

# dpn

DEUTSCHE PENSIONS-  
& INVESTMENTNACHRICHTEN

DREIZEHNTHE SONDERAUSGABE

PENSIONS MANAGEMENT

NR. 3 / 2022 | 8,00 €

**NEWS S07**

UK: PENSIONSANWÄRTER ÜBER  
ESG UND IMPACT INVESTING

**STANDPUNKT S09**

SOLVENCY II: KRITIK AN  
GEPLANTER ÄNDERUNG DER  
EXTRAPOLATIONSMETHODE

**HINTERGRUND S28**

CROSS-BORDER IORPS

## KRISEN ÜBERSTEHEN

ASSET-LIABILITY-MANAGEMENT:


MIT LANGEM ATEM KRISEN ÜBERSTEHEN



Eine Publikation von

F.A.Z.  
BUSINESS  
MEDIA

Ein Unternehmen der F.A.Z.-Gruppe



DJE – ZINS & DIVIDENDE  
**KONSEQUENT  
FLEXIBEL UND  
AUSGEWOGEN**

**DR. JAN EHRHARDT**  
Fondsmanager und Vorstand  
DJE Kapital AG

## **Kapital erhalten – Mehrwert schaffen**

Wird es turbulent an den Märkten, trennt sich die Spreu vom Weizen.

Der **DJE – Zins & Dividende** kann sein Aktienengagement auf ein Minimum beschränken, in Anleihen mit Zinserträgen investieren oder die Cash-Quote erhöhen. Aktives Management setzt auf Branchen und Unternehmen, die auch in Krisen Gewinne erzielen können.

---

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt des betreffenden Fonds und das KIID, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Diese Unterlagen können in deutscher Sprache kostenlos auf [www.dje.de](http://www.dje.de) unter dem betreffenden Fonds abgerufen werden. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann in deutscher Sprache kostenlos in elektronischer Form auf der Webseite unter [www.dje.de/zusammenfassung-der-anlegerrechte](http://www.dje.de/zusammenfassung-der-anlegerrechte) abgerufen werden. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information, können sich jederzeit ändern und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

# Krisen überstehen



**Dr. Guido Birkner**

Leitender Redakteur Betriebliche Altersvorsorge /  
Pensions Management dpn & institutional assets

Ich muss mich manchmal zwicken, um glauben zu können, dass die aktuelle Häufung von Krisen real ist. Zu den Risiken Klimawandel, Pandemie, Niedrigzins und demografische Entwicklung sind in kürzester Zeit Krieg, Inflation und Energieversorgung hinzugekommen. Globale Handels- und Lieferketten sind bereits unterbrochen oder stocken, die Konjunktur ist unter Druck. Die Liste mit Krisen und Risiken ließe sich ergänzen. Während die US-Notenbank FED inzwischen auf die steigende Inflation reagiert und ihren Leitzins erhöht hat, agiert die Europäische Zentralbank beim Zins vorsichtiger, um die Konjunktur nicht noch stärker zu belasten. Die Volatilität an den Kapitalmärkten hat in den zurückliegenden Monaten deutlich zugenommen, doch die Kursrückgänge an den Börsen halten sich bislang noch in Grenzen – und damit auch die Gelegenheiten für taktische Zukäufe an den Aktienmärkten.

Für die Verantwortlichen in Pensionseinrichtungen heißt es jetzt, einen kühlen Kopf zu bewahren und zu prüfen, wie das eigene Portfolio performt und ob die Risikoindikatoren Alarm schlagen. Gerade in Krisenzeiten erweist sich ein funktionierendes Asset-Liability-Management, kurz ALM, als notwendiges Instrument, um Anlagerisiken zu steuern und um die Pensionsverpflichtungen und die Kapitalanlage noch besser aufeinander abzustimmen. Über das ALM als Werkzeug für die Steuerung von Assets und Liabilities haben wir in einem Roundtable mit Entscheidern großer Pensionseinrichtungen und Asset Managern diskutiert. Lesen Sie ab Seite 10 dieser dpn-Ausgabe nach, wie Experten von BMW, Bosch, IBM, Metzler und Insight Investment ihre Portfolios krisenfest machen.

Bewegung zeigt sich auch auf der EU-Ebene, wobei die Mühlen in Brüssel mitunter langsam mahlen. Wir kommentieren in unserem „Standpunkt“ die ersten Vorschläge von EIOPA und EU-Kommission zur Solvency-II-Reform. Im „Hintergrund“ beleuchten wir den Markt für Cross-border IORPs und Anforderungen an den Review der EbAV-II-Richtlinie. Gestartet ist das Modell grenzüberschreitend tätiger EbAV mit dem Ziel, international aktive Konzerne bei ihren Pensionsplänen zu unterstützen. Wir schauen, warum die Marktdurchdringung stagniert.

Einen klaren Blick und kluge Entscheidungen wünscht

*Guido Birkner*



# 10

## ROUNDTABLE

### KRISEN ÜBERSTEHEN

Asset-Liability-Management: Mit langem Atem Krisen überstehen

Über die Rolle des Asset-Liability-Managements, kurz ALM, in einem Krisenumfeld diskutieren Karen Delvai, Global Head of Asset Management and Pension Funds bei BMW, Walter Reck, Head of Retirement Funds bei IBM Germany, Christian Zeidler, Finanzvorstand der Bosch Pensionsfonds AG und Leiter Treasury von Bosch, Martin Thiesen, Geschäftsführer von Metzler Pension Management, und Wolfgang Murmann, Head of Distribution and Solutions, Germany and Austria bei Insight Investment. Dr. Guido Birkner moderiert den dpn-Roundtable.

## 07 NEWS

### UK: WIE PENSIONSANWÄRTER ÜBER ESG UND IMPACT INVESTING DENKEN

In einer repräsentativen Online-Befragung unter 1.026 volljährigen Berufstätigen mit Pensionsanwartschaften in England untersuchte der Londoner Thinktank „High Pay Centre“ den Wissensstand und die Haltung der Befragten zu ESG-Kriterien und deren Umsetzung in der Kapitalanlage von Pension Funds.

## 09 STANDPUNKT

### SOLVENCY II: KRITIK AN GEPLANTER ÄNDERUNG DER EXTRAPOLATIONS-METHODE

Gemäß der Richtlinie „Solvabilität II“ überprüft die EU-Kommission die Vorschriften für Versicherungen. Seit September 2021 liegt der Entwurf eines neuen Rechtsrahmens auf dem Tisch. Mit der Reform sollen Versicherer besser auf strukturell veränderte Rahmenbedingungen eingestellt werden. Doch die EU-Behörden drohen, den Bogen zu überspannen.

## 28 HINTERGRUND

### GRENZEN FÜR GRENZÜBERSCHREITEND AKTIVE EBAV ABBAUEN

Die Europäische Kommission hat in der EbAV-Richtlinie Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) die Möglichkeit eröffnet, grenzüberschreitend aktiv zu sein. Tatsächlich ist die Nachfrage nach grenzüberschreitenden Aktivitäten laut einem EIOPA-Bericht innerhalb der EU bescheiden, und mit dem Brexit hat sich die Zahl der Cross-Border IORPs halbiert. Guido Birkner beleuchtet den Status quo und sucht Auswege aus der Stagnation.



#### Verlag

F.A.Z. Business Media GmbH – Ein Unternehmen der F.A.Z.-Gruppe  
Frankenallee 71–81, 60327 Frankfurt am Main  
Telefon: +49 69 75 91-32 39  
verlag@faz-bm.de  
HRB Nr. 53454, Amtsgericht Frankfurt am Main

#### Geschäftsführer

Dominik Heyer, Hannes Ludwig

#### Publisher

Markus Dentz

#### Chefredakteur (v.i.S.d.P.)

Michael Lennert (ML)  
michael.lennert@faz-bm.de  
Telefon: +49 69 75 91– 28 71

#### Pensions Management

Dr. Guido Birkner (GB)

#### Mitarbeit

Vivien Steinhübl

#### Gestaltung

Giulia Brandts

#### Verantwortlich für Anzeigen

Eve Buckland  
Telefon: +49 69 75 91-28 08  
Eve.Buckland@faz-bm.de

#### Anzeigendisposition

Telefon: +49 60 31 73 86-17 12  
anzeigen@faz-bm.de

#### Illustrator

Paul Ryding

#### Titelbild

Romolo Tavani - stock.adobe.com

#### Abonnement

Bestellungen im Internet unter:  
www.dpn-online.com oder schicken Sie eine Mail an:  
aboservice@dpn-online.com

#### Aboservice

Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an:  
aboservice@dpn-online.com  
oder per Telefon: +49 60 31 73 86-25

#### Erscheinungstermin: Mai 2022

#### Einzelpreis: 8 Euro


#### ISSN: 1476-3028

© Alle Rechte vorbehalten.  
F.A.Z. BUSINESS MEDIA GmbH, 2022

Die Inhalte dieser Zeitschrift werden in gedruckter und digitaler Form vertrieben und sind aus Datenbanken abrufbar. Eine Verwertung der urheberrechtlich geschützten Inhalte ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar, sofern sich aus dem Urheberrechtsgesetz nichts anderes ergibt. Es ist nicht gestattet, die Inhalte zu vervielfältigen, zu ändern, zu verbreiten, dauerhaft zu speichern oder nachzudrucken. Insbesondere dürfen die Inhalte nicht zum Aufbau einer Datenbank verwendet oder an Dritte weitergegeben werden. Vervielfältigungs- und Nutzungsrechte können Sie beim F.A.Z.-Archiv unter [nutzungsrechte@faz.de](mailto:nutzungsrechte@faz.de) oder Telefon: +49 69 75 91-29 01 erwerben. Nähere Informationen erhalten Sie hier: [www.faz-archiv.de/nutzungsrechte](http://www.faz-archiv.de/nutzungsrechte).

**Haftungsausschluss:** Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts von „dpn“ übernehmen Verlag und Redaktion keine Gewähr. Für unverlangt eingesandte Manuskripte und unverlangt zugestellte Fotografien oder Grafiken wird keine Haftung übernommen.

**Genderhinweis:** Wir streben an, gut lesbare Texte zu veröffentlichen und dennoch in unseren Texten alle Geschlechter abzubilden. Das kann durch Nennung des generischen Maskulinums, Nennung beider Formen („Unternehmerinnen und Unternehmer“ bzw. „Unternehmer/-innen“) oder die Nutzung von neutralen Formulierungen („Studierende“) geschehen. Bei allen Formen sind selbstverständlich immer alle Geschlechtergruppen gemeint – ohne jede Einschränkung. Von sprachlichen Sonderformen und -zeichen sehen wir ab.



# Entdecken Sie das Potenzial nachhaltiger thematischer Investments: **JSS Sustainable Equity – Global Thematic**

Die Strategie bietet Anlegern Zugang zu einem aktiv verwalteten Portfolio aus Unternehmen, die von langfristigen transformatorischen Trends wie der Energiewende, globalen demografischen Entwicklungen und technologischen Innovationen profitieren dürften. Die Strategie ist eine einzigartige Kombination thematischer, fundamentaler und nachhaltiger Ansätze, mittels derer wesentliche Anlagethemen ermittelt werden können, welche das Potenzial haben, ganze Industrien zu verändern. Die Manager identifizieren daraufhin jene Unternehmen, die am besten positioniert sind, um von diesen Entwicklungen zu profitieren. Alle im Anlageuniversum enthaltenen Unternehmen gelten laut der angewandten ESG-Methodik von J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management als nachhaltig.



**J. SAFRA SARASIN**  
— SUSTAINABLE ASSET MANAGEMENT —



Echte Innovationen von  
J. Safra Sarasin Sustainable Asset Management  
finden Sie unter [am.jsafrasarasin.com](https://am.jsafrasarasin.com)



Diese Anzeige ist eine Werbemittlung der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6–8, 60311 Frankfurt am Main, die zu reinen Informationszwecken dient und nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung der Produkteigenschaften zu enthalten, erhebt. Sie stellt weder eine Anlageberatung, Anlagevermittlung, Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder anderen spezifischen Produkten dar. Sie richtet sich ausschließlich an institutionelle Kunden, die Anlagegeschäfte ausschließlich als Unternehmer zu gewerblichen Zwecken abzuschließen beabsichtigen. Dieser Kundenkreis ist beschränkt auf Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen, soweit sie über die für den Geschäftsbetrieb jeweils erforderliche Erlaubnis verfügen und einer Aufsicht unterliegen, sowie mittelgroße und große Kapitalgesellschaften im Sinne des deutschen Handelsgesetzbuchs (§ 267 Abs. 2 und Abs. 3 HGB). Der Verkaufsprospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen sowie der Jahres- und Halbjahresbericht sind auf Anfrage kostenlos bei der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH in deutscher und englischer Sprache erhältlich.

## NEWS

Foto: Dzmitry - stock.adobe.com



## UK: Wie Pensionsanwärter über ESG und Impact Investing denken

**Guido Birkner** In einer repräsentativen Online-Befragung unter 1.026 volljährigen Berufstätigen mit Pensionsansparungen in England untersuchte der Londoner Think-tank „High Pay Centre“ den Wissensstand und die Haltung der Befragten zu ESG-Kriterien und deren Umsetzung in der Kapitalanlage von Pension Funds. Die Initiatoren der Studie wollten insbesondere erfahren, wie wichtig es den Pensionsanwärterinnen und -anwärtern ist, dass ihr Pensionsvermögen auch mit dem Ziel eines ökologischen und sozialen Impacts investiert wird.

Ein knappe Mehrheit von 53 Prozent der Befragten stuft das eigene Verständnis von Fragen der Altersvorsorge, der Kapitalanlage und der Finanzmärkte als schwach ein. Ebenso viele von ihnen können die Frage nicht beantworten, ob ihr Pension Fund ethisch investiert oder nicht. Ihr mangelndes Interesse an der Kapitalanlage ihres Pension Funds erklären die Befragten vor allem mit ihren fehlenden Kenntnissen zur Materie (45 Prozent), mit ihrem großen Vertrauen in die

Investment-Experten der eigenen Versorgungseinrichtung (40 Prozent) sowie mit zu wenig Zeit (30 Prozent). Dennoch wünscht sich die überwiegende Mehrheit der Beschäftigten von ihrer Versorgungseinrichtung, über die Kapitalanlage informiert zu werden (73 Prozent). Ebenso vertreten die meisten Befragten den Standpunkt, dass ihr Pension Fund auch ihre persönlichen ethischen Werte und Positionen repräsentieren soll (66 Prozent). Diese sollen die Versorgungseinrichtungen aktiv bei ihren Pensionsanwärterinnen und -anwärtern erfragen, auch ohne dass diese sich aktiv dazu äußern (72 Prozent).

Bei der Frage nach den wichtigsten Aspekten, die Pension Funds bei einem Investment in ein Unternehmen im Auge behalten sollten, entfallen die meisten Antworten auf die Rendite (50 Prozent). Relevant sind den Befragten aber auch die Vergütung und die Arbeitsbedingungen für die Mitarbeitenden in investierten Unternehmen (42 Prozent), deren ökologischer Impact (37 Prozent) und die Haltung des Unternehmens zu Men-

schenrechtsfragen (37 Prozent). Tatsächlich ist mehr als ein Drittel der Beschäftigten bereit, eine gewisse Kürzung ihrer Betriebsrenten zu akzeptieren, wenn das Pensionsvermögen ethischer investiert ist (37 Prozent).

Zu geringe Pensionsleistungen stellen für fast jeden Dritten die größte Bedrohung für eine hohe Lebensqualität im Alter dar (29 Prozent). Ebenso gelten der Klimawandel (21 Prozent), eine schwache Konjunktur (19 Prozent) oder die soziale Kluft zwischen Arm und Reich (13 Prozent) als Risiken für den Lebensstandard im Alter. Somit sehen die Befragten einen engen Zusammenhang zwischen sozialen und ökologischen Kennziffern von Unternehmen auf der einen Seite und der Anlage von Pensionsvermögen auf der anderen Seite. **Trotzdem – so das ernüchternde Fazit der Befragung – ist das Fachwissen der Beschäftigten über die Investments von Pension Funds begrenzt.** Zudem engagiert sich die Mehrheit von ihnen nicht aktiv, um mehr über die Investment-Praxis ihres Pension Funds zu erfahren. ●

# De-Risking in der betrieblichen Altersversorgung: Rentnergesellschaft als Alternative zum Pensionsfonds?

Unter dem Stichwort „De-Risking“ werden für die betriebliche Altersversorgung tragfähige Lösungen gesucht, die das große Spannungsfeld von Kostenminimierung und Reduzierung von Bilanzierungsrisiken einerseits und den Arbeitnehmererwartungen andererseits berücksichtigen müssen. Hinzu kommt in manchen Fällen, dass die bestehende Pensionszusage veraltet ist und aufgrund der Komplexität oder von Zukunftsrisiken auf einen aktuelleren Stand gebracht werden muss. Was kann die sogenannte Rentnergesellschaft leisten – auch im Vergleich zum etablierten Pensionsfonds?

Im Fokus stehen immer Finanzierungs- und Bilanzrisiken, die jedes Unternehmen unterschiedlich gewichtet. Ob eine ungeplante Nachfinanzierung aufgrund externer Einflüsse ansteht, die Rückstellungen zu volatil sind oder ob sich die Bonität unerwartet verschlechtert – das alles kann Grund dafür sein, eine Auslagerung bzw. Ausfinanzierung der Pensionsverpflichtungen zu prüfen, um die Risiken zu reduzieren.

Umsetzungsoptionen gibt es einige: vom CTA über Pensionsfonds bis hin zur Übertragung in eine Rentnergesellschaft. Der Cashbedarf des Pensionsfonds entspricht der Verpflichtung nach HGB oder liegt leicht darunter. Bei der Rentnergesellschaft ist der Cashbedarf zwar höher, aber die Gestaltungsfreiheit ist größer (in Abhängigkeit von der jeweiligen Risikoübernahme).

Der Pensionsfonds ist zwar der jüngste der Durchführungswege in der bAV, hat sich aber bei vielen Unternehmen in Deutschland bereits als attraktive Auslagerungsmöglichkeit durchgesetzt, und die Volumina in Pensionsfonds wachsen stetig. In einem Pensionsfonds können die Anwartschaften sowohl von aktiven und ausgeschiedenen Mitarbeitern als auch von Rentnern ausgelagert werden. Der (nicht versicherungsförmige) Pensionsfonds kann eine große Bandbreite an Anlagemöglichkeiten zur Kapitalunterlegung nutzen und mögliche Nachschusssrisiken aufgrund der Subsidiärhaftung des Arbeitgebers reduzieren.

Die Rentnergesellschaft ist eine Option zur nachhaltigen Bereinigung des Bilanzbildes. Hier werden sämtliche Versorgungsanwartschaften gegenüber ausgeschiedenen Mitarbeitern und Rentnern auf eine separate Gesellschaft übertragen und potenziell im nächsten Schritt veräußert. Im Gegensatz zum CTA und Pensionsfonds ist die Rentnergesellschaft eine finale arbeitsrechtliche Abspaltung. Für aktive Mitarbeiter kann die Lösung nicht umgesetzt werden.

Die Rentnergesellschaft entwickelt sich gerade erst zu einer praktikablen Option – es gibt weder langjährige Erfahrungen noch genügend Referenzen in Deutschland, was einige Unternehmen

erstmal abwarten lässt. Zudem müssen je nach Geschäftsmodell des Anbieters erhebliche Mittel zur externen Kapitalunterlegung aufgebracht werden, um mögliche Nachhaftungsrisiken zu vermeiden.

Eines lässt sich definitiv sagen: Die eine Lösung bzw. den besten Weg für alle gibt es nicht und der richtige Umgang mit Pensionsrisiken wird Unternehmen auch weiterhin beschäftigen. Denn es kommt immer auf die individuelle Konzernstruktur an und auf die bestehenden bAV-Zusagen, die mitunter äußerst komplex ausgestaltet sein können. Metzler Pension Management sieht genau darin seine Aufgabe: Unternehmen dahingehend zu beraten, welche Konzepte für die jeweilige Struktur sinnvoll sind und was unternehmensindividuell ausgearbeitet werden kann. Sprechen Sie uns gerne an – und lesen Sie mehr dazu unter [www.metzler.com/derisking-bav](http://www.metzler.com/derisking-bav)

## Ihr Ansprechpartner

### Christian Remke

Sprecher der Geschäftsführung,  
Metzler Pension Management GmbH  
[pension-management@metzler.com](mailto:pension-management@metzler.com)



Weitere Informationen erhalten Sie  
unter [www.metzler.com/pension-management](http://www.metzler.com/pension-management)

**METZLER**  
*Pension Management*

Stand: April 2022. Diese Information 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. Weitere Informationen entnehmen Sie unseren rechtlichen Hinweisen [www.metzler.com/disclaimer-mam](http://www.metzler.com/disclaimer-mam).



# Solvency II: Kritik an geplanter Änderung der Extrapolationsmethode

Gemäß der Richtlinie „Solvabilität II“ überprüft die EU-Kommission die Vorschriften für Versicherungen. Seit September 2021 liegt der Entwurf eines neuen Rechtsrahmens auf dem Tisch. Mit der Reform sollen Versicherer besser auf strukturell veränderte Rahmenbedingungen eingestellt werden. Doch die EU-Behörden drohen den Bogen zu überspannen.

**Guido Birkner** Mit der anstehenden Reform der Solvency-II-Richtlinie für Versicherer zielt die Europäische Kommission darauf ab, die Assekuranz in Sachen Niedrigzins, Solvabilität und nachhaltige Kapitalanlage besserzustellen. Im vergangenen Jahr legten die Aufsichtsbehörde EIOPA im Juni und die Europäische Kommission im September Reformvorschläge vor. Die Diskussion darüber wird auf der Ebene des EU-Rats und des EU-Parlaments voraussichtlich noch das gesamte laufende Jahr dauern, ehe sich die EU-Behörden im nächsten Jahr zu einer Verabschiedung der Reform zusammenfinden werden. **Mit dem Inkrafttreten der neuen Solvency-II-Regeln ist frühestens im Jahr 2024 zu rechnen.**

Die Vorschläge von EIOPA und EU-Kommission sind wegen ihrer Wirkung auf die Eigenmittel der Lebensversicherer umstritten. In der Kritik steht vor allem die angedachte Veränderung der Extrapolationsmethode der risikofreien Zinsstrukturkurve. Sie ist ein Faktor, um die Solvabilität zu berechnen. Lebensversicherer unterlegen für die Altersvorsorge ihre jahrzehntelangen Verpflichtungen – wenigstens in der Vergangenheit – mit hohen Garantien. Um diese Garantien zu modellieren, müssen sie Zinsstrukturkurven erstellen. Davon hängt ihre Solvenzposition maßgeblich ab. Die Zinssätze längerer Laufzeiten haben dabei eine besonders starke Hebelwirkung. Die

**„Die Parametrisierung der neuen Extrapolationsmethode würde die Solvenzergebnisse verschlechtern.“**

Lebensversicherer stehen vor der Herausforderung, an den Kapitalmärkten Langläufer zu finden, um sie den langfristigen Garantien entsprechend gegenüberzustellen. Als Lösung nehmen sie bei Laufzeiten von über 20 Jahren eine Extrapolation bis zum Erreichen der Ultimate Forward Rate (UFR) vor. Mit ihr werden dann die langen Laufzeiten abgezinst.

**Die Vorschläge von EIOPA und EU-Kommission sehen nun vor, die Abzinsung früher und schneller vorzunehmen.** Der Verband GDV kritisiert diese Vorschläge in seiner Schrift „Nachhaltigkeit im Review von Solvency II“ von März 2022. Demnach würde die vorgeschlagene Parametrisierung der neuen Extrapolationsmethode die Solvenzergebnisse systematisch verschlechtern und die Schwankungsanfälligkeit erhöhen – mit der Folge, dass sich Versicherer künftig mit langfristigen Bindungen schwerer tun würden. Denn die Gewähr langfristiger Garantien hätte für Versicherer die Konsequenz, dass relevante Regulierungskennzahlen auf niedrigerem Niveau stärker schwankten. Das erschwert langfristige und nachhaltige Investments. Deshalb fordert der GDV, bei der Parametrisierung der Extrapolation nachzubessern. ●





# Asset-Liability- Management: Mit langem Atem Krisen überstehen

Über die Rolle des Asset-Liability-Managements, kurz ALM, in einem Krisenumfeld diskutieren **Karen Delvai**, Global Head of Asset Management and Pension Funds bei BMW, **Walter Reck**, Head of Retirement Funds bei IBM Germany, **Christian Zeidler**, Finanzvorstand der Bosch Pensionsfonds AG und Leiter Treasury von Bosch, **Martin Thiesen**, Geschäftsführer von Metzler Pension Management, und **Wolfgang Murmann**, Head of Distribution and Solutions, Germany and Austria bei Insight Investment. **Dr. Guido Birkner** moderiert den **dpn-Roundtable**.

---

SPONSOREN



**METZLER**

*Pension Management*



**WALTER RECK**  
**HEAD OF RETIREMENT FUNDS,**  
**IBM GERMANY**

Für Walter Reck von IBM ist das Asset-Liability-Management ein Hilfsmittel, aber nicht die Maschine, die darüber entscheidet, wie eine Versorgungseinrichtung ihre Kapitalanlage und ihre Verpflichtungen steuert. ALM ist ein Tool, mit dem sich getroffene Entscheidungen testen und Ideen für weitere Entscheidungen finden lassen.

**Frau Delvai, meine Herren, wir beginnen mit einer Vorstellung Ihrer Pensionseinrichtungen.**

**Karen Delvai:** BMW hat Pensionsverpflichtungen und -vermögen im Wesentlichen in Deutschland, UK und USA. In Deutschland betragen Pensionsverpflichtungen ungefähr 15 Milliarden Euro, in UK circa 9 Milliarden Euro, in den USA fast 1 Milliarde Euro. Unser gesamtes Pensionsvermögen summierte sich zum 31.12.2021 auf 25 Milliarden Euro. Der Ausfinanzierungsgrad unserer Liabilities beträgt 96 Prozent. In Deutschland bilden wir die Pensionszusagen über eine Direktzusage ab und haben sie über eine CTA-Struktur ausfinanziert. In UK haben wir britische Pension Funds als Defined-Benefit-Zusage. Das Vehikel für die USA ist ähnlich. Alle DB-Pläne sind für Neueintritte und künftige Ansprüche geschlossen. Entsprechend wächst der Anteil unserer Beschäftigten mit beitragsorientierten bzw. Defined-Contribution-Zusagen.

**Walter Reck:** Ich stehe für die Pension Assets der IBM in Deutschland. Wir nutzen alle Durchführungswege der bAV und sind auf der Asset-Seite bereits vielseitig solide investiert. Das ist der komplizierten Steuer- und Sozialversicherungsregulatorik in Deutschland geschuldet. Wir managen die Pension Assets aus einer Pensionskasse heraus, die als Rückdeckungsversicherung für eine Unterstützungskasse fungiert. 2010 haben wir durch Übertragung aus der Unterstützungskasse heraus einen Pensionsfonds gegründet. Darüber hinaus ist ein Teil unserer Direktzusagen über ein CTA abgesichert. Unser gesamtes Pensionsvermögen beläuft sich ungefähr auf 7 Milliarden Euro.

**Christian Zeidler:** 2002 gründete Bosch den ersten Pensionsfonds eines Industrieunternehmens in Deutschland, den Bosch Pensionsfonds. Ziel ist es, unseren Beschäftigten über das Arbeitsverhältnis hinaus mit der bAV Zukunftssicherheit zu geben. Unsere bilanziellen Pensionsverpflichtungen belaufen sich auf circa 20 Milliarden Euro. Inzwischen ist ein großer Teil unserer inländischen Pensionszusagen auf den Bosch Pensionsfonds ausgelagert und somit Off-Balance-Sheet. Der Pensionsfonds ist mit fast 6 Milliarden Euro dotiert. Er ist durch die BaFin reguliert, was Rahmenbedingungen definiert. Daneben managen wir größere internationale Pensionspläne in Japan, in der Schweiz, in UK und in den USA.

**Wolfgang Murmann:** Insight Investment ist ein spezialisierter Asset und Risikomanager. Unsere Assets unter Management belaufen sich auf über 1 Billion Euro. Davon entfallen etwa 90 Prozent auf Pensionseinrichtungen. Für deutsche institutionelle Anleger managen wir knapp 10 Milliarden Euro. Auch hier liegt der Schwerpunkt auf Pensionseinrichtungen.



„Das A und O in der Kapitalanlage ist für uns eine sehr breite Diversifizierung über alle Vehikel hinweg. Die geht über alle Anlageklassen, alle Regionen der Welt, alle Branchen.“

**WALTER RECK**

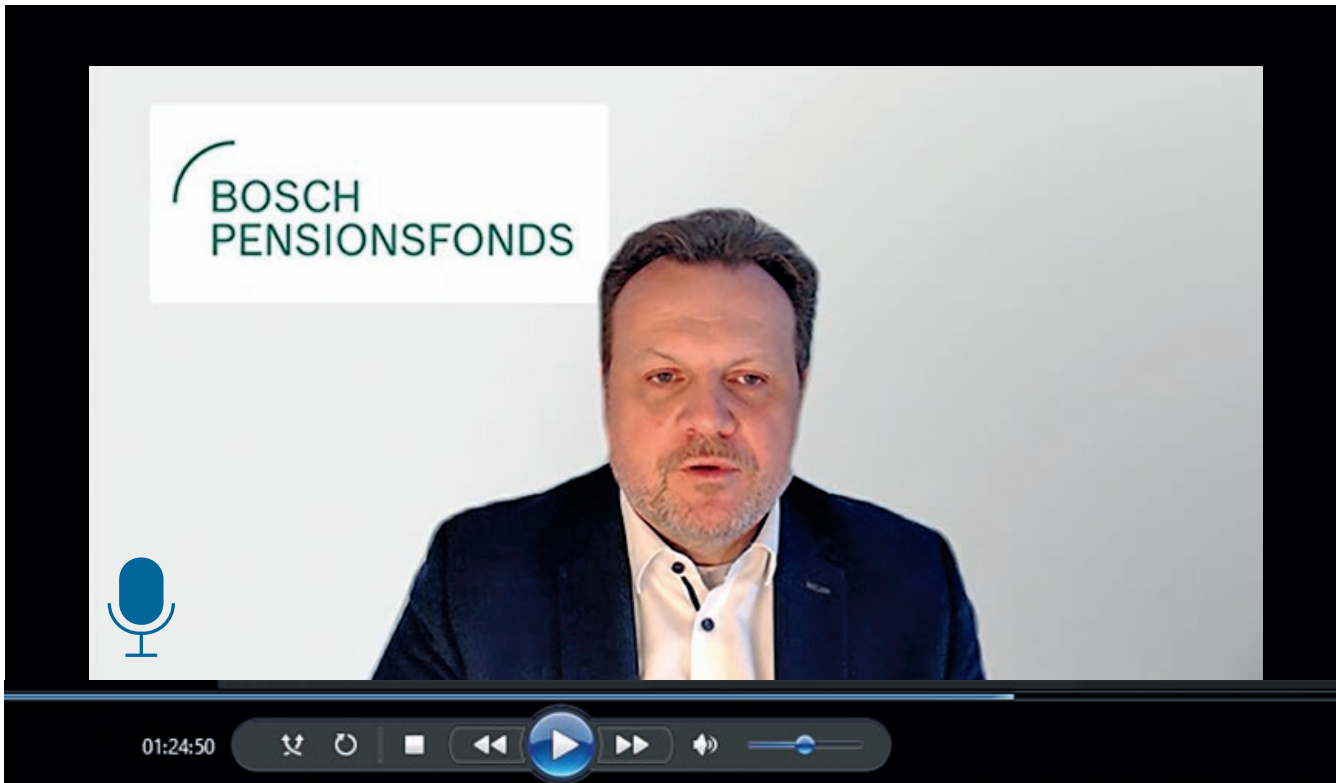
**Martin Thiesen:** Ich bin Mitglied im Vorstand des Metzler Pensionsfonds mit mehr als 6 Milliarden Euro verwalteten Kundengeldern und des Metzler Sozialpartner-Pensionsfonds. Ich bin auch Vorstand zweier CTA-Modelle, Pensionsfondszusagen und Trust-Ausfinanzierungen. Hier verwalten wir auch 6 Milliarden Euro Kundengelder. Metzler ist durch die BaFin gehalten, ein ALM für Pensionsfondskunden durchzuführen. Wir kommen aus dem CTA-Geschäft, dem Ursprung des Asset-Liability-Matchings, das immer auf ALM-Studien aufbaut.

#### Was sind aktuell die größten Herausforderungen für das ALM in Ihren Pensionseinrichtungen?

**Karen Delvai:** Das Marktumfeld ist derzeit mit dem langjährigen Niedrigzins und deutlich steigenden Inflationserwartungen sehr herausfordernd. Es zeigt sich eine zunehmende Konvexität, denn es steigen nicht nur die Pensionsverpflichtungen, sondern auch das Risiko. Seit Wochen sehen wir infolge des schrecklichen Ukrainekriegs deutlich niedrigere Realzinsen. Es herrscht also der Perfect Storm für leistungsorientierte Pensionspläne.

Auch bei beitragsorientierten Plänen ist die Lage ähnlich herausfordernd. In der Vergangenheit haben uns die Aktienmärkte Rückenwind gegeben, teilweise sind auch die Anleihemärkte gut gelaufen. Für die nächsten Jahre erwarten wir nicht, dass das Marktumfeld so günstig bleibt. Ein weiteres Thema ist, dass wir in Deutschland mindestens die eingezahlten Beiträge zum Pensionseintritt garantieren müssen. Dadurch können wir nicht ausschließlich in hochrentierliche Anlagen gehen, sondern müssen Anleihen beimischen, um die Garantien darzustellen. Sonst wäre das Risiko für unser Unternehmen zu groß.

**Martin Thiesen:** Tatsächlich sind die Herausforderungen vielschichtig. Sie waren in den vergangenen Jahren schon groß, sind aber seit Ende 2021 und durch den Krieg noch deutlich anspruchsvoller. Bei CTAs und Direktzusagen haben wir den Effekt gestiegener IFRS-Zinsen. Die haben sich nach ihrem Low durch die inflationsgetriebenen Nominalzinssteigerungen inzwischen fast verdoppelt. Über den Inflationsausgleich in den Rentenanpassungen, die wir auf der Cashflow-Seite vornehmen müssen, wer-



**„Die Pensionseinrichtung von Bosch ist etwas Besonderes. 2002 gründete Bosch den ersten Pensionsfonds eines Industrieunternehmens in Deutschland – den Bosch Pensionsfonds.“**

**CHRISTIAN ZEIDLER**

den wir enormen Druck bekommen und potenziell über EZB-Niveau anpassen müssen. Die ersten Aktuarer unserer Kunden haben bereits signalisiert, dort Anhebungen vornehmen zu wollen. Die müssen erst einmal bezahlt werden und machen eine ALM-Sicht herausfordernd. Wir müssen uns entscheiden, ob wir ALM ökonomisch, regulatorisch oder bilanziell betreiben wollen. Als Pensionsfonds sind wir zuerst regulatorisch getrieben, das heißt, wir müssen unsere regulatorischen Voraussetzungen erfüllen. Unser Kapital muss so angelegt sein, dass die Mindestrückstellung nicht unterschritten wird, sonst müssten unsere Trägerunternehmen nachschießen. Die nächste Frage ist, wie wir risikobehaftete Assets so beimischen, dass wir das Gesamtrisiko immer noch tragen können – in der Direktzusage wie auch im Pensionsfonds. Darin besteht aus meiner Sicht die größte Herausforderung. Mit Monte-Carlo-Simulationen kommen wir an dieser Stelle nicht mehr allein weiter, denn wir sehen am Kapitalmarkt Regimeänderungen, die Nach-vorne-Projektionen, abgeleitet aus der Vergangenheit, schwer interpretierbar machen. Zwar lässt sich die Risikopräferenz in Bezug auf Risiko-Quantile klar herausarbeiten. Doch bei der Frage, wie ein Investor ausfinanzieren soll, um gewisse Risikoszenarien vermeiden zu können, stellen wir fest, dass sich in Zukunft die Erwartungs- und Grenzwerte verschieben könnten. Deshalb müssen sich Investoren hier neu aufstellen.

### Betrifft das auch Asset-Liability-Studien?

**Martin Thiesen:** Bislang führen wir für Trägerunternehmen im Pensionsfonds mindestens alle zwei bis drei Jahre eine Asset-Liability-Studie durch. Jetzt schauen wir granularer und in kürzeren Zeitabständen mit mehrperiodischen Planungsszenariorechnungen und Stresstests auf Assets und Liabilities. So verschaffen wir uns einen Überblick darüber, welche Risiken wie Inflation sich mit Blick auf die Ausfinanzierung der Pensionsverpflichtungen noch aushalten lassen.

**Walter Reck:** Die große Datenmenge, die wir beim Aktuar für Szenarioberechnungen anfordern, erschreckt zunächst. Aber sobald der Prozess etabliert ist, erfolgen solche Kalkulationen fast per Knopfdruck. Für IBM hat es sich bewährt, die Asset-Liability-Studie jährlich durchzuführen. Gerade in Krisenzeiten mit vielen außerordentlichen externen Effekten ist es wichtig, sich in kürzeren Zeitabständen darüber Gewissheit zu verschaffen, dass unsere Annahmen aus dem Vorjahr noch gelten.

**Christian Zeidler:** Ich kann dem nur zustimmen. Auch Bosch führt regelmäßige ALM-Studien durch, um darauf basierend seine Anlagestrategien abzuleiten. Es ist im Risikomanagement wichtig, sich immer wieder neu auszurichten und zu prüfen, ob die Risikomanagementprozesse noch adäquat sind. Damit tragen wir auch der hohen Dynamik des Marktgeschehens Rechnung. Dieser Ansatz hat sich über viele Jahre für uns bewährt, aktuell auch während der Coronakrise.

**Karen Delvai:** Wir bei BMW erstellen alle zwei bis drei Jahre eine umfassende Asset-Liability-Studie. Dabei setzen wir auf stochastische Modelle, weniger auf Szenarioanalysen. Einmal im Jahr überprüfen wir, ob unser Portfolio noch optimal ist, ob es noch auf oder nahe der Effizienzkurve liegt. Szenarioanalysen mit deterministischen Szenarien halten wir für schwierig, weil dabei die Konsistenz fehlt. Ein Beispiel: Wenn die Aktien im Portfolio um einen bestimmten Prozentwert fallen, wie reagieren darauf die anderen Anlageklassen? Es ist schwer, konsistente Ex-ante-Szenarien zu entwickeln, die die Entwicklung der verschiedenen Asset-Klassen antizipieren. Daher arbeiten wir auf der analytischen Seite mit stochastischen Simulationen. In jedem Quartal bekommen wir neue Kapitalmarktsszenarien, die – im Unterschied zu deterministischen Szenarien – in sich konsistent sind, neue Kapitalmarktannahmen und veränderte Verpflichtungscashflows. Über unsere Simulationen greifen wir das Risiko daraus ab und führen quartalsweise Updates durch.

### Sehen Sie Ihre Einrichtungen für die aktuellen Risiken gerüstet?



### CHRISTIAN ZEIDLER CFO, BOSCH PENSIONS FONDS

Für Christian Zeidler ist jede Krise neu, sie steht für sich und ist nicht planbar. Deshalb sieht er es als entscheidend an, gut auf exogene Schocks vorbereitet zu sein. In der Rückbetrachtung zieht Zeidler Vertrauen aus der Erfahrung, dass die eigene Strategie für den Bosch Pensionsfonds bis heute funktioniert. Der Bosch Pensionsfonds hat in der Vergangenheit den Aufschwung nach einer Krise immer gut nutzen können, weil sein Risikomanagement richtig aufgestellt ist. Somit hat sich die eigene ALM-Strategie bewährt.



**MARTIN THIESEN**  
**GESCHÄFTSFÜHRER, METZLER PENSION**  
**MANAGEMENT**

Martin Thiesen beobachtet, dass die Investoren mit sehr langfristigen Anlagehorizonten in Krisen am erfolgreichsten sind, die ihre strategische Asset Allocation solide über ein Asset-Liability-Management abgeleitet haben und dank der guten Risikotragfähigkeit strikt durchhalten. Ein Investor braucht Ruhe und Kapitalpuffer, um Schwankungen auszuhalten.

**Christian Zeidler:** In verschiedenen Krisen wie der Lehman-Pleite oder Euro-Krise haben sich unser ALM und unsere Prozesse im Bosch Pensionsfonds bewährt. Natürlich müssen wir jede neue Krise neu bewerten. Fest steht auch, dass Renten als Bausteine der Portfoliokonstruktion noch weiter nach hinten rücken. Wir sollten aber auch in der Krise darauf schauen, was für ein Anleger wir sind und wie unsere Anlagestrategie aussieht. Auch in einem regulierten Vehikel wie einem Pensionsfonds eröffnen sich immer wieder gute Investment-Alternativen für langfristig anlegende Investoren. Wir lassen uns nicht durch kurzfristige taktische Eingriffe von unserem Pfad abbringen. Stattdessen führen wir regelmäßig Asset-Liability-Studien durch und überprüfen deren Ergebnisse immer wieder kurzfristig, indem wir mit Stresstests und Simulationen im Risikomanagement Checkpoints einbauen. Davon profitieren letztendlich unsere Beschäftigten.

**Walter Reck:** Negative Realzinsen kennen wir schon seit fast 15 Jahren. Gleichzeitig waren wir durch die immer weiter sinkenden Zinsen verwöhnt, die die Schieflage bei den Realzinsen aufgefangen haben. Diese Zeit ist endgültig vorbei, und wir müssen uns auf härtere Phasen einstellen. Die negativen Realzinsen werden durch sinkende Zinsen nicht mehr ausgeglichen. Mit dieser Situation müssen wir uns im Pensionsmanagement über einen langen Zeitraum auseinandersetzen. Ich kann nicht erkennen, wie wir in den nächsten zehn bis 20 Jahren aus den negativen Realzinsen herauskommen.

**Wolfgang Murmann:** Wir sollten zwischen der Asset- und der Liability-Seite differenzieren. Auf der Asset-Seite sehen wir schwierige Aktienmärkte und negative Realzinsen. Aber ich sehe aus einer ALM-Perspektive auch positive Aspekte, etwa die Höhe des Ausfinanzierungsgrads. Hier hat der DAX mit rund 72 Prozent einen neuen Höchststand erreicht. Auch hat der IFRS-Rechnungszins, getrieben von Zins und Credit Spread, jüngst Niveaus erreicht, die wir zuletzt 2018 gesehen haben. Dies wird auf der Liability-Seite für Entlastungen sorgen und kann etwaige negative Ergebnisse auf der Kapitalanlage-seite ein Stück weit puffern. Die Inflation wird angesichts der zu erwartenden Energiepreise zwar erhöht bleiben, aber der Inflationsmarkt liegt am langen Ende noch gar nicht so weit über den EZB-Zielen, und das ist für Pensionseinrichtungen entscheidend. Es ist also noch nicht zu spät, das Inflationsrisiko zu halbwegs moderaten Kosten abzusichern. Jenseits der Regulatorik sehe ich für ALM-Investoren operationelle Themen als große Herausforderung, zum Beispiel die Implementierung im Rahmen eines KVG-Set-ups. Hier wären Standards wünschenswert, damit Investoren ihre spezifische ALM-Strategien auch effizient umsetzen können.



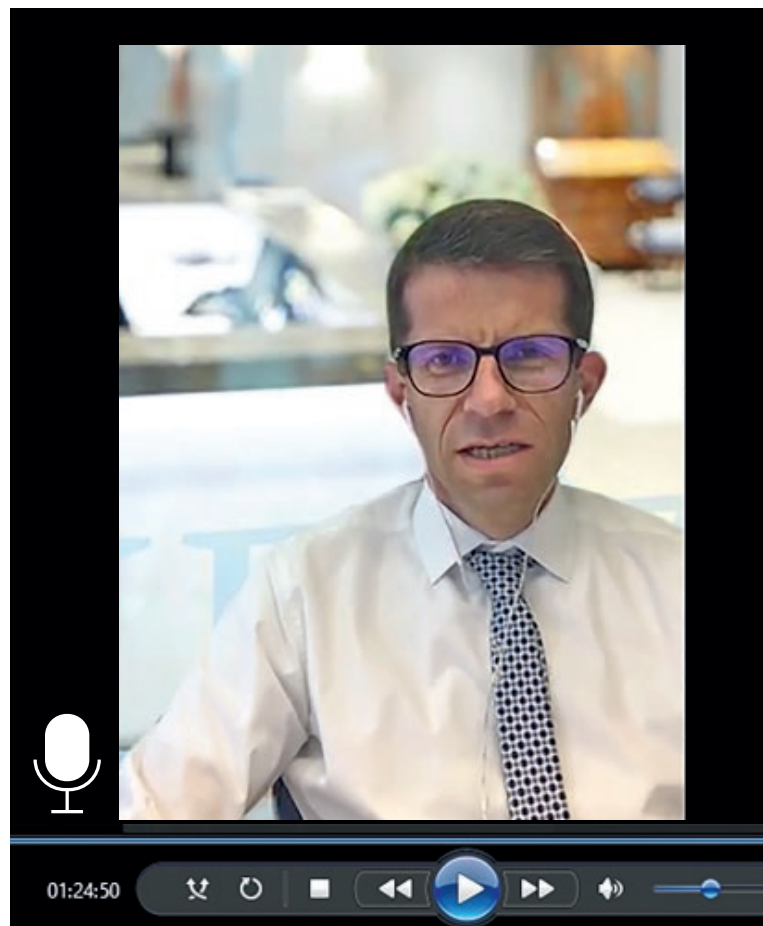
### Stellt die aktuelle Kumulation von Krisen ein Szenario dar, das Investoren in ihrem Risikomanagement berücksichtigen?

**Christian Zeidler:** Jede Krise ist neu, steht für sich und ist nicht planbar. Entscheidend ist, wie gut wir auf exogene Schocks vorbereitet sind. Jedes ALM und jede Risikobetrachtung enthält Abstufungen bis zu einem Worst Case. Offen ist dabei die Frage, wie viele schlechte Nachrichten zu einem Zeitpunkt zusammenkommen. In der Rückbetrachtung gibt mir die Erfahrung Vertrauen, dass unsere Strategie für den Bosch Pensionsfonds bis heute funktioniert hat. In einer Krise stellen sich schnell Fragen nach dem Hedging, nach Währungs- und Länderrisiken. Diese Fragen dürfen wir nicht taktisch und nicht hektisch angehen. Viele diskutieren teure Sicherungsmaßnahmen erst dann, wenn es draußen schon brennt. Und ohne eine solche Sicherung traut sich niemand mehr aus dem Haus. Also zahlt man in einer Krise doppelt drauf. Wir haben in der Vergangenheit den Aufschwung nach einer Krise immer nutzen können, weil wir im Risikomanagement richtig aufgestellt sind. Unsere ALM-Strategie hat sich bewährt.

**Walter Reck:** Das würde ich unterschreiben. In der Vergangenheit setzte nach jeder Krise wieder eine Erholungsphase ein, und in der Regel blieb kein anhaltender Schaden zurück. Die kritische Frage ist, wie gut und wie lange eine Pensionseinrichtung die Downside-Phase während einer Krise überleben kann. Wir schauen in unseren ALM-Studien zuerst auf den langfristigen Trend. Dort spielen akute Krisen nicht die ganz große Rolle, sondern die betrachten wir in anderen Szenarien im Rahmen unseres Risikomanagements. Dort gucken wir, wie gut unsere gegenwärtige Aufstellung gegen bestimmte historische und wirtschaftliche Szenarien gewappnet ist. Darüber erkennen wir, ob wir die erforderliche Risikotragfähigkeit haben, um eine Krise durchzustehen. Diese Betrachtungen führen wir ein Stück weit unabhängig von der ALM-Studie durch.

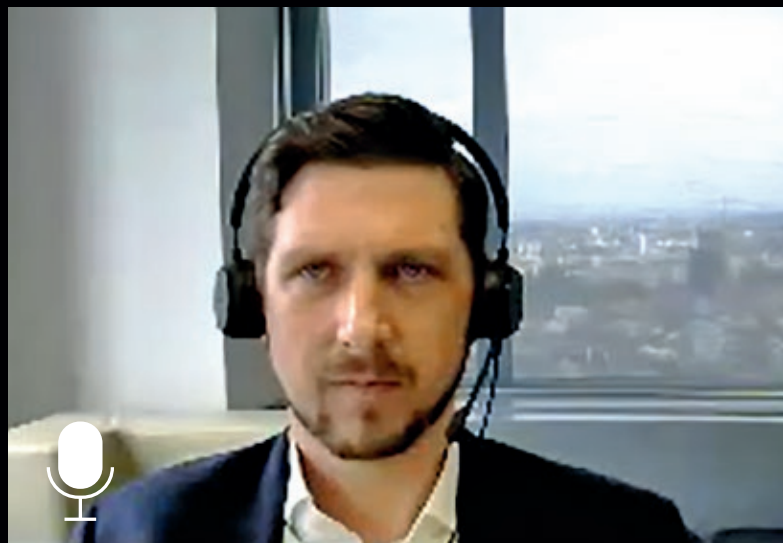
**Karen Delvai:** Ich stimme meinen Vorrednern zu. Für uns als Pensionseinrichtungen ist es notwendig, eine langfristige Strategie, die der Risikotragfähigkeit des Unternehmens entspricht, zu verfolgen und auch konsequent durchzuhalten. Damit erzeugen wir eine gewisse Volatilität im Eigenkapital des Konzerns. Deshalb muss das Risikolimit auf die Unternehmensziele abgestimmt sein und eingehalten werden. Die Aufgabe des ALM besteht gerade darin, die Anlagestrategie auf die Sensitivitäten der Verpflichtungen auszurichten, womit wir die Volatilität im Eigenkapital steuern bzw. reduzieren.

**Martin Thiesen:** Langfristigkeit und Konsistenz sind im ALM wichtig. ALM wird über die strategische Asset Allocation sehr langfristig gesteuert und spiegelt die Risiko-



„Bei der Frage, wie ein Investor ausfinanzieren soll, um gewisse Risikoszenarien vermeiden zu können, ist festzustellen, dass sich in Zukunft die Erwartungs- und Grenzwerte verschieben könnten. Deshalb müssen sich Investoren hier neu aufstellen.“

**MARTIN THIESEN**



01:24:50



„LDI ist ein Tool, mit dem sich ein Risikobudget effizient managen lässt. Mit LDI-Strategien lassen sich Risiken auf ein Maß reduzieren, das zum Risikoappetit einer Einrichtung passt.“

**WOLFGANG MURMANN**

präferenz eines Investors wider. Die BaFin incentiviert uns als regulierten Pensionsfonds, indem sie uns erlaubt, mit langfristigen Annahmen zu arbeiten, also mit 20-, 30-jährigen Aktien- und Fixed-Income-Renditen. Wir kalkulieren für die Zukunft wieder mit einem steigenden Zinsumfeld, höheren Einstiegsniveaus und höheren Kupons, auch wenn wir kurzfristig in den vergangenen Monaten Mark-to-Market-Verluste verzeichnet haben. Im ersten Coronajahr 2020 haben wir im Markt eine V-Entwicklung gesehen. In der aktuellen Kriegssituation sehen wir eine solche Bewegung noch nicht und fragen uns, ob und wann der Markt substantiell nach unten reagiert. Bei unseren Kunden sehen wir derzeit zum einen die, die frühzeitig Sicherungsmaßnahmen für ihre Portfolios ergriffen haben – in der Hoffnung, damit nicht zu spät zu sein. Andere Kunden mit sehr langfristigen Anlagehorizonten halten ihre SAA dank der guten Risikotragfähigkeit strikt durch. Wieder andere gehen jetzt aus den Aktien raus, weil ihnen mögliche Einbrüche von 30 Prozent zu viel wären. Im Rückblick sind die Kunden mit einer SAA, die solide über eine ALM abgeleitet ist, in den Krisen der vergangenen 15 Jahre am

besten gefahren. Das funktioniert nur dann, wenn sie bei einem Minus von 25 Prozent auf der Asset-Seite nicht nervös werden, sondern die Schwankungen und Effekte auf Risikotragfähigkeit und Eigenkapital aushalten. Tatsächlich sind aktuell die Liabilities unter HGB sogar noch gestiegen, weil eben gleichzeitig das zehnjährige Mittel des Bewertungszinses weiter gefallen ist. Ein Investor braucht viel Ruhe und Kapitalpuffer, um die Schwankungen auszuhalten.

**Wolfgang Murmann:** Das Risikobudget zu managen hat an Komplexität gewonnen. Vor zehn Jahren war die SAA noch stark von liquiden Fixed-Income-Instrumenten auf der Asset-Seite geprägt. Seitdem haben wir einen riesigen Trend hin zu mehr Aktien, mehr Private Markets, mehr Emerging Markets und mehr High Yield gesehen. Dadurch sind die Risiken auf der Asset-Seite substantiell gestiegen.

**Christian Zeidler:** Damit haben Sie strukturell vollkommen Recht. Wir sehen auch in unseren Vehikeln den Bedarf, den Risikoappetit zu verändern. Zugleich stehen uns heute viel mehr Asset-Klassen in einer professionellen Form zur Verfügung als vor 20 Jahren. Diese Weiterentwicklung auf der Angebotsseite, vor allem die der Private Markets, bewerte ich aus Anlegersicht, aber auch aus einer makroökonomischen Sicht positiv. Für eine langfristig investierende Pensionseinrichtung sind die Renditen von Private-Markets-Anlagen attraktiv. Wir profitieren mit unserem Pensionsfonds aufgrund seiner hohen Anlageflexibilität und Risikotragfähigkeit davon. Wir können mit nennenswerten Gewichten auch in Anlageklassen investieren, die anderen Einrichtungen gar nicht oder nur in geringem Umfang zur Verfügung stehen.

**Karen Delvai:** Ich sehe es ebenfalls sehr positiv, dass uns heute einerseits mehr Asset-Klassen offenstehen, dass wir andererseits über LDI mehr Möglichkeiten haben, Pensionsverpflichtungen und deren Risiken abzusichern – sowohl auf der Zins- als auch auf der Inflationsseite. Natürlich bleiben Basisrisiken bestehen. Wir haben uns schon vor vielen Jahren mit LDI beschäftigt. Seit-

dem haben wir unsere diversifizierte Investment-Strategie sukzessive aufgebaut und Sicherungslinien eingezogen. Das Gleiche gilt für Private Markets.

**Walter Reck:** Eigentlich ist klar, dass eine LDI-Strategie in einer Situation nicht mehr funktioniert, in der die Liabilities vor den Asset-Erträgen weglaufen. Das lässt sich über zinsgetriebene Papiere in einer LDI-Strategie nicht auffangen, sondern nur dann, wenn man den LDI-Begriff auf alternative Produkte ausweitet.

**Karen Delvai:** Ich würde den LDI-Begriff nicht auf alternative Produkte, sondern auf Inflation ausweiten. Wir definieren LDI als die Absicherung finanzieller Risiken aus den Pensionsverpflichtungen, also die von Zins und Inflation. Im LDI geht es darum, die Charakteristika der Pensionsverpflichtungen im ALM-Kontext auf der Asset-Seite abzubilden, etwa über Derivate, Zinsswaps, Staats- oder Unternehmensanleihen. Wie stark man die Instrumente einsetzt, hängt vom Ausfinanzierungsgrad ab. Wir bei BMW wollen den sehr hohen Ausfinanzierungsgrad stabilisieren und wenig Volatilität generieren. Wir brauchen nicht mehr so viel Upside, also nicht mehr so viel Überrendite über die Verpflichtungen, um die Deckungslücke zu schließen.

**Wolfgang Murmann:** LDI zielt nicht auf Renditemaximierung ab, sondern ist ein Tool, mit dem sich ein Risikobudget effizient managen lässt. Die größten Risiken kommen aus den Verbindlichkeiten. Folglich bieten LDI-Strategien einen natürlichen Ansatzpunkt, um Risiken auf ein Maß zu reduzieren, das zum Risikoappetit einer Einrichtung passt.

#### Herr Reck, wie breit diversifiziert sind Ihre Anlageportfolios?

**Walter Reck:** Die einzelnen Pensionsvehikel sind in ihrer Asset Allocation unterschiedlich aufgestellt. In der Pensionskasse unterliegen wir der Anlageverordnung des VAG, hier sind wir eingeschränkt durch die Limits. Der Pensionsfonds hat eine relativ große Freiheit in der Kapitalanlage. Die Unterstützungskasse ist grundsätzlich komplett frei, aber hier investieren wir auch nur in vernünftige Ziele, denn die U-Kasse hat wie das CTA einen direkten Durchschlag auf die Bilanz der Trägerunternehmen. Das A und O in der Kapitalanlage ist eine sehr breite Diversifizierung über alle Vehikel hinweg. Die geht über alle Anlageklassen, alle Regionen der Welt, alle Branchen. Seit zwei Jahrzehnten arbeiten wir darauf hin, uns so breit und so diversifiziert wie möglich aufzustellen. Je breiter die Diversifizierung, desto ruhiger wurde unser Portfolio, und desto weniger haben Risikomanagementmaßnahmen in unser System eingreifen müssen. Mit der Aufstellung verfolgen wir bis heute ein langfristiges strategisches Anlagekonzept.



#### **WOLFGANG MURMANN** **HEAD OF DISTRIBUTION AND SOLUTIONS,** **GERMANY AND AUSTRIA,** **INSIGHT INVESTMENT**

Wolfgang Murmann sieht aus einer ALM-Perspektive auch in der Krise positive Aspekte, etwa die Höhe des Ausfinanzierungsgrads der Pensionsverpflichtungen im DAX. Auch verweist er auf den IFRS-Rechnungszins, der, getrieben von Zins und Credit Spread, jüngst Niveaus erreicht hat wie zuletzt im Jahr 2018. Dies werde die Liability-Seite entlasten und könne etwaige negative Ergebnisse auf der Kapitalanlage-Seite ein Stück weit puffern.



**KAREN DELVAI**  
**GLOBAL HEAD OF ASSET MANAGEMENT**  
**AND PENSION FUNDS, BMW**

Der Automobilhersteller BMW hat Nachhaltigkeit fest in der eigenen Konzernstrategie verankert. Deshalb schauen sich Karen Delvai und ihr Team seit diesem Jahr auch Klimaszenarien im Rahmen der Asset-Liability-Studie an. Dabei analysieren sie, was die Klimaentwicklung für einzelne Asset-Klassen und für das gesamte Portfolio bedeutet. Auch wenn die am Markt verfügbare Datenqualität noch nicht in allen Asset-Klassen ausreichend ist, will Karen Delvai diesen Ansatz mit der immer größeren Verfügbarkeit von Daten zu allen Asset-Klassen am Markt weiterentwickeln.

**Wie hat sich gleichzeitig das Risikomanagement entwickelt?**

**Walter Reck:** Die Diversifizierung unserer Kapitalanlage ist ein Kern unseres Risikomanagements. Es hat uns in den vergangenen Jahrzehnten dabei unterstützt, andere Risikomaßnahmen zurückzufahren. Wir haben zudem ein Risiko-Overlay-System eingezogen. Das steuern wir nicht von Hand, sondern es arbeitet nach vorgegebenen Parametern. Das System hat uns gut durch die V-förmigen Kriseneinschläge der vergangenen 15 Jahre gebracht. Wir brauchten dieses Risiko-Overlay-System, um innerhalb unseres regulatorischen Umfelds die ganz tiefen Einschlüsse in Krisenzeiten ertragen zu können. Gerade in der Pensionskasse kommen Sie irgendwann an den Punkt, an dem Sie feststellen, dass Ihre Bedeckungsvorgabe gefährdet ist. Dann kann ich nicht jede Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten durchhalten. Hier hilft uns das Risiko-Overlay-System, unsere langfristige Kapitalanlagestrategie, die wir für sinnvoll erachten, durchzuhalten.

**Herr Zeidler, in welche Richtung will der Bosch Pensionsfonds die Kapitalanlage weiter diversifizieren?**

**Christian Zeidler:** Bestmögliche Renditen für unsere Mitarbeiter zu erzielen steht für uns immer im Vordergrund. Deshalb prüfen wir laufend, wie wir unsere Anlagestrategie weiter verbessern können. In den vergangenen Jahren haben wir eine Erfahrungskurve durchlaufen bei der Frage, wie breit wir uns aufstellen wollen. Heute sind wir in der Kapitalanlage sehr breit diversifiziert. Es gibt kaum eine Anlageklasse, in der wir mit dem Bosch Pensionsfonds nicht investiert sind. So ist in den letzten Jahren auch unser Private-Markets- bzw. Alternative-Segment stark gewachsen. Den Ausbau dieses Segments werden wir fortsetzen, um damit die Kapitalanlage noch stärker zu diversifizieren. Aus meiner Sicht sind ein ausgewogener Mix im Portfolio und eine langfristige Anlagestrategie die Erfolgsgaranten für uns institutionelle Investoren.

**Karen Delvai:** Und regelmäßige Asset-Liability-Studien, um einerseits aktuelle Verpflichtungs-Cash-Flows und andererseits Veränderungen in der Kapitalmarktsituation einzubeziehen.

**Christian Zeidler:** Wir sind in der Regulatorik auf Landesebene, aber auch auf EU-Ebene noch längst nicht am Ende der Fahnenstange angekommen. Hier werden wir noch viele neue Entwicklungen in der Regulierung sehen. Auch das Thema ESG wird seine eigene Dynamik entwickeln, hier stehen wir eher am Anfang. Ich bin aber optimistisch, dass sich das Thema ESG in nächster Zeit positiv für die Investoren und für die Begünstigten ausweiten wird. Wir rechnen damit, dass der Bosch Pensionsfonds als Kapital-

sammelstelle und wir als Pensionsverwalter von einem noch stärker ESG-geprägten Kapitalmarktumfeld profitieren werden.

#### Herr Reck, hat IBM ESG-Kriterien bereits in die SAA implementiert?

**Walter Reck:** Wir halten den Einbau stochastischer ESG-Werte in die Asset-Liability-Studie noch für sehr herausfordernd. Bislang fehlen uns die Zeitreihen, um die langfristige Entwicklung von Asset-Klassen beurteilen zu können. Wir würden ESG auch nicht unter dem Begriff Asset-Klasse einordnen. Ich würde die Asset-Liability-Studie auf eine bestimmte Asset Allocation hin ausrichten. Wir sehen aber, dass unsere beauftragten Asset Manager wirtschaftlich vernünftig investieren und dass sich dabei die Investments ohnehin in Richtung ESG neigen – auch ohne explizite Vorgaben unsererseits. Natürlich müssen wir im Blick behalten, dass sich aus ESG Risiken ergeben können, sei es über die Regulatorik, sei es aus realwirtschaftlichen Gegebenheiten. Das lässt sich aber nicht mechanisch

in eine Asset-Liability-Studie einbauen, sondern das braucht viel Erfahrung und Management-Judgement.

**Martin Thiesen:** Ich kenne auch noch kein Modell, das es schafft, ESG-Kriterien substanziell in ein ALM einzubauen. Wir arbeiten mit einer indirekten Berücksichtigung der Effekte. Zum Beispiel weisen wir nach, dass wir mit den Aktienrenditen, die wir langfristig aus den Standardindizes ableiten, weiterarbeiten können, weil wir retrospektiv Ertragsvorteile auf der Aktienseite sehen. Auf der Fixed-Income-Seite sind die Duration und die Spread-Sensitivität sowie die Ratingverteilung die Treiber für die Performance. Über diese Treiber kann man auch nach einem sehr strengen ESG-Filter die Performance-bestimmenden Faktoren wieder auf den Originalindex einstellen.

**Wolfgang Murmann:** Die regulatorischen Anforderungen im ESG-Kontext nehmen für Pensionseinrichtungen künftig zu. Entsprechend sollten sich die Entscheidungsträger frühzeitig dezidiert damit ausein-



„Wir bei BMW wollen den sehr hohen Ausfinanzierungsgrad von 96 Prozent stabilisieren und wenig Volatilität generieren.“

**KAREN DELVAI**





## MODERATOR

### GUIDO BIRKNER

LEITENDER REDAKTEUR BETRIEBLICHE  
ALTERSVORSORGE / PENSIONS MANAGEMENT  
DPN & INSTITUTIONAL ASSETS

anderssetzen. Dabei kommt ESG-Analytics eine zentrale Rolle zu: Sie unterstützen Anleger dabei zu analysieren, wie sich die verschiedenen Grüntöne auf Parameter wie Anlageuniversum, Diversifikation, Kreditprofil, Duration und Rendite auswirken, um den Drahtseilakt zwischen Nachhaltigkeit, Rendite und Risiko zu moderieren.

**Christian Zeidler:** Das Thema ESG ist komplex. ESG fragt zunächst, wohin ich meine Kapitalflüsse nachhaltig sinnvoll sowie ethisch-moralisch steuere. Oft steht am Anfang von ESG ein Abgleich der Anlagestrategie mit der unternehmenseigenen Nachhaltigkeitsstrategie. Hier stellen sich viele Fragen, zum Beispiel: Wie kongruent ist der institutionelle Anleger mit seiner Nachhaltigkeitsstrategie zu seinem Principal? Für uns als Pensionsfonds bedeutet

es, dass wir zuerst eine sinnvolle Verbindung zur Nachhaltigkeitsstrategie unseres eigenen Unternehmens herstellen. Dann stellt sich die Frage, wie sich Nachhaltigkeit misst. Gibt es hierfür Standards? Lassen sie sich in mathematische Modelle einbauen, automatisieren und vergleichbar machen? Hier sehen wir bei unseren Asset Managern unterschiedliche Ansätze über die Basisanforderungen hinaus. Es ist unsere Aufgabe als Investoren, unseren Asset Managern bezüglich ESG klare Vorgaben zu machen. Das ist komplex, denn wir müssen die Kapitalanlage auf viele Fragen herunterbrechen, etwa auf die Frage nach dem Weltklima und danach, in welcher Welt wir in Zukunft leben wollen. Natürlich stellt sich auch die Frage nach der Rendite.

**Karen Delvai:** Wir bei BMW haben Nachhaltigkeit fest in unserer Strategie verankert. Seit diesem Jahr schauen wir uns auch Klimaszenarien im Rahmen der Asset-Liability-Studie an. Als Pension Fund haben wir wie auch unser Konzern uns dazu verpflichtet, bis 2050 klimaneutral zu sein, also mit unseren Assets Net Zero zu sein. Dabei analysieren wir, was die Klimaentwicklung für einzelne Asset-Klassen und das gesamte Portfolio bedeutet. Die Datenqualität ist noch nicht in allen Asset-Klassen ausreichend, aber wir wollen uns mit der größeren Verfügbarkeit von Daten am Markt weiterentwickeln. Bei den alternativen Asset-Klassen stellt sich die Frage der Implementierung von ESG, nicht nur die der Messung. Wir haben einen Impact-Fonds eingerichtet, der auf bestimmte SDGs abzielt. Dafür suchen wir uns Private-Equity- und Venture-Manager, die nicht nur eine finanzielle Rendite für Investments in Unternehmen liefern, sondern auch einen direkten Impact, etwa aufs Klima.

**Walter Reck:** Wie schwierig der Zugang zu diesem Thema ist, zeigt sich am jüngst angekündigten Stresstest der EIOPA für Pensionsfonds. Die Aufsicht will den Stresstest mangels anderer Möglichkeiten rein über Branchencodes steuern. Das ist gewagt, denn in jeder Branche gibt es Unternehmen mit einer klimatechnisch sehr positiven oder sehr negativen Wirkung. Die

alle über einen Kamm zu scheren führt zu einem verwaschenen Ergebnis.

**Christian Zeidler:** Auch wenn irgendwann bessere ESG-Daten zu allen Asset-Klassen vorliegen werden: Für die einzelne Einrichtung bedeutet es einen Zusatzaufwand, die entsprechende Expertise vorzuhalten. Ich frage mich, ob das Ganze nicht irgendwann zu komplex ist, um es handhabbar zu machen. Wir brauchen vielmehr ein bestimmtes Muster, um effizient arbeiten zu können.

#### Wohin sollte sich ALM weiterentwickeln?

**Karen Delvai:** ALM bleibt ein valides Instrument, um die SAA daraus abzuleiten, um die Anlagerisiken zu steuern und um die Kapitalanlage auf die Pensionsverpflichtungen abzustimmen. Die Modelle und ihre Funktionalität muss man immer aktuell halten und auf veränderte Kapitalmarktgegebenheiten anpassen. Viele Modelle kannten vor einigen Jahren zum Beispiel keine Negativzinsen.

**Walter Reck:** ALM ist ein Hilfsmittel, aber nicht die Maschine, die darüber entscheidet, wie ich meine Kapitalanlage und meine Verpflichtungen steuere. Wir sehen es als ein Tool, um die Entscheidungen, die wir treffen, zu testen und um Ideen für weitere Entscheidungen zu bekommen. Auf keinen Fall wollen wir ALM mit sprunghaften Effekten versehen wissen, sondern wir wollen unsere jährlichen Asset-Liability-Studien in ihrer Volatilität begrenzen. Sie geben mir Trends vor, aber ich werde dadurch meine SAA nicht sofort um 20 Prozent ändern.

**Christian Zeidler:** Für den Bosch Pensionsfonds hat ALM die Aufgabe, die BAV als attraktiven Zukunftsbaustein weiterzuentwickeln. Dazu gehört eine Weiterentwicklung des analytischen Rüstzeugs. Die Methodik von ALM stellen wir immer wieder auf den Prüfstand. Es ist ein Instrument der Portfoliosteuerung, aber auch ein Mittel, um Unternehmensentscheidungen umzusetzen. ALM trifft keine Entscheidungen, sondern hilft uns mit seinen Modellierungen, vernünftige und erfolgreiche Entscheidungen

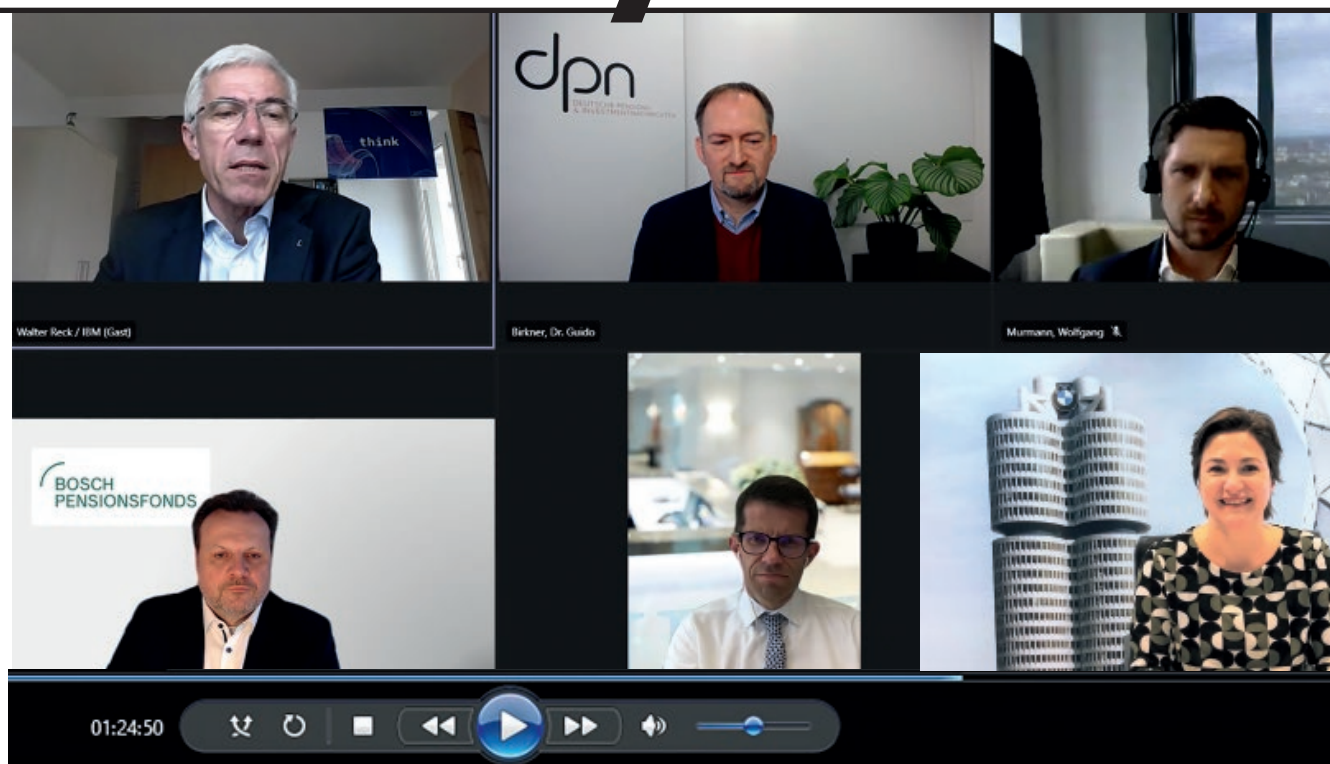


zu treffen. Wir machen uns auch Gedanken, wie ALM als Rüstzeug mit dem Risikomanagement zusammenwächst.

**Wolfgang Murmann:** Wir sollten zwischen Neu- und Altzusagen unterscheiden. Bei Neuzusagen ist es ratsam, bereits in der Plan-Design-Phase darauf zu achten, dass sich Zusagen auf der Anlageseite möglichst kongruent abbilden lassen. Dies reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass ALM-Risiken in der Zukunft entstehen. Im Gegensatz hierzu haben sich bei den meisten Altzusagen ALM-Risiken bereits materialisiert. Dort geht es darum, einen Fahrplan zu entwickeln, um Risiken einzudämmen, zu reduzieren oder vollständig abzusichern. Aufgrund der Vielartigkeit im deutschen Pensionswesen gibt es hierfür kein Patentrezept. Vielmehr geht es um individuelle Lösungen, die die unternehmensspezifische Ausgangslagen und Ziele berücksichtigen.

**Martin Thiesen:** Die ALM ist immer der Startpunkt jeder strategischen Diskussion über den Umgang mit Pensionsverpflichtungen, aber auch nur der Startpunkt. Es geht um die Frage, wie man sich als Investor aufstellen, das Risikobudget effizient nutzen und umsetzen möchte. ●

# Summary



## KEY FACTS

- Der Roundtable erwartet in den nächsten Jahren angesichts des Niedrigzins und der Inflation ein schwieriges Marktumfeld für EbAV.
- Langfristige Investoren sollten ihr Portfolio breit und ausgewogen diversifizieren sowie das ALM, die SAA und die Risikotragfähigkeit auf die eigene Organisation abstimmen, um die Anlagestrategie auch in Krisen durchzuhalten.
- Pensionseinrichtungen müssen sich in schwierigen Märkten entscheiden, ob sie ALM ökonomisch, regulatorisch oder bilanziell betreiben wollen.
- Für den Einbau von ESG-Kriterien in ein ALM fehlen Modelle.

Das Asset-Liability-Management dient Pensionseinrichtungen weiterhin als valides Instrument, aus dem sich die strategische Asset Allocation ableiten lässt. Mit Hilfe des ALM können die Einrichtungen die Anlagerisiken steuern und ihre Pensionsverpflichtungen auf die Kapitalanlage abstimmen. Dabei gehören ALM-Modelle und ihre Funktionalität regelmäßig auf den Prüfstand, um ihre Funktionalität an sich rasch und extrem verändernde Gegebenheiten am Kapitalmarkt anzupassen. Dabei werden aus dem ALM selbst heraus keine Entscheidungen über die Kapitalanlage und die Verpflichtungen getroffen. Vielmehr dient es den Pensionseinrichtungen als Analyseinstrument, mit dem sich Entscheidungen im Portfoliomanagement testen und weiterentwickeln lassen.

Die aktuelle Kumulation der Krisen und steigende Inflationserwartungen veranlassen Pensionseinrichtungen dazu, neben ihrer Asset-Liability-Studie granularer und in kürzeren Zeitabständen Szenariosimulationen und Stresstests auf Assets und Liabilities durchzuführen. Dadurch können sie Risiken wie Zins und Inflation im Hinblick

auf die Ausfinanzierung ihrer Pensionsverpflichtungen besser einschätzen. **Karen Delvai** von BMW setzt dabei auf stochastische Modelle, um zu überprüfen, ob das eigene Portfolio noch optimal auf oder nahe der Effizienzkurve liegt. Bei Szenarioanalysen mit deterministischen Szenarien sieht sie einen Mangel an Konsistenz über alle Anlageklassen hinweg. **Martin Thiesen** von Metzler erkennt die Notwendigkeit neuer Simulationsmodelle, da die bislang verwendeten Vorgehensweisen aufgrund der aktuellen Regimeveränderungen am Kapitalmarkt kaum noch interpretierbare Nach-vorne-Projektionen liefern können.

**Christian Zeidler** sieht das ALM und das Risikomanagement vom Bosch Pensionsfonds angesichts der Krisenresilienz bestätigt. Trotzdem mahnt er, jede neue Krise neu und für sich selbst zu bewerten. Für **Walter Reck** von IBM ist eine breite Diversifizierung über alle Pensionsvehikel hinweg das A und O in der Kapitalanlage. **Wolfgang Murmann** sieht im hohen Ausfinanzierungsgrad der Pensionsverpflichtungen im DAX einen Lichtblick und eine gute Voraussetzung für ein LDI-Management. ●



**JETZT  
KOSTENFREI  
ANMELDEN!**

20. & 21.9.2022  
**ZECHE  
ZOLLVEREIN,  
ESSEN**

**dpn**  
**ASSETS & LIABILITIES  
CONVENTION #2**

VERANSTALTER:



Ein Unternehmen der F.A.Z.-Gruppe

MITVERANSTALTER:



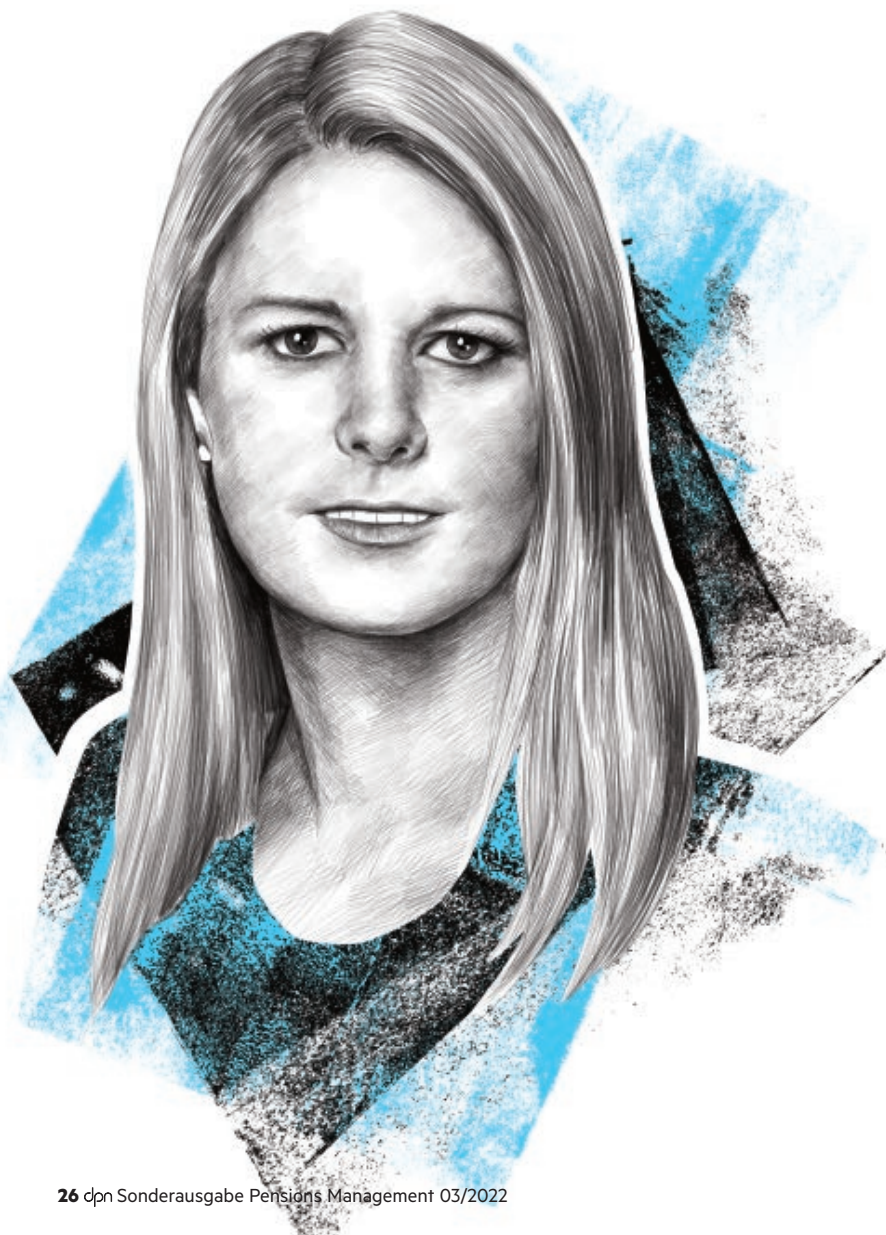
**Personalwirtschaft**

SEIEN SIE DABEI:



# PARTNER AUF AUGENHÖHE

**Christina Volkmann**, Head of Insurance Central Europe bei der Global Client Group von Nuveen, spricht über derzeit stark nachgefragte Asset-Klassen, aktuelle Projekte sowie die besondere Expertise, die Nuveen seinen Versicherungskunden bieten kann.



## **F**rau Volkmann, würden Sie Nuveen bitte kurz vorstellen?

Gerne. Nuveen ist bereits 1898 gegründet worden und ist mit einem verwalteten Vermögen von 1,2 Billionen US-Dollar einer der 20 führenden Asset Manager weltweit. Unsere Plattform ist umfassend aufgestellt und ermöglicht Investitionen in Fixed Income, Equity, Real Estate, Real Assets sowie Private Capital. Wir sind sehr stolz, dass wir das Vertrauen von mehr als 950 institutionellen Kunden in über 30 Ländern genießen. Besonders hervorzuheben ist unsere Zugehörigkeit als 100-prozentige Tochtergesellschaft zur Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA), einem der größten Pensionsversicherer der USA. TIAA kann ebenfalls auf eine 100-jährige Firmengeschichte zurückblicken und versichert über 5 Millionen Kunden aus dem Bildungssektor. Das Anlagevermögen von TIAA umfasst rund 308 Milliarden US-Dollar und wird vollständig von Nuveen verwaltet. Trotz unserer langen Historie möchte ich betonen, dass TIAA und Nuveen stets ein beachtliches Maß an Innovation unter Beweis stellen konnten. Beispielsweise gehört TIAA zu den ersten Unterzeichnern der UN PRIs im Jahr 2009 und investiert mit einer Quote von rund 20 Prozent einen recht hohen Anteil in alternative Anlageklassen. Zudem ist TIAA weltweit der größte institutionelle Investor in Private Debt, seit mehr als zehn Jahren im Bereich Natural Capital investiert und mit einem Volumen von mehr als 181 Milliarden US-Dollar einer der größten Immobilien- und Real-Asset-Manager weltweit.

## **Was zeichnet Nuveen aus?**

Nuveen zeichnet sich als Vermögensverwalter von TIAA gleich durch drei Besonderheiten aus. Zum einen teilen wir die Bedürfnisse und Herausforderungen von langfristig orientierten Investoren, wie Versicherungen es sind. Dementsprechend nimmt unser Risikomanagement einen zentralen Platz im Investmentprozess ein, der sich die Erwirtschaftung nachhaltiger Renditen zum Ziel setzt. Zum anderen ist TIAA in allen Strategien von Nuveen selbst investiert. Das ermöglicht uns, Seite an Seite mit unseren Kunden zu investieren und gleichgerichtete Interessen sicher zu stellen. Darüber hinaus hat unser Fokus auf alternative Anlageklassen schon seit langer Zeit einen hohen Stellenwert innerhalb unseres eigenen General Accounts, so dass wir einen fundierten Track Record in vielen Asset-Klassen aufbauen konnten und unsere Expertise seit längerer Zeit auch Drittkunden zur Verfügung stellen können.

### Welche Asset-Klassen stehen für Sie aktuell im Fokus?

Alternative Anlagen erfreuen sich zunehmender Beliebtheit, da sie zu einer zentralen Renditequelle für institutionelle Investoren geworden sind und gleichzeitig einen großen Beitrag zur Diversifikation des Portfolios leisten können. Gleichwohl spielen festverzinsliche Wertpapiere aufgrund ihrer stabilen Cashflows und hohen Liquidität weiterhin eine wichtige Rolle in der Asset Allocation, insbesondere bei Versicherungen. Deswegen stehen für uns zudem auch Municipal Bonds, Emerging Market Debt, Leveraged-Finance-Strategien sowie Impact Bonds im Fokus.

### Welche alternativen Asset-Klassen meinen Sie konkret?

Wir sehen derzeit attraktive Möglichkeiten bei Infrastrukturinvestitionen im Bereich der erneuerbaren Energien oder bei Anlagen im Private Debt US Middle Market. Beide Anlageklassen sind historisch eine Quelle verlässlicher Renditen, auch zu Krisenzeiten, die zusätzlich aufgrund ihres variablen Zinseszins zur Inflationsabsicherung beitragen können. Weitere interessante Themen sind zudem Investitionen in Agrar- und Waldflächen, die sich in Zeiten von Inflation ebenfalls als zuverlässiger Wertspeicher erweisen und darüber hinaus einen wertvollen Beitrag zur ökologischen Nachhaltigkeit eines Portfolios leisten können, wie zum Beispiel durch CO<sub>2</sub>-Reduktionen.

### Wie ist Nuveen in Deutschland heute aufgestellt?

Wir sind seit 2000 am Standort Frankfurt tätig, beschäftigen derzeit knapp 80 Mitarbeiter und wachsen stetig weiter. Ende 2021 wurde in Frankfurt zudem ein neues Team aus Vertriebs- und Versicherungsexperten mit Kundenverantwortung für Zentraleuropa gegründet. Wir sprechen hier von rund 30 Versicherungskunden, von denen circa 70 Prozent unseres verwalteten Vermögens von Kunden aus Zentraleuropa stammen. Somit stellen Versicherungen unser wichtigstes Kundensegment dar. Die Wertschöpfungskette des Teams beginnt bereits bei der Auflage neuer Strategien, wie zum Beispiel unserer aktuellen Infrastrukturkredit-Strategie, die wir zusammen mit unserem Portfoliomanagement Solvency-II-optimiert aufgesetzt haben. Versicherungsspezifische Reportings werden von Beginn an in den Prozess einbezogen.

### Warum sprechen Sie sich insbesondere bei Versicherungen für ein Engagement in alternativen Anlagen aus?

Wir erfahren von Versicherungen derzeit eine hohe Nachfrage nach alternativen Anlagen. Zwar weist das Geschäftsmodell von Sachversicherungen aufgrund der kürzeren Fälligkeiten der Rückstellungen weniger Spielraum für illiquide Investitionen als bei Lebensversicherungen auf, eine sinnvolle Beimischung in Maßen halten wir unter Rendite/Risiko-Abwägungen im Portfoliokontext gleichwohl für sehr sinnvoll. Lebensversicherungen wiederum haben eine nahezu natürliche Voraussetzung als alternativer Investor, insbesondere für illiquidere Anlageklassen wie Real Estate Debt oder Infrastrukturinvestitionen. Qualifizierte Infrastruktur profitiert zudem von einem niedrigeren aufsichtsrechtlichen Risikokapital, verglichen mit anderen zinstragenden Investitionen, die eine entsprechende Rendite aufweisen.

### Welche Projekte verfolgen Sie aktuell und wie lauten Ihre Ziele für die Zukunft des Versicherungsbereichs?

Wir haben in den letzten Monaten sehr interessante Investment-Boutiquen erworben, beispielsweise Glennmont, einen der führenden Anbieter von Infrastruktur im Bereich der erneuerbaren Energien in Europa, oder Greenworks in den USA, die auf dem Gebiet der energieeffizienten Weiterentwicklung von Gewerbeimmobilien tätig sind. Im Oktober des letzten Jahres haben wir außerdem unsere Real-Asset-Plattform um Nuveen Natural Capital und Nuveen Infrastructure erweitert. Gerade in diesem Bereich ist die Nachfrage sehr groß. Die neue Plattform bietet Investmentlösungen zur Monetarisierung von Naturkapital und zur Dekarbonisierung von Vermögenswerten, deren Eigentümer sich dem Netto-Null-Ziel verschrieben haben. Generell haben wir uns zur Aufgabe gemacht, sowohl Nuveen als globalen Asset Manager mit einer tiefgreifenden Expertise in diversen Asset-Klassen als auch TIAA als einen starken Partner auf Augenhöhe zu etablieren. Wir werden daher als weiteres Ziel für die Zukunft die sehr enge Verzahnung zu unserem eigenen General Account weiter in den Mittelpunkt rücken. Dabei wird das Versicherungsteam weiter wachsen und sich segmentnäher positionieren, auch über spezielle Stellen im Bereich der Produktentwicklung, Strukturierung oder im Client Service.

**Frau Volkmann, vielen Dank für das Gespräch. ●**

SPONSOR

**nuveen**

A TIAA Company

## KONTAKT

### Christina Volkmann

Director, Head of Insurance  
Business Central Europe,  
Global Client Group

christina.volkmann@  
nuveenglobal.com  
Tel : +49 69 667736 807

### Nuveen

Bockenheimer Landstr. 24  
60323 Frankfurt am Main  
nuveen.com

# Grenzen für grenzüberschreitend aktive EbAV abbauen

Die Europäische Kommission hat in der EbAV-Richtlinie Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) die Möglichkeit eröffnet, grenzüberschreitend aktiv zu sein. Tatsächlich ist die Nachfrage nach grenzüberschreitenden Aktivitäten laut einem EIOPA-Bericht innerhalb der EU bescheiden, und mit dem Brexit hat sich die Zahl der **Cross-border IORPs** halbiert. **Guido Birkner** beleuchtet den Status quo und sucht Auswege aus der Stagnation.





Foto: Gabriele - stockadobe.com

In der EbAV-Richtlinie – der Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (RL (EU) 2016/2341, ABl. EU L 354/37) – formulieren das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union das Ziel, einen EU-weiten Binnenmarkt für Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) zu schaffen. Die Neufassung der Richtlinie – EbAV II genannt – war innerhalb der EU-Mitgliedsstaaten zum 13. Januar 2019 in nationales Recht umzusetzen. Sie sah weitere Erleichterungen für die grenzüberschreitende Tätigkeit von EbAV vor. Derzeit arbeitet die Europäische Kommission an einem Review von EbAV II. Stichtag für den Review war zunächst der 13. Januar 2023. **Doch Anfang Februar 2022 sickerte aus EU-Kreisen die Nachricht durch, dass der Review auf das Jahr 2024 verschoben wird.**

Die EbAV-II-Richtlinie erleichtert EbAV, nicht nur im Heimatland, sondern auch in anderen EU-Mitgliedsstaaten tätig zu sein und Altersversorgungssysteme grenzüberschreitend zu übertragen. Damit sollen Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger betrieblicher Altersversorgungssysteme ein hohes Maß an Schutz und Sicherheit erhalten. Die Richtlinie eröffnet den EbAV die Chance, als Träger von Pensionsplänen zu fungieren und das Pensionssystem eines Unternehmens mit Sitz in einem anderen EU-Mitgliedsstaat zu verwalten. Um aktiv grenzüberschreitend tätig zu sein, müssen EbAV ein Notifikationsverfahren bei der zuständigen Finanzaufsicht durchlaufen und Vermögenswerte sowie Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit

ihrer grenzüberschreitenden Tätigkeit rund um die betriebliche Altersversorgung halten. Da die Versorgungszusagen mancher deutscher Unternehmen nur zu geringen Anteilen durch Pensionsvermögen ausfinanziert sind, wären die Anforderungen an grenzüberschreitende Aktivitäten für sie eine große Herausforderung.

Für grenzüberschreitend aktive EbAV nach Artikel 11 der EbAV-II-Richtlinie gilt mit Blick auf die bAV-Regulatorik: Die Beziehungen zwischen dem Trägerunternehmen und den betreffenden Versorgungsanwärttern sowie Leistungsempfängern unterliegen dem Sozial- und Arbeitsrecht des Staats, in dem die EbAV ihre Tätigkeit ausübt, nicht dem ihres Herkunftsstaats. Konkret heißt das: **Eine grenzüberschreitend aktive EbAV sollte das Sozial- und Arbeitsrecht des Aufnahmestaats vollständig einhalten.** Für die Aufsichtsvorschriften sieht die EbAV-II-Richtlinie vor: „Der Anwendungsbereich der Aufsichtsvorschriften sollte präzisiert werden, damit für die grenzüberschreitenden Tätigkeiten der EbAV Rechtssicherheit gewährleistet ist.“

### Zahl der Cross-border IORPs seit Brexit mehr als halbiert

Wie groß ist aktuell der Markt der EbAV, die innerhalb der EU grenzüberschreitend aktiv sind? Laut dem EIOPA-Bericht „Cross-border IORPs“ vom Dezember 2021 ist ihre Zahl mit 33 Einrichtungen (Stand Ende 2020) überschaubar. Tatsächlich ist sie infolge des Brexits in den vergangenen vier Jahren sogar deutlich gesunken. Zum Ende des Jahres 2016 belief sich die Zahl der grenzüberschreitend aktiven EbAV – englisch: Cross-border IORPs – noch auf 73. Der EIOPA-Bericht vom Dezember 2021 knüpft an die Ergebnisse einer früheren Untersuchung von 2017 an. Dabei konzentriert er sich ausschließlich auf Informationen zu grenzüberschreitenden Pensionsregelungen solcher Einrichtungen, die unter die EbAV-Richtlinie fallen.

Die europäische Finanzaufsicht EIOPA führt den starken Rückgang der Cross-border IORPs von 73 auf 33 in ihrem Bericht vor allem auf den Brexit zurück. So zählte ihr Bericht von 2017 noch 19 Cross-border IORPs mit dem Herkunftsland Großbri-

tannien und 23 Cross-border IORPs mit alleinigem Aufnahmeland Großbritannien – wobei letztere jeweils Irland als Herkunftsland hatten. Diese britischen Pensionsseinrichtungen werden inzwischen nicht mehr als Cross-border IORPs im Sinne der EbAV-Richtlinie geführt. Vier weitere Cross-border IORPs mit dem Herkunftsland Irland und jeweils einem einzigen Aufnahmeland haben bereits vor dem Inkrafttreten des Brexits aufgehört zu existieren.

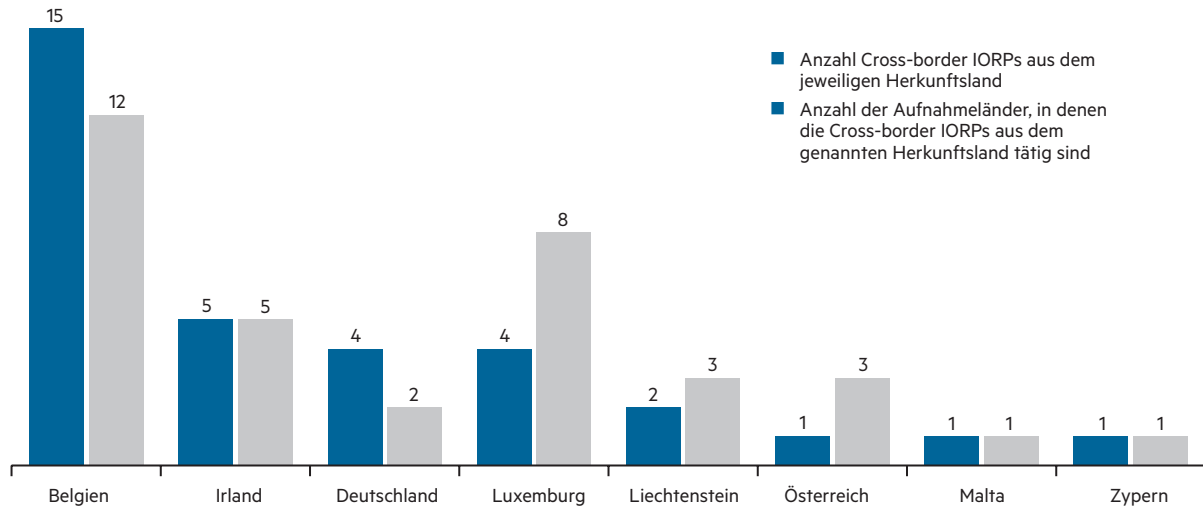
Abgesehen von Großbritannien dokumentiert der EIOPA-Bericht von Dezember 2021 die Schließung von vier Cross-border IORPs in Belgien und von zweien in Liechtenstein in den vier zurückliegenden Jahren. Im gleichen Zeitraum erfolgten die Gründung und/oder die Aktivierung von fünf Cross-border IORPs in Belgien, von zweien in Irland und einem auf Zypern. Ungeachtet dieser kleinteiligen Bewegungen außerhalb von Großbritannien stieg die Zahl der Cross-border IORPs – so EIOPA – seit 2010 kaum mehr an, wobei die Autoren des Berichts betonen, auch kein wesentliches Wachstum erwartet zu haben.

### Ursachen für Stagnation

Warum stagniert die Zahl der Cross-border IORPs innerhalb der EU? Weshalb kommt die Internationalisierung von EbAV kaum voran? Welche Hindernisse stehen einer Ausweitung grenzüberschreitender Pensionsseinrichtungen in Europa im Weg? **Vor allem die Regulatorik bremst die internationalen Ambitionen mancher EbAV in Europa aus.** So schreibt die EbAV-II-Richtlinie in Artikel 12 (3) a) den EbAV vor, dass deren Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger – oder gegebenenfalls ihre Vertreter – einer Übertragung des eigenen Pensionsystems auf ein anderes Land vorher jeweils mehrheitlich zustimmen müssen. Dabei ist es den einzelnen EU-Mitgliedsstaaten selbst überlassen, die Mehrheit nach nationalem Recht zu definieren. So fordern manche EU-Länder wie zum Beispiel die Niederlande sogar eine Zweidrittelmehrheit ein, um den Weg für die Übertragung von Altersversorgungssystemen freizumachen.

Eine weitere Bremse ist die Pflicht zur doppelten Berichterstattung im Herkunfts- und Aufnahmeland. Da die EU-Mitglieds-

## Herkunftsländer von Cross-border IORPs



Quelle: EIOPA „Cross-border IORPs“

länder oft unterschiedliche Parameter für die Solvabilitätsquote oder für die Nachhaltigkeit eines Pensionssystems haben, können Vergleiche an dieser Stelle schief ausfallen und zu falschen Schlussfolgerungen führen. Das zeigt ein Vergleich der Niederlande mit Belgien. Während die Niederlande ihren EbAV relativ strenge Solvabilitätsregeln vorschreiben, muss sich eine belgische Pensionseinrichtung nur an eigene Regeln halten. Die mögen in den Niederlanden nicht ausreichend erscheinen.

Umgekehrt müssten sich Cross-border IORPs aus dem Herkunftsland Belgien, die auch im nördlichen Nachbarland aktiv sein wollen, in ihren Berichten an niederländische Vorgaben halten. **Für die Zukunft – und damit auch den derzeit laufenden Review der EbAV-II-Richtlinie durch die Europäische Kommission – stellt sich die Frage, ob nicht eine gegenseitige Anerkennung der nationalen Berichtsstandards zwischen den EU-Mitgliedsstaaten die doppelte Berichterstattung ersetzen sollte.** Dann müsste sich eine EbAV in diesem Punkt nur an der Regulatorik ihres Herkunftslandes orientieren.

### PEOP als Brücke?

Der EIOPA-Bericht „Cross-border IORPs“ konkretisiert diesen Hinderungsgrund: Die Anwendung des Sozial- und Arbeitsrechts des Aufnahmelandes erhöht die Kosten, die Komplexität und die betrieblichen Risiken in der Administration von Cross-border IORPs. Die potenziellen Vorteile der grenzüberschreitenden Tätigkeit einer EbAV – Aussicht auf ein größeres Wirtschaftswachstum, eine höhere Mobilität der eigenen Beschäftigten und die Gewinnung neuer Arbeitskräfte – drohen dadurch wieder eingebüßt zu werden. Hier sollte die Europäische Kommission bei ihrem anstehenden Review der EbAV-II-Richtlinie den Hebel ansetzen.

**Eine Lösung für den Stau grenzüberschreitender Aktivitäten auf EU-Ebene kann in der Entwicklung eines Person-Environment-Occupation-Performance(PEOP)-Modells bestehen.**

Gerade für die EU-Länder, die bislang nur relativ geringe Spartätigkeiten über die zweite Säule aufweisen, könnte ein standardisiertes Vorsorgeprodukt auf betrieblicher Ebene Arbeitgeber und Beschäftigte dazu motivieren, sich einem solchen Ve-

## Cross-border IORPs aus dem Herkunftsland Deutschland

|   | Aufnahmeland |
|---|--------------|
| BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G. | Luxemburg    |
| Nestlé Pensionfonds AG                        | Österreich   |
| Nürnberger Pensionkasse AG                    | Österreich   |
| R+V Pensionsversicherung a.G.                 | Luxemburg    |

Quelle: EIOPA „Cross-border IORPs“

hikel stärker zu öffnen, das standardisiert und leichter zu administrieren wäre.

### Konzentration auf Belgien

Grenzüberschreitende Aktivitäten konzentrieren sich nach dem EIOPA-Bericht wie bereits in den vergangenen Jahren auf eine kleine Gruppe von EU-Mitgliedsstaaten. Insgesamt haben alle 33 aktuellen Cross-border IORPs ihren Sitz in nur acht Ländern (siehe Grafik „Herkunftslander von Cross-border IORPs“ auf Seite 31). **Belgien ist das Herkunftsland von 15 Cross-border IORPs und ist mit zwölf Aufnahmelandern, in denen ihre Cross-border IORPs aktiv sind, nach wie vor das Herkunftsland mit der größten geografischen Streuung grenzüberschreitender Aktivitäten innerhalb der EU.** Zugleich weist Belgien als Herkunftsland die meisten Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger der Cross-border IORPs auf. Umgekehrt sind die Niederlande innerhalb der EU das Aufnahmeland, in dem mit 15 die meisten Cross-border IORPs aus anderen Herkunftsländern tätig sind.

Innerhalb der EU gibt es deutlich mehr Aufnahmelandern (16), in denen Cross-border IORPs aktiv sind, als Herkunftsländer (8). Im Vergleich zum EIOPA-Bericht von 2017 stieg die Zahl um zwei Aufnahmelandern. So kamen Dänemark, Frankreich, Griechenland und Portugal als Aufnahmelandern neu hinzu, während Tschechien und Großbritannien wegfielen.

Unter den EU-Mitgliedsstaaten verzichten bislang 14 Länder auf die Möglichkeit, den Binnenmarkt für Cross-border IORPs zu nutzen. Dabei betonen die Autoren des

EIOPA-Berichts „Cross-border IORPs“, dass die Existenz von inländischen EbAV für einen Staat keine Voraussetzung dafür ist, sich den grenzüberschreitenden Aktivitäten im Bereich der betrieblichen Altersversorgung zu öffnen. So habe Litauen zwar keine EbAV auf nationaler Ebene, sei aber dennoch im grenzüberschreitenden Bereich tätig.

Ein Trend setzt sich laut dem EIOPA-Bericht seit vier Jahren fort: So weiten bestehende Cross-border IORPs ihre Aktivitäten auf neue Aufnahmelandern aus. Im Vergleich zum EIOPA-Bericht von 2017 gibt es derzeit weniger Pensionseinrichtungen, die in nur einem einzigen Aufnahmeland tätig sind. Zugleich haben mehr Cross-border IORPs ihre Tätigkeit auf ein neues Aufnahmeland ausgeweitet.

### Typen von Cross-border IORPs

Neben der zunehmenden Zahl von Aufnahmelandern, in denen EbAV tätig sind, wächst auch die Zahl der Cross-border IORPs, die Dienstleistungen für mehrere unabhängige Arbeitgeber erbringen, also der Multi-Employer-Fonds. **Ende 2020 waren laut EIOPA rund 33 Prozent der Cross-border IORPs Multi-Employer-Fonds.** Ihre Anzahl und der Trend hin zu Multi-Employer-Fonds verstärken sich. Das spiegelt auch die Zahl der Trägerunternehmen wider. Die 33 Cross-border IORPs im EU-Raum weisen insgesamt 1.554 Trägerunternehmen auf. Das sind lediglich 10 Prozent weniger gegenüber dem EIOPA-Bericht von 2017, was angesichts des massiven Rückgangs der Zahl der Cross-border IORPs infolge des Brexits bemerkenswert ist.

Beim Vergleich der Plantypen Defined Benefit (DB) versus Defined Contribution (DC) überwiegen bei Cross-border IORPs weiterhin leistungsorientierte Systeme, gemessen an der Anzahl der Einrichtungen und am Gesamtvermögen. Zusammengefasst hat die Zahl der Cross-border IORPs, die sowohl DB- als auch DC-Systeme anbieten, von 2017 bis heute leicht zugenommen. Die EIOPA-Autoren erklären diesen Anstieg mit der wachsenden Zahl von Aufnahmelandern und Multi-Employer-Fonds. Auch wenn das Gesamtvermögen noch eine andere Sprache spricht: Das Verhältnis des DC-Vermögens zum



DB-Vermögen ist in den vergangenen vier Jahren um 3 Prozent gestiegen.

### Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger

Insgesamt nennt der EIOPA-Bericht „Cross-border IORPs“ einige Eckdaten für grenzüberschreitende Pensionseinrichtungen: Demnach betreuen die Einrichtungen aktuell etwa 70.000 Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger und verwalten rund 11,3 Milliarden Euro Assets unter Management. Das entspricht – so EIOPA – knapp 0,2 Prozent der Gesamtzahl der Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger bzw. 0,4 Prozent der Vermögenswerte aller EbAV, die die EIOPA und die nationalen Finanzaufsichten überwachen. Die eine Hälfte des Berechtigtenkreises besteht aus aktiven Versorgungsanwärtern, während sich die andere Hälfte zu fast gleichen Teilen aus Anwärtern mit aufgeschobenen Ansprüchen und Leistungsempfängern zusammensetzt. Belgien ist das Herkunftsland von 65 Prozent aller Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger aus Versorgungssystemen von Cross-border IORPs.

**Auf Ebene der Mitgliedsstaaten – und, soweit Daten verfügbar sind, auf der Ebene der Einrichtungen – weisen alle Cross-border IORPs nach Angaben von EIOPA eine positive Deckungsquote auf.** Diese berechnet sich aus dem Verhältnis zwischen dem verwalteten Vermögen und den versicherungstechnischen Rückstellungen. Die Cross-border IORPs weisen insgesamt mehr als 11,3 Milliarden Euro an Vermögenswerten auf. Dem stehen 10,5 Milliarden Euro Verbindlichkeiten gegenüber. Bei der regionalen Verteilung des Vermögens zeigt sich Ähnliches wie bereits bei den Versorgungsanwärtern und Begünstigten: Der überwiegende Teil des Vermögens und der Verbindlichkeiten entfällt auf Cross-border IORPs mit dem Herkunftsland Belgien.

Zu diesen Pensionseinrichtungen zählt auch der Sanofi European Pension Fund. Noch im vergangenen Jahr verwaltete der französische Pharmakonzern über 20 Milliarden Euro in DB- und DC-Pensionsplänen für über 100.000 aktuelle und frühere Beschäftigte der Gruppe. Laut einem Bericht des Fachmagazins IPE vom

### Internationale Cross-border IORPs, die im Aufnahmeland Deutschland vertreten sind

|   | Herkunftsland |
|---|---------------|
| Amundi Pension Fund                                     | Luxemburg     |
| APK Pensionskasse AG                                    | Österreich    |
| ePension Fund Europe (Assep)                            | Luxemburg     |
| LV 1871 Pensionsfonds AG                                | Liechtenstein |
| Sanofi European Pension Fund                            | Belgien       |
| Swiss Life International Employee Benefits Pension Fund | Liechtenstein |
| Swiss Life International Pension Fund                   | Liechtenstein |

Quelle: EIOPA „Cross-border IORPs“

4. Oktober 2021 hat der Sanofi European Pension Fund als erste EbAV mit Sitz in Belgien grenzüberschreitende Aktivitäten in Deutschland aufgenommen. Demnach werden die Verpflichtungen für mehr als 5.000 Pensionäre der Hoechst GmbH und der Hoechst Trevira GmbH über den Sanofi European Pension Fund gefundet. Die Hoechst AG ging nach der Fusion mit Rhône-Poulenc im Jahr 1999 in Aventis auf, die wiederum 2004 mit Sanofi-Synthelabo zu Sanofi fusionierte. Durch die Erweiterung des Sanofi European Pension Funds stiegen dessen Assets unter Management laut IPE um über 650 Millionen Euro an.

### Cross-border IORPs aus bzw. nach Deutschland

**Der EIOPA-Bericht „Cross-border IORPs“ nennt vier grenzüberschreitend aktive EbAV mit Deutschland als Herkunftsland:**

BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G., Nestlé Pensionsfonds AG, Nürnberger Pensionskasse AG und R+V Pensionsversicherung a.G. Sie betätigen sich in Luxemburg bzw. Österreich. Umgekehrt führt der Bericht sieben internationale Cross-border IORPs auf, die in Deutschland als Aufnahmeland aktiv sind: Neben Sanofi European Pension Fund noch Amundi Pension Fund, APK PK AG, ePension Fund Europe (Assep), LV 1871 Pensionsfonds AG, Swiss Life International Employee Benefits Pension Fund und Swiss Life International Pension Fund. ●

# outlook

## Kalender



### Frankfurter Allgemeine Konferenzen

#### Nachhaltigkeit & Kapitalanlage #5

31. MAI 2022  
FRANKFURT AM MAIN



### dpn ASSETS & LIABILITIES CONVENTION

20. + 21. SEPTEMBER 2022  
ESSEN



### institutional assets **SCHWEIZ** DAS PENSION-FORUM

25. OKTOBER 2022  
ZÜRICH

# 25



# JAHRESTAGUNG PORTFOLIO MANAGEMENT

Sichern Sie sich schon heute Ihren Platz für dieses JUBILÄUM!

Frische Perspektiven für die institutionelle Kapitalanlage in einem fragilen Umfeld

27. und 28. September 2022  
Hilton Frankfurt City Centre  
Detaillierte Informationen unter:  
[www.jahrestagung-portfolio-management.de](http://www.jahrestagung-portfolio-management.de)

## JUBILÄUMSSPRECHER:INNEN



EXKLUSIVER HAUPTSPONSOR



PREMIUM SPONSOREN



EXKLUSIVER MEDIENPARTNER



DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

PREMIUM MEDIENPARTNER



NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER.



## OUTCOMES MATTER

Institutionelle Anleger erwarten von ihrem Partner besondere Kenntnisse und langjährige Erfahrung. Als spezialisierter Asset- und Risikomanager bieten wir Ihnen kompetente Unterstützung bei der Vermögensverwaltung. Ihre Anlageziele stehen für uns an erster Stelle. Verlassen Sie sich auf unsere Expertise, um sie zu erreichen.

069 12014-2650

[www.insightinvestment.de](http://www.insightinvestment.de)



OUTCOMES MATTER

Kapitalanlagen sind Risiken ausgesetzt. Anleger erhalten unter Umständen nicht den vollen investierten Betrag zurück. Herausgegeben von Insight Investment Management (Europe) Limited. Eingetragener Firmensitz Riverside Two, 43-49 Sir John Rogerson's Quay, Dublin, D02 KV60. Eingetragen in Irland unter Registernummer 581405. Insight Investment Management (Europe) Limited unterliegt der Finanzaufsicht der irischen Zentralbank (Central Bank of Ireland). CBI Kennzeichen C154503. © 2022 Insight Investment. Alle Rechte vorbehalten.