

Status quo der Zusatzversorgung auf dem Prüfstand

Auch öffentliche und kirchliche Versorgungseinrichtungen bekommen die Krisen zu spüren, profitieren aber von langen Anlagedurationen. Dabei stützen sich manche Kassen auf die Umlagefinanzierung, manche auf die Kapitaldeckung. **Dr. Roberto Cruccolini** von der AKA Arbeitsgemeinschaft kommunale und kirchliche Altersversorgung, **Dr. Wolfram Gerdes** von den Kirchlichen Versorgungskassen KZVK/VKPB und **Philipp Kellersmann** von der Zusatzversorgungskasse der Stadt Köln geben einen Einblick in die Anlagepolitik und die Risikotragfähigkeit der AKA-Kassen. **Goran Culjak** hat im Nachgang zur dpn ASSETS & LIABILITIES CONVENTION 2023 nochmals mit den Experten gesprochen.



V. l. n. r.: Dr. Roberto Cruccolini, Philipp Kellersmann, Dr. Wolfram Gerdes und Moderator Dr. Guido Birkner auf der dpn ASSETS & LIABILITIES CONVENTION 2023 in Essen

Die öffentlichen Haushalte und Kommunen stehen unter permanentem Kosten- und Einsparndruck. Sowohl in wirtschaftlich guter Verfassung und erst recht in Krisenzeiten sollen die Haushalte der Länder, Städte und Gemeinden fiskalpolitisch unterstützen. Die Erwartungshaltung der Bürger ist groß. Gleichzeitig tragen die öffentlichen Haushalte auch für eigenes Personal eine große Verantwortung. Staatsdiener kannte schon das antike Ägypten. **Während sich Beamte in Deutschland erstmals vor über 200 Jahren auf eine schriftlich fixierte Altersversorgung verlassen konnten, mussten die nichtbeamteten Mitarbeiter lange um ihr Ruhegeld ringen.** In unserer dpn-Ausgabe 3/2021 skizzierten wir ausführlich den Weg der Zusatz-

versorgung für den kommunalen und kirchlichen Bereich anhand der Festschrift „20 Jahre AKA“. Die Abkürzung steht für Arbeitsgemeinschaft kommunale und kirchliche Altersversorgung e. V. Der Verband ist 1998 aus dem Zusammenschluss der Arbeitsgemeinschaft der kommunalen Zusatzversorgungskassen (ZVK) und der Arbeitsgemeinschaft der kommunalen Versorgungskassen (VK) entstanden.

Die AKA vertritt 43 ZVK und VK. Die ZVK organisieren die betriebliche Altersversorgung (bAV) für die Angestellten des öffentlichen Diensts auf kommunaler Ebene und im kirchlichen Bereich, die VK die kommunale und kirchliche Versorgung der Beamten – und das insgesamt für mehr als 50.000 Arbeitgeber und rund 10 Millionen Versicherte, Rentner, Beamte und Pensionäre. Die Finanzierungsverfahren der Kassen decken ein breites Spektrum ab und reichen von Umlagefinanzierung über mischfinanzierte Systeme bis hin zu kapitalgedeckten Systemen.

AKA-Systeme mit kollektiver und solidarischer Finanzierung

Mit den Eigenschaften und Besonderheiten der AKA-Altersversorgungssysteme kennt sich Roberto Cruccolini bestens aus. Er ist Leiter des Fachbereichs Wirtschaft bei der AKA und hat auf der dpn ASSETS & LIABILITIES CONVENTION 2023 in Essen zusammen mit Dr. Wolfram Gerdes und Philipp Kellersmann über die aktuelle Anlagepolitik und insbesondere die Risikotragfähigkeit von AKA-Kassen gesprochen. Gerdes verantwortet als Vorstand die Kapitalanlagen und Finanzen der Kirchlichen Versorgungskassen KZVK und VKPB, und Kellersmann ist Geschäftsführer der ZVK der Stadt Köln. **Im Mittelpunkt der Diskussion stand die Frage, wie gut es den ZVK in Krisenzeiten gelingt, die Verpflichtungs- und die Kapitalanlagenseite aufeinander abzustimmen.**

In der Pflichtversicherung der Zusatzversorgungs- und Beamtenversorgungskassen hat die AKA große dauerhafte Kollektivsysteme aus mehreren Hunderten bis Tausenden Arbeitgebern, die tarifvertraglich oder gesetzlich begründet diese Leistungen erbringen. Die Systeme sehen eine kollekti-

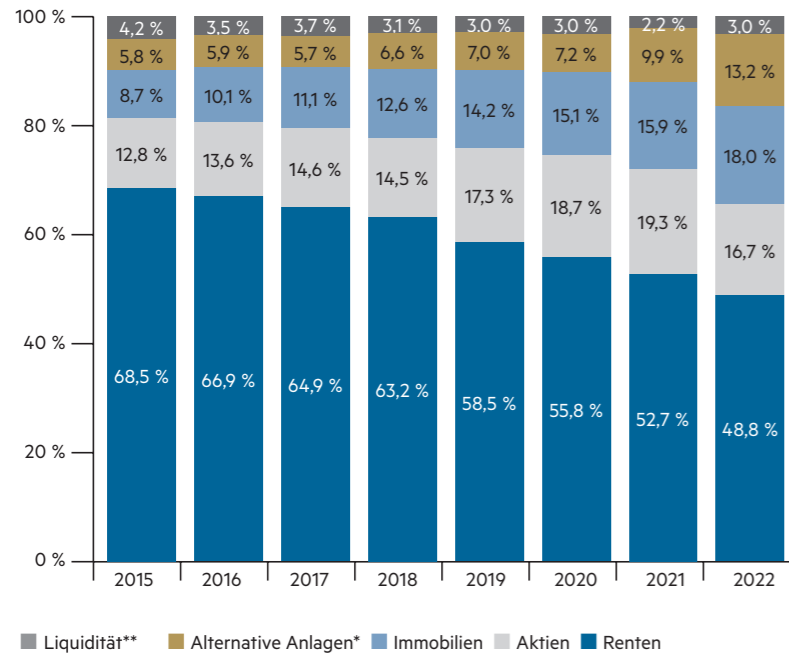
ve, solidarische Finanzierung mit der Möglichkeit von Beitragsanpassungen vor, und viele der Arbeitgeber sind insolvenzunfähig. „Dadurch sind ein dauerhaftes Bestehen und der Neuzugang von Versicherten in die Systeme sehr stark gesichert“, sagt Verbandsmann Cruccolini. Hinzu kommt die große Planbarkeit der Zahlungsströme – also kontrollierbare Zahlungszeitpunkte, nahezu kein Storno oder Kündigungsrechte, gesicherter Neuzugang. **Das alles begründet die Möglichkeit, verschiedene Ausprägungen der Finanzierung zwischen Umlage und Kapitaldeckung umzusetzen, die wir eben auch bei unseren Kassen sehen.** Und das begründet auch, warum das traditionelle Risikoverständnis – Stichwort „Volatilität“ – nur eingeschränkt auf das Geschäftsmodell der AKA-Kassen passt und die Steuerung des langfristigen Geschäftsverlaufs wichtiger ist als die Erreichung von stichtagsbezogenen – in der Regel kurzfristigen – Kennzahlen. Langfristige Entwicklungen bei den Beständen und der Ertragskraft des Kapitals sind wesentlich – Stichwort „Trend“ – für die langfristige Finanzierung.

Fokussierung auf Substanzwerte und illiquide Anlagen

In der Kapitalanlage wird dadurch eine starke Fokussierung auf Substanzwerte und illiquide Anlagen möglich. Die Zunahme dieser Anlageklassen sieht Cruccolini in seinem Zuständigkeitsgebiet in den letzten Jahren sehr deutlich, wie die Grafik auf Seite 72 zeigt. Das hat auch viel mit der Niedrigzinsdekade zu tun. „Durch den Substanzwertanteil und eine tendenziell kürzere Zinsbindung wurde auch das schwierige Jahr 2022 mit seinem historisch einmaligen Zinsanstieg vergleichsweise gut überstanden – mit deutlich geringeren Marktwertverlusten als bei Allokationen mit höherem Rentenanteil.“ Aussagen zum Jahr 2023 sind indes noch nicht möglich, da die Daten erst im Frühjahr 2024 vorliegen werden, heißt es.

Einen tieferen Einblick in die Anlagepraxis liefert Wolfram Gerdes mit den Kirchlichen Versorgungskassen KZVK und VKPB. Beide Gesellschaften sind Körperschaften des öffentlichen Rechts. Versicherte der

AKA: AuM der Zusatzversorgung und Beamtenversorgung insgesamt (Buchwerte zum Jahresende)



* Insbesondere Beteiligungen/Private Equity, Infrastruktur, Rohstoffe etc.
 ** Alle Cash-Positionen (Girokonten, Tagesgeld, kurzfristige Termingelder etc.)
 Quelle: AKA

KZVK sind Einrichtungen verschiedener evangelischer Kirchen, überwiegend im Bereich der Diakonie tätig. Deren Mitarbeiter beziehen von der KZVK eine zusätzliche, lebenslange Altersrente (zweite Säule). Die VKPB leistet für Pfarrer und Kirchenbeamten der beteiligten evangelischen Landeskirchen die volle Pension (erste Säule). **Die beiden Kassen verwalten ein Vermögen mit einem Marktwert von gut 16 Milliarden Euro per Mitte Januar 2024.** Basierend auf Marktwerten ist die KZVK (VKPB) zu etwa 95 Prozent (75 Prozent) ausfinanziert. „Allerdings steuern wir auf Basis von Buchwerten“, stellt Gerdes klar. Legt man Buchwerte zugrunde, ist der Ausfinanzierungsgrad bei einem Wert von rund 86 Prozent (67 Prozent) niedriger. Dies ist deshalb erwähnenswert, da die KZVK und VKPB über stille Reserven in nennenswertem Umfang verfügen. Nach dem heftigen Zinsanstieg von 2022 leidet

im Vergleich hierzu das typische deutsche Lebensversicherungsunternehmen unter stillen Lasten in Höhe von rund 10 Prozent der Bilanz. Deshalb stellt die Lebensversicherungsbranche die Kapitaldeckung über die höheren Buchwerte, nicht aber die niedrigeren Marktwerte dar.

VKPB entschied sich bewusst für eine Kapitaldeckung

Sowohl die KZVK als auch VKPB bekennen sich seit mehr als zwei Jahrzehnten zum Prinzip der Kapitaldeckung, kommen jedoch aus einer anderen Historie. **Die KZVK stellte formal zu Beginn des Jahrtausends auf Kapitaldeckung um, „was jedoch für damals schon bestehende Versicherungszusagen eine Nachfinanzierung erforderlich machte“, so Gerdes.** Dieser Nachfinanzierungsaufwand erhöhte sich danach durch immer weiter sinkende Zinsen, weil dadurch die Höhe der erforderlichen Rückstellungen anstieg. „Die auch heute noch nicht vollständig erreichte Kapitaldeckung reflektiert diese Vergangenheit.“ Wegen des lange erwarteten Rückgangs der aktiv beschäftigten Pfarrer und Pfarrerinnen – und somit auch eines Rückgangs der Beitragseinnahmen – entschied sich die VKPB bewusst für eine Kapitaldeckung. Danach erhielt sie von den Landeskirchen in großem Umfang zusätzliche Mittel zur Nachfinanzierung alter Ansprüche. Auch hier spiegelt die noch vorhandene Deckungslücke einen Zwischenstand auf dem Weg zur vollen Kapitaldeckung wider.

Auch die kirchlichen Versorgungseinrichtungen bekommen die Krisen zu spüren. „Zweifelloso profitieren beide Kassen von einem besonders langen Anlagehorizont“, stellt Gerdes fest. Hingegen ist die Duration innerhalb des Vermögens, das heißt die Dauer der Zinsbindung festverzinslicher Anlagen, vermutlich viel kürzer als im Branchenvergleich. Beide Kassen hielten Festgeldanlagen ohne (oder mit nur sehr niedrigen) Zinskupons nicht dazu geeignet, die jeweiligen Ertragserfordernisse zu stützen. In der Folge wurde die Länge der Zinsbindung (Duration) während der Niedrigzinsphase sukzessive verkürzt. „Dies erwies sich während des Zinsanstiegs

2022 als vorteilhaft und begrenzte den Verlust wertvoller stiller Reserven“, so Kapitalanlageexperte Gerdes. Vorteilhaft ist hingegen der lange Anlagehorizont. Weil beide Kassen, besonders aber die KZVK, höhere Versicherungsbeiträge erhalten, als sie bislang an Leistungen auszahlen müssen, bleibt das Kapital für viele Jahre ertragsbringend gebunden. Auch können Versicherte vor Rentenbezug keine vorzeitige Herausgabe von Finanzmitteln fordern (Storno). Dadurch ist sichergestellt, dass in den kommenden Jahren keine Anlagen mit stärker schwankenden Marktpreisen (Aktien, Beteiligungen, aber auch Immobilien) zur Erbringung der Versicherungsleistung verkauft werden müssen. In der Folge können diese Anlagen lange genug gehalten werden, um auch schwächere Marktphasen auszusitzen. Diese Fähigkeit sei wiederum Voraussetzung dafür, so Gerdes, die bei diesen Anlagen mittelfristig höheren Erträge tatsächlich mit ausreichender Sicherheit zu vereinnahmen. Entsprechend sind diese im Vermögen der Kassen vergleichsweise hoch gewichtet.

ALM und Asset Allocation in Eigenregie

Gerdes managt mit seinem Team die Direktanlage von Rentenanlagen guter Bonität und von Wohnimmobilien selbst. Seine Einrichtung ist Eigentümerin einer eigenen Immobilienochter mit Schwerpunkt Gewerbe. „Asset Liability Management führen wir selbst durch und steuern auch die resultierende Asset Allocation selbstständig.“ **Das Management von Aktien, Rentenpapieren mit höheren Risiken und Beteiligungskapital ist an externe Manager vergeben.** In Ergänzung der eigenen Immobilienaktivitäten werden zusätzlich externe Manager kontrahiert. Das Vermögen teilt sich grob auf in 40 Prozent Renten, 35 Prozent Aktien, 13 Prozent Beteiligungen und 12 Prozent Immobilien.

Der wesentliche Unterschied der Anlagestruktur im Vergleich zu der der Versicherungswirtschaft ist der bei der Kirchlichen Versorgungskasse markant höhere Anteil (niedrigere Anteil) an Substanzwerten (an Nominalwerten). Dieser Unterschied besteht seit vielen Jahren und erweiterte sich in der Niedrigzinsphase, „wo wir Nominal-

werte zunehmend abgebaut haben“. In Zukunft ist ein weiteres Abschmelzen bei den Nominalwerten auf rund 30 Prozent des Gesamtportfolios denkbar und angestrebt. „Voraussetzung dafür ist, dass uns die Dynamik des Versichertenkollektivs auch dann noch erlaubt, mit einem überproportional langen Anlagehorizont zu planen“, sagt Gerdes.

Von einer etwas anderen Herangehensweise bei den Kapitalanlagen berichtet unterdessen Philipp Kellersmann von der ZVK der Stadt Köln. Sie ist eine der drei städtischen ZVK unter den kommunalen ZVK. **Die ZVK der Stadt Köln verfügt über ein wachsendes Kassenvermögen in Höhe von derzeit circa 1,6 Milliarden Euro.** Eine Besonderheit dieser Einrichtung ist es, dass die Stadt Köln als kassentragendes Mitglied auf ihre Mitglieder einen maßgeblichen Einfluss hat. Neben den Angestellten der Stadtverwaltung stellen die großen städtischen Unternehmen den Löwenanteil der Versicherten und sind damit große Mitglieder der Kasse.

Im Finanzierungsmodell der ZVK der Stadt Köln werden Finanzmittel in Abhängigkeit von den Entgeltsummen im Sinne einer Umlage vereinnahmt. Diese Einnahmen werden noch auf viele Jahre die gleichzeitig geleisteten Rentenzahlungen übersteigen. „Mit dem entstehenden Überschuss bauen wir das Kassenvermögen auf, welches für die Dauer des jeweiligen Deckungsabschnitts, bei uns 100 Jahre, quasi als ein Puffervermögen dient“, sagt Geschäftsführer Kellersmann und fügt hinzu: „Durch dieses Puffervermögen können wir Unterschiede zwischen den Generationen bestmöglich ausgleichen und erreichen langfristig stabile Beitragssätze.“ Mit Blick auf die aktuelle demografische Struktur, bei der kleiner werdende Generationen den geburtenstarken Jahrgängen folgen, führt dies derzeit noch zu vergleichsweise hohen Wachstumsraten des Kassenvermögens.

Externe Manager für Anlagen innerhalb der Asset-Klassen

Mit Blick auf 2022 und 2023 sind für Kellersmann die Zins- und die Inflationsentwicklung die wichtigsten Faktoren. „Das gestiegene Zinsniveau ist für uns

„Es ist eine große Herausforderung für die Kassen, Regelungen angemessen und zugleich kosteneffizient umzusetzen.“

ROBERTO CRUCCOLINI

„Neben einem großen Rentendirektbestand haben wir eine sehr starke Allokation in Sachwerte, insbesondere Immobilien und Infrastruktur, vorgenommen.“

PHILIPP KELLERSMANN

– trotz der damit verbundenen Unruhe an den Kapitalmärkten – aufgrund des signifikanten Neuanlagevolumens eine gute Entwicklung.“ Darüber hinaus habe sich die erhöhte Inflation auf die Tarifabschlüsse ausgewirkt, die deutlich höher ausgefallen sind als in vorherigen Jahren. Die prozentualen Erhöhungen fielen in den niedrigeren Tarifgruppen, die im kommunalen Bereich wichtiger als auf Bundes- oder Landesebene sind, stärker aus. Mit der Folge: Die für die Neuanlage verfügbaren Volumina werden sich aufgrund dieser Entwicklung überproportional erhöhen.

Gesteuert wird die Asset Allocation auf Basis von Gremienbeschlüssen. Für die jeweiligen Anlagen innerhalb der Asset-Klassen nutzt die ZVK der Stadt Köln externe Manager. „Neben einem großen Rentendirektbestand haben wir eine sehr starke Allokation in Sachwerte, insbesondere Immobilien und Infrastruktur, vorgenommen“, erläutert Kellersmann. Börsennotierte Aktien und nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen und -finanzierungen (Private Equity/Private Debt) sind ebenfalls Teil der Allokation, aber in einem geringeren Umfang als die anderen Asset-Klassen.

Das Portfoliomanagement nutzt die gleichen Instrumente zur Kapitalanlage wie Versicherungen. „Wie Versicherungen orientieren wir uns an unseren Verpflichtungen. Wir haben aber andere Verpflichtungen und damit können wir uns auch bei der Kapitalanlagepolitik unterscheiden“, hebt Kellersmann hervor. Gleichzeitig teilt seine Einrichtung einige aufsichtsrechtliche Restriktionen mit Versicherungen, andere Restriktionen aber nicht. „So gelten für uns einerseits die Quoten der Anlageverordnung. Stresstests oder Solvency-II-Kapitalanforderungen sind für uns andererseits keine Restriktion. Wir können daher vermutlich leichter eine stärker sachwertorientierte Anlagepolitik betreiben, was wir auch machen – insbesondere bei Immobilien und Infrastruktur“, so Kellersmann. Im Zeitvergleich ändert das Management seine Asset Allocation primär durch die Neuanlagen, wobei die relative Bedeu-

tung von Private Equity und Private Debt derzeit wächst und sich so sukzessive der Zielallokation annähert.

EU-Finanzmarktregulierung ohne Umsetzung in nationales Recht

Ein Thema eint aber alle drei Experten auf dem Podium der dpn ASSETS & LIABILITIES CONVENTION 2023: die Regularien. Die letzten eineinhalb Jahrzehnte seit der globalen Finanzkrise sind von einer deutlichen Zunahme regulatorischer Vorgaben in nahezu allen Geschäftsbereichen von Altersversorgungseinrichtungen geprägt. Seit einigen Jahren sind die Themenbereiche Geschäftsorganisation, IT-Sicherheit und Sustainable Finance die zentralen regulatorischen Treiber. VAIT, DORA, Offenlegungs-VO, Taxonomie-VO, CSRD-Nachhaltigkeitsberichterstattung sind mittlerweile nahezu jedem in der Altersversorgung bekannte Kürzel. „Es ist eine große Herausforderung für die Kassen, Regelungen angemessen und zugleich kosteneffizient umzusetzen“, weiß AKA-Fachmann Cruccolini. Auch steuerliche Themen rund um die Kapitalanlage haben aufgrund international abgestimmter Initiativen stark zugenommen. Als steuerbefreite Anleger bedeutet es teils großen Aufwand, dafür zu sorgen, dass Investment-Strukturen materiell nicht unangemessen belastet werden. „Als Verband versuchen wir natürlich zu unterstützen, auch wenn die schiere Menge der regulatorischen Themen schwer zu verdauen ist“, sagt Cruccolini.

Zu den genannten Buzzwords könnte der Experte noch tiefer eintauchen und über die Bedeutung für die Altersversorgungseinrichtungen referieren. Ein zentrales Grundproblem ist ihm aber viel wichtiger, was über die Jahre immer massiver geworden ist und anhält: **Die EU-Finanzmarktregulierung erfolgt immer öfter branchenübergreifend über EU-Verordnungen und ohne Umsetzung in die nationalen Rechtsordnungen, so dass Anpassungen an die jeweiligen Besonderheiten nicht mehr stattfinden.** „Altersversorgungseinrichtungen werden hier zunehmend wie normale Finanzmarktakteure behandelt, was in unterschiedlichen Kontexten einfach nicht

passt bzw. funktioniert“, sagt der Verbands-Experte. Somit passen Vorgaben oftmals sehr grundlegend nicht zu diesen Einrichtungen.

Umso mehr freut sich Cruccolini, wenn er mit der AKA konkrete Erfolge für die Mitglieder erreicht. Beispielsweise hat das Bundesfinanzministerium Ende 2023 klar gestellt, dass unter anderem Pensionskassen sowie ZVK mit der gleichen Steuerbefreiung bei selbst verwalteten Immobilien Photovoltaikanlagen und E-Ladesäulen installieren und betreiben dürfen, ohne dass ihre Steuerbefreiung für sämtliche Kapitalanlagen wegfällt. Und auch das jüngst veröffentlichte Anwendungsschreiben des BMF zum Außensteuergesetz hat Anregungen aufgegriffen, von steuerbefrei-

ten Anlegern und deren Investmentfonds keine aufwendigen und teuren Steuererklärungen zu verlangen, wenn ohnehin keine Besteuerung erfolgt. „Noch mehr freuen würden wir uns, wenn der Gesetzgeber das Thema Photovoltaikanlagen und Erneuerbare Energien auch für Immobilien in Immobilienfonds für institutionelle Anleger weiter klären und erleichtern würde“, so AKA-Fachmann Cruccolini. Hierzu sieht er bereits gute Diskussionen, die nur noch zu geltendem Recht werden müssten. Wenn es 2024 gelingen würde, auch noch das „Betriebsrentenstärkungsgesetz 2“ durchzubringen, wäre das „eine großartige Sache“. Und falls nicht, wäre die AKA auch mit der Umsetzung einiger diskutierter Änderungen zufrieden. ●

„Zweifellos profitieren beide Kassen von einem besonders langen Anlagehorizont.“

WOLFRAM GERDES

ANZEIGE

BAI ALTERNATIVE INVESTOR CONFERENCE 2024 Workshop und Dinner für institutionelle Endinvestoren

23. - 24. April 2024 sowie Pre-Event am 22. April 2024 zu Recht & Regulierung Kap Europa, Frankfurt



Prof. Dr. Bernd Raffelhüsch
Forschungszentrum Generationenverträge,
Albert-Ludwigs-Universität Freiburg



Prof. Dr. Isabell M. Welp
Chair of Strategy and Organisation,
TUM School of Management



Prof. Oliver Gottschalg
Strategy Department,
HEC School of Management Paris



Christoph Junge
Head of Alternatives,
Velliv



Thorsten Havener
Gedankenleser

Dinner-Sponsor

Investment Managers

Gold-Sponsoren

ARDIAN BlackRock EDMOND DE ROTHSCHILD EUROPEAN INFRASTRUCTURE PARTNERS finance@motion

FRANKLIN TEMPLETON GOLDING WALCK ALPHAUSSER LAHPE ICG Luther. Manulife Investment Management

PEMBERTON POELLATH+ RANTUM CAPITAL Schroders capital STEPSTONE SUSI PARTNERS

UNIGESTION Universal Investment

Lunch-Sponsoren

AltamarCAM SwanCap

Pre-Event-Sponsoren

CLIFFORD CHANCE GreenbergFrost

Einlassmanagement-Sponsor

HAYFIN

Get-together-Sponsoren

ACM PREQIN

Meeting-Lounge-Sponsoren

Federated Hermes HSBC HARBOURVEST ANNERTON BERENBERG caceis INVESTOR SERVICES

Tages-Sponsor

HSBC HARBOURVEST ANNERTON BERENBERG caceis INVESTOR SERVICES

Silber-Sponsoren

ANNERTON BERENBERG caceis INVESTOR SERVICES

mit freundlicher Unterstützung von

argos wityu BNP PARIBAS PORTFOLIO ADVISORS pwc YIELCO

Medienpartner

Absolut research Börsen-Zeitung dpn INTELLIGENT INVESTORS INVESTMENT CHANNEL IPE portfolio institutional S VentureCapital

Partnerverbände

100 Women in Finance AJMA CATA CFA Society Germany FONDS FRAUEN SECA



Informationen zur AIC finden Sie unter:
www.ai-conference.com
Bei Fragen kontaktieren Sie bitte das Events-Team unter
+49 228 9698735 oder events@bvai.de