

LEITERbAV

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen
Fragen des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens

Volume 13
12/2023

EURO 50,00

PENSIONS AND ASSETS

DIE ADVERTORIALS DER
TACTICAL ADVANTAGE

PENSIONS & ASSETS:

ZINSWENDE UND LIABILITY DRIVEN INVESTMENT: NEUE MOTIVATION? ABER NICHT FÜR ALLE!

64 – 65

Die Ära des Niedrigzinses war lang, rund eine Dekade. Nicht wenige Unternehmen verzichteten in dieser Zeit darauf, mittels LDI einen Gleichlauf von DBO und Planvermögen anzustreben. Gerade bei niedrigen Ausfinanzierungsgraden bestand wenig Muße, die bestehende Pensionslücke einzuloggen. Mit dem schnellen Zinsanstieg hat sich der Wind gedreht, allerorten steht LDI wieder auf der Tagesordnung. Jedoch ist die Lage vertrackt – zumindest für Unternehmen, die nach HGB und IFRS bilanzieren, denn Mark to Market nach IAS 19 und Durchschnittsbildung nach HGB führen zu einem komplexen Zielkonflikt. Wie sich dieser durch LDI in Kombination mit weiteren Werkzeugen lösen lässt, erläutert MARTIN THIESEN – und mahnt gleichzeitig, dass auch das LDI selbst ein eigenes Risikomanagement benötigt.

Advertorial mit freundlicher Unterstützung von:

METZLER
Pension Management

2022 war eine Trendwende: Hatten die Unternehmen in den vergangenen Dekaden in einem fallenden Zinsumfeld bei Mark to Market-Bilanzierung mit steigenden Verpflichtungen zu kämpfen, hat der steile Zinsanstieg nach IFRS eine deutliche Verbesserung der Ausfinanzierung zur Folge.

Gemäß deutscher HGB-Rechnungslegung sehen wir aufgrund der zehnjährigen Durchschnittsbildung des Diskontzinssatzes hier zwar eine Bodenbildung, jedoch noch keine Rückkehr zu höheren Zinssätzen – Erwartung auf sinkende Verpflichtungen aber inklusive. Damit wenden wir jetzt internationale Zinssätze 250 Basispunkte höher als unter HGB an. Das Verhältnis der letzten Jahre hat sich aktuell also vollkommen umgekehrt.

Die Zinswende ändert bislang allerdings nichts am Zielkonflikt zwischen Risikomanagement durch LDI-Konzepte und GuV-Belastung unter HGB. LDI-Konzepte führen hier weiter zu einer deutlich höheren Volatilität als ertragsorientierte Anlagekonzepte. Das Ziel, einen Gleichlauf zwischen den Verbindlichkeiten und den Assets herzustellen, wird unter HGB verfehlt und kann damit ggf. zu negativen Effekten in der GuV-Rechnung führen. Auch ein CTA bietet hier keinen Schutz: Verbindlichkeiten und Assets werden lediglich saldiert, sodass sich auch hier Schwankungen in der GuV niederschlagen können – für viele Unternehmen nicht akzeptabel, für so manches wohl auch nicht verkraftbar.

AUSLAGERUNG DES PAST SERVICE – WIE SINNVOLL IST LDI BEIM PENSIONS FONDS?

Die Lösung ist mit Blick auf aufgelaufene Anwartschaften, also im Past Service zu finden: Findet eine Auslagerung auf einen nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds statt, können die HGB-Rückstellungen in Höhe des übertragenen Einmalbeitrags aufgelöst werden. Damit verschwinden die

»Die Zinswende ändert bislang nichts am Zielkonflikt zwischen Risikomanagement durch LDI-Konzepte und GuV-Belastung unter HGB.«

Schwankungen von Assets und Verbindlichkeiten aus der GuV.

Der Past Service kann, dank Ausfinanzierung, im Pensionsfonds nunmehr als Nährboden für ein gut gereiftes LDI-Konzept dienen. In der internationalen Bilanzierung hat der Pensionsfonds keine Auswirkungen.

Insbesondere in Kombination mit einem dynamischen Rechnungszins können LDI-Konzepte problemlos im Pensionsfonds umgesetzt werden – mit dem Ziel einer deutlichen Reduktion der OCI-Schwankungen (also im Eigenkapital) gemäß internationaler Rechnungslegung.

MIT WELCHEM FINANZIERUNGSBEDARF IST ZU RECHNEN?

In der Vergangenheit galt der HGB-Erfüllungsbetrag üblicherweise als Richtwert für den Einmalbeitrag, um eine maximale Auflösung in der HGB-Bilanz zu erreichen. Bei der aktuellen Zinslage hat sich das geändert: Eine Auslagerung der Verbindlichkeiten in Höhe des niedrigeren IFRS/US-GAAP-Wertes ist aufgrund der gestiegenen Ertragserwartungen für die Strategische Asset Allocation durchaus möglich. Die Konsequenz ist allerdings der Verbleib einer Restrückstellung in der HGB-Bilanz. Deren Behandlung und künftige Auflösung in der HGB-Bilanz muss mit den Wirtschaftsprüfern abgestimmt werden.

AUCH LDI SELBST BEDARF EINES RISIKO-MANAGEMENTS

Marktverwerfungen aus dem Herbst 2022 rund um die britischen Zinsen in Kombination mit gehebelten LDI-Strategien bei UK-Pensionsvehikeln zeigten eindrucksvoll ein operationelles Risiko im Management



Aktuar **MARTIN THIESEN** ist Geschäftsführer der Metzler Pension Management GmbH.

12 | 2023

KONTAKT

Martin Thiesen
Geschäftsführer

Metzler Pension Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main

TEL
+49 69 / 21 04 15 38

MAIL
martin.thiesen@metzler.com

WEB
www.metzler.com/pension-management

»Hohe Volatilität bedeutet hohe Schwankungen aus Pensionsverbindlichkeiten in internationalen Bilanzen.«

von LDI-Strategien – den Liquidity Crunch. Hohe Liquiditätsanforderungen können leicht zu »Fire Sales« im Portfolio führen. Investmentbanken »freuten« sich im September 2022 in UK als Käufer illiquider Investments über Abschläge von mehr als 30 Prozent, als diese Assets von Pensionsanlegern veräußert werden mussten.

Das Risiko, in vergleichbare Liquiditätsengpässe zu geraten, ist in Deutschland allerdings deutlich geringer, da die Umsetzung einer solchen LDI-Strategie typischerweise in einem Spezialfonds umgesetzt wird. Das dort vorgegebene Leverage Limit (max. 300 Prozent im Vergleich zu über 700 Prozent in UK) begrenzt das Risiko eines potenziellen Liquiditätsengpasses.

Darüber hinaus sollte bereits in der Konstruktion das Verhältnis Strategische Asset Allocation (»Basisinvestment«) und Derivateinsatz (»LDI-Overlay«) optimiert werden.

In der Praxis bedeutet dies:

1. Die SAA ist bereits auf LDI ausgerichtet, das heißt möglichst langlaufende Anleihen im Basisinvestment bei gleichzeitigem Fokus auf ein diversifiziertes und robustes Portfolio – also auch weiterhin mit einer gewissen Quote an renditeorientierten Anlagen wie beispielsweise Aktien.
2. Darauf aufbauend werden die verbleibenden Abweichungen der Sensitivitäten zwischen Verbindlichkeiten und Kapitalanlage über LDI-Overlays mithilfe von Derivaten

EXKURS – ABGRENZUNG LIABILITY DRIVEN INVESTMENT (LDI) UND CASH-FLOW DRIVEN INVESTMENT (CDI)

Geht es beim LDI um die Mark to Market-Veränderung der Verbindlichkeiten in der internationalen Rechnungslegung, zielt CDI auf die Abbildung der Zahlungsströme in der Kapitalanlage ab. Können die künftigen Rentenzahlungen relativ sicher bestimmt werden (zum Beispiel bei reinen Rentnerbeständen) und hängen nur marginal von der künftigen Inflationsentwicklung ab (keine Rentendynamik nach § 16 BetrAVG), dann bieten aktuelle Zinsniveaus eine Opportunität, die künftigen Rentenzahlungen durch Bond-Nominale und Kupons sowie planbare Zahlungsströme aus Mieten oder Infrastruktur-Investments abzudecken. Das Portfolio wird so konstruiert, dass bei Fälligkeit von Rentenzahlungen Liquidität in vergleichbarer Höhe frei wird. Im Zeitverlauf muss man aber auch in einem CDI-Ansatz mit der Volatilität solch langfristiger, zins-sensitiver Zahlungsströme in der Bilanz (international) oder GuV (unter HGB) umgehen können.

LDI hingegen stellt bewusst auf die Sensitivitäten der Verbindlichkeiten ab, die eine hohe Volatilität bedingen. Die Kapitalanlage soll die Schwankungen der Verbindlichkeiten durch Zins- und Credit Spread-Veränderungen und ggf. geänderte Inflationsannahmen nachvollziehen. Das umgesetzte Portfolio muss allerdings mit enormen Marktschwankungen und deren Liquiditätserfordernissen umgehen können.



strukturiert – dabei ist eine Priorisierung der Risikofaktoren der Verbindlichkeiten unerlässlich, da eine vollumfängliche Umsetzung aller Risikofaktoren (Zins, Credit und Inflation) in der Praxis aufgrund der oben genannten Leverage Limits schwer möglich ist.

HAT SICH NUN UNSERE SICHT AUF DIE (LDI-)WELT VERÄNDERT?

Grundsätzlich nein – wir sehen nur eine längst überfällige Rückkehr zu Zinsniveaus, die dem Grundsatz Potenzialwachstum plus Inflation wieder näherkommen. Allerdings wird es in Zukunft sehr wahrscheinlich deutlich mehr Volatilität im Zinsbereich sowie bei der realisierten Inflation geben. Hohe Volatilität bedeutet aber auch hohe Schwankungen aus Pensionsverbindlichkeiten in internationalen Bilanzen. Kapitalanlagestrategien wie LDI, die diese Schwankungen auf der Asset-Seite matchen, sollten daher wieder mehr en vogue sein als im vergangenen Niedrigzinsumfeld.

Jedoch: Aus der internationalen Rechnungslegung und dem Mark to Market-Ansatz motiviert, bedeuten hohe Volatilitäten für deutsche Töchter multinationaler Konzerne unter HGB auch GuV-Schwankungen und

Einflüsse auf die Ergebnisabführung mit der Konzernmutter.

Die Umsetzung von LDI-Strategien im Pensionsfonds können diesen Zielkonflikt auflösen und bedürfen aktuell einer Ausfinanzierung, die sich eher an den internationalen Pensionsverbindlichkeiten orientiert.

ALSO DOCH JETZT LDI FÜR ALLE, ODER?

LDI hat sich schon längst als wichtige Kapitalanlagestrategie im Risikomanagement von Pensionsverbindlichkeiten etabliert. Dennoch gilt weiterhin: Es gibt keine Lösung für alle, die man sämtlichen Auslagerungsprojekten überstülpen kann. Eine genaue Analyse des Unternehmensumfelds und der Unternehmensziele ist immer erforderlich, um eine geeignete Kapitalanlagestrategie zu bestimmen. Für Unternehmen mit niedrigeren Funding-Quoten bis 50 Prozent, die nicht auf die Stabilisierung des Ausfinanzierungsgrades abzielen, ist LDI nicht zielführend. Hier kann ggf. eine klassische SAA als Portfolio-konzept besser greifen. *TacAd*

RECHTLICHER HINWEIS

Stand: November 2023. Diese Werbeinformation richtet sich an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien, nicht an Privatanleger. Die Metzler Pension Management GmbH übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen.

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 13 | Dezember 2023

LEITER^{bAV}

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT

TEL +49 178 / 660 0130
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

AUTORENPORTRÄTS

Jacopo Pfrang, Berlin

FOTOS »TALKING HEADS«

Hans Scherhauser, Berlin

DRUCKEREI

Buch- und Offsetdruckerei H. Heenemann GmbH & Co. KG
Bessemerstraße 83-91, D-12103 Berlin

PAPIER

INNENTEIL MagnoVolume, 150 g/m², 1,1-faches Vol.
UMSCHLAG MagnoVolume, 300 g/m², 1,1-faches Vol.

SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype | Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE

1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (freibleibend).

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER^{bAV} und LEITER^{bAV} *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER^{bAV} wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER^{bAV} (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der

Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER^{bAV} (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews). Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der alt-hergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulin aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll.

COPYRIGHT

© 2023 Pascal Bazzazi – LEITER^{bAV} – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390

LEITER^{bAV}

NICHT NUR LESEN.
MITREDEN!
EINER FÜR ALLE.
ALLE FÜR EINEN!
MITMACHEN!

WE ARE FAMILY!
SEI DABEI!

LEITER^{bAV}
Dynamics

Technology powered by Lurse

FLAGGE ZEIGEN! AUF GEHT'S!

BRING DICH EIN!
EINSTEIGEN!

DIE NEUE SOZIALE PLATTFORM DES PENSIONS-PARKETTS

NICHT IM ABSEITS STEHEN!
WAS GEHT AB?!