

LEITERbAV

PENSIONS
INDUSTRIES

ALTERNATIVES
INDUSTRIES

TACTICAL ADVANTAGE

Das Magazin für die imperativen Fragen
des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens und der Private Markets

Volume 17
12/2025

EURO 50,00

DIE FRAGE DES INVESTORS:

REVIVAL FÜR RE-RISKING – ODER: WAREN REAL ASSETS NIE TOT?

**PATRICK HUBER**

Vorstand
Pensionskasse der Bewag

Neben Änderungen bei dem SPM sieht der aktuelle Entwurf des BRSG 2.0 auch Neuerungen bei den Bedeckungsvorschriften für Pensionskassen vor. So der Entwurf Gesetzeskraft erlangt, werden erstmalig (temporäre) Unterdeckungen in begrenzter Höhe unter bestimmten Voraussetzungen möglich sein, wie sie in anderen Ländern (UK, US) oder Systemen (zum Beispiel Zusatzversorgung in Deutschland) schon seit Jahren möglich sind. Gleichzeitig sollen diese Flexibilisierungen in den Stresstests der BaFin angerechnet werden können.

- 1 Welche Auswirkungen bietet dieser erweiterte (aufsichtsrechtliche) Rahmen für die (strategische) Asset Allocation, und können so (langfristig) höhere Erträge erzielt werden?
- 2 Kann und sollte verstärkt in Klassen mit (kurzfristig) stärkeren Schwankungen investiert werden? Welche Regionen und Segmente des Aktienmarkts sind unter dem genannten Gesichtspunkt mittelfristig attraktiv?
- 3 Welche Opportunitäten bietet das für illiquide Anlageklassen, und wie können diese auf Dauer in Anlagestrategien verankert werden (zum Beispiel Evergreens bei Private Debt)?
- 4 Wie kann dieser neue Rahmen modellhaft in den ALM-Studien umgesetzt werden?
- 5 Können/Sollten sich die Pensionsinvestoren die Kosten für (»bilanzschonende«) Risiko-Overlays sparen?

**DAVID ERICHLANDWEHR**

Leiter Corporate Clients Deutschland,
Österreich & Osteuropa
BlackRock

1 Temporäre Unterdeckungen und deren Anrechnung in BaFin-Stresstests erhöhen den Handlungsspielraum. Pensionskassen können ihre Portfolios stärker an langfristigen Verpflichtungen ausrichten, weniger defensiv investieren und innerhalb der Anlageverordnung zusätzliche Renditequellen erschließen. Unsere Analysen zeigen, dass bereits eine Erhöhung der Allokation um fünf Prozent in Infrastruktur oder Private Debt die Rendite-Risiko-Struktur eines typischen deutschen Pensionsportfolios spürbar verbessert – mit stabileren Erträgen bei nur moderatem Anstieg der Volatilität.¹

2 Theoretisch ja: Der neue Rahmen erleichtert es, Aktienpositionen auch in volatilen Marktphasen zu halten. Mittel- bis langfristig könnten Nordamerika und Teile Asiens attraktive Perspektiven bieten. In der Praxis wird zusätzliches Risikobudget aber häufig im Privatmarkt allokiert, da dort – etwa über Infrastruktur oder Private Debt – ein attraktiveres Rendite-Risiko-Profil möglich sein könnte.

3 Besonders Infrastruktur und Private Debt profitieren: Beide Asset-Klassen passen zur langfristigen Verpflichtungsstruktur von Pensionskassen und können – je nach Vertragsgestaltung – zugleich einen natürlichen Inflationsschutz bieten. Dauerhafte Verankerung gelingt über eine gezielte Quotensteuerung im Rahmen der Anlageverordnung, Commitment Pacing², Vintage-Diversifikation³ – auch über Evergreen- oder semi-offene Strukturen.

4 Asset Liability Management-Modelle sollten Unterdeckungsszenarien zulassen, BaFin-Stresstests explizit berücksichtigen sowie Risikobudgets und Rebalancing-Bänder abbilden. Ergänzend sollten Liquiditätspuffer für Capital Calls und Commitment Pacing modelliert werden, um Infrastruktur- und Private Debt-Quoten konsistent einzubetten und realistische Risikoprofile darzustellen.

5 Teilweise. Wo regulatorisch mehr Schwankungen akzeptiert sind, sinkt der Bedarf an teuren Overlays. Dies stärkt die Nettoerträge – vorausgesetzt, Investoren gehen nur so viel Risiko ein, wie auch in einem negativen Szenario getragen werden kann. Insgesamt erhöhen die Anpassungen das nutzbare Risikobudget und eröffnen die Möglichkeit, Kapital gezielter in renditestärkere Anlageklassen wie Infrastruktur und Private Debt umzuschichten.

**DENNIS LEHNHOFF**

Leiter Versorgungswerke und Pensionskassen
Mercer Deutschland

1 Die Erfahrung zeigt, dass sich Schwankungen bei volatilieren Anlagen tendenziell langfristig ausgleichen, auch wenn sie kurzfristig zu Unterdeckungen führen können. In volatilen Phasen können Verluste abgedeckt werden, ohne Assets verkaufen oder Strategien

1 Quelle: BlackRock, Stand 10. Januar 2025.

2 Commitment Pacing: ein Prozess für private Märkte, der die zeitliche Planung und Steuerung von Kapitalzusagen an private Märkte (zum Beispiel Private Equity) anstrebt, um Zielallokationen beizubehalten, Cashflows zu optimieren, Diversifikation zu gewährleisten und das Liquiditätsrisiko zu managen.

3 Vintage-Diversifikation: eine Anlagestrategie, bei der Kapital über mehrere »Jahrgänge« von Private Equity-Fonds verteilt wird, anstatt auf einen einzigen, vermeintlich »perfekten« Investitionszeitpunkt zu warten.

anpassen zu müssen. Das erhöht die Chance auf bessere langfristige Renditen. Die bereits erfolgte Anpassung der AnlV unterstützt diese Flexibilisierung zusätzlich.

2 Durch die Gesetzesänderung kann kurzfristige Volatilität im Portfolio besser gehalten werden. Gleichzeitig gilt unverändert, dass Anlagestrategien abgestimmt auf das individuelle Verpflichtungsprofil abgeleitet werden. Für Pensionskassen, die derzeit über wenig aktivseitige Reserven verfügen, eröffnen sich Chancen, ihre Anlagestrategie neu auszurichten und langfristig Reserven aufzubauen. Der Aktienmarkt ist unverändert attraktiv, und eine ausgewogene, regional diversifizierte Strategie kann dazu beitragen, langfristig Kapitalwachstum zu generieren.

3 Das Rahmenwerk eröffnet Chancen für Investitionen in illiquide Anlagen wie Private Debt, Infrastruktur oder Private Equity. Diese können gezielt integriert werden und durch eine breitere Diversifikation die Ertragspotentiale erhöhen. Herausforderungen ergeben sich jedoch für Pensionskassen, deren Versorgungsleistungen Neubeträge deutlich übersteigen – hier sollten Investitionen in illiquide Titel nur nach sorgfältiger Überprüfung des Liquiditätsrisikos erfolgen.

4 In ALM-Studien werden relevante Erfolgs- und Risikokennzahlen quantifiziert, um Auswirkungen von Anlagestrategien auf die Erreichung strategischer Ziele messbar zu machen. Temporäre Unterdeckungen können nun im Sinne eines Frühwarnindikators quantifiziert werden, während diese in der alten gesetzlichen Regelung direkt zu Nachschusspflichten des TU geführt hätten.

5 Studien zeigen, dass Risiko-Overlays zwar Schutz vor Verlusten bieten, aber auch Performance-Einbußen mit sich bringen. Pensionskassen könnten ggf. auf diese teuren Instrumente verzichten oder sie deutlich reduzieren. Das spart Kosten und erhöht die Netto-Rendite.

Fazit: Der erweiterte aufsichtsrechtliche Rahmen schafft Möglichkeiten, die Asset Allocation strategisch flexibler zu gestalten, Risiken gezielt zu steuern und langfristig höhere Erträge zu erzielen. Für Pensionskassen und Investoren bedeutet dies einen wichtigen Schritt hin zu einer resilienteren und ertragsstärkeren Anlagestrategie.



MICHAEL GROB

Head of Institutional Consulting
Berenberg

1 Die Ausgangslage und die Zielsetzung von Pensionskassen sind sehr unterschiedlich. Was alle eint: Die derzeitigen aufsichtsrechtlichen Vorgaben fokussieren stark auf die Begrenzung kurzfristiger Risiken, was nicht unbedingt zu ihrem langfristigen Investmenthorizont passt. Sie begrenzen die Ertragsmöglichkeiten für Pensionskassen und damit letztlich das Potential für Überschusszuteilungen.

2 Die Möglichkeit einer temporären Unterdeckung eröffnet neue Freiheitsgrade, die Anlagestrategie auf renditestärkere – stärker schwankende – Anlageklassen auszurichten. Vor diesem Hintergrund bewerten wir derzeit beispielsweise Aktien aus asiatischen Schwellenländern positiv.

3 Illiquide Investments waren und sind wichtiges Element jeder Anlagestrategie. Sie erweitern die Ertragsquellen, leisten erheblichen Beitrag zur Diversifikation und passen sehr gut zum langfristigen Investmenthorizont von Pensionskassen. Die bereits rechtskräftige Modifikation der regulatorischen Mischungsquoten in der AnlV – insbesondere die neue Infrastrukturquote von fünf Prozent – erhöht den Handlungsspielraum der Kassen. Wir haben diese Neuerung bereits in Simulationsstudien untersucht und insbesondere Potential für Kassen identifiziert, die hohe Renditeziele verfolgen.

4/5 Grundsätzlich sind wir der Auffassung, dass eine durchdachte Anlagestrategie wirkungsvoller als ein Risiko-Overlay ist. In Einzelfällen – wenn Pensionskassen beispielsweise an den Grenzen des aufsichts-

rechtlich Zulässigen investieren – kann allerdings ein zielorientiertes Risiko-Overlay zu verbesserter Zielerreichung führen. Wir empfehlen daher die direkte Integration im Rahmen von ALM-Studien, um quantitative Effekte objektiv abwägen zu können.

Auch die regulatorischen Bedingungen sollten möglichst realitätsnah in ALM-Studien abgebildet werden, um praxisrelevante Ergebnisse abzuleiten. Die Erweiterung um eine temporäre Unterdeckung stellt eine einfach zu implementierende Ergänzung in bestehende ALM-Systeme dar – analog zu bestehenden Regeln für Pensionsfonds. Die tatsächliche Optimierung und die sich ergebende Anlagestrategie können sich aber für viele Kassen erheblich verändern. Zum einen ergeben sich Opportunitäten bei stark schwankenden Anlageklassen, zum anderen ist eine weitere Dimension – die erwartete Unterdeckung und der Umgang damit – zu berücksichtigen. Die neuen Bedeckungsvorschriften erweitern insgesamt das Handlungsspektrum von Pensionskassen – das individuelle Potential kann aber nur eine individuelle Analyse aufzeigen.



JENS KYNAST

Spezialist Advisory-Desk & Portfoliomanagement
Metzler Pension Management

1 Der Unterdeckungszeitraum von bis zu zehn Jahren ermöglicht Pensionskassen eine deutlich volatilere und somit chancenreichere SAA. Höhere Schwankungen sollten auf lange Frist immer auch mit höheren Erträgen einhergehen.

2 Diese Regelungen in Verbindung mit den Anpassungen der AnlV setzen den Rahmen ertragsorientierterer Anlagen in der Pensionskasse. Entsprechend können in

der SAA chancenreichere Assets (Aktien, Alternatives) angehoben und Ertragspotentiale in Schwellenländern oder in weniger kapitalisierten Märkten sowie in den Private Markets genutzt werden. Der Zeitraum von zehn Jahren bis zur Wiederherstellung der Bedeckung ermöglicht die Nutzung des gesamten Investitionszyklus am Aktienmarkt. Über zehn Jahre oder länger konnten sich fast alle Asset-Klassen positiv entwickeln, sodass davon auszugehen ist, dass über die Kapitalmarktentwicklung eine Unterdeckung ausgeglichen und Mehrertrag erzielt werden kann. Grundsätzlich sollte eine robuste, diversifizierte SAA (über Asset-Klassen, Regionen, Laufzeiten) implementiert werden, um das Drawdown-Risiko zu begrenzen. Zur Einhaltung maximal zulässiger Unterdeckung können ebenfalls Risiko Overlay-Strategien in Betracht gezogen werden, die hier sukzessive den Anteil risikobehafteter Assets reduzieren können.

3 Bei den Illiquiden können ebenfalls Erleichterungen durch die geänderte AnlV genutzt werden. Zur Vermeidung möglicher Kursverluste (zum Beispiel J-Kurve-Effekt) und der Möglichkeit der Exposure-Reduktion zur Einhaltung aufsichtsrechtlicher Grenzen bietet sich ein diversifiziertes Portfolio aus Primaries, Secondaries (kürzere Restlaufzeiten) und Evergreens mit der Option zur quartalsweisen Rückgabe an. Debt-Fonds mit einem Horizont von sechs bis sieben Jahren können ebenfalls in Betracht gezogen werden, da die Laufzeit der Loans unter der Zehn-Jahres-Frist zur Beseitigung einer möglichen Unterdeckung liegt.

4 Bei ALM-Studien sollten die Anhebung der Quote für chancenreichere Assets sowie der Einsatz illiquider Assets und deren Ertrags-erwartungen und Volatilität sowie mögliche Unterdeckungen in den Berechnungsmodellen berücksichtigt werden. Um das Portfolio liquide zu halten, kann im Rahmen mittelfristiger Planungsrechnungen eine Verschiebung von liquiden zu illiquiden Asset-Klassen geschätzt und rechtzeitig ein Abbau der Alternatives initiiert werden.

5 Smarte Risiko Overlay-Strukturen, die nicht nur das Risiko »abschneiden«, sondern auch Opportunitätskosten in steigenden Märkten reduzieren, könnten zusätzliche Ertragsfaktoren jenseits der SAA bedeuten. *TacAd*

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 17 | Dezember 2025

LEITERbAV

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

KONTAKT

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

UST-ID DE 275337140

FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

GESTALTUNG UND SATZ

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

AUTORENZEICHNUNGEN

Jacopo Pfrang, Berlin

DRUCKEREI

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

PAPIER

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

SCHRIFTEN

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

AUFLAGE

1.500 Exemplare

SCHUTZGEBÜHR

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

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITERbAV, PENSIONS INDUSTRIES, ALTERNATIVES INDUSTRIES und *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

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

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

Alle Medien von LEITERbAV bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews).

Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITERbAV / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITERbAV / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulinus aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll. Dr.-Titel finden in der *Tactical Advantage* keine Verwendung.

COPYRIGHT

© 2025 Pascal Bazzazi – LEITERbAV – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390

ALTERNATIVES INDUSTRIES

DIE NEUE DEUTSCHE NEWS-PLATTFORM FÜR PRIVATE MARKETS UND ALTERNATIVES!

