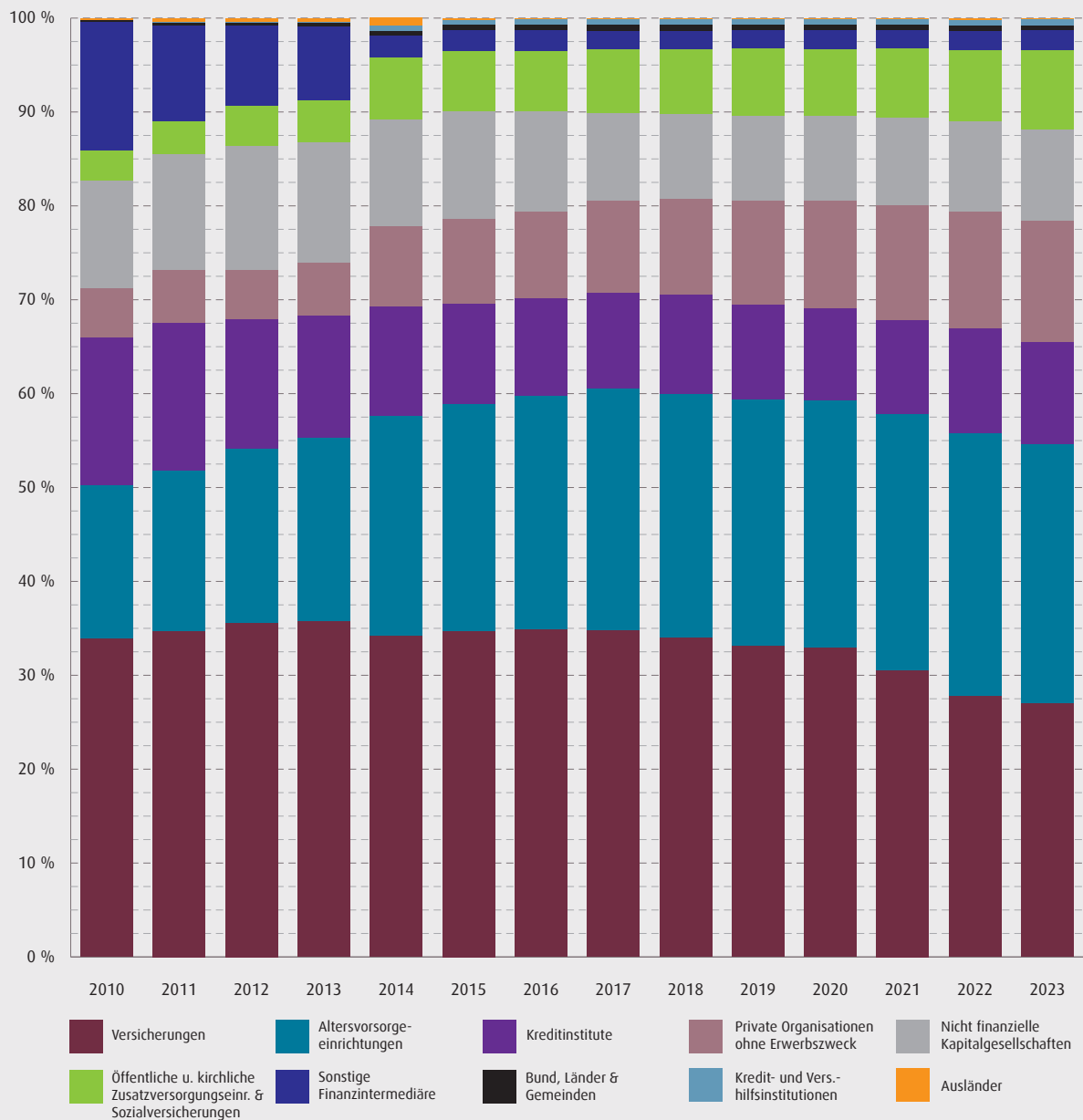
Nach der stichtagsbezogenen Betrachtung der Marktanteile der Investorengruppen möchten wir mit [Abbildung 6.3](#) die entsprechende zeitliche Entwicklung und Strukturverschiebung analysieren. Dabei schauen wir auf die letzten 13 Jahre zurück. Die dargestellten Prozentsätze im Sinne von Marktanteilen beziehen sich auf das jeweilige gesamte Spezialfondsvolumen. Bleibt ein Prozentsatz bzw. ein Marktanteil einer Investorengruppe gleich, so wächst diese hinsichtlich des Fondsvermögens proportional mit dem Markt. Erhöhen sich Marktanteile

bzw. vergrößert sich ein Balken, bedeutet dies ein überproportionales Wachstum im Vergleich zum Spezialfondsmarkt.

Ende 2010 waren Versicherungen mit 34 % und einem Spezialfondsvermögen von 269,9 Milliarden Euro die absolut dominante Kundengruppe im deutschen Spezialfondsgeschäft. Altersvorsorgeeinrichtungen und Kreditinstitute lagen mit 16 % Marktanteil und einem Spezialfondsvolumen von 130,8 Milliarden Euro und 124,7 Milliarden Euro dicht beieinander dahinter. Corporates wiesen 91,5 Milliarden Euro Spezialfondsvermögen auf, private Organisationen ohne Erwerbszweck 42 Milliarden Euro und Sozialversicherungsträger & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen 26,3 Milliarden Euro. Die restlichen Investorensegmente hatten in Summe 112,2 Milliarden Euro in Spezialfonds investiert, was einen Marktanteil von 14 % bedeutete. Das gesamte Spezialfondsvolumen betrug Ende 2010 rund 797 Milliarden Euro. Die Betrachtung der Entwicklung der jeweiligen Marktanteile bzw. Balken in den letzten 13 Jahren zeigt die Strukturverschiebungen und Wichtigkeit der Anteilseignergruppen im deutschen Spezialfondsgeschäft klar auf. Die mit Abstand deutlichste Zunahme an Marktanteilen weisen Altersvorsorgeeinrichtungen auf. Sie legen um 11,2 Prozentpunkte zu, was einem absoluten Wachstum des Spezialfondsvermögens von 431 Milliarden Euro entspricht. Ihr Volumen in Spezialfonds wächst somit überproportional zum Markt. Das zweit-

Abbildung 6.3

Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens nach Anteilhabern



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

höchste Wachstum der Marktanteile in den letzten 13 Jahren weisen private Organisationen ohne Erwerbszweck auf. Sie bauten ihren Marktanteil um acht Prozentpunkte auf 12,8 % aus, was einem absoluten Wachstum von 219 Milliarden Euro entspricht. An Nummer drei hinsichtlich des Wachstums des Marktanteils liegen Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungskassen. Sie gewinnen in den vergangenen 13 Jahren fünf Prozentpunkte an Marktanteil, was einer Zunahme des Spezialfondsvolumens von 26,3 Milliarden Euro Ende 2010 auf 171,5 Milliarden Euro Ende 2023 entspricht. Alle übrigen Anteilseignergruppen haben Marktanteile in den letzten 13 Jahren verloren oder sind auf der Stelle getreten. Corporates verlieren zwei Prozentpunkte, da ihr Spezialfondsvermögen von 91,5 Milliarden Euro auf 198,9 Milliarden Euro unterdurchschnittlich zugenommen hat. Versicherungen als größtes Investorenssegment verlieren heftige 7 Prozentpunkte Marktanteil. Ihr Spezialfondsvolumen stieg zwar von 269,9 Milliarden Euro Ende 2010 auf 549,2 Milliarden Euro per Jahresende 2023 an, aber das Wachstum war im Vergleich zum gesamten Spezialfondsmarkt deutlich unterdurchschnittlich. Kreditinstitute verlieren 5 Prozentpunkte Marktanteil seit Ende 2010, bedingt durch eine unterdurchschnittliche Zunahme ihres Spezialfondsvermögens von 124,7 Milliarden Euro per Ende 2010 auf 222,1 Milliarden Euro per Ende 2023. Die übrigen Investorenssegmente bilden zusammengefasst das Schlusslicht hinsichtlich der Entwicklung des Marktanteils. Sie verlieren in Summe

11 Prozentpunkte, da ihr Spezialfondsvolumen in den letzten 13 Jahren um 42 Milliarden Euro abgenommen hat. Dies ist im Wesentlichen durch die Abnahme des Spezialfondsvolumens von Finanzintermediären begründet. Das Spezialfondsvolumen von Bund, Ländern und Gemeinden hat dagegen z. B. um 9,7 Milliarden Euro in den letzten 13 Jahren zugenommen, allerdings ausschließlich getragen von den Ländern und Gemeinden. Der Bund wies zwischenzeitlich einige Jahre Spezialfondsvermögen von in der Spitze 2 Milliarden Euro auf, welches sich im Jahr 2022 allerdings wieder auf null reduzierte. Schattenhaushalte auf der Habenseite sind somit nicht vorhanden, wenn Sie dem Autor diese spitze Bemerkung bitte nachsehen.

6.2 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen

Gemäß Investmentstatistik der Deutschen Bundesbank wird für Versicherungen per Datenstichtag 31. Dezember 2023 ein Spezialfondsvermögen in Höhe von 549,2 Milliarden Euro in 774 Spezialfonds administriert. Das Mittelaufkommen in 2023 beträgt 461 Millionen Euro, ein geradezu verschwindend kleiner Wert für Versicherungen. Die Mittelzuflüsse im Sinne von frischer Liquidität lagen für 2023 bei 34,2 Milliarden Euro.

Das Spezialfondsvermögen von Versicherungen hat sich in den vergangenen 18 Jahren um 292,4 Milliarden Euro erhöht, ausgehend von einem Bestand von 256,4 Milliarden Euro Anfang 2005. [Abbildung 6.4](#) zeigt die Entwicklung des Spezialfondsvolumens und der Anzahl von Spezialfonds von Versicherungen auf. Es wird ersichtlich, dass der Vermögenszuwachs nach einer Seitwärtsbewegung in den Jahren 2005 bis 2009 relativ stetig und teilweise recht steil verlief. Allerdings lassen sich einige kurze, aber deutliche Volumenrückgänge beobachten. Sehr deutlich ist dies im Frühjahr 2020, begründet durch Marktschwankungen und Mittelentnahmen im Rahmen der ersten und einmaligen Panik, ausgelöst durch die Coronapandemie. Hier sank das Spezialfondsvermögen von Versicherungen von einem Monat auf den anderen um satte 42,3 Milliarden Euro, erholte sich aber schnell und hat im Juni 2020 wieder das Ausgangsniveau erreicht. Ein heftiger Einbruch des Spezialfondsvermögens von Versicherungen ist ab Februar 2022 festzustellen. Das ist genau der Zeitpunkt der Zinswende, wo die

Tabelle 6.2

Wesentliche Kennzahlen des Spezialfondsgeschäfts von Versicherungen

Versicherungen in Zahlen	
Fondsvermögen	549,2 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2023	0,5 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2023	34,2 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	774

Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank

schnelle und dynamische Zinserhöhung zu einer brutalen Abwertung der Bondsbestände in Spezialfondsmandaten geführt hat. Versicherungen waren davon aufgrund ihrer Bondslastigkeit samt tendenziell langer Durationen besonders betroffen. Alleine im Jahr 2022 reduzierte sich das Spezialfondsvermögen von Versicherungen um 120,9 Milliarden Euro, und das trotz Nettomittelzuflüssen, die wir später noch analysieren. Das ist schon ein heftiger Schlag des Zinspendels für Versicherungen. In 2023 bewegte sich das Spezialfondsvolumen dann seitwärts mit einem kleinen Hoffnungszeichen Ende des Jahres.

Die Anzahl von Spezialfonds, die von Kapitalverwaltungsgesellschaften für Versicherungen administriert werden, ist seit 2005 deutlich gesunken. Sie verringerte sich um 460 von 1.248 in Anfang 2005 auf 774 per Ende 2023. Das hatte zur Konsequenz, dass sich das durchschnittliche Volumen pro Spezialfonds gleichzeitig von 206 Milliarden Euro in 2005

Abbildung 6.4

Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Spezialfonds von Versicherungen

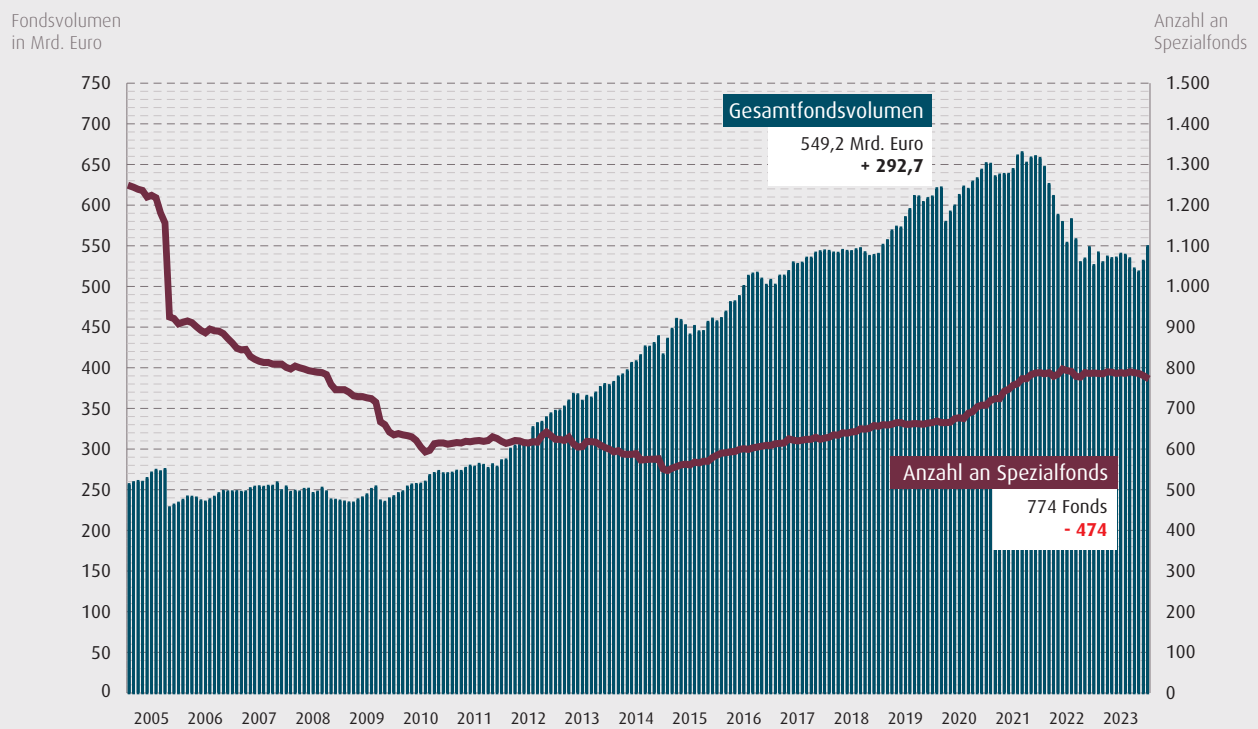
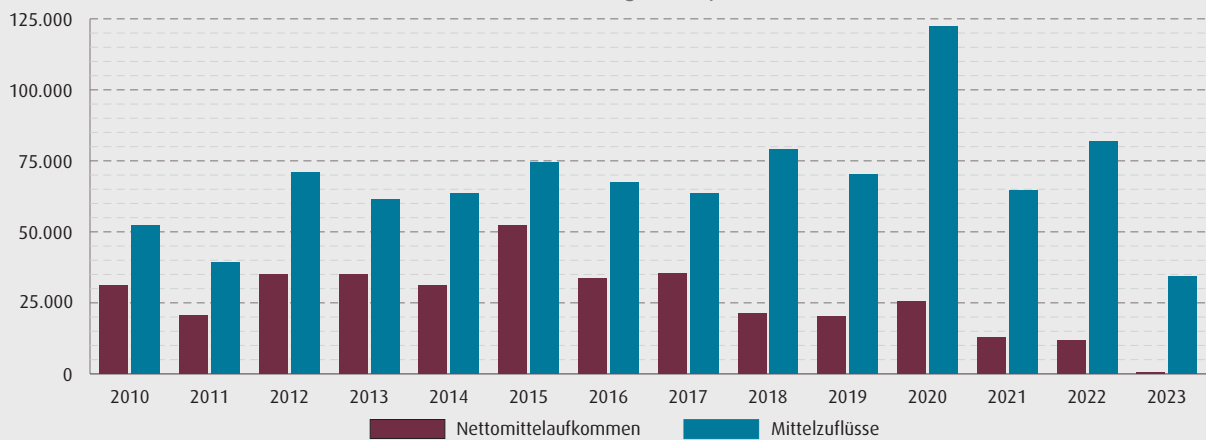


Abbildung 6.5

Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Versicherungen seit Januar 2010 bis Dezember 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

auf 710 Milliarden Euro per Ende 2023 erhöhte. Es ist somit eine deutliche Straffung und Optimierung bei der Administration im Spezialfondsgeschäft von Versicherungen festzustellen.

Die Ära des sehr hohen Niveaus von Nettomittelauflkommen scheint bei Versicherungen vorbei zu sein, wenn man sich den Trend seit 2018 in [Abbildung 6.5](#) ansieht. Im Rekordjahr 2015 sammelten Spezialfonds von Versicherungen noch 52,3 Milliarden Euro netto ein und danach setzte ein Abwärtstrend mit zwischenzeitlicher Seitwärtsbewegung ein. Im Jahr 2023 ist das Nettomittelauflkommen von Versicherungen in Spezialfonds dann auf 461 Millionen Euro eingebrochen. Das ist ein historisch geringer Wert, den wir an dieser Stelle als dramatisch bezeichnen.

Die Mittelzuflüsse von frischer Liquidität befinden sich allerdings nach wie vor auf relativ hohem Niveau mit dem Spitzenwert von 122,4 Milliarden Euro in 2020. Das bedeutet, dass insbesondere in den Jahren seit 2018 auf Jahressicht sehr viel Liquidität seitens der Versicherungen aus deutschen Spezialfonds entzogen wurde. Das Jahr 2020 bildet den Extremfall. Von den 122,4 Milliarden Euro, die an frischen Mitteln zugeführt wurden, landeten lediglich 25,5 Milliarden Euro netto in Spezialfonds. Somit sind von Versicherungen fast 97 Milliarden Euro dem Spezialfondsmarkt durch Anteilscheinrückgaben entzogen worden. Die Quote, was von der jährlich frisch zugeführten Liquidität netto in

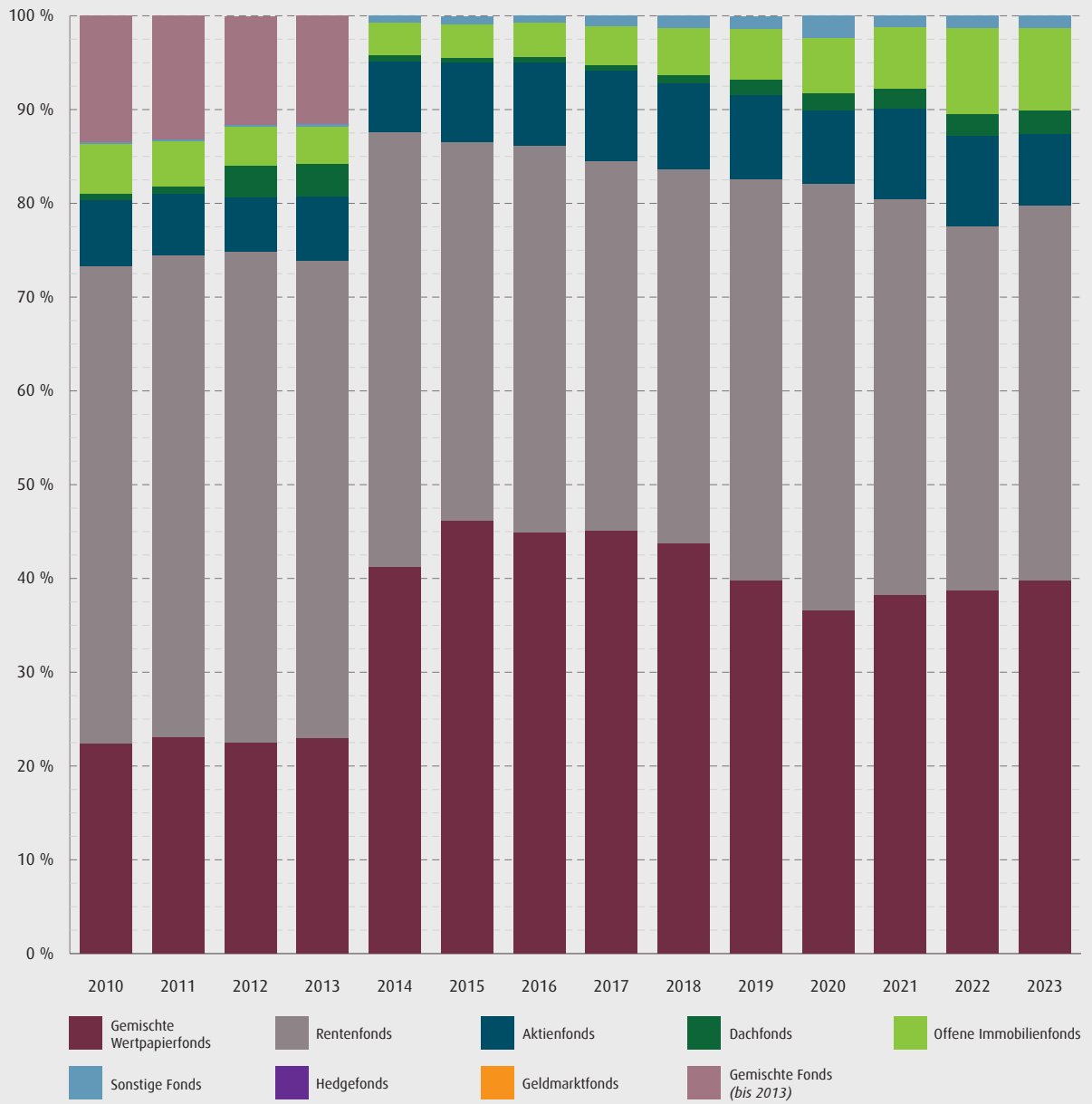
den Spezialfondsmandaten von Versicherungen gelandet ist, hat sich seit 2017 konstant reduziert. Am deutlichsten ist dies im vergangenen Jahr, wo von 34,2 Milliarden Euro lediglich ein mickriges Prozent netto in den Spezialfondsmandaten verblieben ist. In den Jahren davor pendelte diese Quote zwischen 15 % und 30 %.

Diese Anteilsscheindynamik kann schon als sehr bemerkenswert bis dramatisch bezeichnet werden. Die entscheidende Frage lautet: Wo ist die entzogene Liquidität gelandet? Wir gehen davon aus, dass sich ein Teil in Allokationen außerhalb des Spezialfondsmantels wiederfindet, Stichwort Luxemburg, und ein weiterer Teil von Versicherungen für betriebliche und bilanzielle Zwecke eingesetzt wurde. Die hohen Mittelzuflüsse von frischem Geld insbesondere der letzten 10 Jahre machen ebenfalls deutlich, dass weiterhin viel Liquidität aufseiten von Versicherungen vorhanden ist, bei dessen Verwendung der deutsche Spezialfonds allerdings an Gunst verloren hat. Wir werden genau beobachten, ob es sich dabei um ein temporäres Regime handelt oder um einen nachhaltigen Strukturbruch im Spezialfondsgeschäft von Versicherungen.

[Abbildung 6.6](#) visualisiert die Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen seit 2009 auf Ebene der Spezialfondskategorien. Dabei ist der Hinweis wichtig, dass die Kategorie der gemischten Spezialfonds Ende 2014 seitens der Deutschen Bundesbank

Abbildung 6.6

Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Versicherungen nach Fondskategorien



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

eingestellt wurde und die Bestände in der Investmentstatistik einmalig umklassifiziert wurden. Es gibt keine explizite Überleitungsrechnung, aber unsere Analysen ergaben, dass die Daten der gemischten Fonds weitestgehend auf die Kategorie der gemischten Wertpapierfonds übertragen wurden, was aus der Grafik auch deutlich wird. Per Datenstichtag 31. Dezember 2023 weisen Versicherungen in Rentenspezialfonds mit 217,5 Milliarden Euro den höchsten Bestand aus, was 40 % ihres gesamten Spezialfondsvolumens in Höhe von knapp 549 Milliarden Euro ist. Gemischte Wertpapierspezialfonds folgen mit 215,9 Milliarden Euro fast gleichauf, was einen Anteil von 39,7 % bedeutet. Da sich in dieser Kategorie ebenfalls signifikante Bestände an festverzinslichen Wertpapieren befinden, wird die immer noch sehr starke Rentenlastigkeit der Spezialfondsanlagen von Versicherungen deutlich. Immobilienspezialfonds sind mit einem Volumen von 47,4 Milliarden Euro und einem Anteil von 8,7 % mittlerweile auf Platz 3 in der Gunst von Versicherungen. Sie haben im letzten Jahr Aktienspezialfonds auf den vierten Platz verdrängt, in denen Versicherungen per Ende 2023 einen Bestand in Höhe von 41,6 Milliarden Euro halten. Die weiteren Fondskategorien wie Dachspezialfonds mit 2,5 % und sonstige Fonds mit 1,4 % spielen so gut wie keine Rolle für Versicherungen. Hedge- und Geldmarktspezialfonds weisen keine Bestände per Ende 2023 auf.

Große Strukturverschiebungen hinsichtlich der von Versicherungen genutzten Spezialfondskategorien lassen sich im Betrachtungszeitraum nicht feststellen. Die Quote von Rentenspezialfonds hat sich von 51 % in 2010 auf besagte 40 % per Ende 2023 reduziert, was hoffentlich auch für die Zinssensitivität der Kapitalanlagen von Versicherungen gilt. Immobilienspezialfonds haben ihren Anteil im Spezialfondsvehikeluniversum von Versicherungen von 5,3 % in 2010 auf 8,7 % ausgebaut. Die Quote an im Einsatz befindlichen Aktienspezialfonds bewegte sich im Betrachtungszeitraum zwischen 5,8 % in 2012 und 9,7 % in 2022. Damit wird deutlich, dass sich die Quote von Aktienspezialfonds in 2023 um 2 Prozentpunkte doch recht deutlich reduzierte.

6.3 Struktur des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen

Bereits an vorangegangenen Stellen haben wir angemerkt, dass es sich bei Altersvorsorgeeinrichtungen um die Investorengruppe mit dem dynamischsten Wachstum im Spezialfondsgeschäft in der längerfristigen Vergangenheit handelt. Das entsprechend administrierte Spezialfondsvolumen hat sich von 16,2 Milliarden Euro Anfang 2005 auf 561,7 Milliarden Euro per Ende 2023 erhöht. Das bedeutet eine Zunahme in Höhe von 545,5 Milliarden Euro in den letzten 18 Jahren. Das Nettomittelaufkommen in 2023 beträgt 1,2 Milliarden Euro, was in Analogie zu Versicherungen einen historisch niedrigen Wert darstellt. Wir gehen darauf weiter hinten ein. Die Mittelzuflüsse von frischem Geld summieren sich in 2023 auf 44,6 Milliarden Euro.

Abbildung 6.7 veranschaulicht die Entwicklung des Fondsvolumens und der Anzahl von Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen. Das Profil des Volumenwachstums ist weitestgehend mit dem von Versicherungen vergleichbar. Allerdings beginnt das Wachstum des Spezialfondsmarktes im Vergleich zu Versicherungen früher und das Wachstum ist stetiger mit weniger signifikanten kurzzeitigen Rückschlägen. Die Coronadelle im Frühjahr 2020 ist bei Altersvorsorgeeinrichtungen ebenfalls klar zu sehen. Die Zinswende und die entsprechenden Abwertungen von Bondsbeständen in Spezialfondsmandaten ab Frühjahr 2022 sind analog zu Versicherungen klar zu sehen, allerdings nicht so drastisch und mit etwas anderem Profil.

Tabelle 6.3

Wesentliche Kennzahlen des Spezialfondsgeschäfts von Altersvorsorgeeinrichtungen

Altersvorsorgeeinrichtungen in Zahlen

Fondsvermögen	561,7 Mrd. Euro
Nettomittelaufkommen in 2023	1,2 Mrd. Euro
Mittelzuflüsse in 2023	44,6 Mrd. Euro
Anzahl an Fonds	828

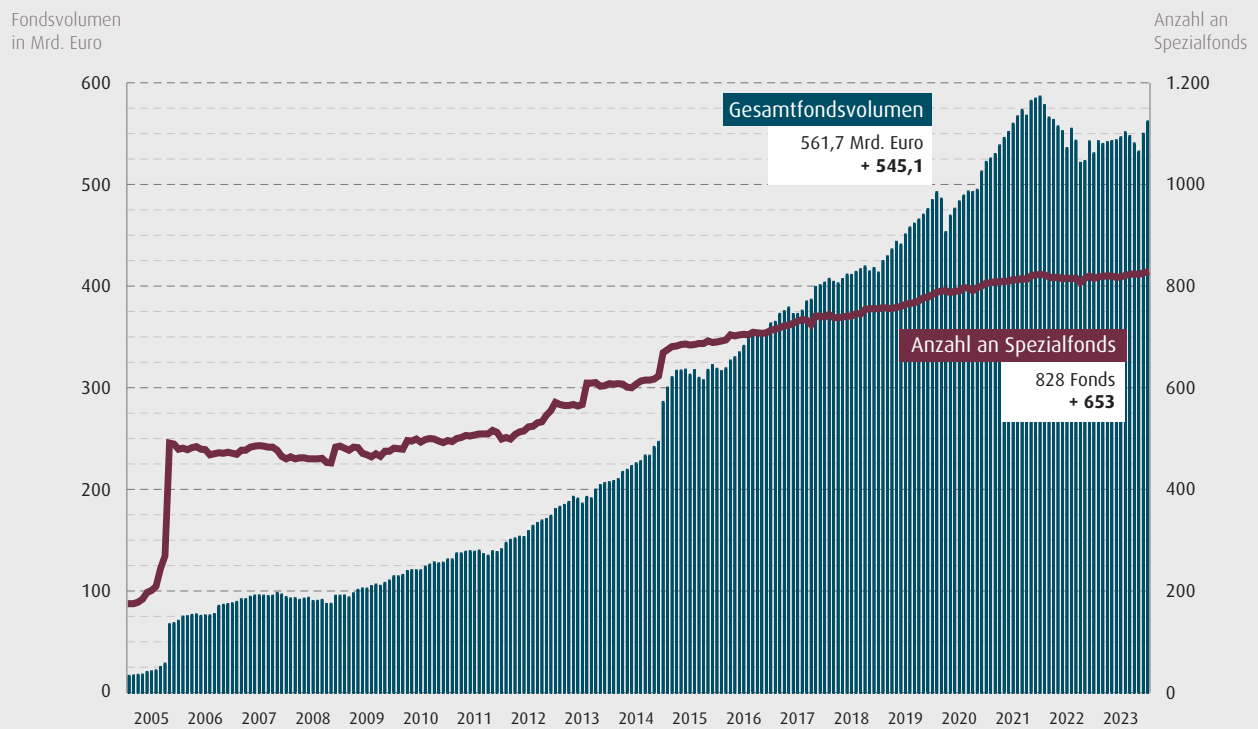
Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank

Auf einen historischen Meilenstein des deutschen Spezialfondsgeschäfts möchten wir noch hinweisen: Ab Dezember 2022 war das Spezialfondsvolumen von Altersvorsorgeeinrichtungen zum ersten Mal in der Geschichte größer als das von Versicherungen und es kam zu einer Wachablösung. Seitdem sind Altersvorsorgeeinrichtungen das größte Investorensegment im Spezialfondsgeschäft. Wir hatten dieses Ereignis in den letzten Jahren diverse Male prognostiziert und lagen (ausnahmsweise) richtig.

Im Unterschied zu Versicherungen hat sich die Anzahl von Spezialfonds bei Altersvorsorgeeinrichtungen allerdings deutlich erhöht. Anfang 2005 wurden 175 Spezialfonds administriert und diese Zahl erhöhte sich auf 828 per Ende 2023. Das entsprechende durchschnittliche Spezialfondsvolumen von Altersvorsorgeeinrichtungen erhöhte sich im Betrachtungszeitraum deutlich auf 678 Milliarden Euro, was ein um rund 32 Milliarden Euro etwas

Abbildung 6.7

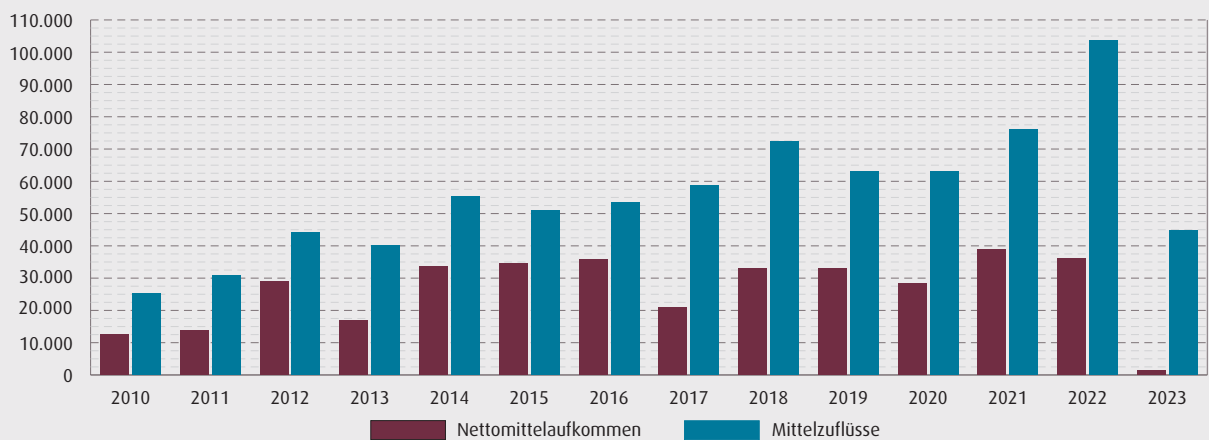
Entwicklung des Fondsvolumens und Anzahl an Spezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.8

Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen seit Januar 2010 bis Dezember 2023



Angaben in Mio. Euro, Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

kleinerer Wert ist im Vergleich zu Versicherungen. Im Jahr 2022 reduzierte sich das Spezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen lediglich um 47,4 Milliarden Euro trotz Nettomittelzuflüssen. Immer noch ein hoher Betrag, aber deutlich geringer als der entsprechende Bestandsrückgang bei Versicherungen, der rund dreimal so hoch war. Im Laufe des vergangenen Jahres zog das Spezialfondsvolumen wieder an, mit einem deutlichen Ruck nach oben im vierten Quartal.

Das jährliche Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Spezialfonds befindet sich im Betrachtungszeitraum der letzten 13 Jahre auf sehr hohem Niveau, bis in 2023 der heftige Einbruch kam, wie aus [Abbildung 6.8](#) hervorgeht. Interessanterweise ebenfalls im (negativen) Einklang mit den Nettoflows von Versicherungen.

Insgesamt überwiegt die Anzahl der starken Jahre. Das Jahr 2021 stellt das Rekordjahr hinsichtlich des Nettomittelaufkommens mit 38,8 Milliarden Euro dar. Die höchsten Mittelzuflüsse von frischer Liquidität konnten im Jahr 2022 mit 103,7 Milliarden Euro verzeichnet werden. Im Vergleich zu Versicherungen landet bei Altersvorsorgeeinrichtungen von der dotierten frischen Liquidität deutlich mehr netto in Spezialfonds. Die Quote rangiert im gesamten Betrachtungszeitraum zwischen 35 % im Jahr 2022 und dem Spitzenwert 67 % im Jahr 2016. Dort war die Differenz zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen am geringsten. Wenn nur

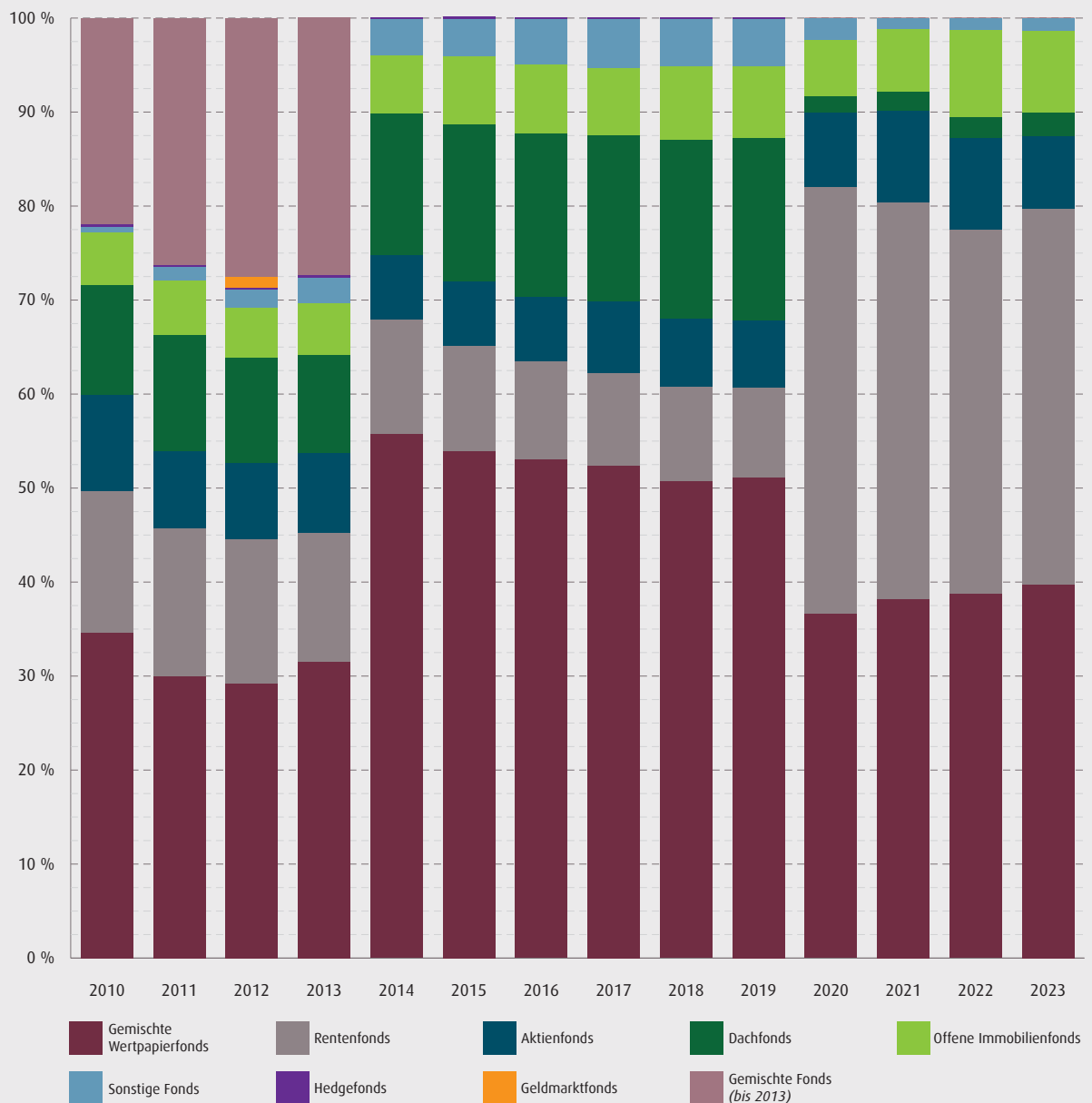
das Jahr 2023 nicht wäre. Dort landeten von der frischen Liquidität nur mickrige 3 % netto in Spezialfonds. Das bedeutet im Umkehrschluss einen enormen Liquiditätsentzug im letzten Jahr. Hat die Auszahlungsphase für Pensionseinrichtungen bereits begonnen oder handelt es sich um einen temporären Effekt von Re-Allokationen und Mittelverwendung? Wir werden es beobachten, ganz genauso wie bei Versicherungen. Die Anteilscheindynamik ist aber insgesamt im Betrachtungszeitraum im Vergleich zu Versicherungen geringer und Altersvorsorgeeinrichtungen entziehen dem Spezialfondsmarkt in Summe deutlich weniger Liquidität als Versicherungen.

Die Zusammensetzung des Spezialfondsvermögens von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien unterscheidet sich deutlich von der entsprechenden Struktur bei Versicherungen. Die genutzten Spezialfondsvehikel sind im Vergleich vielfältiger und bunter, wie in [Abbildung 6.9](#) dargestellt.

Per Datenstichtag 31. Dezember 2023 werden 292 Milliarden Euro und damit 52 % des Spezialfondsvermögens von Altersvorsorgeeinrichtungen in Form von gemischten Wertpapierfonds administriert. Rund 107 Milliarden Euro sind in Dachspezialfonds allokiert, was einen Anteil von 19,1 % bedeutet. Immobilienspezialfonds liegen per Datenstichtag in der Gunst von Altersvorsorgeeinrichtungen auf dem dritten Platz, mit einem Vermögen von 52,4 Milliarden Euro und einer Allo-

Abbildung 6.9

Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen nach Fondskategorien



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

kationsquote in Höhe von 9,3 %. In reinen Rentenspezialfonds sind lediglich knapp 48,9 Milliarden Euro investiert, was eine Quote von 8,7 % ausmacht. Aktienspezialfonds liegen mit 36 Milliarden Euro und einem Anteil von 6,4 % dahinter. Sonstige Spezialfonds, die keiner Fondskategorie zugeordnet werden können, weisen einen Bestand von knapp 24,6 Milliarden Euro aus, was 4,4 % des Spezialfondsvolumens von Altersvorsorgeeinrichtungen entspricht. Hedge- und Geldmarktspezialfonds sind ohne Bestand, wie bei Versicherungen auch.

Große Verschiebungen hinsichtlich der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens lassen sich in den letzten Jahren nicht verzeichnen. Altersvorsorgeeinrichtungen haben im Vergleich zu Versicherungen sehr früh begonnen bzw. mit Blick auf die Regulierung auch beginnen dürfen, sich diversifizierter aufzustellen, was sich primär in einer deutlich geringeren Nutzung von Rentenspezialfonds ausdrückt. Die entsprechende Quote sank in den letzten 13 Jahren um über 7 Prozentpunkte. Der Anteil von Dachspezialfonds dagegen wuchs überproportional im Vergleich zum Spezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen und stieg rund 9 Prozentpunkte im Betrachtungszeitraum, was ebenfalls Ausdruck einer vermehrten Diversifikation durch die Nutzung von Zielfonds ist. Der Anteil von Immobilienspezialfonds ist ebenfalls überproportional zum Spezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen gestiegen. Er steigerte sich um knapp 4 Prozentpunkte auf 9,3 %.

Ein ähnlich überproportionales Wachstum konnten sonstige Spezialfonds in den letzten 13 Jahren verzeichnen. Der Anteil der mit Abstand am meisten im Einsatz befindlichen Spezialfondskategorie gemischte Wertpapierspezialfonds hat sich im Betrachtungszeitraum um 3 Prozentpunkte reduziert auf 52 % per Ende 2023. Der Anteil von Aktienspezialfonds hat sich um fast 4 Prozentpunkte auf relativ geringe 6,4 % reduziert. Insgesamt lässt sich bei der Entwicklung der Zusammensetzung des Spezialfondsvolumens bei Altersvorsorgeeinrichtungen in den letzten Jahren eine fortwährende Spezialisierung und Differenzierung weg von trennscharfen Vehikeln in Richtung flexibler und diversifizierter Spezialfondskonzepte beobachten.

7. Epilog

In der vorliegenden Marktanalyse haben wir das fulminante Wachstum der Finanzaktiva von Versicherungen und Pensionseinrichtungen als die beiden größten institutionellen Investorenssegmente in Deutschland innerhalb der letzten 18 Jahre analysiert. Aufgrund der Zinswende und entsprechender massiver Abwertungen von zinstragenden Anlagen, aber auch aufgrund stockender Dotierungen haben sich die Kapitalanlagen und insbesondere das Spezialfondsgeschäft in den letzten zwei Jahren deutlich verhaltener entwickelt. Die langfristige Perspektive hinsichtlich der Vermögenssituation und somit auch der Prosperität von Versicherungen und Pensionseinrichtungen hängen unseres Erachtens von vier Themengebieten ab.

Geschäftsmodelle/Beitragssituation

Der zukünftige Erfolg gemessen an den Beitragseinnahmen und der wirtschaftlichen Situation von Versicherungen und Pensionseinrichtungen wird von der Weiterentwicklung der Geschäftsmodelle abhängen. Inwieweit werden jüngere Generationen durch neue Vertriebskanäle und attraktive digitale Produkte erreicht? Aktuell erscheint die Situation insbesondere für Lebensversicherungen nicht sehr rosig. Es werden bestehende Tarife eingestellt oder Segmente in den Run Off gegeben. Akteure schlagen sich mit Stresstests und intensivierter Aufsicht herum. Langfristig muss der Fokus mehr auf der Einnahmenseite liegen, also die Anzahl von Beitragszahlern zu erhöhen. Das kann langfristig nur mit Innovationen der Geschäftsmodelle im Hinblick auf Digitalisierung,

Endgerätefunktionalitäten und „User-Experience“ funktionieren.

Zinsentwicklung

Der Zins spielt eine vielschichtige strategische Rolle für Versicherungen und Pensionseinrichtungen. Auf der Aktivseite determiniert er die Allokationen und Bewertungen von direkten und indirekten Bondsanlagen. Schnelle Zinsänderungen sorgen für Dynamik im Hinblick auf Denominatoreffekte und entsprechende Cashflows und Folgewirkungen. Auf der Passivseite determiniert der Zins die Abzinsung der Verbindlichkeiten, welche im Rahmen von ALM-Gesichtspunkten wiederum die Struktur der Kapitalanlagen vorgeben. Insofern atmen die Bilanzen aller verbindlichkeitsorientierten Investoren gemäß der Zinsentwicklung.

Demografie

Deutschland wird immer älter und die Relationen zwischen Beitragszahlern und Leistungsempfängern verschlechtern sich sukzessive. Unsere Prognose lautete in der Vergangenheit, dass ab 2023 die demografische Zange greift und die Bilanzen von verbindlichkeitsorientierten Investoren kippen. Die aktuellen Cashflows von Versicherungen und Pensionseinrichtungen im Spezialfondsmarkt geben allerdings Anlass für die Spekulation, dass bereits gegenwärtig die Situation ernstzunehmender wird. Die Zeiten exorbitanter Zuführungen von frischer Liquidität in den Spezialfondsmarkt samt entsprechender Nettomittelaufkommen scheinen auf jeden

Fall vorbei zu sein.

Exogene Faktoren

Hier machen wir es uns einfach und führen diverse Aspekte auf, die Determinanten für die langfristige Perspektive der Vermögenssituation der beiden Betrachtungsgruppen sind. Zum einen kommt der allgemeinen wirtschaftlichen Situation natürlich eine wichtige Funktion zu. Geht es Deutschland und seinen Bürgern auch langfristig noch gut, wird dies positive Wirkungen für den Finanz- und Altersvorsorgesektor haben. Ist dies nicht der Fall, wird es perspektivisch belastend sein, ganz klar. Inflation zählen wir zur Vereinfachung einfach mal zum Stichwort wirtschaftliche Situation hinzu. Daneben gibt es eine Vielzahl von teilweise sehr verschiedenen

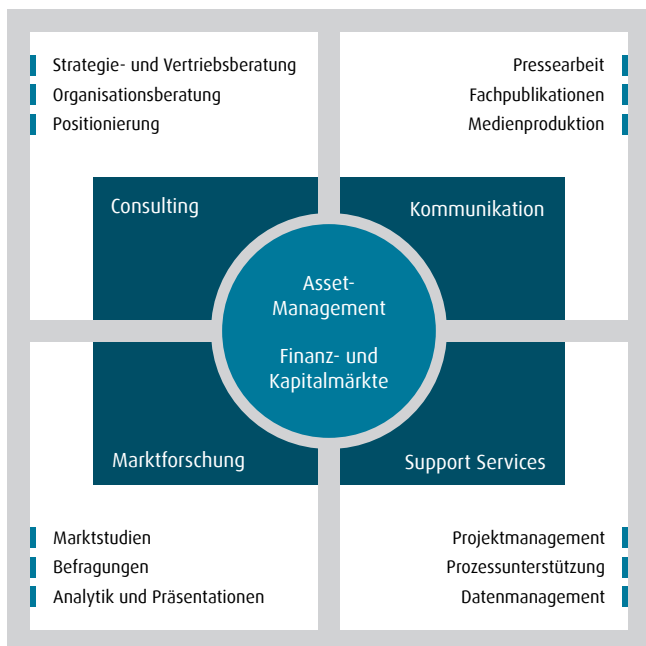
Themengebieten, die vielfältige Wirkungen auch in Richtung Kapitalanlagen von Versicherungen und Pensionseinrichtungen entfalten können: Pandemien, geopolitische Konflikte, Kriege, Naturkatastrophen, Cybercrime, Finanzkrisen à la Lehman, Politik/Regulierung und zu guter Letzt das menschliche Verhalten. Wie wichtig werden den jüngeren Menschen in Deutschland beispielsweise im Jahr 2035 die Absicherung von Risiken oder (private) Altersvorsorge sein? Dem Autor dieser Zeilen fällt eine Einschätzung zu dieser Frage schwer. Kommalpha wird auf jeden Fall die zukünftige Entwicklung der Kapitalanlagen der beiden größten deutschen Investorengruppen durch regelmäßige Analysen untersuchen. Seien wir alle gespannt.

Impressum

Kommalpha – Institutionelle Kompetenz seit 2006

Die Kommalpha AG ist ein spezialisiertes Beratungshaus für das institutionelle Asset-Management. Wir beraten Anbieter wie Verwahrstellen/Custodians, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Asset-Manager, Vermögensverwalter sowie Investoren (z. B. Versicherungen, Pensionsvermögen) und IT-Lösungsanbieter.

Unsere Geschäftsfelder sind Institutional Consulting, Kommunikation, Marktforschung und Support Services.



Ansprechpartner



Clemens Schuerhoff

Vorstand

Kommalpha AG

Telefon: +49 511 300 34 68-6

E-Mail: schuerhoff@kommalpha.com



FÜR DEN INHALT VERANTWORTLICH:

Kommelalpha AG

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

CLEMENS SCHUERHOFF

Vorstand
Kommelalpha AG

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

