

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT¹³

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 13 AUGUST 2017
THEMA: ASSET ALLOKATION



CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

Tim Ockenga
Sandra Blösser

Steigende Fondsanlagen der Versicherer: Aktuelle Ent- wicklungen und Perspektiven

Der Anteil der **Kapitalanlagen**, die von Versicherern **indirekt über Fonds** gehalten werden, ist in den letzten Jahren **deutlich gestiegen**. Wir beleuchten die Hintergründe dieses Trends und gehen der Frage nach, welche Bedeutung Fondsanlagen für Versicherer selbst, aber auch für die Gesamtwirtschaft beizumessen sind und welche Rahmenbedingungen hierfür wichtig sind.

- ▶ Der **Anteil der Fondsinvestments** der Versicherer steigt seit einigen Jahren stetig an und hat zum Jahresende 2016 einen Anteil von 33,6 % an den Gesamt-Kapitalanlagen erreicht. Das Gros dieser Anlagen wird in konzern- bzw. brancheneigenen KVGen gemanagt.
- ▶ Die steigende Bedeutung liegt zum einen am **Niedrigzinsumfeld**, das zu einer noch **stärkeren Diversifizierung der Portfolien** führt. Zudem verstärkt die **Konzentration auf Produkte mit neu ausgestalteten Garantien** diesen Trend.
- ▶ Unabhängig hiervon besteht ein **gesellschaftliches Interesse** daran, die Versorgung der europäischen Wirtschaft mit Kapital stärker über eine Vielzahl von Finanzierungsformen sicherzustellen. Hierbei können Anlagen in Investmentfonds eine wichtige Rolle spielen.

Zunehmender Anteil der Fondsanlagen in den Portfolien der Versicherer

Im Jahr 2016 haben deutsche Lebensversicherer Brutto-Kapitalneuanlagen in Höhe von 170 Mrd. € getätigt. Dass dabei mit rund 74 Mrd. € der bei weitem größte Einzelposten auf Investmentanteile entfiel, spiegelt einen Trend der letzten Jahre wider, wonach Versicherer in zunehmendem Maße in Investmentfonds investiert sind. Betragen die Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen in Fonds Anfang 2012 noch 274,8 Mrd. €, waren es Ende 2016 bereits 453,5 Mrd. €, was einem Zuwachs von 65 % entspricht. Insgesamt machen die Anlagen in Investmentfonds bereits mehr als ein Drittel der Gesamt-Kapitalanlagen der deutschen Versicherer aus (s. Grafik I, II), wobei das Gros dieser Anlagen in konzerneigenen Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) gemanagt wird. Dabei dominieren mit rund 97 % Spezial-Alternative Investmentfonds (AIF), also Spezialfonds, die vornehmlich institutionellen Anlegern vorbehalten sind. Nur ca. 3 % entfallen auf Publikumsfonds. Lebensversicherer sind darüber hinaus im Rahmen fondsgebundener Versicherungen in Höhe von rund 100 Mrd. € für Rechnung und Risiko der Versicherungsnehmer in Fonds investiert, dies fast ausschließlich in Publikumsfonds.

Damit haben sich Fondsinvestments für die Kapitalanlage institutioneller Investoren in dem historisch einzigartigen Investmentumfeld der letzten Jahre nicht nur bewährt, sie konnten sogar erhebliche Zuwächse verzeichnen. Als reguliertes, transparentes und flexibles Vehikel vereinen Fonds Vorteile in sich, die sie aus Sicht der Versicherungswirtschaft in besonderem Maße geeignet erscheinen lassen, den gewandelten Anlagebedürfnissen gerecht zu werden. Die aktuellen Marktbedingungen verstärken den Trend institutioneller Anleger hin zu einer noch deutlicheren Portfoliodiversifizierung und weiteren Neuanlagen in Fonds.

Prägende Elemente für Neuanlagen vieler Versicherer sind das durch niedrige Zinsen, neue politische Risiken sowie einer Unsicherheit bezüglich der Geldpolitik gekennzeichnete Marktumfeld bei bestehenden Garantiezusagen aus Altbeständen. Dabei steht die Erfüllbarkeit der eingegangenen Verpflichtungen für Versicherer im Fokus der Kapitalanlage, weshalb die Assekuranz traditionell weit überwiegend in Rentenpapieren investiert ist (s. Grafik III).

Anders als in der Vergangenheit können Versicherer bei der Neuanlage in besonders sichere Rentenanlagen, wie bör-

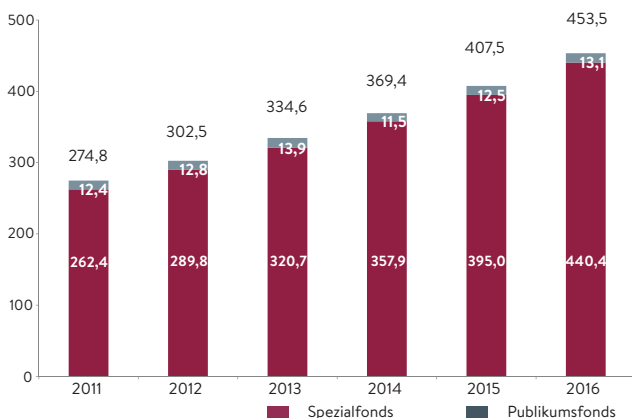
sennotierte Schuldverschreibungen oder Pfandbriefe kaum noch eine auskömmliche Rendite erzielen. Auch wenn die Kapitalmarktzinsen sich in den letzten Monaten von ihren historischen Tiefständen gelöst haben, stellt das **niedrige Zinsniveau** insbesondere für viele Lebensversicherer eine Herausforderung dar und erhöht sukzessive den Handlungsdruck. **Traditionelle Investitionsmodelle werden zunehmend angepasst** und auf der Suche nach einer möglichst guten Rendite bei vertretbarem Risiko verstärkt alternative Ertragsquellen als Ergänzung zu den klassischen Anlagen gesucht. Hierfür bedarf es individualisierter und spezialisierter Lösungen, wobei sich insbesondere Spezialfonds anbieten, um Diversifizierungseffekte auf Portfolio-Ebene zu erzielen. Insbesondere kleinere Häuser, die zur Portfoliodiversifizierung alternative Anlagen wie Infrastruktur oder Erneuerbare Energien tätigen möchten, profitieren bei entsprechenden Fondsanlagen von der Expertise spezialisierter und professioneller Fondsmanager. Auch wollen bzw. können nicht alle Versicherer die für entsprechende Direktanlagen notwendigen, hohen Anlagesummen aufbringen. Effektive und zielgerichtete Investitionen in alternative Assets werden somit gerade für kleinere und mittlere Versicherer erst über Fondsanlagen oftmals überhaupt möglich.

Auch die zunehmende Abkehr vom kapitalgedeckten Lebensversicherungsgeschäft dürfte die Bedeutung von Fondsinvestments für Versicherer weiter verstärken. Diese richten im Niedrigzinsumfeld ihre angebotene **Produktlandschaft** neu aus und wenden sich vermehrt alternativen, etwa fondsgebundenen oder hybriden Produkten zu, die beispielsweise Garantieverprechen erst für die Auszahlungsphase geben. Diese bieten dem Versicherer deutlich mehr Flexibilität in der Kapitalanlage während der Ansparphase und lassen Raum für verstärkte Anlagen in eine Vielzahl von Assetklassen, so auch in Fonds.

Fondsanlagen mit vielfältigen Vorteilen

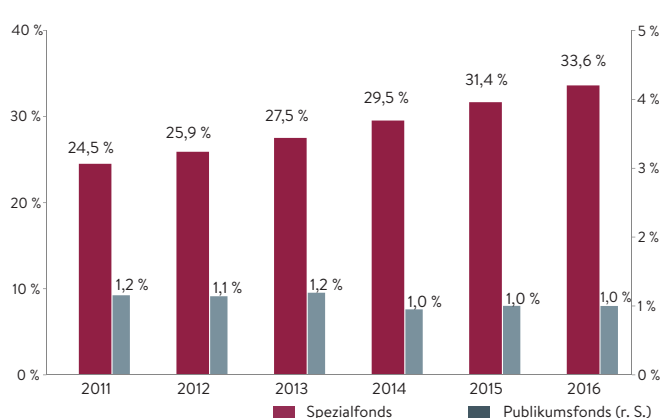
Gründe für die herausragende Bedeutung, die Spezialfonds in der Kapitalanlage der Assekuranz einnehmen, liegen insbesondere in den Besonderheiten ihrer steuerlichen und bilanziellen Behandlung sowie ihrer administrativen Effizienz. Eingebettet in ein hochentwickeltes investimentrechtliches Umfeld mit teils jahrzehntelang erprobten und bewährten Regelungen, bieten Investmentfonds zudem ein hohes Maß an rechtlicher Sicherheit. Spezialfonds weisen einen **Stan-**

Grafik I Kapitalanlagen der Erst-VU in Fonds
in Milliarden Euro



QUELLE: BAFIN, 2016; EIGENE ERHEBUNGEN GDV

Grafik II Anteil der Fondsinvestments
in Prozent der Gesamt-Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen



QUELLE: BAFIN, 2016; EIGENE ERHEBUNGEN GDV

andardisierungsgrad auf, der eine sehr schnelle und unkomplizierte Mandatsvergabe ermöglicht. So können Investoren einfach und effizient Kapital in eine Vielzahl von Vermögensgegenständen anlegen und individuelle Anlagekonzepte umsetzen.

Insbesondere können institutionelle Investoren auch **bei Anlagen in Fonds** ihre **vorhandene Kapitalanlage-Expertise gezielt und effektiv nutzen**. Individuell vereinbarte Anlagebedingungen sowie eine Vertretung im Anlageausschuss bieten die Möglichkeit, die strategische Asset Allokation des Fonds zu bestimmen und das Fondsinvestment so gezielt an den jeweiligen Anlagebedürfnissen, wie Performanceerwartungen und Risikotragfähigkeiten, auszurichten. Versicherungsunternehmen, die innerhalb ihres Konzerns über eine KVG verfügen, tätigen ihre Fondsinvestments dabei weitestgehend über deren Fonds. Gleichzeitig werden von diesen KVG oft auch Fonds mit konzernfremden Investoren gemanagt. Aber auch Versicherer ohne konzerneigene KVG nutzen bei Fondsinvestments ihre eigene Anlageexpertise. Diese bringen sie beispielsweise bei der Neuauflage von Spezialfonds, bei der Selektion geeigneter Publikumsfonds, bei deren Monitoring, beim Research und dem Risikomanagement ein.

Steuerliche Behandlung neu geregelt

Die steuerliche Behandlung von Spezialfonds hat in der Vergangenheit dazu beigetragen, dass Versicherer eine Versteigerung und Stabilisierung der Kapitalanlageergebnisse erreichen konnten. Mit dem Investmentsteuerreformgesetz vom 17. Juni 2016 wurde die Besteuerung von Investmentfonds und ihren Anlegern neu geregelt. Während das Besteuerungssystem für Publikumsfonds erheblich geändert wurde, bleibt es für Spezialfonds, die die Transparenz-Option wählen, weitgehend erhalten. Eine Anpassung erfährt insbesondere die bisher geltende steuerfreie Thesaurierungsmöglichkeit. Diese ist künftig dahingehend begrenzt, dass die jeweiligen Kapitalerträge dem Anleger grundsätzlich nach Ablauf von 15 Jahren ab dem Geschäftsjahr ihrer Entstehung als ausschüttungsgleich zugeflossen gelten. Fällt die Wahl auf die transparente Besteuerung muss außerdem sichergestellt werden, dass der Fonds den geänderten Anforderungen an die erwerbenden Vermögensgegenstände entspricht, die der Gesetzgeber für Spezialfonds vorgesehen hat. Versicherer müssen sich auf diese neuen Regelungen einstellen

und interne Abläufe und Systeme entsprechend anpassen. Erhebliche Verwerfungen für die Kapitalanlage der Versicherer sind gleichwohl nicht zu erwarten. Spezialfonds bilden durch ihre handels- und steuerbilanzielle Behandlung zudem ein wichtiges Instrument zur Feinststeuerung des Kapitalanlageergebnisses. Dies hat maßgeblich dazu beigetragen, dass Versicherer ihren Kunden auch während der Finanzmarktkrise weitgehend stabile Überschussbeteiligungen zahlen konnten. Über umfangreiche Offenlegungspflichten ist hinsichtlich der erzielten Ergebnisse gleichzeitig ein hohes Maß an Transparenz sichergestellt.

Hohe Bedeutung für Finanzierung der Realwirtschaft ...

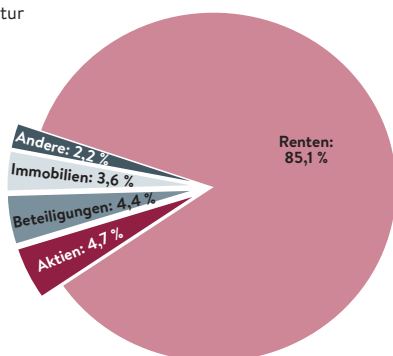
Fonds bieten nicht nur ihren Anlegern individuelle Vorteile, sondern erfüllen auch eine wichtige Kapitalleistungsfunktion. Dies gilt im besonderen Maße für die über Fonds erfolgenden Anlagen in außerbörsliche Beteiligungen, Infrastrukturinvestitionen und Kreditfinanzierungen. Indem sie das Kapitalangebot von Investoren und die Kapitalnachfrage von Unternehmen zusammenbringen, können Fonds beispielsweise Eigen- und Fremdkapital für Wachstum und Innovation zur Verfügung stellen. Mit ihren Investitionen in Höhe von rund 455 Mrd. € stellen Versicherer in Deutschland die größte Gruppe institutioneller Anleger in Fonds dar und tragen hiermit auch erheblich zur **Finanzierung der Realwirtschaft** bei, letztlich also auch zu mehr Wachstum und Beschäftigung.

... sowie für Finanzstabilität

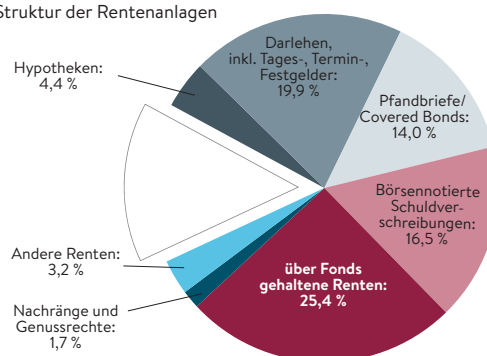
Kreditvergebende Spezialfonds können als nicht-bankgestützte Finanzierungsform für die Immobilienwirtschaft einen wichtigen Beitrag leisten. Diese ist in besonderem Maße auf eine konstante Versorgung mit langfristigen Krediten angewiesen. Entsprechende Kreditfondsinvestments stellen für viele institutionelle Anleger eine sinnvolle Erweiterung ihrer Portfolien dar und tragen gleichzeitig dazu bei, ihr Banken-Exposure zu reduzieren und Cluster-Risiken zu verringern. Entsprechenden Fondsanlagen kommt insofern auch eine **stabilisierende Wirkung auf dem Finanzmarkt** zu. Generell nehmen Versicherer als Marktteilnehmer mit einem langfristigen Anlagehorizont bei ihren Fondsinvestments entgegen dem prozyklischen Massenverhalten oftmals eine **antizyklische Ausgleichsfunktion** ein.

Grafik III Asset Allokation Erstversicherer
in Prozent der Gesamt-Kapitalanlage

Portfoliostruktur



Struktur der Rentenanlagen



Auch die Kapitalbeteiligungen der Versicherer über Private Equity-Fonds unterstützen die Unternehmensfinanzierung. Dabei bewegen sich die Private Equity-Investments mit einer Höhe von 13 Mrd. € und einem Anteil von rund 1 % an den Gesamtkapitalanlagen zwar noch auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau, nehmen aber seit einigen Jahren stetig zu.

Stabiles und rechtssicheres Investitionsumfeld erforderlich

Vor dem Hintergrund der bestehenden und weiter zunehmenden Bedeutung von Fondsinvestments für die Versicherungswirtschaft ist ein **möglichst stabiles und rechtssicheres Investitionsumfeld von herausragender Wichtigkeit**. Gleichzeitig kann die Verbesserung investiment-, aufsichts- oder steuerrechtlicher Regelungen als Impulsgeber für verstärkte Investitionen wirken.

Als Beispiel sei die im März 2016 erfolgte Neuregelung des Aufsichtsregimes für Kreditfonds genannt. Die hierbei erfolgte Beseitigung bestehender Hindernisse und die Beantwortung von Zweifelsfragen dürfte das zunehmende Interesse institutioneller Anleger an der Abbildung von Loan- bzw. Debt-Strategien über Fonds deutlich verstärkt haben. Gegenwärtig prüft die Europäische Kommission die Frage der Notwendigkeit eines europäischen Rahmenwerkes für die auf nationaler Ebene sehr unterschiedlich regulierten Kreditfonds. Aus Sicht der Versicherungswirtschaft erscheint es wichtig, durch bereits vorhandene Aufsichtsregime gesetzte Impulse nicht wieder zu bremsen. Zudem sollten Anspruchsgruppen wie institutionelle Investoren frühzeitig in die Überlegungen einbezogen werden, um ihre Bedürfnisse zu eruieren und zugleich von ihren Erfahrungen zu profitieren.

Neben den investimentrechtlichen Rahmenbedingungen für Fondsanlagen sind auch die aufsichtsrechtlichen Vorgaben für die Kapitalanlage von wesentlicher Bedeutung. Für Versicherer besteht unter dem seit Januar 2016 geltenden Solvency II-Regime grundsätzlich Anlagefreiheit. Diese lässt, obwohl sie durch den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht (Prudent Person Principle) begrenzt wird, Spielraum für die Einbeziehung zukunftssträchtiger, attraktiver Anlageklassen, wie sie häufig über Investmentfonds abgebildet werden. Gleichzeitig können aber die geltenden Eigenmittelanforderungen die Möglichkeiten einschränken und beispielsweise höhere Investitionen in kapitalintensi-

ve Anlagen wie Aktien begrenzen. Darüber hinaus werden unter Solvency II in allen drei Säulen teils sehr komplexe Fragestellungen aufgeworfen, die nicht nur für Versicherer, sondern – im Fall von Fondsanlagen – auch für die Produktanbieter relevant sind. So können sich Fondsstruktur und Anlageentscheidungen unmittelbar auf Eigenmittel- und die Governance-Anforderungen des Versicherers auswirken. Zudem müssen Fonds ein durchgängiges, Solvency II-Anforderungen genügendes, Reporting bieten. Die Sicherstellung des hierbei geltenden Look-Through-Ansatzes ist für Fondsanlagen teilweise sehr herausfordernd und oftmals schwieriger als bei der Direktanlage. Insofern sind insbesondere die Produktanbieter gefragt, die Lieferung entsprechender Daten sicherzustellen. In der Aufsichtspraxis ist dem geltenden **Proportionalitätsprinzip** ausreichend Bedeutung beizumessen, um für die Versicherer einen unverhältnismäßigen Aufwand bei der Datenbeschaffung zu vermeiden.

Übermäßige regulatorische Belastungen vermeiden

Die steigenden Anlagen in Spezial- und Publikumsfonds werden seitens Politik und Aufsicht kritisch beobachtet, insbesondere vor dem Hintergrund möglicher Risiken für die Finanzmarktstabilität. Dies ist Gegenstand verschiedener Diskussionen und Initiativen. So hatte jüngst der Finanzstabilitätsrat (FSB) verschiedene Maßnahmen zur Reduzierung struktureller Risiken im Asset-Management-Sektor empfohlen. Hierbei hat das FSB die internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) aufgefordert, bis Ende 2017 Empfehlungen für Maßnahmen auszusprechen, die insbesondere das Liquiditäts- und Risikomanagement bei offenen Fonds betreffen. Wichtig erscheint, bei diesen und anderen Diskussionen die wesentliche Rolle, die Investmentfonds für institutionelle, wie auch für Privat-Anleger spielen, sowie ihre Bedeutung für die Versorgung der europäischen Wirtschaft mit Kapital, ausreichend zu berücksichtigen und sorgsam gegen etwaige zukünftige Risiken abzuwägen. Dies, zumal das FSB selbst feststellt, dass sich durch offene Investmentfonds bis dato keine Bedenken bezüglich der Finanzstabilität realisiert haben. In jedem Fall sollten übermäßige regulatorische Belastungen vermieden werden, um die Funktionsfähigkeit von Investmentfonds für die Zukunft nicht zu gefährden.

Impressum

HERAUSGEBER

Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

AUTOREN

Sandra Blösser
Tel. 030 2020-5445
E-Mail: s.bloesser@gdv.de

Tim Ockenga
Tel. 030 2020-5440
E-Mail: t.ockenga@gdv.de

Dr. Klaus Wiener
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Delia Krüger-Wolf

REDAKTIONSSCHLUSS

18.08.2017

BILDNACHWEIS

Fotolia

ALLE AUSGABEN ...
auf GDV.DE