

## SONDERBEILAGE: AKTIENANALYSTENAWARD

# Höhere Aktienquote Institutioneller erforderlich

„Ungehemmtes“ Investment ist allerdings nicht der Weisheit letzter Schluss

**Börsen-Zeitung, 7.5.2010**  
Der deutsche Aktienmarkt ist klein im internationalen Vergleich und gemessen an der wirtschaftlichen Potenz von Deutschland als G 6-Mitglied. Die geringe Marktkapitalisierung insgesamt und das Übergewicht von Aktien mit relativ geringer Liquidität deuten darauf hin, dass für eine relativ große Anzahl von Aktien wenig Interesse von institutionellen Anlegern besteht. Das spiegelt sich in der relativ geringen Aktienquote in den Portfolios deutscher institutioneller Anleger wider. Laut einer Studie von Feri bewegte sich die Aktienquote im deutschen institutionellen Markt Ende 2009 bei ca. 5,9%, während die Aktienquote bei kontinentaleuropäischen institutionellen Investoren im Schnitt bei 29%, in UK sogar bei 56% lag, wie eine J.P.-Morgan-Studie aus dem Jahr 2009 verdeutlicht.

In der Spielklasse der institutionellen Anleger dominiert in Deutschland die Versicherungswirtschaft. Im Vergleich zu Märkten wie UK, Niederlande oder den USA galten Pensionskassen im deutschen Markt aufgrund des staatlichen Altersvorsorgesystems bislang eher als Wachstumsmarkt. Netto, das heißt inklusive Absicherungsmaßnahmen, waren Versicherer in Deutschland Ende 2009 allerdings nur noch zu 3% in Aktien investiert. Die Dimension dieses Pegelstands zeigt sich aber erst im Zusammenhang mit dem gesamten Kapitalanlagenbestand der Versicherungswirtschaft, der seit 2000 von ca. 800 Mrd. Euro auf ca. 1.200 Mrd. Euro gestiegen ist. Bei der derzeit geschätzten Aktienquote von 3% sind dies ca. 35 Mrd. Euro an Investments in Dividendentiteln. Allein eine Erhöhung der Aktienquote auf ein Niveau von zum Beispiel 14%, wie es von Branchenexperten gefordert wird, würde zusätzliche Liquidität von ca. 125 Mrd. Euro in den Aktienmarkt bringen.

### Risikant für Versicherer

Die extrem niedrige Aktienquote birgt enorme Risiken für die Versicherungsindustrie: Neben einer zu geringen Partizipation am erwarteten und teilweise zum Jahreswechsel 2009/2010 schon vorweggenommenen Aktienmarktaufschwung lässt sich mit der derzeit defensiven Asset Allocation, die als Faustformel im Schnitt Investments zu 30% in Government

Bonds, zu 45% in festverzinslichen Bankpapieren, zu 15% in Unternehmensanleihen und zu 5% in Immobilien und Beteiligungen vorsieht, zwar noch der durchschnittlich garantierte Zins von 3,4% erwirtschaften, jedoch kaum eine langfristig attraktive und kompetitive Rendite.

Das Anlageverhalten der Versicherungsindustrie entspringt nicht nur einer defensiven Risikostrategie, sondern ist zuletzt durch regulatorische Maßnahmen geprägt. Eigenkapitalregeln für Versicherer – Solvency II – begünstigen Anlagestrategien mit einem hohen Anteil von Anleihen. Marktaufsichten unterwerfen insbesondere Lebensversicherer Stresstests und sorgen für eine Begünstigung defensiver Anlagestrategien mit einem möglichst geringen Anteil der eher volatilen Anlageklasse Aktie n.

### Es kann lange dauern

Seit Herbst 2009 ermöglicht eine Novelle der Rechnungslegungsvorschrift IAS 39 eine aktienorientierte Anlagestrategie für Versicherungsunternehmen. Nach den neuen Regeln müssen Wertschwankungen aus Aktieninvestments nicht mehr als Fair Values zeitnah in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden, wenngleich Dividenden als Gewinne verbucht werden können. Durch diese Maßnahme dürfte sich die schädliche Prozyklizität von Aktieninvestments bei quartalsweiser Fair-Value-Adjustierung erledigt haben. Dennoch wird es möglicherweise sehr lange dauern, bis die Aktienquote ihren Niedrigstand von heute verlassen haben wird.

Dass ein „ungehemmtes“ Aktieninvestment auf institutioneller Ebene nicht der Weisheit letzter Schluss sein kann, zeigt das folgende Beispiel: Der norwegischen Pensionskasse Statens Pensjonsfonds wurde 2007 gestattet, ihre Aktienquote von 40 auf 60% zu erhöhen und damit knapp 140 Mrd. Euro in Dividendentitel zu investieren. Im Krisenjahr verlor der Fonds insgesamt knapp 65 Mrd. Euro, das heißt binnen eines Jahres gingen die Aktiengewinne der Jahre 2005 bis 2007 verloren, und die durchschnittliche Jahresrendite des Fonds seit 1998 beträgt nach Abzug von Inflation und Kosten nur noch 1%(!).

Bleibt zu konstatieren, dass es aus institutioneller Sicht zu Aktien keine Alternative gibt, um langfristige Ren-

diten zu erzielen. Aktien lassen sich mittel- bis langfristig nicht durch andere Asset-Klassen ersetzen. Ob bei einer positiven Entwicklung der Aktienquote automatisch und notwendigerweise deutsche Aktien profitieren werden, lässt sich nur sehr schlecht abschätzen. Bei einer Anlagestrategie auf Basis passivierter Aktienanlagen kommen zum Beispiel lediglich Aktien aus den Auswahlindizes zum Zuge. In diesen sind aber viele Unternehmen gar nicht vertreten.

### Wunschkandidaten

Eine starke Basis an institutionellen Investoren und die Entwicklung von Aktienmärkten sind positiv korreliert, wie man aus der Forschung weiß. Vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung – Stichworte: Rentenloch und Geburtenrückgang – ist es eine Frage der Zeit, bis sich in Deutschland mittelfristig eine größere Anzahl Pensionsfonds und -kassen etablieren werden. Dieses Marktsegment kann einen wichtigen Beitrag für die Verbesserung des Verhältnisses von GDP/Gesamt-Marktkapitalisierung liefern. Allerdings: Aktienmärkte müssen generell attraktiver werden. Damit meine ich nicht den Wasserstand des Dax. Es kursieren Listen von Unternehmen, die „wir gerne an der Börse sehen würden“. Jedoch nur die wenigsten der Unternehmen in diesen Listen sehen sich selber an der Börse – heute nicht und auch nicht morgen. Börsengänge sind nicht die erste Wahl der Unternehmensfinanzierung. Für eine gesunde institutionelle Basis zählt aber eben auch, ob und welche Unternehmen sich für den Kapitalmarkt entscheiden.

Auf der anderen Seite scheint es dringend notwendig, dass institutionelle Anleger wieder zu einer höheren Aktienquote zurückkehren. Der Anteil an festverzinslichen Wertpapieren in institutionellen Portfolios ist bei Weitem zu hoch. Das ist per se risikant. Selbstmord aus Angst vor dem Tod scheint nicht die richtige Antwort auf volatile Märkte. Die Aktienquote sollte als das verstanden werden, was sie ist: eine Stellschraube für den richtigen Mix von Risiko und Rendite.

.....  
Ralf Frank, Geschäftsführer der DVFA GmbH