



Asset-Liability- Management: Über Risiko- management und Diversifizierung zu neuer Rendite

Beim **dpn-Roundtable** diskutierten **Falk Boden**, Kirchliche Versorgungskassen KZVK und VKPB, **Patrick Busch**, KENFO, **Martin Eisele**, Uniper, **Daniel Schneider**, Landesbank Baden-Württemberg, **Tom Tschirner**, ING Deutschland, **Martin Thiesen**, Metzler Pension Management GmbH, und **Wolfgang Murmann**, Insight Investment, über Asset-Liability-Management (ALM) in der Corona-Krise und Chancen in der strategischen Asset Allocation (SAA). Die Runde moderierte **Dr. Guido Birkner**, dpn.

SPONSOREN



METZLER

Pension Management



FALK BODEN
RISIKOMANAGEMENT/ALM UND UNTERNEHMENS-
PLANUNG/CONTROLLING, KIRCHLICHE
VERSORGUNGSKASSEN KZVK UND VKPB

Falk Boden erläutert, dass seine beiden Versorgungskassen aufgrund von ALM-Ergebnissen vermehrt in illiquide Anlagen investieren. Dabei gelten für ihn zwei Credos. Das erste Credo ist, nur in das zu investieren, was er selbst versteht. Das zweite Credo heißt: Wo der eigene Überzeugungsgrad nicht hoch genug ist oder was er nicht selbst richtig bewerten kann, darin will er auch nicht investieren.

Meine Herren, wie verändert sich das Asset-Liability-Management, kurz ALM, in Zeiten der Pandemie?

Martin Thiesen: Das ALM ist das wesentliche Standbein des Risikomanagements, insbesondere im Pensionsfonds oder in Treuhandstrukturen. Gerade in Zeiten niedriger Zinsen ist es noch wichtiger. Wir alle haben in den vergangenen zwei Jahrzehnten stark unter dem Verfall der Zinsen, einhergehend mit den sich immer weiter aufbauenden Pensionsverbindlichkeiten, gelitten. Deswegen ist das ALM der gebotene Startpunkt und das Fundament jedes Kapitalanlageprozesses. Das heißt nicht zwingend, immer entlang der Verbindlichkeitsstruktur gemäß einer LDI-Strategie zu investieren. Ich halte es für wichtig, die Verbindlichkeiten als Benchmark zu betrachten, auch in Zeiten extrem positiv performender Kapitalmärkte. Ein Investor sollte immer wissen, mit welchem Ziel er anlegt. Deswegen muss er sich die Liability-Struktur anschauen, um zu überlegen, wohin die Zukunft gehen soll. Irgendwann wird sich auch ein extrem positives Kapitalanlageumfeld wieder eintrüben, dann könnten die Zinsen wieder steigen, so dass wir selbst mit Fixed-Income-Titeln wieder auskömmliche Kupons generieren könnten. Einbrüche an den Kapitalmärkten, gerade an den Aktienmärkten, sind möglich. Die dauern vielleicht länger an als der Einbruch zu Beginn der Pandemie vor einem Jahr. Davor müssen sich Investoren wappnen.

Daniel Schneider: In unserem Haus steuert Treasury verschiedene ökonomische, bilanzielle oder regulatorische Kennzahlen, die wir als Bank einzuhalten haben. Dabei sind auch Fragen der Bilanzstruktur im Blick. Im vergangenen Jahr wurde in diesem Zusammenhang intensiver analysiert, wie wir mit dem Management von Pensionsrückstellungen umgehen wollen. Wir haben uns entschieden, einen Großteil unserer Pensionsrückstellungen auf einen externen Pensionsfonds zu übertragen. Wir als Treasury stellen dabei die Verknüpfung zwischen dem ALM der Gesamtbank und dem ALM für den Pensionsfonds dar. Die ALM-Steuerung des Fonds und die der



Bank unterscheiden sich dahingehend, dass im Pensionsfonds gemäß LDI-Ansatz Impulse maßgeblich von der Passivseite getrieben sind. Im ALM der Bank ist man im Gegensatz dazu deutlich dynamischer unterwegs und beispielsweise stärker von Fälligkeiten auf Aktiv- und Passivseite oder von Neugeschäftsinitiativen betroffen. Zusätzlich ist die Laufzeitkomponente ein zentraler Unterschied. Positionen einer Bankbilanz sind in der Regel kurzlaufender als die im Pensions-Management. Schließlich ist das Ziel des Bank-ALM nicht, wie im LDI, die Laufzeiten von Aktiva und Passiva zu matchen, sondern innerhalb definierter Risikolimiten eine bestimmte Fristentransformation einzugehen. Daher sind aus einer ALM-Perspektive beide Welten in der Bankbilanz immer wieder zusammenzuführen. In der Pandemie gilt es, mit Blick auf die Fristentransformation vor dem Hintergrund stark abgeflachter Zins- und Credit-Kurven für jedes Institut immer wieder abzuwägen, wie viel Risiko man bereit ist einzugehen.

Tom Tschirner: Ich fange mit der Frage an, welche Risiken Banken bewegen. Zinsrisiken sind sehr wichtig, haben aber allein wohl noch nie eine Bank zu Fall gebracht. Also was könnte dazu führen? Manches Geldhaus würde wohl antworten: Compliance Issues. Was Banken an Strafen für Verstöße gegen Compliance-Regeln

zahlen, ist enorm. Im Vergleich dazu ist das ALM aktuell eher regulatorisch getrieben. Bei Pensionsverpflichtungen haben wir als Bank nicht die Sorgen, die manche Unternehmen umtreiben. Nachschießen bei Pensionsverpflichtungen ist für uns unproblematisch. Aus Know-how-Sicht besteht kein Grund für eine Bank, Pensionen auszulagern, denn der Umgang mit Geld ist unsere Kernkompetenz. Wir bei der ING Deutschland haben uns im vergangenen Jahr unsere Pensionsverpflichtungen angeschaut und das Management der Pensionsverpflichtungen neu aufgesetzt.

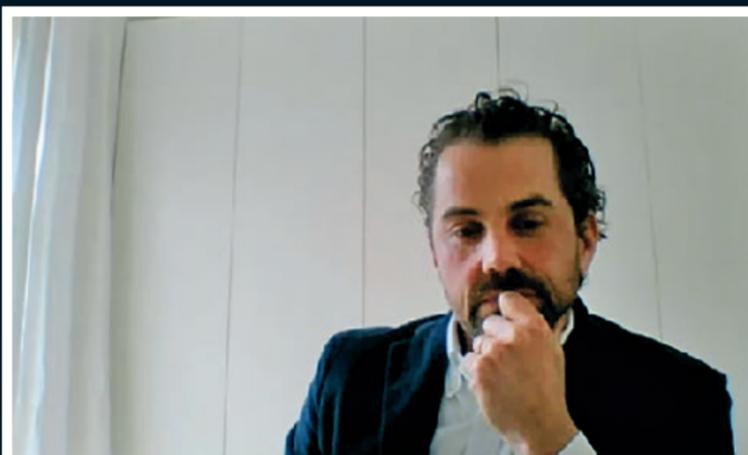
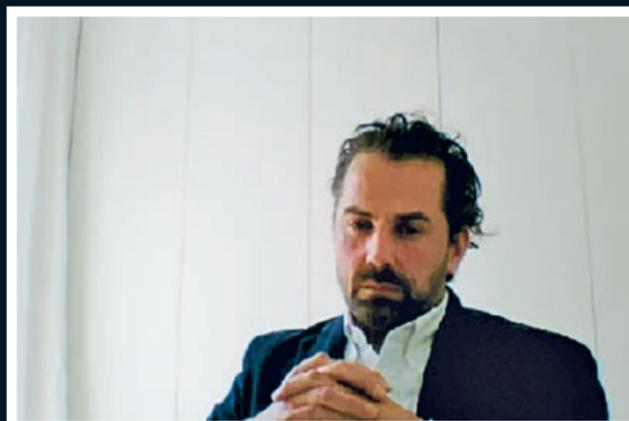
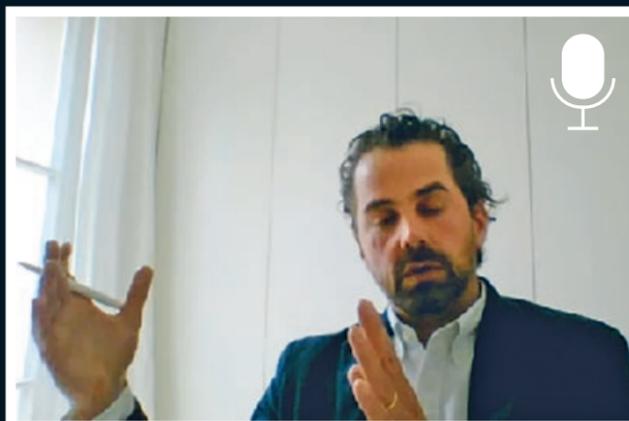
Herr Busch, wie hat KENFO das ALM seit 2017 eingerichtet?

Patrick Busch: Wir sind von der Bundesregierung damit beauftragt, die Gelder für die kerntechnische Entsorgung in Höhe von rund 24 Milliarden Euro zu verwalten. Von den meisten institutionellen Investoren unterscheiden wir uns dadurch, dass wir ein reines Verbrauchsvermögen sind. Wir erhalten keine finanziellen Zuflüsse, sondern funktionieren ein bisschen wie ein Pensionsfonds im Run-off. Das bringt Herausforderungen für die Asset-Liability-Steuerung mit sich. Insgesamt haben wir einen Zeithorizont bis 2099, auf den unsere Verbindlichkeiten momentan angelegt sind. ALM ist für uns ein sehr großes Thema, weil wir nicht nur einen



„Wir haben eine Aktienquote von circa 30 Prozent, die sich als Zielquote aus unseren jährlichen ALM-Studien ergibt.“

FALK BODEN



„Langfristig werden sich die höchsten Renditen weiterhin mit Eigenkapital in all seinen Formen erwirtschaften lassen.“

PATRICK BUSCH

sehr langen Zeithorizont haben, sondern weil auch ein Großteil der Verbindlichkeiten sehr weit in der Zukunft liegt. Unsere Passivduration liegt bei deutlich über 40 Jahren. Damit sind wir schon aus dem Bereich der normalen Pensionsfonds raus. Die Sache ist noch komplizierter, weil uns kein weiteres Kapital zufließt. Wir können also Verluste nicht durch zufließende Prämien korrigieren, sondern müssen mit dem Geld, das wir einmal erhalten haben, vernünftig wirtschaften. Wir haben das Vermögen 2017 als Barmittel erhalten und mussten die Kapitalanlage vollständig neu aufbauen. Wir gehen da nicht immer mit einem strikten Liability Matching heran, sondern steuern über eine sich jeweils verändernde Zielrendite. Darüber hinaus analysieren wir, wie es aussieht, wenn wir das ALM stochastisch abbilden. Dabei stellen wir uns die Frage, wie die Wahrscheinlichkeit ist, dass wir in der Lage sind, unsere Verbindlichkeiten zu erfüllen.

Herr Boden, wie ist das ALM bei der KZVK und der VKPB aufgestellt?

Falk Boden: Die KZVK und die VKPB sind zwei Versorgungskassen der evangelischen Kirche. Auf der KZVK-Seite sind wir für die bAV der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer im kirchlichen Bereich, also zum Beispiel in Krankenhäusern und Altenheimen, zuständig. Die VKPB stellt die Versorgung für Pfarrer und Kirchenbeamte der evangelischen Kirche sicher. Seit 2007 betreiben wir ein ALM, zunächst zusammen mit einem externen Dienstleister. 2011 haben wir das ALM ingesouret und nutzen es als zentrales strategisches Tool. Wir verwalten in beiden Kassen insgesamt ein Vermögen von ungefähr 14 Milliarden Euro. Die Fristentransformation fällt uns schwer, weil sich die modifizierte Duration auf der Passivseite für unseren größten Verband ungefähr bei 38 Jahren bewegt. Die Gelder für die bAV werden angelegt und irgendwann als Rente ausgezahlt. Bei uns gibt es kein Stornorisiko. Dadurch können wir über relativ lange Zeithorizonte anlegen. Das planen und steuern wir mit unserem ALM. Wir rechnen über einen langen Zeitraum von 50 Jahren, sowohl deterministisch als auch stochastisch. Mit Blick auf die Pandemie gehen wir davon aus, dass uns der Niedrigzins auf absehbare Zeit noch länger erhalten bleibt. Aber es könnten auch Inflationseffekte aufgrund der höheren Staatsverschuldung langfristig eine Rolle spielen. Mittelfristig werden Renten aus unserer Sicht erst einmal unattraktiv bleiben, wenn Einrichtungen wie wir einen Rechnungszins von 3,75 Prozent erfüllen müssen.

Herr Eisele, wie setzt Uniper das ALM ein?

Martin Eisele: Wir steuern verschiedene Pensionsvehikel bei Uniper. In Deutschland sind dies ein CTA für die Ausfinanzierung von Direktzusagen, ein Pensionsfonds sowie Pensionskassen, in UK ebenfalls ein Pensionsfonds. Als Corporate sind die von Uniper bzw. den Vorgängerunternehmen getroffenen Versorgungszusagen und die Verpflichtungen daraus der natürliche Geschäftsanlass für unser Asset Management. Wir betreiben kein klassisches LDI, sondern steuern hauptsächlich mit dem CTA unseren Einfluss auf die Bilanzkennzahlen von Uniper, also auf KPIs wie etwa Pensionsrückstellungen und ökonomische Nettoverschuldung. Ein Matching mit der Verbindlichkeitsseite stellen wir über Zinsderivate her. 2020 haben wir eine neue ALM-Studie fertiggestellt. Ein Resultat daraus ist, dass wir Fixed Income angesichts des Niedrigzins auf lange Sicht für unattraktiv halten. Die Aktienquote haben wir signifikant erhöht und die Aktienallokation stärker diversifiziert. Uniper besteht seit 2016, seither wurde das an Developed Markets orientierte Portfolio schrittweise diversifiziert und internationalisiert. Eine Erhöhung der Aktienquote ohne zusätzliches Funding bedeutet ein Zurückfahren der Allokation an anderer Stelle. Das haben wir vor allem auf der Fixed-Income-Seite gemacht, dort querbeet von Emerging Markets Debt über High Yield bis Investment Grade reduziert. Zugleich ist unsere Allokation in Gold und in Inflation-linked Bonds gestiegen.

Wolfgang Murmann: Wir sollten uns in dieser Diskussion ein Stück weit vom Begriff LDI lösen, denn ALM bedeutet für jeden Investor je nach regulatorischem Umfeld, Reife des Plans, Ausfinanzierungsgrad und Höhe des Pensionsrisikos in einem bilanziellen Kontext etwas anderes. Die größte Herausforderung ist derzeit, die erforderliche Rendite zu erwirtschaften. Im aktuellen Kapitalmarktumfeld kann diese Zielrendite nicht erwirtschaftet, ohne Risiken einzugehen. Und diese Risiken muss ich managen können. Im Risikomanagement ist das ALM von zentraler Bedeutung, da die Verpflichtungen aufgrund ihrer hohen



**PATRICK BUSCH
ASSET ALLOCATION, KENFO**

Im Nullzinsniveau fehlt institutionellen Investoren ein wichtiger Hebel im Portfolio. Deshalb denkt Patrick Busch die Asset Allocation für ein Portfolio nach vorne heraus anders. Er empfiehlt, einen Asset-Mix zu suchen, der möglichst wenig anfällig für einen Anstieg der Aktien-Bond-Korrelation ist und der auf die relativ hohe Aktienvolatilität dämpfend wirkt.

Duration bei den meisten Pensionseinrichtungen das größte Risiko darstellen. Aber auch der Umgang mit den Risiken im Return-Seeking-Portfolio wird relevanter.

Hat die Pandemie Sie zu Korrekturen im ALM und in der SAA veranlasst?

Daniel Schneider: Da wir unser Pensionsmanagement gerade neu aufgestellt haben, gab es, speziell bezogen auf die Pandemie, keine Veränderungen. Generell verfolgen wir als Bank angesichts sehr flacher Strukturkurven, wie schon erwähnt, einen LDI-Ansatz, den jeder Investor für sich etwas anders in-



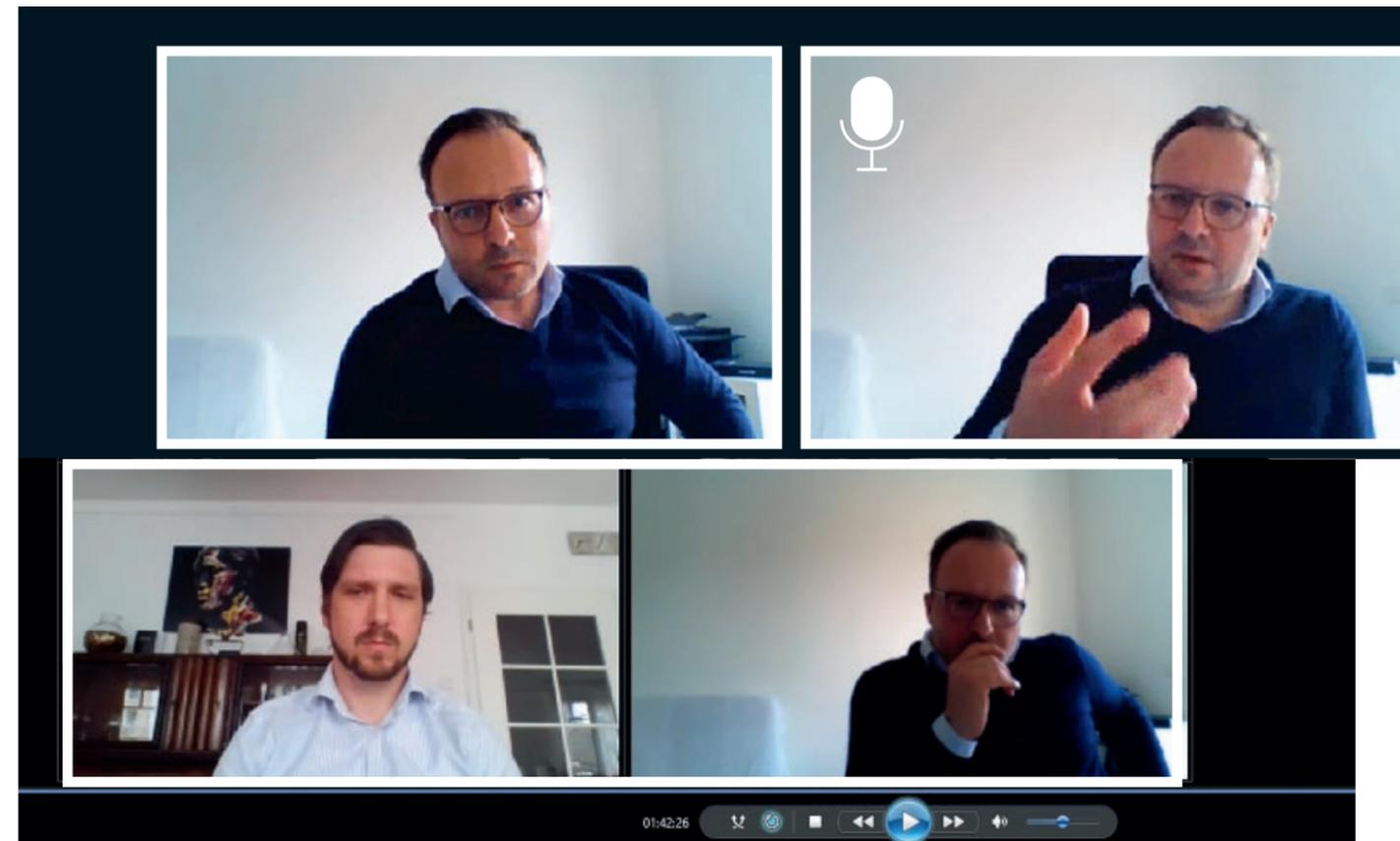
MARTIN EISELE
SVP ASSET MANAGEMENT & QUANTITATIVE STRATEGY, UNIPER

Martin Eisele bricht in der Diskussion eine Lanze für Fixed Income. Er empfiehlt, auch innerhalb der Anlagesegmente eine Diversifizierung zu betreiben, beispielsweise im Investment-Grade-Bereich. Dort finden er und sein Team potenzielle Renditequellen, etwa bei Corporate Hybrids. Bei diesen Unternehmensanleihen lässt sich mit mehr Risiko ein Stück weit in der Kapitalstruktur entlanggehen und über diese Nachrangigkeit zusätzlicher Spread generieren, ohne das Investment-Grade-Segment zu verlassen.

terpretiert. Wir verschreiben uns nicht vollständig dem LDI, sondern verfolgen einen sogenannten Trigger-Level-Ansatz. Dabei setzen wir uns auf der Zeitschiene oder in Abhängigkeit von den Marktniveaus Stufen, auf denen wir Hedging Ratios schrittweise erhöhen. Damit tragen wir dem aktuellen Marktumfeld Rechnung. Zusätzlich haben wir neben den Risikokomponenten Zins, Liquidität und Credit auch den Fokus auf das Management von Inflationsrisiken gelegt. Im aktuellen Umfeld kann es aus strategischer Sicht sinnvoll sein, auch die Inflationskomponente in den Pensionsrückstellungen aktiver in den Fokus zu nehmen, da diese sich zu einem wesentlichen Risikofaktor entwickeln könnte.

Patrick Busch: Für uns spielt das Inflationsrisiko langfristig eine Rolle. Wir haben auf der Passivseite bereits Annahmen eingebaut, die Inflation berücksichtigen. Dort haben wir ein gutes Stück Luft zu den aktuellen Niveaus. Natürlich wäre eine überschießende Inflation auch für uns grundsätzlich schwierig. Ich glaube aber, dass die Pandemie keine großen Veränderungen mit sich bringt, sondern bestehende Trends noch verstärkt. Wir haben zwei ausschlaggebende Faktoren für Asset-Preise, nämlich Wachstum und Inflation. Hier haben sich die Trends noch einmal beschleunigt. Grundsätzlich muss man die Gefahr einer Stagflation längerfristig im Blick haben. Im vergangenen Jahr haben wir als Reaktion auf diese längerfristigen Trends, und nicht als Antwort auf die Krise, die Quote an Aktien erhöht und gleichzeitig die Quote der festverzinslichen Anlagen heruntergenommen. Vor allem haben wir unsere Ertragsannahmen für die einzelnen Asset-Klassen nach unten angepasst.

Falk Bodén: Ich hatte gerade erläutert, dass wir sowohl stochastisch als auch deterministisch rechnen. Dabei stellen wir uns seit zwei, drei Jahren die Frage, wie wahrscheinlich es ist, langfristig einen Mean-Reversion-Effekt zu sehen, also die Rückkehr des Zinses auf ein auskömmliches Niveau, um noch in Rentenpapieren investieren zu können. Das hat einen massiven Einfluss auf unsere Returns der Portfolios. Wir senken den Zins in unserer



langfristigen Annahme jedes Jahr immer weiter ab. Das hinterlässt deutliche Spuren im Portfolio, weil wir aufgrund des Rechnungszinses eine eher renditeorientierte Anlage anstreben. Dementsprechend wollen wir in Sachwerte wie Immobilien, Private-Equity-Anlagen und Aktien umschichten.

Tom Tschirner: Wir haben die Fragen zu den Folgen der Pandemie bislang einfach gehandhabt und eine sehr klassische Asset Allocation betrieben. Die stützt sich auf zwei Überlegungen. LDI in Reinform ist im aktuellen Zinsumfeld unattraktiv, weil das Geld auf die Dauer weniger wird. Das mögen wir ebenso wenig wie große Risiken. Die zeigen sich bei Banken dann auch im ICAAP, da sie mit Kapital zu unterlegen sind. Je mehr Aktien, Immobilien, Gold, was auch immer ich in so einer SAA habe, desto größer wird der Risikobetrag, den ich mit Kapital hinterlegen muss. Von diesen zwei Überlegungen ausgehend, haben wir eine klassische Mischung aus Aktien und Anleihen gefunden. Die werden wir in den nächsten Jahren nicht ändern.

Welches Ziel verfolgen institutionelle Investoren heute?

Martin Thiesen: Ein Kapitalanlagekonzept verfolgt entweder einen Zieldertrag oder – wie bei der LBBW – hat Unternehmens-KPIs wie etwa Bilanzkennzahlen als Fokus. Beide Ansätze bedingen vollkommen konträre Kapitalanlagestrategien. Bei Unternehmenskennzahlen macht Fixed Income wieder Sinn, weil es einfach den Matching-Grad zu den Verbindlichkeiten erhöht. Wenn ein Investor eher auf Return schaut, dann muss er vorrangig seine Zielrendite erwirtschaften, zum Beispiel einen festen Rechnungszins. Mit dem nominellen Cashflow und dem Funding lässt sich die Zielrendite errechnen, die erforderlich ist, um mit der Ausfinanzierung seine Verpflichtungen langfristig zu bedienen. Diese Rendite kann potenziell im Zeitablauf variieren, wenn man erkennt, dass sich die Renditeannahmen der einzelnen Asset-Klassen strukturell verändert haben. Dieser Ansatz ist auch ALM-getrieben, da die Portfoliorendite besonders im Pensionsfonds den verwendeten Rechnungszins

„Pandemien müssen zukünftig als Geschäftsrisiko eingepreist werden, und der Konsument wird bereit sein, das zu bezahlen.“

MARTIN EISELE



„Bei der Entscheidung für eine Auslagerung der Pensionsverpflichtungen spielte es auch eine Rolle, unter IFRS Schwankungen im Eigenkapital zu vermeiden.“

DANIEL SCHNEIDER



bedingt. Das ist von der Grundausrichtung der Kapitalanlage her kein klassisches Matching im Sinne des LDI, sondern die Liability wird über den Rechnungszins berücksichtigt. Dabei handelt es sich eher um einen Absolute-Return-Investor.

Wie spielt hier das Inflationsrisiko hinein?

Martin Thiesen: Inflation als Risikofaktor hatten wir alle lange nicht auf der Liste, es ging zuletzt vor allem um Aktienrisiken, um Credit-Spread-Risiken oder Zinsrisiken. Jetzt kommt die Inflation ein Stück weit zurück. Dabei sehe ich die Gefahr, dass nominale Zinssteigerungen eher inflationsgetrieben sind, weniger durch Realzinssteigerungen induziert. Gegen dieses Risiko wollen sich 100-prozentige LDI-Investoren wappnen. Sie orientieren sich bestmöglich an den Verbindlichkeiten und denken zugleich als langfristiger Return-getriebener Investor. Inflation-linked Bonds in einer SAA sind eher eine Return-Komponente, die aufgrund der aktuell niedrigen Inflation ins Portfolio gehören kann. Ist die

Allocation eher volatilitätsgetrieben über die Bilanz oder über die Bilanzierungsvorschriften, dann würde die Wahl auf Inflation-linked Swaps, also Derivate, fallen, da die Abdeckung der Inflationssensitivität der Verbindlichkeiten deutlich näher an 100 Prozent liegen muss. Das ist mit Inflation-linked Bonds nicht zu erreichen.

Herr Eisele, wie wirkte die Pandemie auf Ihre neue ALM-Studie?

Martin Eisele: Wir sind langfristige Investoren mit einer Duration der Verbindlichkeiten von knapp über 20 Jahren. Die Pandemie hat uns in unserer ALM-Studie, der abgeleiteten SAA und vor dem Hintergrund unserer langfristigen Duration eher bestätigt. Kurzfristig haben wir auf die Effekte der Pandemie reagiert, indem wir im CTA in Q1 2020 einen signifikanten Teil der Aktienallokation über OTC-Derivate abgesichert haben. Das hat uns erlaubt, den Einbruch an den Märkten für ungefähr die Hälfte der damaligen Aktienallokationen abzufedern. Zudem führte

die Ausweitung der Credit Spreads in Q1 2020 zu einem signifikanten Anstieg des IFRS-Rechnungszinses. Dies hatte einen zunächst positiven Effekt auf die zuvor erwähnten KPIs, obwohl die Asset-Märkte zum gleichen Zeitpunkt stark nach unten korrigierten. Dieser nicht unbedingt intuitive Zusammenhang war eine kurzfristige Konsequenz des ersten Pandemieaufkommens in Europa und hat sich unter anderem durch die Maßnahmen der Notenbanken im Jahresverlauf wieder umgekehrt.

Herr Schneider, wieweit hat die LBBW die Pensionsverpflichtungen ausfinanziert?

Daniel Schneider: Wir haben uns selbst in einem Benchmark-Vergleich zu relevanten Unternehmen betrachtet und den niedrigen Ausfinanzierungsgrad als Handlungsfeld in unserer Bilanz identifiziert. Bei der Entscheidung für eine Auslagerung der Pensionsverpflichtungen auf einen externen Pensionsfonds spielte es auch eine Rolle, dass wir unter IFRS Schwankungen im Eigenkapital vermeiden wollen. Ich möchte an dieser Stelle meinerseits eine Frage an die Runde stellen. Wir als Bank nutzen aktiv verschiedene Währungsräume zur Erwirtschaftung von Rendite. Bei den Pensionsverpflichtungen setzen wir dieses Instrument in deutlich geringerem Umfang ein. Inwieweit nutzen Sie das Instrument Währung, um Rendite zu erwirtschaften?

Martin Eisele: Bei Uniper gehen wir in der SAA grundsätzlich keine aktiven Währungsrisiken ein. Beispielsweise ist auf der Fixed-Income-Seite alles, was im Fremdwährungs-Bondmarkt angelegt ist, nach Euro währungsgesichert. Wenn die Währung an sich eine höhere Volatilität hat als das Underlying, dann macht dieser Ansatz absolut Sinn. Auf der Equity-Seite lassen wir teilweise ein Währungs-Exposure zu, aber es ist auch hier übersichtlich. Konzepte wie den Einbau eines FX-Overlays haben wir uns noch nicht aktiv angeschaut.

Wolfgang Murmann: Das, was Herr Eisele beschreibt, ist auf der Fixed-Income-Seite auch nach meiner Erfahrung gängige Praxis. Ein Trend, den wir in den zu-



**DANIEL SCHNEIDER
LEITER STRATEGISCHES TREASURY,
LBBW LANDESBANK BADEN-WÜRTTEMBERG**

Daniel Schneider berichtet, wie das Treasury das ALM der Gesamtbank mit dem für den Pensionsfonds verknüpft. So sind bei der ALM-Steuerung des Pensionsfonds gemäß LDI-Ansatz Impulse maßgeblich von der Passivseite getrieben. Das ALM der Bank steuert Schneider hingegen deutlich dynamischer und muss dabei Fälligkeiten auf der Aktiv- und Passivseite oder Neugeschäftsinitiativen stärker in den Blick nehmen.

rückliegenden zwölf bis 18 Monaten in Liability- und Cashflow-driven Portfolios sehen, ist die verstärkte Anlage in Nicht-Euro-Märkten, wodurch automatisch der Umgang mit Währungsrisiken Bestandteil der Diskussion wird. Insbesondere der Dollar-Markt bietet strukturelle Vorteile, denn hier ist das Laufzeitenspektrum von Unternehmensanleihen größer als im Euro-Bereich. Das ist vorteilhaft, um langfristige Liability-Cashflows abzuschern. Die weiteren strukturellen Vorteile



sind Diversifikation und Markttiefe. Auf der taktischen Seite boten global ausgerichtete ALM-Portfolios teilweise deutliche Renditeaufschläge im Vergleich zu reinen Euro-Lösungen, wohlgeachtet nach Währungssicherung.

Tom Tschirner: Als Bank können wir Kredite nicht nur in der Eurozone vergeben. Deshalb vergeben wir auch in anderen Währungsräumen Kredite, aber ohne jeden Appetit auf Währungsrisiken. Bei den Pension-Assets achten wir natürlich darauf, global diversifiziert zu sein, aber Währungsrisiken hedgen wir immer raus. In der Bank sind wir generell mit vielen Kontrollinstanzen konfrontiert, intern und extern. Für alles, was wir machen, müssen wir immer eine einfache Geschichte erzählen können. Lohnen sich der Aufwand und die Komplexität dafür überhaupt, über eine Asset-Klasse wie Währungen nachzudenken? Bisher sehen wir keinen Grund, da aktiver zu werden.

Herr Schneider, wie stark hat die Übertragung der Pensionsverpflichtungen nach extern die LBBW entlastet?

Daniel Schneider: Bei der Bewertung bilanzieller und ökonomischer Effekte müssen wir differenzieren. Auf der Risikoseite ist es aus Perspektive einer Bank zunächst irrelevant, ob sie Assets in einem Pensionsfonds, einem CTA oder auf der eigenen Bilanz hält. Da man im Pensionsfonds-Setup aus Ertragsgesichtspunkten auch in risikoreichere Produkte wie Aktien oder High Yield investiert, gab es durch die Ausgestaltung der Asset-Allocation im Pensionsfonds zunächst einen Risikoauftrieb. Hier den richtigen Mittelweg zwischen Risiko und Rendite zu finden erfordert umfassende interne Abstimmungen. Zum einen muss der Rechnungszins im Pensionsfonds erwirtschaftet werden, zum anderen müssen Laufzeitstrukturen ins Portfolio integriert werden, die eher untypisch für Bankbilanzen sind. Die bilanziellen Effekte wiederum wurden unter zwei Gesichtspunkten diskutiert: Zum einen bilanziert die LBBW sowohl nach HGB als auch nach IFRS. Im Pensionsfonds-Setup ergeben sich im aktuellen Umfeld zunächst deutliche Entlastungen auf der Gewinn- und Verlustrechnung in der HGB-Bilanzierung. Unter IFRS kann es durch die Bewertung von Pensionsverpflichtungen immer wieder zu Schwankungen im Kapitalkonto kommen. Um diese Volatilität zu verringern, verfolgt die LBBW einen LDI-Ansatz. Hier ist zu diskutieren, inwieweit man am vermeintlichen Zinstief einen LDI-Ansatz umsetzt und sich mögliche finanzmathematische Verluste verfestigen. Um dies zu berücksichtigen, haben wir einen Ansatz mit stufenweisem Hineinwachsen in die Zielduration gewählt. Sowohl die HGB- als auch die IFRS-Sicht waren Antrieb für unsere Entscheidung, die Pensionsverpflichtungen auf einen Pensionsfonds zu übertragen.

TOM TSCHIRNER
HEAD OF MARKET AND LIQUIDITY RISK
MANAGEMENT, ING DEUTSCHLAND

Tom Tschirner sieht das ALM einer Bank vor allem von der Regulatorik getrieben. Auch hält er Zinsrisiken für wichtig, ebenso Compliance Issues. Dabei verweist er auf die hohen Strafen für Verstöße gegen Compliance-Regeln, die Banken zu zahlen haben. Bei Pensionsverpflichtungen sieht Tschirner die Banken in einer besseren Position als manche Unternehmen, da sie Liquidität für Pensionsverpflichtungen leicht nachschöpfen können.

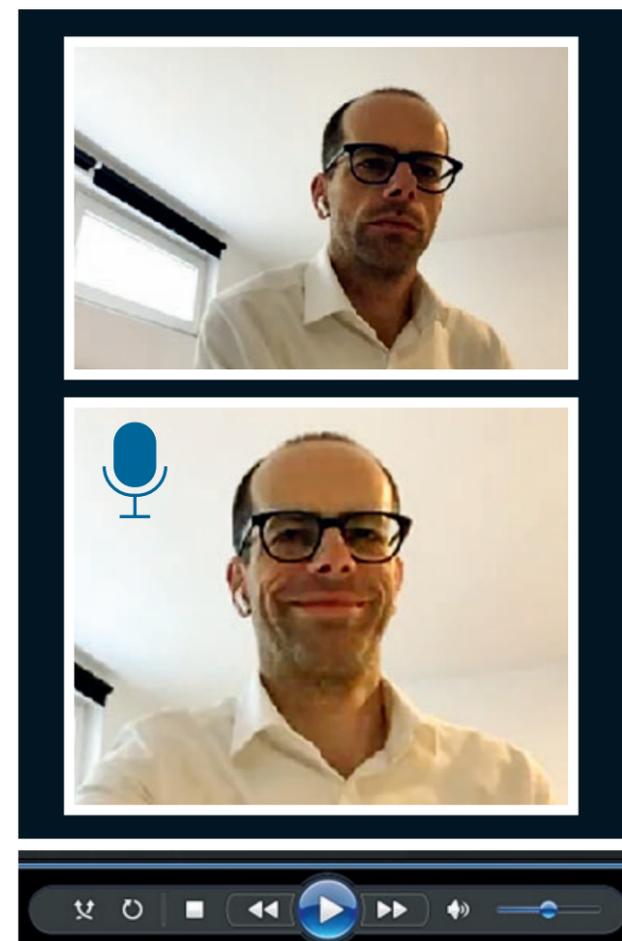
Herr Busch, der KENFO hat in seinen ersten Jahren vor allem in liquide Anlageklassen investiert.

Patrick Busch: Ja, wir haben 2017 mit liquiden Anlageklassen angefangen, und bei den illiquiden Anlageklassen, also Private Markets, bauen wir das Portfolio noch auf. Wenn man das in einem umfangreicheren Maß tun will wie bei uns, dann dauert es, in den Markt reinzukommen, auch weil die Nachfrage momentan hoch ist. Wir sind eingangs mit Barmitteln gestartet und haben unseren Investitionshorizont ein bisschen gestreckt. Das kommt uns sehr zugute. So konnten wir die Marktvolatilität und die Krise im vergangenen Jahr gut nutzen, um zunächst liquide Anlageklassen nachzukaufen. Wir versuchen nun, die Asset Allocation mit verschiedenen Modellen abzubilden, die die Volatilitäten der einzelnen Asset-Klassen bei der Umschichtung von liquiden in illiquide Anlageklassen berücksichtigen.

Herr Boden, wie gelingt der KZVK die Risikoprüfung für illiquide Anlageklassen?

Falk Boden: Tatsächlich investieren wir aufgrund von ALM-Ergebnissen vermehrt in illiquide Anlagen. Dabei haben wir zwei Credos. Das erste Credo lautet: Wir investieren nur in das, was wir verstehen. Das zweite Credo heißt: Wo unser Überzeugungsgrad nicht hoch genug ist oder was wir nicht richtig bewerten können, darin wollen wir nicht investieren. Unser Immobiliendirektbestand befindet sich in Deutschland, mit unseren Immobilienfonds bewegen wir uns im europäischen Bereich. Im Bereich Alternatives sind wir in Private Equity investiert. Für diese Anlage nutzen wir sowohl externe PE-Manager als auch internes Know-how. Wir verfolgen also eine Doppelstrategie. Wir haben in unseren Bewertungsprozessen das Risikomanagement aktiv und präventiv eingebunden. In unserem Due-Diligence-Prozess spielt das Risikomanagement eine aktive Rolle. Dort schauen wir zum Beispiel, ob die Private-Equity- oder Immobilienfonds-Investments transparent sind, ESG-Standards einhalten und bei Risikomanagement und Compliance gut aufgestellt sind und funktionieren. In Private Equity wollen wir eine Durchschau bis in die zweite Ebene bekommen, um wirklich zu wissen, in was wir investieren.

Martin Thiesen: Insgesamt nimmt die Nachfrage nach illiquiden Assets zu, auch unter Pensions-Investoren, um dort die Rendite zu bekommen, die sie im bisher signifikanten Fixed-Income-Teil des Portfolios nicht mehr generieren können. Die Immobilie ist quasi die Einstiegsdroge in die Illiquidität. Um stärker zu diversifizieren, kommen Investoren neben Private Equity dann über Debt-Strukturen. Die nächste Stufe ist Real Estate Debt, da man sich generell bereits mit Immobilien gut auskennt. Danach folgen Infrastructure Debt und schließlich Infrastructure



„LDI in Reinform ist im aktuellen Zinsumfeld unattraktiv, weil das Geld auf die Dauer weniger wird. Das mögen wir ebenso wenig wie große Risiken.“

TOM TSCHIRNER



MARTIN THIESEN
GESCHÄFTSFÜHRER, METZLER PENSION
MANAGEMENT GMBH

Martin Thiesen sieht eine Rückkehr der Inflation. Dabei erkennt er die Gefahr, dass nominale Zinssteigerungen eher inflationsgetrieben sind, weniger durch Realzinssteigerungen induziert. Er rät 100-prozentigen LDI-Investoren, sich gegen dieses Risiko zu wappnen und sich an den Verbindlichkeiten zu orientieren.

Equity. Eher Return-getriebene Investoren gehen vielleicht umgekehrt vor. Im negativen Zinsumfeld und bei den reingelaufenen Spreads reduzieren Investoren aktiv die Allokation in Fixed Income und substituieren diese mit eher illiquiden Investments, die eine höhere Rendite versprechen. Währungen werden auch mehr als aktiver Part der Allokation angesehen. Oft wird mit einem offenen Währungs-Exposure in US-Dollar begonnen. Das Zinsrisiko lassen Investoren offen und versuchen im Zinsdifferenzial,

ein Stück weit noch zu verdienen. Mit der US-Dollar-Seite versuchen Investoren häufig, den reinen Euro-Markt zu verbreitern. Aus Diversifikationsgründen sind Investoren dann nicht nur in Euro-Unternehmen unterwegs, sondern haben auch US-Unternehmen oder andere Währungsräume wie China oder Japan im Portfolio. Dort bekommen sie vielleicht nach Hedges noch zusätzlichen Spread-Ertrag ins Portfolio. Der ist auf der Debt-Seite im Vergleich zu Aktien, Real Estate oder Infrastruktur deutlich geringer. Zu einem ausgewogenen ALM-Portfolio gehören die drei Komponenten: der hochliquide, eher volatile Aktienmarkt, das momentan unterrepräsentierte Fixed-Income-Bucket über Staatsanleihen, Corporate Bonds oder High Yields und schließlich illiquide Assets.

Falk Boden: Mischungs- und Streuvorgaben spielen bei uns eine wichtige Rolle, ebenso Diversifikationsaspekte zwischen den Asset-Klassen. Wir haben eine Aktienquote von circa 30 Prozent, die sich als Zielquote aus unseren jährlichen ALM-Studien ergibt. Unser Zielportfolio sieht den Abbau von Rentenpapieren und den Aufbau von vor allem illiquiden Sachwerten vor. Wir bauen Private Equity und Immobilien weiter auf und wollen jeweils deutlich zweistellig beim prozentualen Anteil im Portfolio werden. Das ist auch mit einer detaillierteren Liquiditätsplanung und einem Liquiditätscontrolling verbunden. Kerngedanke ist, dass wir ausreichend Liquidität bereithalten wollen, wenn der Anteil an illiquiden Assets steigt, falls der Markt einmal stark schwanken sollte. Sonst wären wir vielleicht gezwungen, Papiere zu verkaufen, die wir in so einer Marktphase nicht verkaufen wollen. Mit der Entscheidung, in illiquide Asset-Klassen zu gehen, hat auch unsere Liquiditätsplanung deutlich an Relevanz gewonnen, so dass wir mehr in Illiquidität gehen, aber das Ganze auch liquide durch einen vermehrten Kassenbestand und sichere Wertpapiere abdecken.

Herr Eisele, mit welchen Risiko- und Stressszenarien planen Sie im ALM?



Martin Eisele: Wir machen insgesamt eine starke Szenariobetrachtung der Risiken. Dabei schauen wir zurück in die Vergangenheit, wie sich ein Portfolio etwa in der globalen Finanzkrise oder der europäischen Schuldenkrise entwickelt hätte. Dann schocken wir in Szenarien auch mal Equity-Märkte über einen größeren Prozentsatz nach unten und schauen uns an, wie sich das Portfolio und unsere KPIs entwickeln. Wir gehen aber davon aus, dass eine Krise nicht ewig anhält, auch nicht die Pandemie. Ein Beispiel: Wenn wir Prognosen für fünf bis zehn Jahre errechnen, dann gehen wir davon aus, dass eine Krise nach circa zwei bis drei Jahren ausgestanden ist und dass das Wirtschaftsleben wieder seinen normalen Verlauf nimmt. Auch in der Corona-Krise erwarten wir die Rückkehr zu einem vernünftigen wirtschaftlichen Leben. Wir sehen uns auch in unserem Inflations-View bestätigt. Darin spiegelt sich unsere Inflation-Linker-Allokation wider, weil wir davon ausgehen, dass die Unternehmen, die die Krise überleben, ihre Preise nachhaltig erhöhen werden. Pandemien müssen zukünftig als Geschäftsrisiko eingepreist werden. Hier wird es Unterschiede in den Risiken für die einzelnen Branchen geben, aber der Konsument wird bereit sein, das zu bezahlen. Wir gehen nicht von einer Hyperinflation aus, aber von einem grundsätzlich erhöhten Inflationsniveau.

Martin Thiesen: Um Risikoszenarien im Rahmen des ALM zu erstellen, ist die Stochastik wichtig. So bekomme ich ein Gefühl dafür, was passieren kann. Aber für eine Krise wie die aktuelle Pandemie oder die Schulden-

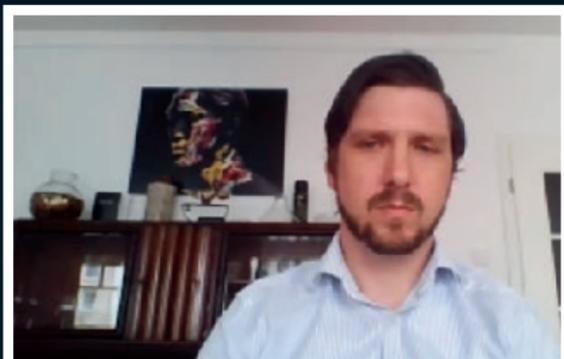
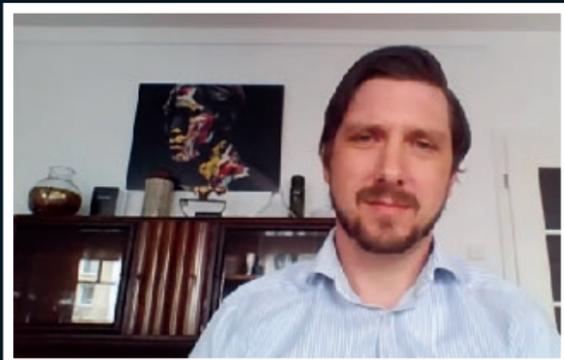
krise hätte das nicht ausgereicht. Deswegen ist es für mich im Risikomanagement immer wichtig, sich über einen Stresstest zu verdeutlichen, wie die Situation in einer solchen absoluten Stressphase aussieht. Dann kann man schon mal 40 Prozent auf die Aktien stressen, und wir gehen nicht von einem V aus, das wir im vergangenen Jahr gesehen haben. Ein solches Szenario sollte man sich in der Struktur der Kapitalanlage bewusst machen, um gewisse Risiken besser greifen und in einem Risikomanagement abbilden zu können. Dieses Zusammenspiel von Stochastik, von theoretischen, gut fundierten Langzeitprognosen, von Stresstests und überzeichnenden Szenarien ist wichtig. In solchen Szenarien kann man alle Korrelationen mal auf eins setzen. Man nimmt an, dass die Aktien runtergehen, ohne dass auch die Zinsen fallen müssen. Vielleicht lässt man die Zinsen in einem solchen Szenario auch mal steigen. Oder man überlegt, wie illiquide Strukturen in den Portfolios reagieren. Für illiquide Strukturen liegen nur wenige Modellierungsansätze für solche Krisenszenarien vor. Gerade wenn ihr Bestand in den Portfolios zwecks Diversifikation wachsen kann, sollte man sich neue Stressmodelle überlegen.

Martin Eisele: Ich möchte eine Frage in die Runde geben. Wie gehen Sie in ALM-Studien mit dem Umstand um, dass die Zentralbanken in den jüngsten Krisen immer stützend eingegriffen haben, so dass sich die Märkte und die Konjunktur sehr schnell erholen konnten? Spielen die Eingriffe der Zentralbanken für Sie in den ALM-Studien eine Rolle oder berücksichtigen Sie sie nicht?



„Die Aktie wird weiter dominieren, aber auch über die Fixed-Income-Seite kann sich bei niedrigen Zinsen wieder ein Ertrag einstellen.“

MARTIN THIESEN



„Ein Trend in Liability- und Cashflow-Driven Portfolios ist die verstärkte Anlage in Nicht-Euro-Märkten.“

WOLFGANG MURMANN

Daniel Schneider: Wir als Bank dürfen diesen Rettungsanker in unseren Stressszenarien natürlich nicht berücksichtigen. Banken haben aus aufsichtsrechtlicher Sicht verschiedene vorgegebene Stressszenarien, die zu simulieren sind. Intern existieren zusätzliche Stresstests, die unter anderem Krisen wie die des vergangenen Jahres simulieren.

Falk Boden: Wir unterscheiden aus strategischer Sicht zwischen Risiken, die wir bei unseren langfristigen Verpflichtungen gut tragen können, und solchen, die wir nicht so gut tragen können oder wollen. Volatilität und Illiquidität sind Risiken, die wir maßvoll eingehen. Volatile Marktphasen waren in der Vergangenheit im Vergleich zu der Dauer unserer Verpflichtungen eher kurz. Gleichzeitig sehen wir in der jüngeren Vergangenheit zunehmend das Interventions der Notenbanken in immer größerem Umfang. Solche Volatilitätsrisiken können wir mit der richtigen Steuerung langfristig aushalten. Ausfallrisiken sehen wir kritisch. Deshalb gehen wir Risiken zum Beispiel im Rentenbereich maßvoll ein. Generell schauen wir uns in unseren ALM-Studien das 0,5-Prozent-Quartil in der Stochastik an. Dabei haben wir festgestellt, dass nicht die Aktienvolatilität, sondern der niedrige Zins das höchste Risiko über einen langen Zeitraum darstellt.

Wolfgang Murmann: Szenarien sind oft historisch basiert, doch mit Blick nach vorne liefert das Verpflichtungsprofil die besten Anhaltspunkte für die Konstruktion der Kapitalanlage und die Wahl eines ALM-Modells. In dem Zusammenhang möchte ich auch das Konzept der Asset Dedication erwähnen. Das Planvermögen hat grundsätzlich drei Funktionen: Die erste Funktion ist „Pay“, also das Liquiditätsmanagement, um Renten bei Fälligkeit auszahlen zu können. Die zweite Funktion ist „Hedge“, um den Ausfinanzierungsgrad in einem definierten Umfang zu stabilisieren. Die dritte Funktion ist „Grow“, also das Wachstum der Kapitalanlage. Die relative Ausprägung der drei Funktionen ist einrichtungsspezifisch, im Extremfall gar eine Nullgewichtung für einzelne Kategorien. Da es keine Anlageklasse gibt, die alle Funktionen in sich vereint, muss jeder Asset-Klasse eine Rolle in diesem Dreiklang zugeordnet werden. Die SAA ist dann im Ergebnis das Abwägen sowie sinnvolle Kombinieren der Vor- und Nachteile verschiedener Asset-Klassen, um die Zielrendite zu erwirtschaften, ohne die spezifischen Risiken einer Pensionseinrichtung aus den Augen zu verlieren.

Patrick Busch: Wir haben ungefähr ein 60:40-Portfolio, wenn man das Verhältnis von Real Assets inklusive Aktien und Private Markets zu festverzinslichen Anlagen betrachtet. Das ist ein klassisches Policy-Portfolio mit einem relativ hohen Risikogehalt. Für uns wäre ein Stagflationsszenario das größte Problem. Wir sind an einem Nullzinsniveau

angekommen, damit fehlt uns ein wichtiger Hebel im Portfolio. Ein Großteil der Industrie ist immer noch auf die Marktvergangenheit in den zurückliegenden 30, 40 Jahren konditioniert. Das war eine Zeit fallender Zinsen, in der Zentralbanken immer unterstützt haben. Deswegen haben 60:40-Portfolios so gut funktioniert, denn es gab immer einen Rettungsanker. Die Zinsen wurden gesenkt, dadurch hat das festverzinsliche Portfolio Verluste bei Aktien wettgemacht. Nach vorne heraus ergibt sich daraus ein Problem, da wir bei Nullzinsen angelangt sind. Man kann Parallelen zur Stagflation in den 70er Jahren erkennen. Damals hat man mit einem 60:40-Portfolio in den USA zehn Jahre lang real, also nach Inflation, nichts verdient. Deshalb müssten wir die Asset Allocation für ein Portfolio nach vorne heraus anders denken, aber das ist nicht so leicht. Nur wenige inflationssensitive Assets haben in der Vergangenheit so funktioniert, dass ich sie in signifikantem Umfang in mein Portfolio nehmen könnte. Früher haben festverzinsliche Wertpapiere immer Einkommen generiert und dienten als Hedge für Risiko-Assets. Diese beiden Funktionen sind weggefallen, und wir stehen vor der Frage, was uns die festverzinslichen Wertpapiere ersetzt, die auch in inflationären Phasen nicht funktionieren würden. In der Vergangenheit waren das Gold, Energie und Rohstoffe. Die lassen sich jetzt für institutionelle Investoren nicht so leicht im signifikanten Umfang einsetzen. Ich könnte mir vorstellen, dass Liquid Alternatives mit ihren Korrelationseigenschaften wieder interessanter werden.

Woher kommt die Rendite in Zukunft?

Patrick Busch: Langfristig werden sich die höchsten Renditen weiterhin mit Eigenkapital in all seinen Formen erwirtschaften lassen. Darin beziehe ich neben Aktien die Private Markets mit ein. Wie soll man nun mit den Risiken von Aktien im Gesamtportfolio umgehen? Momentan haben wir relativ hohe Bewertungen, und Aktien sind nun mal die volatilste Asset-Klasse. Mit dem Wegfall von festverzinslichen Anleihen als dem wesentlichen dämpfenden Baustein stellt sich die Frage, wie ich mein Portfolio möglichst robust aufstelle. Hier gibt es keine einfache Antwort. In den vergangenen 20 Jahren hatten wir ein Regime mit einer negativen Aktien-Bond-Korrelation. Nach vorne heraus ist eher mit einer steigenden Korrelation zu rechnen, so dass sich Verluste sowohl auf der Aktien- als auch auf der Bond-Seite gleichzeitig zeigen können. Nur wenige Asset-Klassen können das mitigieren. Über Liquid Alternatives kann man sich dem annähern, aber das ist ein weites und komplexes Thema und schwierig zu verarbeiten. Viele Investoren suchen die Private Markets und gehen damit auf Buchwertstabilität, um wenigstens die bilanziellen Risiken zu mitigieren. Insgesamt sollte man einen Asset-Mix suchen, der möglichst wenig anfällig für einen Anstieg



WOLFGANG MURMANN
HEAD OF SOLUTIONS GERMANY,
INSIGHT INVESTMENT

Wolfgang Murmann weist auf das Konzept der Asset Dedication hin. Das Planvermögen hat demnach drei Funktionen: „Pay“, „Hedge“ und „Grow“. Da keine Anlageklasse alle drei Funktionen in sich vereint, empfiehlt Murmann, jeder Asset-Klasse eine Rolle in diesem Dreiklang zuzuordnen. Die Asset Allocation ist dann im Ergebnis das Abwägen und sinnvolle Kombinieren der Vor- und Nachteile verschiedener Asset-Klassen, um die Zielrendite zu erwirtschaften.

**DR. GUIDO BIRKNER**

LEITENDER REDAKTEUR BAV / PENSIONS, DPN

MODERATOR

der Korrelation ist, der auf die relativ hohe Aktienvolatilität dämpfend wirkt.

Daniel Schneider: Ich möchte an dieser Stelle das Immobiliensegment anführen. Hier ist und war über die vergangenen Jahre hinweg das Renditeniveau attraktiv, gerade bei Gewerbeimmobilien. Es muss bei Investitionen jedoch immer wieder geprüft werden, ob der aktuelle Immobilienzyklus abflacht. Am Ende wird die Lösung einer erfolgreichen Portfoliobewirtschaftung in der passenden Asset-Diversifikation liegen.

Tom Tschirner: Wir müssen gucken, dass wir in den nächsten Jahren Geld solide verdienen. Nach den Modellen, die mir bekannt sind, sind die erwarteten Renditen für alle Asset-Klassen deutlich niedriger als in der Vergangenheit. Die ganzen schönen Returns sind alle Folgen der Geldpolitik. Als Angestellter einer Bank hoffe ich sehr, dass wir beim Zinsniveau die Untergrenze gesehen haben.

Falk Boden: Wenn ich die langfristigen Total-Return-Erwartungen der Asset-Gruppen Aktien, Renten, Private Equity und Immobilien mit unseren Rechnungszinsen vergleiche, müssen zukünftig illiquide Sachwerte eine immer größere Rolle spielen.

Martin Eisele: Wir haben uns ebenfalls für eine höhere Allokation in Aktien entschieden. Ich möchte aber eine Lanze für Fixed Income brechen. Es bietet sich an, auch innerhalb der Segmente eine Diversifizierung zu betreiben, beispielsweise im Investment-Grade-Bereich. Auch dort finden sich potenzielle Renditequellen, etwa bei Corporate Hybrids. Die haben wir uns genau angeschaut, sind hier mit mehr Risiko ein Stück weit in der Kapitalstruktur entlanggegangen und generieren über diese Nachrangigkeit zusätzlichen Spread, ohne das Investment-Grade-Segment zu verlassen.

Wolfgang Murmann: Alles ist teuer, also muss die Kapitalanlage auf mehrere Risikofaktoren verteilt werden. Das ist bereits geschehen, und der Trend wird fortbestehen. Ich möchte noch das Thema Emerging Markets ansprechen. Die Schwellenländer machen rund 40 Prozent des globalen BIP aus. Sie haben etwa einen 25-Prozent-Anteil am globalen Anleihemarkt und größtenteils Investment-Grade-Qualität. Dies spiegelt sich noch nicht in den Portfolios aller Anleger wider. Ein zweites Thema ist Tail Risk Hedging, also die Frage, wie man sich auf eine Korrektur der Asset-Preis-Blase vorbereiten kann. Gold haben wir genannt, Dollar ist auch ein Klassiker, ebenso die Frage, wie sich das Downside-Risiko im Return-Seeking-Portfolio managen lässt.

Martin Thiesen: Rendite wird über alle Asset-Klassen verdient werden müssen. Wir bekommen immer mehr eine reine Sicht auf den Ertrag, eine Kupon-Dividenden-Sicht bei den einzelnen Asset-Klassen. Die Aktie wird weiter dominieren, aber auch über die Fixed-Income-Seite kann sich bei niedrigen Zinsen wieder ein Ertrag einstellen. Unternehmensanleihen dürfen in einem ausgewogenen Portfolio nicht fehlen. ●

Summary

**KEY FACTS**

- ALM wird als Startpunkt des Kapitalanlageprozesses für das Risikomanagement immer wichtiger, wobei Verbindlichkeiten wie ein fester Rechnungszins als Benchmark fungieren.
- Die SAA für das Planvermögen sollte im Sinne der Asset Dedication („Pay“, „Hedge“, „Grow“) so gestaltet sein, dass jede Asset-Klasse eine Rolle in diesem Dreiklang übernimmt.
- Eigenkapital – vor allem Aktien und Private Markets – versprechen langfristig die höchsten Renditen.
- Ein Asset-Mix mit Liquid Alternatives kann das Volatilitätsrisiko von Aktien dämpfen.
- Illiquide Sachwerte werden im Pensionsportfolio künftig eine immer größere Rolle spielen.

Das ALM gewinnt als Standbein des Risikomanagements und als Fundament der SAA angesichts des Niedrigzinsniveaus und des Renditeausfalls bei Fixed Income immer mehr an Relevanz für Pensionseinrichtungen wie Pensionsfonds oder Treuhandstrukturen. Dabei verfolgen viele institutionelle Investoren kein strenges Liability-driven Investment (LDI), sondern orientieren sich an ihren Verbindlichkeiten als strategischer Leitlinie für die Kapitalanlage.

Martin Eisele betreibt mit seinem Team im Pensions Management kein klassisches LDI, sondern steuert hauptsächlich mit dem größten Pensions-Vehikel, dem CTA, den eigenen Einfluss auf die Bilanzkennzahlen von Uniper, also auf KPIs wie etwa Pensionsrückstellungen und ökonomische Nettoverschuldung. Für Daniel Schneider von der LBBW besteht aus Bankensicht beim ALM die Herausforderung, die beiden Welten Bankgeschäft und Pensions Management in der Bankbilanz immer wieder zusammenzuführen.

Patrick Busch erläutert, dass der KEN-FO ein reines Verbrauchsvermögen ohne finanzielle Zuflüsse ist und ähnlich einem

Pensionsfonds im Run-off fungiert. Für das ALM sind dabei der Zeithorizont bis 2099 und die langen Durationen der Verbindlichkeiten prägend. Die Steuerung erfolgt über eine variable Zielrendite. Tom Tschirner von ING Deutschland rechnet in den nächsten Jahren mit deutlich niedrigeren Renditen für alle Asset-Klassen als in der Vergangenheit. Die höchsten Returns stuft er als Folgen der Geldpolitik ein. Falk Boden erklärt, dass KZVK und VKPB vermehrt in illiquide Anlagen investieren. Dabei erfolgen Investments nur in Anlagen, die das Team auch verstehen und richtig bewerten kann.

Wolfgang Murmann von Insight Investment sieht die größte Herausforderung von Pensionseinrichtungen darin, Renditeziele zu erwirtschaften. Dabei definiert jeder Investor ALM je nach Regulatorik, Planreife, Ausfinanzierungsgrad und Pensionsrisiko anders. Martin Thiesen von Metzler differenziert bei einem stringenten LDI-Ansatz mit einem Matching zwischen Return-Zielen und Unternehmens-KPIs. Beide bedingen konträre Kapitalanlagestrategien. ●