

Mit der Ausweitung der Berichtspflichten für Unternehmen hat der Gesetzgeber eine wichtige Basis für die von ihm geforderte stärkere Berücksichtigung von ESG-Risiken bei der Kreditvergabe und der Kapitalanlage geschaffen. Die sehr umfassenden Berichtsinhalte sowie der kaum nachvollziehbare Prozess der Wesentlichkeitsanalyse führen allerdings dazu, dass der Fokus vieler Unternehmen aktuell auf der formalen Erfüllung der Berichtspflicht liegt und die Dynamik bei der Umsetzung „echter“ Maßnahmen, beispielsweise zum Schutz des Klimas und der Menschenrechte, deutlich nachgelassen hat. Hier gilt es, ein ausgewogeneres Verhältnis zwischen Maßnahme und Berichterstattung zu finden.

Anfänglich unterschätzt hat der Gesetzgeber die Bedeutung der ESG-Ratings für die Umsetzung der zahlreichen ESG-bezogenen Vorgaben für den Finanzmarkt. Erst jetzt, mehr als fünf Jahre nach Einführung des EU-Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, werden Standards für diesen bislang unregulierten Markt definiert. Dabei ist zu hoffen, dass die EU-Kommission bei ihrer Linie bleibt und sich auf die Schaffung von Transparenz über die Bewertungsmethodik konzentriert. Nur so kann der Wettbewerb der Konzepte gewährleistet werden, den wir benötigen, um zu besseren und belastbareren ESG-Daten zu kommen.

Rolf D. Häßler, Bankkaufmann und Diplom Ökonom, ist seit Anfang 2015 geschäftsführender Gesellschafter des NKI – Institut für nachhaltige Kapitalanlagen. Er beschäftigt sich seit rund 30 Jahren beruflich mit Fragen der Nachhaltigkeit und der nachhaltigen Kapitalanlage und ist Autor zahlreicher Studien zu diesen Fragen.



*Raphael Horst, Düsseldorf /
Vivien Konrad / Ludwig Hammer,
beide Frankfurt am Main*

Zinsbasierte Anlagestrategien

Cashflow-Matching-Strategien für Pensionspläne sind wieder attraktiv

Geopolitische Krisen haben seit 2021 die Energiepreise und damit das allgemeine Preisniveau dramatisch ansteigen lassen und das Ende der langanhaltenden Niedrigzinsphase in Europa eingeleitet.¹ Zinsbasierte Investmentstrategien sind damit wieder deutlich attraktiver.

Lurse zeigt in Kooperation mit dem Asset Manager Schroders anhand eines konkreten Fallbeispiels, was Cashflow-Matching-Strategien – auch Cashflow-Driven Investment (CDI) – im neuen Zinsumfeld bei der Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen leisten können.

LDI und CDI im Vergleich

Zunächst gilt es, den CDI-Ansatz vom Liability Driven Investment (LDI) angelsächsischer Prägung abzugrenzen. Letzteres zielt, abgesehen von Langlebigerkeitsrisiken, vor allem darauf, die Bilanzen gegen die Risiken von Zinsänderungen zu immunisieren. Dazu soll möglichst ein Gleichlauf zwischen der DBO² und dem Marktwert des Vermögens erreicht werden. Bei der Bilanzierung nach US-GAAP und IFRS werden so Schwankungen der Rückstellung reduziert. LDI-Strategien werden häufig mittels Zinsderivaten (Swaps, Swaptions) umgesetzt, die eine starke Hebelung bewirken können. Für eine vollständige Immunisierung ist dann nur ein Teil des Investmentkapitals erforderlich, sodass noch ausreichend Mittel für Risikoassets (z.B. Aktien, Private Markets) verfügbar sind. Derivate ermöglichen außerdem die Immunisierung sehr langer Durationen. In Marktkrisen kann ihre Hebelwirkung jedoch zu erheblichen Problemen führen, wie zuletzt die Gilt-Krise in Großbritannien verdeutlicht hat.

CDI-Strategien hingegen sind in erster Linie ökonomisch motiviert. Sie sollen langfristige Zahlungsströme bedienen, die sich aus der Pensionsverpflichtung ergeben. Umgesetzt werden sie grundsätzlich über ein Portfolio physischer Anleihen hoher Qualität, welches Zuflüsse aus Kupon- und Nominalwertrückzahlungen generiert, die den Zahlungsströmen der Pensionsverpflichtungen möglichst genau entsprechen. Der bilanzielle Gleichlauf ist so bereits gewährleistet. Derivate kommen dabei in der Regel kaum zum Einsatz. Je höher die Kaufrendite des Portfolios ist, also je niedriger die beim Kauf gezahlten Marktpreise der Anleihen, desto niedriger sind auch die Fundingkosten von CDI. Daher hat der Ansatz infolge des deutlichen Zinsanstiegs an Attraktivität gewonnen.

Zwei konkrete Umsetzungsmöglichkeiten von CDI

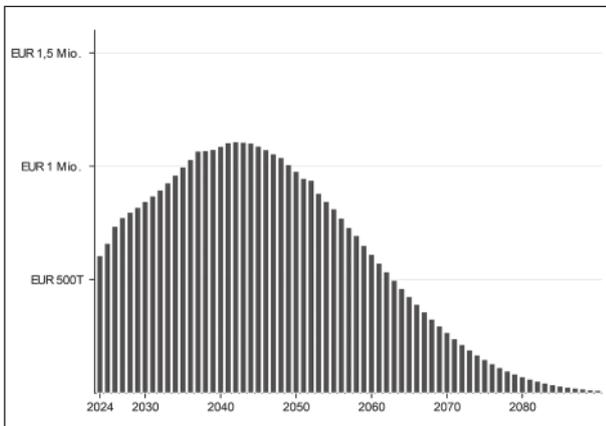
Wie sich CDI im aktuellen Marktumfeld umsetzen lässt, illustrieren wir anhand eines typischen Verpflichtungsprofils, für das unser Kooperationspartner Schroders zwei mögliche Lösungen entwickelt hat. Das Verpflichtungsprofil (siehe

¹ So stiegen die Zinsen für AA-Unternehmensanleihen auf bis zu 4,33% (20.10.2023, Quelle Bloomberg BS165 EUR Europa UntAnl. 20J.) und liegen aktuell bei 3,56% (8.2.2024).

² Mit den Zinsen ändert sich der Barwert der Verpflichtungen und damit auch die Defined Benefit Obligation (DBO) in der Bilanz.

Abbildung 1) haben wir für einen geschlossenen Bestand einer typischen Versorgungslandschaft aus Direktzusagen modelliert. Es umfasst laufende Renten und feststehende Anwartschaften ausgedehnter Mitarbeitender.

Abbildung 1: Prognostizierter Auszahlungsverlauf per 31.12.2023



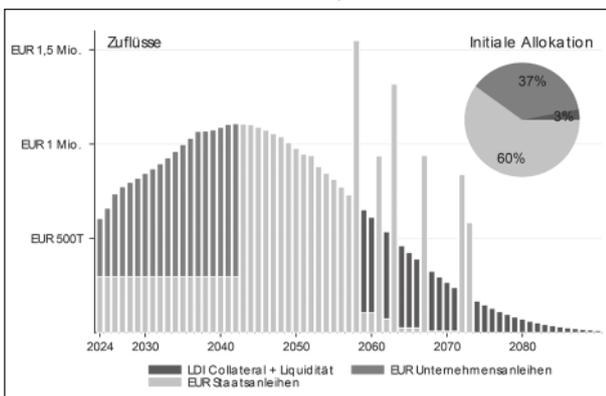
Quelle: Lurse.

Zum Stichtag 31.12.2023 ergäbe sich mit dem Rechnungszins von 1,83% nach HGB ein Verpflichtungsumfang von 27,2 Mio. EUR mit einer Macaulay-Duration von 19,4 Jahren. Bei einem Rechnungszins von 3,75%, wie er nach IFRS/US-GAAP anwendbar wäre, ergäbe sich über 16,7 Jahre eine DBO von 19,4 Mio. EUR.

Dieses Verpflichtungsprofil ließe sich im aktuellen Zinsumfeld durch ein mit 22,5 Mio. EUR dotiertes CDI-Portfolio ausfinanzieren. Es würde 95% der erwarteten Auszahlungen durch Kupon- und Rückzahlungen aus Staats- und Unternehmensanleihen abdecken. Die übrigen 5% würden aus der Liquiditätsrücklage bedient.

Nachstehend sind die Kupon- und Rückzahlungen dargestellt, die sich aus den bei Auflage gekauften Assets ergeben. Die Zahlungsverpflichtungen werden in der prognostizierten Form fast vollständig abgesichert. Da Zuflüsse und Auszahlungen im Ablauf der ersten 30 Jahre beinahe übereinstimmen, ist in dieser Zeit wenig freies Kapital vorhanden und das Reinvestitionsrisiko minimal. Für Fälligkeiten über diesen Horizont hinaus sind keine geeigneten Anleihen am Markt verfügbar. Durch den ersatzweisen Kauf von Anleihen mit etwas vorgelagerter Fälligkeit ergeben sich die Spitzen im Schaubild, die sich aber im Laufe der Zeit unter geringem Risiko durch Umschichtungen glätten lassen.

Abbildung 2: Zuflüsse aus einem Portfolio bei reinem CDI (Erste Lösung)



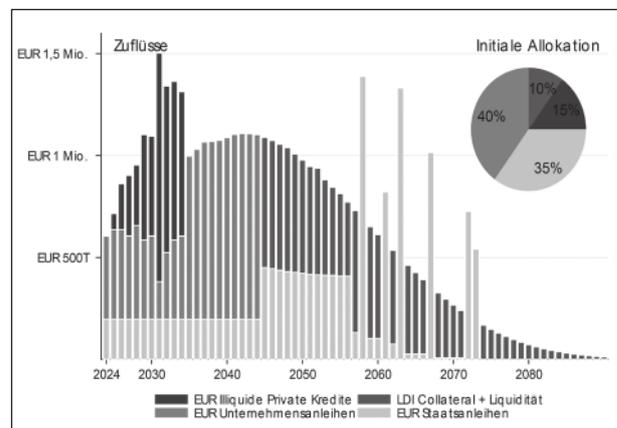
Quelle: Lurse.

Diese Lösung eignet sich insbesondere für Verpflichtungen aus Pensionszusagen mit geringer Prognoseunsicherheit, etwa solchen mit fest zugesagter Rentenanpassung von 1%.

Besteht für die zugrundeliegenden Renten eine Verpflichtung zur Anpassung nach der Entwicklung des Verbraucherpreisindex, so ist hingegen diese Lösung anfällig für Inflationsschübe, wie wir sie aus den vergangenen beiden Jahren kennen. Die daraus resultierenden gestiegenen Zahlungsverpflichtungen erfordern dann entweder eine Nachfinanzierung oder den vorzeitigen Verkauf von Assets. Dabei besteht das Risiko, Marktwertverluste zu realisieren. Ein zusätzlicher Puffer für dieses Risiko erhöht die nötige Anfangsinvestition.

Wer das Rückflussprofil flexibler gestaltet, kann der Prognoseunsicherheit aber auch ohne zusätzliches Funding begegnen, wie die nachfolgend dargestellte Alternative zeigt:

Abbildung 3: Zuflüsse aus einem Portfolio flexibilisiertem CDI (Lösung 2)



Quelle: Lurse.

Die Allokation enthält mit illiquiden, privaten Krediten auch höher verzinsliche Produkte. In den ersten zehn Jahren fallen deutlich mehr Zuflüsse an als Auszahlungen zu erwarten sind. Diese können so reinvestiert werden, dass die resultierenden Zuflüsse Änderungen im Verpflichtungsprofil, etwa durch Inflationsschübe, ausgleichen. Das damit verbundene Reinvestitionsrisiko muss aber mit Zinsderivaten gemanagt werden, was eine größere Liquiditätsreserve von 10% verlangt.

Mit dieser Portfoliozusammensetzung lassen sich bei Vollfinanzierung und einer anfänglichen Investition von etwa 21,8 Mio. EUR 75% der erwarteten Zahlungsströme abdecken. Die verbleibenden 25% werden aus den reinvestierten Überschuss-Cashflows und dem ständigen Abbau der Liquiditätsreserve finanziert. Insgesamt ist diese Lösung also günstiger und flexibler, aber mit höherer Komplexität behaftet als die erste. Der Umgang mit Kreditrisiken und Derivaten erfordert bei der Umsetzung ein hohes Maß an Know-how.

Denkbar sind auch gemischte Lösungen, beispielsweise wenn es Rentner und Anwärter aus verschiedenen Pensionsplänen zu versorgen gilt. In diesem Fall ließe sich ein hinreichend gut prognostizierbarer Teil nach dem Prinzip des reinen CDI und Inflationsrisiken für den Rest nach dem des flexibilisierten CDI absichern. Eine teilweise Allokation in cashflow-generierende Risiko Assetklassen böte Renditevorteile, allerdings auf Kosten des bilanziellen Gleichlaufs.

Durch den Einsatz von Pooling-Lösungen und speziell für diesen Zweck aufgelegte Publikumsfonds lässt sich auch dem Problem der Mindestanlagevolumina begegnen, die für eine

kundenspezifische Investmentlösung mit i.d.R. >70 Mio. EUR recht hoch sind.

Fazit

Höhere Zinsen und somit gesunkene Fundingkosten haben die Finanzierung von Pensionsverpflichtungen mit CDI wieder attraktiv gemacht. Abhängig vom Grad der Prognoseunsicherheit sind einfache Investmentmodelle mit festem Rückflussprofil oder komplexere mit dynamisiertem Rückflussprofil zur langfristigen Bedienung der Verpflichtungen geeignet.

Raphael Horst, CFA (Dipl. Volkswirt) ist Investment-Consultant bei Lurse und verfügt über 23 Jahre Erfahrung im Asset Management. Als zertifizierter Finanzanalyst (CFA) und quantitativer Finanzanalyst (CQF) ist er Ansprechpartner für verpflichtungsorientierte Strategien und Prozesse in der Kapitalanlage.



Vivien Konrad, CFA (M.Sc. Quantitative Finance) ist Leiterin für Investmentlösungen für Deutsche Pensionspläne bei Schroders und verfügt über mehr als 10 Jahre Erfahrung in der Gestaltung, im Management und in der Überwachung von Cashflow-Driven Investment (CDI)- und Liability-Driven Investment (LDI)-Strategien. Zuvor war sie als Risikomanagerin der Pensionspläne der Deutschen Bank AG tätig.



Ludwig Hammer (M.Sc. Mathematik) ist Aktuar bei Lurse. Im Investment Consulting ist er Spezialist für die Umsetzung quantitativer Analysen von Investmentstrategien mit finanz- und versicherungsmathematischen Methoden.



Informationen

Aus der Gesetzgebung

„Rentenpaket II“ – Referentenentwurf

Referentenentwurf des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales und des Bundesministeriums der Finanzen

Entwurf eines Gesetzes zur Stabilisierung des Rentenniveaus und zum Aufbau eines Generationenkapitals für die gesetzliche Rentenversicherung

(Rentenniveaustabilisierungs- und Generationenkapitalgesetz)

Bearbeitungsstand: 4.3.2024

A. Problem und Ziel

Die gesetzliche Rentenversicherung ist insbesondere aufgrund des hohen Beschäftigungsstands derzeit finanziell stabil aufgestellt. Der Beitragssatz liegt seit dem Jahr 2018 bei 18,6 Prozent und wird voraussichtlich bis zum Jahr 2027 unverändert bleiben. Das Rentenniveau (Sicherungsniveau vor Steuern) liegt ebenfalls stabil bei 48 Prozent. Die bis zum Jahr 2025 geltende Haltelinie für das Rentenniveau bei mindestens 48 Prozent hat vertrauensbildend gewirkt. Mit der geltenden Rentenanpassungsformel würde das Rentenniveau demografiebedingt allerdings nach 2025 sukzessive deutlich sinken und ein niedrigeres Alterseinkommen der heutigen und künftigen Rentnergenerationen zur Folge haben.

Das Ziel ist es daher, die gesetzliche Rente als tragende Säule der Alterssicherung langfristig im Hinblick auf das Rentenniveau stabil und im Hinblick auf die Ausgabenentwicklung finanzierbar zu halten und dafür zu sorgen, dass die gesetzliche Rentenversicherung weiterhin auch für jüngere Generationen verlässlich bleibt.

Heutige und künftige Rentenbezieherinnen und -bezieher brauchen Verlässlichkeit für ihre Alterssicherung. Dazu gehört, dass sie auch langfristig auf ein stabiles Leistungsniveau der gesetzlichen Rentenversicherung vertrauen können und ein angemessenes Verhältnis von Rentenversicherungsbeiträgen und Leistungen gewahrt bleibt. Der demografische Wandel stellt mit dem Übergang der geburtenstarken Jahrgänge der 1960er Jahre in die Rentenbezugsphase eine Herausforderung für die Finanzierung der gesetzlichen Rentenversicherung dar.

B. Lösung

Der Generationenvertrag wird durch die langfristige Stabilisierung des Rentenniveaus und den Aufbau eines Generationenkapitals zur Stabilisierung der Beitragssatzentwicklung weiterentwickelt. Das Rentenniveau von 48 Prozent soll für heutige und künftige Rentenbezieherinnen und Rentenbezieher dauerhaft gesichert werden. Dies wird als Grundsatz gesetzlich normiert und stärkt das Vertrauen in die gesetzliche Rentenversicherung als tragende Säule der Alterssicherung in Deutschland. Die Umsetzung dieser Grundsatzregelung erfolgt in Abschnitten. In einem ersten Abschnitt sind die Regelungen für diese Haltelinie bis einschließlich der Rentenanpassung zum 1. Juli 2039 anzuwenden; sie entfalten ihre Wirkung damit bis zum 30. Juni 2040. Zudem wird geregelt, dass die Bundesregierung im Jahr 2035 einen Bericht darüber vorzulegen hat, ob und gegebenenfalls welche Maßnahmen erforderlich sind, um das Rentenniveau von 48 Prozent für einen weiteren Abschnitt ab Mitte des Jahres 2040 beizubehalten.