

Versorgungswerke am Pranger – zu Recht?

Berufsständische Versorgungswerke mussten in den vergangenen Monaten wegen Anlageverlusten teils heftige Kritik einstecken. Auch die Aufsicht geriet in den Fokus. **Patrick Daum** gibt einen einordnenden Überblick.



Berufsständische Versorgungswerke meiden in aller Regel die mediale Öffentlichkeit. Sind sie dennoch Thema in Tageszeitungen, dann selten aus positiven Gründen. Das Jahr 2025 wartete mit einem für die Branche so noch nie dagewesenen Skandal auf: Beim Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin (VZB) rissen 2023 Abschreibungen in Höhe von etwa 65 Millionen Euro ein Renditeloch in die Kapitalanlage. In der Folge wurde klar: Die Hauptstädter haben mit den Versichertenbeträgen regelrecht gezockt. Schlimmer noch: An einigen der Pleiteinvestments sollen inzwischen ehemalige VZB-Verantwortliche sogar persönlich beteiligt gewesen sein. **Es ist eine Geschichte von Betrug und Vetterwirtschaft, mit der sich jetzt die Berliner Justiz beschäftigen darf.**

Doch die Berliner Justiz beschäftigt sich auch damit, ob Dritte diesen Skandal hätten verhindern können. Die neue Führungsriege um den Verwaltungsausschussvorsitzenden Thomas Schieritz klagt auf Schadensersatz gegen zwölf Parteien – darunter auch Aufsichtsbehörden und Wirtschaftsprüfer. Der Vorwurf: Die Prüforgane hätten eine Mitverantwortung an dem Vermögensschaden, der sich insgesamt auf 1,1 Milliarden Euro und damit die Hälfte des VZB-Kapitalanlagebestands belaufen soll. Nach dpn-Informationen soll sogar der gesamte Bestand vernichtet worden sein. Prüfen lässt sich das jedoch nicht, einen Jahresabschluss für 2024 hat das VZB noch nicht verfasst.

Das VZB war der „Big Bang“ – aber keinesfalls ein Einzelfall. Kurze Zeit später richtete sich der Blick nach Schleswig-Holstein. Bei der dortigen Zahnärztekammer (ZÄKSH) führten Mezzanine-Finanzierungen zu Abschreibungen in Höhe von 60 Millionen Euro, eine Rentenerhöhung fiel 2025 weg. Das Versorgungswerk der Apothekerkammer Schleswig-Holstein (AVSH) verbuchte für 2024 Abschreibungen in Höhe von 33 Millionen Euro. Der überwiegende Teil davon ist auf Immobilienfinanzierungen zurückzuführen – jede fünfte mit riskanten Mezzanine-Darlehen. **Gemeinsam mit den ZÄKSH-Kollegen schaufelte sich das AVSH mit einem Investment in ein Bürogroßprojekt in Frankfurt ein Millionengrab.**

Die Bayerische Versorgungskammer (BVK) stand ebenfalls im Kreuzfeuer der medialen Kritik: Die Münchner müssen wegen eines Investments in eine US-Immobilie 690 Millionen Euro abschreiben. Dass der mediale Aufschrei in diesem Fall lauter war als bei den anderen Versorgungswerken, lag an der nominalen Höhe der Abschreibungen. Doch diese muss ins Verhältnis gesetzt werden: Bei einem gesamten Kapitalanlagevolumen der BVK in Höhe von 117 Milliarden Euro im Jahr 2024 machen sie nur einen verschwindend geringen Anteil von 0,6 Prozent aus. Der Anteil des Immobilien-Direktbestands in der Asset Allocation der BVK lag 2024 bei nur 3 Prozent. Anders als in Berlin oder Schleswig-Holstein haben diese Abschreibungen keinerlei Auswirkungen auf die Pensionsverpflichtungen.

Ähnlich ist es beim Versorgungswerk der Rechtsanwälte in Hessen, das auf Investments in US-Immobilien 60 Millionen Euro abschreiben musste: großer Aufschrei, kaum sichtbare Auswirkung. Die Abschreibungen machten weniger als 1 Prozent des Anlagebestands aus, Renten und Anwartschaften werden nicht angetastet, Reserven und Rücklagen nicht in Anspruch genommen.

Warum so viele Abschreibungen?

Wie kann es aber sein, dass innerhalb so kurzer Zeit gleich mehrere Fälle von Fehlinvestments in einem System publik

werden, das über Jahrzehnte ohne Aufsehen erfolgreiche Arbeit geleistet hat? Die millionenschweren Abschreibungen sind Auswirkungen der nach der internationalen Finanzkrise begonnenen Niedrigzinsphase. Durch sie wurden Anleihen als Asset-Klasse unattraktiv, Investoren mussten Renditealternativen suchen. Die fanden sie vor allem in Immobilien und alternativen Anlageklassen. Mit dem abrupten Zinsanstieg in den vergangenen Jahren schossen jedoch die Betongoldebewertungen in die Höhe, viele Finanzierungspläne brachen in sich zusammen, Projektentwickler rutschten reihenweise in die Insolvenz.

Die beschriebenen Fälle der Fehlinvestments unterscheiden sich in ihrer Art teils deutlich. In Schleswig-Holstein wurde – auch angesichts des Kapitalanlagebestands – ein deutlich zu hohes Risiko eingegangen, es wurden Investments getätigt, bei denen hinterfragt werden muss, ob die Verantwortlichen dafür genügend Fachwissen hatten. **Bei der BVK kamen zu den Verlusten noch Compliance-Verstöße sowie ein unschönes Näheverhältnis eines Anlageverantwortlichen zu einem in den USA wegen Steuerbetrugs verurteilten Immobilienentwickler hinzu.** Für diese Vorfälle rollten bereits Köpfe. Das reine Fehlinvestment ist allerdings sehr überschaubar und hat keinerlei Auswirkungen. Berlin hingegen ist ein Sonderfall. Egal mit wem man über das VZB redet: Nahezu jeder spricht von kriminellen Machenschaften, die dort über Jahre hinweg gelaufen sind. Aber dies werden nun die Gerichte feststellen müssen.

Aufbau einer besonderen Investorengruppe

Angesichts solcher Machenschaften und auch durch das Tätigen riskanter Investments wird in der Öffentlichkeit die Frage nach der Aufsicht laut. Doch um den Einfluss der Aufsichtsbehörden auf die berufsständischen Versorgungswerke zu verstehen, ist die Kenntnis über den Aufbau dieser sehr speziellen Investorengruppe nötig.

Die berufsständische Versorgung gehört im System der Alterssicherung in Deutschland zusammen und gleichberechtigt

„Die Aufgabe der Aufsicht ist es, auf der Autobahn der Kapitalanlage Leitplanken zu setzen, die Anzahl der Spuren sowie die Höchstgeschwindigkeit festzulegen und bei Fahrbahnverengungen die Geschwindigkeit herauszunehmen.“

DR. ULF STEENKEN



mit der gesetzlichen Rentenversicherung sowie der Beamtenversorgung zur ersten Säule der Regelsicherung. Die 91 Versorgungswerke der Ärzte, Architekten, Notare, Rechtsanwälte, Steuerberater, Tierärzte, Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer haben mehr als eine Million Mitglieder. Je Bundesland oder Kammerbezirk gibt es für jeden Berufsstand in der Regel ein Versorgungswerk. Zusammenschlüsse von Berufsständen oder Versorgungswerken unterschiedlicher Bundesländer sind aber möglich. Die Mitglieder der Versorgungswerke wählen die Delegierten zu den Kammer- bzw. Vertreterversammlungen, deren Aufgabe es ist, über Beiträge und Leistungen zu beschließen sowie die Mitglieder für Vorstand und Aufsichtsausschuss zu wählen.

Versorgungswerke sind Selbstverwaltungseinheiten

Nach anerkannter Rechtsprechung unterliegen die Versorgungswerke der Gesetzgebungskompetenz der Länder. „Dementsprechend regeln diese die rechtlichen Grundlagen für die Gründung und Ausgestaltung der berufsständischen Versorgungswerke“, so der Wissenschaftliche Dienst des Deutschen Bundestages in seiner Ausarbeitung „Kapitalanlagen der berufsständischen Versorgungswerke“. **Wie die berufsständische Versorgung im Detail aussieht, wird in der Satzung der jeweiligen Einrichtung geregelt, „die die Versorgungswerke als Selbstverwaltungseinheiten autonom als materielles Recht erlassen“.** Der Verweis auf die Selbstverwaltung, die auch für die Kapitalanlage gilt, ist wichtig. Denn dadurch kommen den Versorgungswerken weitreichende materielle Rechtssetzungsbefugnisse zu.

Doch natürlich müssen sie sich an gesetzliche Vorgaben halten, die sich aus landesrechtlichen Vorschriften ergeben. Diese beziehen sich jedoch in der Regel auf Bundesrecht: auf die vom Bundesministerium der Finanzen erlassene Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen – kurz: Anlageverordnung. Sie muss auf Landesebene aber explizit für anwendbar

erklärt werden. Auch das Kapitalanlage-rundschreiben der BaFin erkennen die Länder in der Regel an.

AnIV definiert Asset-Klassen und Quoten

„Die Versorgungswerke müssen sich bei der Kapitalanlage an die Anlageverordnung und das Kapitalanlagerundschreiben halten, ihre Investments einer der in der Anlageverordnung vorgegebenen Anlagen und Quoten zuordnen und dabei die entsprechenden Voraussetzungen beachten“. fasst es Dr. Ulf Steenken, Leiter der Versicherungsaufsicht des Landes Nordrhein-Westfalen (NRW), im Gespräch mit dpn **zusammen.** In der Auswahl der Asset-Klassen seien die Investoren jedoch frei.

Die Anlageverordnung listet zulässige Anlageformen katalogartig auf und definiert sie näher. Darunter fallen explizit auch Asset-Klassen wie Beteiligungen (Private Equity), Immobilien oder Asset Backed Securities sowie Credit Linked Notes. Außerdem regelt die Verordnung neben der Streuung auch die Mischung der einzelnen Anlageklassen und legt deren investierbare Obergrenzen fest. So werden unter anderem Aktien und Beteiligungen der Risikokapitalanlagenquote zugerechnet, die auf 40 Prozent des Sicherungsvermögens begrenzt ist. Allerdings dürfen die Beteiligungen darin maximal 15 Prozent des Sicherungsvermögens entsprechen. Eine wichtige Rolle spielt die Öffnungsklausel. Sie ermöglicht die Anlage des Sicherungsvermögens auch in nicht definierte Assets sowie in bereits ausgefüllte Quoten. Diese Öffnungsklausel darf jedoch 5 Prozent des Sicherungsvermögens nicht übersteigen. Seit Februar 2025 gibt es zudem eine bundesweite Infrastrukturquote in Höhe von 5 Prozent.

Leitfaden „Risikomanagement“

Zusätzliche Leitplanken für die Kapitalanlage der Versorgungswerke hat die Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV) gesetzt: Mit dem Leitfaden „Risikomanagement“ hat der Verband allgemeine Regelungen für seine Mitglieder hinsichtlich Kapitalanlage und Risikomanagement aufgestellt.

Sie sollen verhindern, dass Fehlinvestitionen hinsichtlich Selektion, Mischung und Umfang getätigt werden. Zwar besteht keinerlei rechtliche Verpflichtung für die Versorgungseinrichtungen, sich an diesen Leitfaden zu halten. Dennoch richten sich die meisten nach ihm oder haben mit ihrer jeweiligen Aufsicht entsprechende Regelungen abgestimmt. So wie in NRW, wo die Aufsicht vor einigen Jahren auf Basis des ABV-Risikoleitfadens die Risikomanagementsysteme der Versorgungswerke bewertet hat. „Auf dieser Grundlage sind wir zu dem Entschluss gekommen, dass die Umsetzung des ABV-Risikoleitfadens mit ein paar Ergänzungen für uns als Mindestanforderung ausreicht“, so Steenken, der betont, dass jedes Bundesland für sich diese Entscheidung treffen müsse. **„Doch klar ist auch: Wir befinden uns hier im Rahmen der Selbstverwaltung. Wir als Aufsicht sind nicht Teil des Risikomanagements der Versorgungswerke“, so der Chefaufseher.** „Wir überwachen, ob die Versorgungswerke über ein funktionierendes Risikomanagementsystem verfügen.“

Diese Aussage macht deutlich, wie schmal der Grat zwischen Selbstverwaltung und Aufsicht ist, und führt unweigerlich zu der Frage, was die Aufsicht für Versorgungswerke eigentlich leisten kann. Nach den – teilweise medial aufgeblasenen – Skandalen um die Kapitalanlage einiger weniger Versorgungswerke wurden immer mehr Stimmen laut, die eine Aufsicht unter dem Dach der BaFin forderten – einheitlich und nicht föderal.

Aufsicht setzt die Leitplanken

Wie so häufig sind solche Schnellschussforderungen meist recht plakativ, taugen als Headline, ergeben nach kurzem Nachdenken aber meist wenig Sinn. Aber eins nach dem anderen. Da die Versorgungswerke dem Landesrecht unterstellt sind, obliegt den Bundesländern auch die Rechtsaufsicht. „Und da die Mitgliedschaft unmittelbar kraft Gesetzes durch das Anknüpfen an die Kammermitgliedschaft entsteht, sind die Länder für die Versicherungsaufsicht zuständig“, führt Steenken aus, der das pauschale Misstrauen gegenüber den Aufsichtsbehörden

nicht nachvollziehen kann. „Versorgungswerke sind ein gekapseltes System – jedes Versorgungswerk für sich: Sie bekommen ihre Beiträge, sie haben ihre Kapitalerträge und sie können aus dem Verkauf von Kapitalanlagen Gewinn erzielen.“ Gelingen es ihnen nicht, sich dadurch zu finanzieren und ihre Verpflichtungen zu erfüllen, müssten entsprechende Maßnahmen ergriffen werden.

Diese Maßnahmen lägen zunächst aber nicht bei der Aufsicht. Es könnten etwa Beiträge erhöht oder künftige Verpflichtungen gesenkt werden. Mit ALM-Studien könne geprüft werden, ob genug Risikoträger vorhanden sind, um die Kapitalanlage bzw. den Rechnungszins anzupassen. Wenn all das nicht ausreiche, könnten in einem letzten Schritt die Renten gekürzt werden. „Die Aufgabe der Aufsicht ist es, auf der Autobahn der Kapitalanlage die Leitplanken zu setzen, die Anzahl der Spuren sowie die Höchstgeschwindigkeit festzulegen und bei Fahrbahnverengungen die Geschwindigkeit herauszunehmen“, sagt Steenken und ergänzt mit Blick auf die Schadensersatzklage des VZB: **„Wenn aber ein Versorgungswerk mit Tempo 200 – um im Bild zu bleiben – trotz Tempolimits von 130 auf der linken Spur mit Lichthupe unterwegs ist, einen Unfall verursacht und dann die Schuld bei der Polizei sucht, weil die es nicht angehalten hat, läuft irgendetwas nicht richtig.“**

Befugnisse der Aufsicht

Befugnisse haben die Aufsichtsbehörden aber durchaus, etwa im Rahmen einer Missstandsaufsicht. Sie müssen zum Beispiel darüber informiert werden, wer Geschäftsführer eines Versorgungswerkes werden soll. „Wir haben dann die Möglichkeit, gegebenenfalls Bedenken zu äußern und Fortbildungen anzumahnen, etwa bei fehlender Eignung“, so Steenken. „Wird diese Geschäftsführung trotz unserer Bedenken eingesetzt und kommt es zu Missständen, dann könnten wir sie untersagen.“ Aber natürlich schaut die Aufsicht auch auf die Zahlen der Versorgungswerke: „Wir erhalten die testierten Jahresabschlüsse, schauen uns versicherungsmathematische Gutachten an, lassen



Foto: Ulf Steenken

CV

DR. ULF STEENKEN

Ministerialrat und Referatsleiter Versicherungsaufsicht des Landes Nordrhein-Westfalen beim Ministerium der Finanzen des Landes Nordrhein-Westfalen. Dort ist er seit fast 20 Jahren beschäftigt

Seit November 2021 im Anlageausschuss des Pensionsfonds des Landes Nordrhein-Westfalen

Jurastudium an der Universität Passau, Abschluss mit Promotion

Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Deutschen Bank

„Die Professionen
Aktuar und Wirt-
schaftsprüfer sind
nicht darauf ausge-
legt, ein einzelnes
Immobilieninvest-
ment im Detail
zu durchdringen:
die Tragfähigkeit
einer Anschluss-
finanzierung, die
Belastbarkeit der
Cashflows oder die
Plausibilität eines
gutachterlichen
Wertes gegenüber
dem Markt.“

ALEXANDER REMY

uns Risikoberichte vorlegen, Berichte der internen Revision, fordern Quartalsberichte zur Kapitalanlage an, die sich an der Anlageverordnung und unseren Erlassen orientieren, und erhalten regelmäßig Informationen über die Entwicklung der stillen Reserven, weil das wichtige Positionen im Rahmen der Risikotragfähigkeit sind“, zählt Steenken auf.

Außerdem haben die Aufseher Einfluss auf die Quoten. „Die Aufsichtsbehörde ist befugt, den Anteil der Risikokapitalanlage im Einzelfall bis auf 10 Prozent des Sicherungsvermögens herabzusetzen“, so der Wissenschaftliche Dienst des Bundestages. „Diese Befugnis ist ein zusätzliches Aufsichtsinstrument, um im Einzelfall Fehlentwicklungen noch effizienter begegnen zu können.“ Auf der anderen Seite kann sie bei Investments, die nicht mehr von der Öffnungsklausel abgedeckt werden können, eine Genehmigung zur Kapitalanlage erteilen, sofern die Belange der Versicherten dadurch nicht beeinträchtigt werden.

Versorgungswerke sind professionell aufgestellt

Ob die für die Kapitalanlage Verantwortlichen in den Versorgungswerken jedoch die fachliche Kompetenz haben, um auch in komplexere – vor allem illiquide – Asset-Klassen zu investieren, obliegt der Einschätzung der Einrichtung selbst. Das funktioniert in der Regel auch, befindet Steenken. „Jedes Versorgungswerk muss wissen, welchen Risikoappetit es hat und wie es sich aufstellen will.“

Und aufgestellt sind die deutschen berufsständischen Versorgungswerke aus Steenkens Sicht unterm Strich sehr gut – trotz der jüngsten Kritik. Der Jurist ärgert sich darüber, dass vielen Werken vorgeworfen wird, ihrer Verantwortung nicht nachgekommen zu sein. „Die Leistungen der überwiegenden Anzahl der Versorgungswerke werden überhaupt nicht gewürdigt“, bemängelt er. „Man darf nicht vergessen, wie gut die kapitalgedeckten Systeme durch die Krisen sowie die Phase sehr niedriger Zinsen der vergangenen Jahre gekommen sind.“ Gleichzeitig hätten sich die Einrichtungen neu aufgestellt und

den neuen Gegebenheiten angepasst. So verzichteten viele NRW-Versorgungswerke lange Zeit bewusst auf Dynamisierungen. Mit den dadurch eingesparten Mitteln seien Risikoträger aufgebaut und Reserven gestärkt worden, die sie für die sich verändernde Kapitalanlage benötigten. „Viele haben auch den Rechnungszins gesenkt, wofür sehr hohe Eigenmittel nötig sind, die dann natürlich als Risikoträger nicht mehr zur Verfügung stehen“, gibt Steenken zu bedenken.

Der starke Fokus auf die Abschreibungen im Immobiliensegment ärgert Steenken. „Viele Häuser sind aus ihren Immobilieninvestments dank vorgenommener Stützungsmaßnahmen auch wieder gut herausgekommen oder lassen sie stabil weiterlaufen. Einige haben Fremdkapitaldarlehen an Immobilien durch Eigenmittel abgelöst, also Leverage herausgenommen.“ Zudem sinke der hohe Anteil von Immobilien in den Portfolios der Versorgungswerke von im Schnitt über 20 Prozent inzwischen sukzessive. Auch die aufkommenden Zweifel an der Professionalität der Häuser will er nicht gelten lassen: „Die Versorgungswerke investieren bei den meisten Anlageklassen indirekt, häufig über Managed Accounts. Darunter haben sie Dachfonds, die wieder in Einzelinvestments investieren und dann in Einzelinvestments. Das ist eine sehr professionelle Aufstellung.“ Wenn einzelne Werke mit einer hohen Anzahl an riskanteren Direktinvestments einen Sonderweg beschreiten wollen, sollten sie entsprechendes Know-how aufbauen. „Aber aus solchen Einzelfällen leite ich doch keinen Fehler für alle Versorgungswerke her.“

BaFin als zentrale Aufsicht?

Was aber spricht nun gegen eine zentrale BaFin-Aufsicht? „Zunächst müsste das Versicherungsaufsichtsgesetz geändert werden“, so Steenken. Da es sich um ein Zustimmungsgesetz handelt, müssten also auch die Bundesländer einverstanden sein. „Es wäre eine politische Entscheidung, die die Landesaufsichten im Rahmen der Gewaltenteilung umzusetzen hätten. Dann wäre die BaFin als Bundesbehörde zuständig.“ Lediglich die Rechtsaufsicht verbliebe

bei den Ländern, die dann die Einhaltung der Satzung überwachen würden.

Neben den politischen Hürden sieht Steenken ein ganz pragmatisches Problem einer zentralisierten Aufsicht: die regionale Entfernung zu den Versorgungswerken.

Denn ein nicht zu unterschätzender Vorteil der föderalen Struktur seien die kurzen Wege zwischen Aufsicht und Versorgungswerk. „In NRW haben wir verschiedene Gremiensitzungen, eine Kammerversammlung, ein Überwachungs- und ein operatives Organ. Und wir als Aufsicht versuchen, bei jeder Sitzung des Überwachungsorgans dabei zu sein“, erklärt Steenken, der bezweifelt, dass die BaFin dies personell bundesweit leisten könnte. „Oder nehmen wir die Infrastrukturquote, die wir bei uns eingeführt haben“, spielt Steenken auf die Vorreiterrolle seines Bundeslandes bei dieser inzwischen bundesweit eingeführten Sonderquote an. „Das konnten wir machen, weil wir 15 Versorgungswerke beaufsichtigen, bei denen wir sehr nah dran sind. Bei dieser überschaubaren Anzahl lassen sich Besonderheiten berücksichtigen.“ Wenn die BaFin aber alle 91 Versorgungswerke beaufsichtigt und dazu noch alle weiteren Einrichtungen, die die Anlageverordnung anwenden, dann sei das kaum möglich.

Zertifikat für Einhaltung der Spielregeln

Ganz unabhängig von der Frage, wer für die Aufsicht zuständig ist, müssen sich die Versorgungswerke an die geltenden Spielregeln halten. Denn einen Einfluss auf die Kapitalanlage haben die Behörden angesichts der Selbstverwaltung ohnehin nicht. Dass sich die Altersvorsorgeeinrichtungen an die Spielregeln halten, sollen sie sich künftig offiziell testieren lassen können. Die ABV hat ein Prädikat auf den Weg gebracht, mit dem sich die Werke von externen Wirtschaftsprüfern die Einhaltung der ABV-Leitplanken bestätigen lassen. Neben Regelungen zur Anlagestrategie geht es dabei konkret um ein umfassendes Risikomanagement, um ALM-Studien, Stresstests, Compliance-Regelungen, versicherungsmathematische Gutachten und testierte Jahresabschlüsse.

Einer Fehlentwicklung vorbeugen kann das ABV-Prädikat nicht, woran mitunter bereits Kritik laut wurde – interessanterweise am lautesten von Seiten des VZB. Aneinandergereihte Formalien zur Erlangung des ABV-Prädikats hätten keine Schutzwirkung vor den beim VZB festgestellten Fehlentwicklungen entfalten können, ist aus der Hauptstadt zu hören. Zwingend erforderlich wäre vielmehr eine eingehende, miteinander verzahnte und unabhängige Prüfung der zugrunde liegenden Daten und Ergebnisse gewesen. „Das Fehlen einer solchen eigenständigen Prüfung auf mehreren Kontroll- und Entscheidungsebenen hat nach heutigem Erkenntnisstand wesentlich zur Entstehung des Desasters beim VZB beigetragen.“

Prädikat als Ausweis professionellen Arbeitens

Steenken will das so nicht stehen lassen: Für einen zahnlosen Papiertiger, der nur zu zusätzlichem bürokratischen Aufwand führt, hält er das Prädikat keinesfalls. Für ihn ist es vielmehr wichtig, dass die Versorgungswerke angesichts der jüngsten Vorkommnisse nach außen stärker aufzeigen, dass sie professionell arbeiten. „Versorgungswerke sind in erster Linie selbst verantwortlich dafür, dass sie ihren Verpflichtungen gerecht werden und ihre Aufgaben ordentlich erfüllen“, so der Aufsichtschef. „Dass sie das machen, muss dokumentiert werden, und das ist mit solch einem Prädikat möglich.“ Dass das Einhalten dieser Regeln eine Selbstverständlichkeit sein sollte, weiß auch Steenken. **„Aber es ist durchaus sinnvoll, dass so etwas durch eine externe Stelle bestätigt wird. Das Prädikat soll in erster Linie zeigen, dass das jeweilige Versorgungswerk diese Mindestvoraussetzungen erfüllt und sich an Marktstandards orientiert.“**

Klar sei aber auch, dass das Prädikat nur ein erster Schritt sein könne, der im besten Fall zu einem Mehrwert führt. „Ich könnte mir vorstellen, dass der Kriterienkatalog in weiteren Schritten umfangreicher wird. Es ist auch vorstellbar, dass komplett neue Instrumente entwickelt werden – aktualisierte Compliance-Leitfäden etwa“, so Steenken. „Und wirklich spannend wird es



Foto: QORE Solutions GmbH

CV

ALEXANDER REMY

Gründer und Managing Partner bei der QORE Solutions GmbH

15 Jahre Erfahrung in leitenden Funktionen im institutionellen Immobiliengeschäft

Berufliche Stationen unter anderem bei Deutsche Bank/DWS Real Estate, Union Investment Real Estate, Montano Real Estate

Studium Urban Planning & Real Estate am University College London

für uns als Aufsicht ja erst dann, wenn ein Versorgungswerk das Prädikat mal nicht erhält oder gar nicht erst beantragt.“ An die Gremienmitglieder der Versorgungswerke appelliert er, zu verstehen, dass es so wie bisher nicht weitergehen könne. Sie müssten stärker nach außen zeigen, was sie für eine höhere Stabilität leisten. „Da reicht es nicht, nur darauf zu verweisen, wie gut sie durch die Krisen der Vergangenheit gekommen sind.“

Veraltetes Kontrollsystem

Selbstverwaltung, Aufsicht, Prädikat – an den akuten Problemen, die Versorgungswerke in ihren Immobilienbeständen haben und die in Abschreibungen resultieren können, ändert all das erst einmal nichts. Und auch das Risikomanagement scheint an seine Grenzen zu stoßen, sonst träten die Fälle – im Größeren wie im Kleineren – nicht derart häufig auf. Alexander Remy ist der Ansicht, dass das heutige Kontrollsystem gar nicht für die akuten Probleme im Immobiliensegment ausgelegt ist.

„Es stützt sich auf den verantwortlichen Aktuar und den Wirtschaftsprüfer. Der Aktuar denkt von der Passivseite her, in Deckungsgraden und Rechnungszinsen, auf aggregierter Ebene“, erläutert der Immobilienexperte, der unter anderem für Union Investment, die Deutsche Bank und die DWS tätig war. „Der Wirtschaftsprüfer testiert die Ordnungsmäßigkeit der Rechnungslegung – vergangenheitsbezogen.“ Zweifel daran, dass beide ihre Aufgabe korrekt erfüllen, hat Remy nicht. „Nur ist keine der beiden Professionen darauf ausgelegt, ein einzelnes Immobilieninvestment im Detail zu durchdringen: die Tragfähigkeit einer Anschlussfinanzierung, die Belastbarkeit der Cashflows oder die Plausibilität eines gutachterlichen Wertes gegenüber dem Markt.“ **Zwischen aktuarieller Gesamtschau und bilanzieller Testierung falle die einzelne illiquide Anlage durch.**

Remy hat es sich zum Ziel gesetzt, diese Lücke zu schließen. 2025 hat er QORE Solutions gegründet und bietet Versorgungswerken eine Risikodiagnostik an, die neutral und damit frei gegenüber KVGen oder Asset Managern ist. „Ich verfolge

einen konsequent investorenseitigen, von der KVG unabhängigen Werttreiber- und Risikomanagementansatz“, erläutert er im Gespräch mit dpn. Kurz gesagt, bietet er Immobilieninvestoren eine zweite Verteidigungslinie. Zwar verfüge die KVG des Versorgungswerkes über ein durch die BaFin beaufsichtigtes Risikomanagement, das auch Immobilien erfasst. Doch dieses Risikomanagement diene der ordnungsgemäßen Verwaltung des Investmentvermögens, sei organisatorisch Teil der KVG und damit produktbezogen. **„Die Beurteilung der Anlage aus der spezifischen Perspektive des einzelnen Investors und seiner Verpflichtungsstruktur ist eine nicht delegierbare Aufgabe der Organe des Versorgungswerkes und wird durch die KVG-interne Risikofunktion weder erfüllt noch ersetzt“, so Remy.** Diese investorenseitige Bewertung sei bislang nicht nötig gewesen. Bei liquiden Anlageklassen bildet sich das Risiko täglich in den Marktpreisen ab und wird sofort spürbar, bei illiquiden Investments wie Immobilien fehlt dieser Mechanismus hingegen. Solange die Risiken in der Niedrigzinsphase über Jahre nicht kapitalwirksam wurden, hatten Investoren jedoch kaum Anlass, über die übliche Portfolio- und Quotensteuerung hinaus eine eigene, von der KVG unabhängige Risikodiagnostik auf Einzelinvestmentebene aufzubauen.

Dies änderte sich jedoch mit dem Zinsanstieg, und Remy will Versorgungswerken genau diese Risikodiagnostik bieten. „Wir werten die Entwicklung jedes Fonds laufend und systemgestützt aus und erkennen Veränderungen auf Objektebene frühzeitig“, beschreibt er das Vorgehen. „Es erfolgt eine strukturierte, datenbasierte Untersuchung einer Fondsanlage bis runter auf die einzelne Objektebene: Wir zerlegen das Investment in seine Risiko- und Werttreiber – Mieterträge, Finanzierung, Markt und Standort, Objektqualität sowie Management –, prüfen einzelne Faktoren gegen externe Marktdaten und verdichten das Ergebnis mit einem nachvollziehbaren Risikourteil.“ Es geht Remy um eine fortlaufende Befundung: „Es ist im Grunde ein regelmäßig kalibriertes Frühwarn- und Chancensystem für das Portfolio.“ ●

