

# Der Kommentar

Jürgen Rings, Frankfurt am Main

## Navigieren in schwierigem Umfeld

Derzeit sind Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) mit einer Fülle an Themenkomplexen konfrontiert, die ein gutes „Navigationssystem“ erfordern.

Die Fülle an regulatorischen Themen, die einen enormen Management-, Umsetzungs- und Kostenaufwand bedeuten, fügen sich zusammen mit Projekten zur Verbesserung der kundenbezogenen Prozesse durch eine erhöhte Automatisierung und Digitalisierung (Schlagworte wie Portallösungen, elektronische Akte, Self-Service, Dunkelverarbeitung). Hierzu gesellt sich eine Zinskurve, die – Stand 15.8.2019 – für Deutschland (und nicht nur hier) negative Werte für sämtliche Laufzeiten bis 30 Jahre aufweist. Für eine 10-jährige Anlage in deutsche Staatsanleihen werden aktuell 0,7% Zins p.a. „in Rechnung gestellt“, ebenso wie für eine derartige annualisierte 3-monatige Anlage. Am 1.10.2018 gab es noch + 0,6% p.a. An ein sehr niedriges Niveau waren die Anleger ja schon seit fünf Jahren (10-jährige Bundrendite unter 1%) gewöhnt und haben das Anlageportfolio entsprechend ausgerichtet. Das jetzige Niveau ist bis dato einmalig. Die bekanntesten Themen wie z.B. Konjunkturertrübung, Handelskrieg, Brexit, Notenbankpolitik spielten hier eine große Rolle und führten dazu, dass die Nachfrage nach sicheren Kapitalanlagen (nochmals) massiv gestiegen ist und die Preise in die Höhe schnellen ließ. Demgegenüber hat die Suche nach Rendite auf Seiten der Anleger seit Beginn 2019 (wieder einmal) zu einem deutlichen Zusammenlaufen von Risiko- oder Kreditaufschlägen geführt. So fanden sich z.B. erste „High Yields“ plötzlich mit einer negativen Rendite wieder.

Für einen Anleger, der nach den gesetzlichen Vorgaben jeden Tag die künftigen Verpflichtungen – und liegen sie in noch so weiter Zukunft – in voller Höhe zuzüglich der Eigenkapitalvorgaben sowie auch noch einer Stresstestanforderung zu bedecken hat, führt die aktuelle Situation zu einem gewissen Dilemma. So ist es möglich, dass er auf kurze Sicht recht risikoavers handeln muss, da Kapitalmarktschwankungen, obwohl sie aufgrund der Verpflichtungsstruktur und dem faktisch nicht gegebenen Stornorisiko in gewissen Bandbreiten über



die Zeit durchaus ausgehalten werden könnten, nur in gewissem Rahmen auf Basis der gegebenen sowie kurz- und mittelfristig prognostizierten individuellen Risikotragfähigkeit abgedeckt werden können. Somit ist der Anleger – dem Grundsatz der jederzeitigen Erfüllbarkeit der Verpflichtungen folgend – gehalten, möglichst sichere Anlagen – damit sind die Anlagen gemeint, die bei Pensionskassen der 50%-Mischungsquote der Anlageverordnung unterliegen – auszuwählen. Denn, wie das Kapitalanlagerundschreiben der BaFin sagt, sollte sich „aus diesen Anlagearten ... der Grundstock der Vermögensanlagen eines Versicherungsunternehmens zusammensetzen, damit die Bedeckung der versicherungstechnischen Passiva dauerhaft gewährleistet ist.“ Die anderen Anlagearten – also diejenigen, die nicht der 50%-Mischungsquote der Anlageverordnung unterliegen und damit gemäß dem Kapitalanlagerundschreiben „den höchsten Sicherheitsanforderungen nicht genügen“ – dürfen „... dem Portfolio nur sehr vorsichtig beigemischt werden“. Diese anderen Anlagen (wie z.B. High Yield, Aktien, Private Equity, Immobilien, Infrastruktur) sind ökonomisch in der langfristigen Betrachtungsweise im Grunde unverzichtbar und notwendig, da das Gesamtrisiko des Anlagenportfolios bei verbesserter Renditeerwartung im Schnitt insgesamt (deutlich) sinkt und die Bedeckungswahrscheinlichkeit der Verpflichtungen über die Zeit erhöht. Die aufsichtsrecht-

lich höchstzulässigen Quoten gemäß der (für Pensionskassen) geltenden Anlageverordnung für die Anlagen, die „den höchsten Sicherheitsanforderungen nicht genügen“, sind nicht zwangsläufig das Problem, sondern die Ausrichtung an der jederzeitigen Bedeckung aller Ansprüche. Somit können derartige Anlagen, insbesondere wenn sie kurzfristig höhere Schockrisiken aufweisen, ohne besondere Sicherheitslinien nur sehr maßvoll in das Portfolio aufgenommen werden. Bei einem „gesunden“ Zinsniveau wäre das kein großes Thema, da sich aus den Anlagearten, die das Kriterium der „besonders hohen Anforderung an die Sicherheit“ erfüllen, die Renditeanforderung weitgehend erwirtschaften ließe. Bei einem derzeitigen Zinsniveau (wie oben aufgeführt) wäre der zu bildende „Grundstock der Vermögensanlagen“ aus diesen sicheren Anlagen künftig kaum in der Lage, die Bedeckung der versicherungstechnischen Passiva dauerhaft zu gewährleisten, da über die Zeit die Neu- und Wiederanlage in diese Kapitalanlagearten zu wenig „eingeloggte“ Rendite bringen würde. Wie bereits aufgeführt, sind selbst als riskant eingestufte Assetklassen in der „Einkaufsrendite“ deutlich gesunken. Die Frage ist, wie nachhaltig die aktuelle Kapitalmarktsituation ist. Abgesehen davon, ergibt sich hier umso mehr die Herausforderung einer vorausschauenden und umsichtigen Steuerung einer EbAV.

Auf der regulatorischen Seite sind die neuen Vorgaben vielfältig. Insbesondere die Themen wie die EbAV-II-Umsetzung, EIOPA-/EZB-Berichterstattung und auch ESG/Nachhaltigkeit im Bereich der gesamten Versicherungswirtschaft stellen die EbAV organisatorisch „unter Volldampf“ bzw. werden dies noch tun. Zu der am 27.6.2019 verkündeten VAG-Informationspflichtenverordnung hatten sich im Vorfeld viele Anmerkungen ergeben, die in einem sehr konstruktiven Dialog den verantwortlichen Ministerien im Rahmen der Konsultationsphase entgegengebracht und durch Klarstellungen in der Verordnung bzw. der Begründung weitgehend geklärt werden konnten. Bezüglich der weiteren Umsetzung der EbAV-II-Richtlinie müssen sich die Einrichtungen an neue Abkürzungen gewöhnen wie z.B. ORA (own risk assess-

ment – eigene Risikobeurteilung), SIPP (statement of investment policy principles – Erklärung zu den Grundsätzen der Anlagepolitik) ..., aber bitte nicht an CF (common framework), den von EIOPA propagierten „Gemeinsamen Rahmen“ für die Risikobeurteilung in einer holistischen marktwertorientierten Sichtweise analog zu Solvency II. Hier hat die BaFin geäußert, dass sie diesen Rahmen national nicht vorschreiben wird, was zu begrüßen ist. Sämtliche EbAV-II-Themen hat EIOPA in sogenannten unverbindlichen „Opinions“/Stellungnahmen aufgegriffen. Für die EbAV wird es deshalb darauf ankommen, welche Anforderungen, die in den EIOPA-Stellungnahmen vorgesehen sind, die BaFin mit welcher Akzentuierung übernimmt bzw. in die erwarteten BaFin-Rundschreiben aufnimmt. Nationale Spielräume sind hier einige vorhanden, sodass der grundlegenden Idee der EbAV-II-Richtlinie einer Mindest- und keiner Vollharmonisierung halbwegs noch Rechnung getragen werden könnte. Diesen Prozess wird die aba kritisch begleiten. Die BaFin hat positiv signalisiert, dass sie einen ausführlichen Dialog- und Konsultationsprozess der Rundschreiben zu den Mindestanforderungen an die Geschäftsorganisation (MaGo für EbAV) und die Eigene Risikobeurteilung sowie auch zu den Hinweisen zu der Erklärung zu den Grundsätzen der Anlagepolitik durchführen möchte.

Bezüglich der EIOPA-/EZB-Berichterstattung läuft nun die Testphase an. Die aba hat den Prozess mit der BaFin und der Bundesbank politisch und fachlich intensiv begleitet und die EbAV befinden sich in der intensiven technischen und inhaltlichen Vorbereitung. Das Thema Nachhaltigkeit, insbesondere die Berücksichtigung von ESG-Kriterien in der Kapitalanlage sowie dazugehörige Szenarioanalysen und Stresstests werden perspektivisch zu weiteren Anforderungen führen. Also, der Zielspeicher im Navigationsgerät ist prall gefüllt!

*Jürgen Rings  
Leiter Fachvereinigung Pensionskassen  
Vorstandsvorsitzender der Pensionskasse  
der Mitarbeiter der Hoechst-Gruppe VVaG*