

---

**REDEZEIT** STEFAN NELLSHEN

**STEFAN NELLSHEN**  
BAYER

# „Wir werden wachsam bleiben müssen“

Als Chef eines der größten Versorgungswerke Deutschlands ist die europäische Regulierung für **Stefan Nellshen** ein Schlüsselthema. Mit dem gebürtigen Leverkusener sprach **Pascal Bazzazi**.

## Herr Nellshen, nun liegen sie vor, die Stress-testergebnisse der EIOPA? Wie bewerten Sie die Ergebnisse im Allgemeinen?

Wir werden sicher alle noch etwas Zeit benötigen, um diese sorgfältig zu analysieren und unsere Schlussfolgerungen daraus zu ziehen. Hierbei ist aus meiner Sicht jedoch äußerst vorsichtig vorzugehen. Die reinen Ergebnisse in Zahlen, welche zumindest für Deutschland so in etwa auch zu erwarten waren, können systembedingt sehr unterschiedlich gelesen und interpretiert werden. Eine nicht sachgerechte Interpretation könnte hier zu falschen Schlussfolgerungen führen und unter Umständen erhebliche negative Konsequenzen für Einrichtungen der bAV haben.

## Jenseits der Ergebnisse: Die Existenz dieses Tests an sich, dann die zugehörige Quantitative Auswertung, schließlich das Vorantreiben der Idee vom Holistischen Bilanzansatz durch die EIOPA – welche politischen Implikationen für die bAV leiten Sie hieraus ab?

Da der Stresstest auf der Holistischen Bilanz basiert, sehe ich in der Existenz dieses Testes in dieser Form zunächst ein weiteres Bekenntnis seitens EIOPA zu einer europaweit einheitlichen Anwendung des HBS-Verfahrens. Ich vertrete die Auffassung, dass gerade dies für viele Einrichtungen der bAV – insbesondere, aber nicht nur, in Deutschland – kein sachlich angemessener Ansatz sein dürfte.

## Die Gründe ...

... sind vielfältig: Es beginnt mit den derzeit noch zu großen Unterschieden in den nationalen Rahmenbedingungen – insbesondere im Arbeits-, Sozial- und Steuerrecht der einzelnen EU-Mitgliedsstaaten. Das allein lässt

aus meiner Sicht eine europaweit harmonisierte Berechnung als nicht sinnvoll erscheinen. Hinzu kommen die Einbeziehung der Risikomarge, welche für deutsche EbAV nicht sachgerecht ist, sowie die verwendeten Bewertungsansätze und Stressparameter in Einzelfällen. Die wesentlichsten Konsequenzen für unsere deutschen EbAV hängen davon ab, ob Stresstest und Quantitative Analyse im europäischen aufsichtsrechtlichen Umfeld überhaupt implementiert werden oder nicht, und wenn ja, welche aufsichtsrechtlichen Konsequenzen für bestimmte quantitative Ergebnisse definiert werden. Hier wurden in der QA ja verschiedene denkbare aufsichtsrechtliche Regime simuliert und gegenübergestellt. Einige würden aus meiner Sicht zu verheerenden Konsequenzen bei den meisten deutschen EbAV führen und folglich die gesamte bAV, wie sie sich bislang in Deutschland bewährt hat, komplett unattraktiv für Arbeitgeber und Begünstigte machen. Sie würden somit nicht positiv, sondern negativ zur weiteren Verbreitung der bAV in Deutschland beitragen. Dies kann nicht Sinn der Sache sein. Auffällig ist auch, dass bei diesem Ansatz ja gerade diejenigen bAV-Produkte besonders gut aussehen, die die geringsten Garantieverprechen beinhalten. Auch dies kann doch sozialpolitisch kein sinnvolles Ergebnis sein, denn wir können uns nicht ernsthaft hinstellen und den Arbeitnehmern in etwa erklären: „Ihre Altersversorgung ist sicher, denn wir versprechen kaum etwas, aber das werden wir halten.“

## Immerhin, bei der Pensionsfondsrichtlinie sieht es derzeit nach Entspannung aus.

Die Version der EbAV-II-Richtlinie gemäß dem Berichtsentwurf von Bryan Hayes ist

## CV

### Seit August 2003

Finanzvorstand aller deutschen Pensionsvehikel des Konzerns, insbesondere der Bayer-Pensionskasse VVaG, der Rheinischen Pensionskasse VVaG und des Bayer Pension Trust e.V., und zugleich als Leiter Asset Management Pensions der Bayer AG zuständig für die Finanzrisiken aus Pensionsplänen mit Leistungsgarantien des Konzerns weltweit

### 2001–2003

Leiter des Fachreferats für Kapitalmärkte und Finanzmodelle im Corporate Finance der Bayer AG

### 1998

Eintritt in das Treasury der Bayer AG, Leitung des Zinsrisikomanagements des Konzerns

### 1994–1998

Tätigkeit in der Lebensversicherungswirtschaft

### 1994

Promotion im Fach Mathematik

„Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass eine Hintertür für die Anwendung des Solvency-II- respektive des HBS-Ansatzes auf europäische EbAV offengehalten werden soll.“

aus Sicht der deutschen bAV sicherlich sehr zu begrüßen gewesen, wenngleich ich mittlerweile in einigen Kompromissvorschlägen wieder Punkte gefunden habe, die ich für bedenklich halte, wie beispielsweise die explizite Regelung, dass nach einem gewissen Zeitraum quantitative Vorgaben, die im momentanen Berichtsentwurf unangetastet bleiben, wieder erneut auf den Prüfstand sollen. Hier kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass eine Hintertür für die Anwendung des Solvency-II- respektive des HBS-Ansatzes auf europäische EbAV offengehalten werden soll. Ich denke, wir werden hier auf jeden Fall auch in Zukunft wachsam bleiben müssen.

**Gleichwohl und mal ganz grundsätzlich: Man muss kein Anhänger eines quantitativen Eigenkapitalregimes sein, um der Idee, dass EbAV sich ihre quantitativen Herausforderungen genauer ansehen, auch Gutes abzugewinnen, oder?**

Selbstverständlich! Kein Mensch kritisiert, dass sich Pensionseinrichtungen laufend über ihre Risiken im Klaren sein müssen. Und genauso wenig kenne ich jemanden, der einen Zweifel daran hat, dass Pensionseinrichtungen zur Abdeckung ihrer Risiken über eine hinreichende finanzielle Ausstattung verfügen müssen. Das ist im Übrigen ja auch gar nichts Neues, und entsprechende Analysen finden vielfach heute auch schon statt. Wir haben bereits seit längerem umfangreiche quantitative Verfahren im Einsatz, um solche Fragestellungen zu analysieren. Und ich bin natürlich auch dafür, dass dort, wo solche Untersuchungen heute noch unzureichend stattfinden, entsprechend nachzubessern ist, wobei man hier das Proportionalitätsprinzip nicht außer Acht lassen darf. Ich zweifle lediglich daran, dass ein europaweit harmonisiertes quantitatives Verfahren auf der Basis des HBS-Ansatzes in seiner heutigen Form hierzu ein sachgerechter Ansatz ist.

**In welche Richtung sollte die Diskussion hier gehen?**

Ich denke, wir sollten uns noch einmal in aller Besonnenheit zurücklehnen und out of the box denken. Dabei sollten wir nicht von der Grundannahme ausgehen, dass die Solvency-II- und HBS-Systematik von vorneherein der richtige Startpunkt sei und nur in Details geeignet modifiziert werden müsse, um sie für die bAV „passend zu machen“. Vielmehr sollten wir hier auch einmal über ganz andere Arten von Verfahren nachdenken, die beispielsweise auf

Langfrist-ALM-Simulationen basieren können. Dabei sollten wir zugleich viel stärker in Richtung eines prinzipienbasierten Ansatzes nachdenken, der die einzusetzenden Verfahren eher allgemein und abstrakt beschreibt und somit die Möglichkeit eröffnet, in den einzelnen Mitgliedsstaaten die konkrete Ausgestaltung so vorzunehmen, dass sie zu den dort jeweils geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen passt und die Lebenswirklichkeit der EbAV praxistauglich abbildet. Zudem müssen wir darauf achten, dass die eingesetzten mathematischen Verfahren so ausgestaltet sind, dass die Durchführung der Untersuchungen auch kleineren Einrichtungen mit einem angemessenen Aufwand möglich ist.

**Kommen wir von der Politik zu Märkten und Anlage. Wie stets zuerst zum Überthema Niedrigzins. Wie lange noch, worauf stellen Sie sich ein? Und wie sehen Sie die Rolle der EZB?**

Aus Erfahrung weiß ich, dass eine seriöse Zinsprognose mit einem Horizont jenseits von sechs Monaten kaum machbar ist. Deshalb wird Ihnen niemand genau sagen können, wie lange das Niedrigzinsumfeld noch anhalten wird. Wir sind jedoch alle gut beraten, wenn wir uns hier auf eine längere Dauer einstellen, denn ich kann zumindest in den aktuellen volkswirtschaftlichen Daten keinerlei Hinweise auf einen bevorstehenden signifikanten Zinserhöhungstrend erkennen. Dies liegt an den gemäßigten Wachstumserwartungen für Deutschland und Europa, aber momentan sind auch keine klassischen Inflationstreiber erkennbar. Zwar hat sich der Euro im letzten Jahr gegenüber einigen Währungen abgeschwächt, jedoch hatten wir auf breiter Front auch mit einem Rückgang der Rohstoffpreise zu tun. Und Anzeichen für eine dramatische Lohn-Preis-Spirale sind aktuell auch nicht zu erkennen. Zudem übt die EZB durch ihr Anleihekaufprogramm in erheblicher Weise Einfluss auf die Zinsmärkte und somit einen gewissen Abwärtsdruck auf die entsprechenden Renditen aus. Ich möchte hier nicht die EZB und ihre Maßnahmen kritisieren, schließlich muss sie ja Geldpolitik nicht nur für Deutschland, sondern für Europa insgesamt machen. Ich beschreibe hier die Auswirkungen auf EbAV und ihre Begünstigten, die von dem aktuellen Zinsumfeld wohl noch eine ganze Weile betroffen sein werden.

**Im Bayer-Konzern belaufen sich die Plan Assets auf rund 19 Milliarden Euro weltweit. Heute, am Tag dieses Gesprächs Mitte**

### **Januar, geht es an den Märkten mal wieder rund. Wie begegnen Sie dieser Vola und Unstetigkeit?**

Unsere Anlagestrategie ist strikt ALM-basiert, somit an der Risikostruktur unserer Verpflichtungen orientiert und insbesondere langfristig ausgerichtet. Kurzfristige Turbulenzen in bestimmten Märkten sind daher strategisch von untergeordneter Bedeutung. Zu den aktuellen Entwicklungen in den Aktienmärkten, auf die Sie anspielen, möchte ich sagen, dass Aktien-Investments in unseren Pensionskassen stets einer strikten Risikobudgetierung unterliegen. Dies bedeutet vereinfacht, dass wir für jedes Jahr ein Risikobudget für Aktien haben, welches sich die jeweilige Kasse leisten kann, und dann für unsere Aktieninvestments Sicherungsstrategien entwickeln und implementieren, welche sicherstellen, dass selbst in extremen Marktsituationen dieses Risikobudget eingehalten wird.

### **Wie und in welche Richtung steuern Sie also Ihre strategische Asset Allocation in Ihren Versorgungseinrichtungen?**

Wir identifizieren unter bestimmten langfristigen Kapitalmarkterwartungen und unter Verwendung historisch statischer Daten zunächst ein Set effizienter Kapitalanlagestrategien – Sie können sich das als eine Art „modifiziertes Markowitz-Verfahren“ vorstellen. Wenn man dann wüsste, wie viel Risiko man in der Kapitalanlage nehmen sollte, könnte man hieraus einfach die zugehörige effiziente Strategie bestimmen. Bleibt also die Frage, wie viel Risiko man nehmen kann. Hierzu führen wir stochastische Simulationen durch. Wir projizieren für jedes dieser effizienten Portfolios in zufällig generierten Kapitalmarktszenarien – wir verwenden hier in der Regel 3.000 Zufallspfade – unter Berücksichtigung der auftretenden Korrelationseffekte Assets und Verpflichtungen langfristig in die Zukunft. Dann wählen wir dasjenige Portfolio aus, welches die individuellen Finanzierungsziele der jeweiligen Versorgungseinrichtung mit der höchstmöglichen Wahrscheinlichkeit in diesen Simulationen erreicht. Alle unsere relevanten Pensionsvermögen weltweit, welche irgendeine Form von Leistungsgarantie beinhalten, unterziehen wir genau den gleichen ALM-Verfahren, jeweils unter Berücksichtigung ihrer individuellen Spezifika.

### **Und welche Asset Allocation kommt dabei in Deutschland für Ihre Pensionskassen heraus?**

„Wir investieren ausschließlich in Märkte und Produkte, wo wir inhouse auch ein hinreichendes Niveau an Know-how haben.“

Dies ist bei den beiden Kassen sehr unterschiedlich: Bei der noch sehr „jungen“ Rheinischen Pensionskasse, die aktuell über ein Volumen von knapp 400 Millionen Euro verfügt und sich im Laufe ihrer Existenz erst noch weitere „Risikopolster“ aufbauen muss, haben wir aktuell noch eine relativ geringe Aktienquote von rund einem Prozent. Der Rest ist – abgesehen von einer kleinen Kasseposition – Fixed Income, hier im Wesentlichen Namenstitel von sehr hoher Kreditqualität. Die Bayer Pensionskasse hat eine Aktienquote von rund einem Sechstel, investiert knapp die Hälfte ihres Vermögens ebenfalls in festverzinsliche Namenstitel von sehr hoher Kreditqualität und weitere rund zehn Prozent in Immobilien, wobei wir strategisch eine weitere Ausweitung dieser Quote anstreben, was jedoch insbesondere im derzeitigen Marktumfeld schwierig zu realisieren ist. Unter 20 Prozent sind derzeit in liquiden Inhaber-Rentenpapieren angelegt. Die strategische Quote für Alternative Investments liegt bei rund zehn Prozent, die wir im Moment jedoch nicht ganz ausschöpfen. In letztere Kategorie subsumieren wir insbesondere auch Private-Equity-Engagements oder Infrastruktur-Investments.

### **Wie gehen Sie bei Aktien vor? Aktiv oder passiv?**

In tiefen und liquiden Märkten bevorzugen wir ganz klar passives Management – gegebenenfalls mit einem sehr geringfügigen Enhancement.

### **Dann haben Sie noch das unregulierte CTA, circa vier Milliarden Euro schwer. Nutzen Sie die regulatorischen Spielräume, die Sie hier im Vergleich zu den VAG-Vehikeln haben?**

Da beim CTA aus regulatorischer Sicht – Arbeitszeitkonten ausgenommen – keine laufende Mindestbedeckung erforderlich ist, haben wir hier eine größere Risikotragfähigkeit und demzufolge eine Aktienquote von rund einem Viertel. Aber auch für das CTA gilt unser strikter ALM-basierter Ansatz.

### **Geben die Universen genug Material für Ihre Strategien her? Oder müssen Sie auf fremde Märkte und Asset-Klassen ausweichen?**

Bei uns gilt ein Grundsatz, an den wir uns strikt halten: Wir investieren ausschließlich in Märkte und Produkte, wo wir inhouse auch ein hinreichendes Niveau an Know-how haben. ●