

Das magische Dreieck der SGB-IV-Anleger

Von Patrick Eisele

Dass Krankenkassen kränkeln, liegt vor allem am Gesundheitssystem und nicht (mehr) am Kapitalmarkt. Dieser bietet seit dem Zinsanstieg auch sicherheitsorientierten Anlegern eine ausreichend große Multi-Fixed-Income-Spielwiese, auf der auskömmliche Renditen wachsen. Für Anleihen spricht auch die sinkende Sicherungsobergrenze für Termingelder.

Zehnjährige Bunds rentieren mit über 2,5 Prozent, Pfandbriefe mit über drei Prozent – seit dem Zinsanstieg gestaltet sich die Situation auf der Anlageseite für Krankenkassen als typische Fixed-Income-Investoren derzeit durchaus erträglich. Es gibt wieder Renditen und Zinssenkungen stehen in Aussicht. Wenig erfreulich fallen für Krankenkassen aber die sonstigen finanziellen Rahmenbedingungen aus. Rücklagen im Rückwärtsgang und ein Mangel an Planbarkeit erschweren die Kapitalanlage und damit auch die finanzielle Gesundheit von Krankenkassen. Getroffen wurden und werden die Stand Jahresanfang 94 gesetzlichen Krankenkassen in Deutschland vor allem von pandemiebedingten Sonderbelastungen sowie grundsätzlich steigenden Kosten im Gesundheitswesen.

Das gesamte Anlagevolumen der Krankenkassen beziffert die LBBW Asset Management mit 70 bis 100 Milliarden Euro. Während große Einrichtungen mehrstellige Milliardenbeträge verwalten, liegt das Anlagevolumen bei kleineren Krankenkassen oft unter 500 Millionen Euro. Der Median dürfte nach Schätzung des Asset Managers im mittleren dreistelligen Millionenbereich liegen. Ende des vergangenen Jahres informierte der GKV-Spitzenverband, dass bei mehr als der Hälfte der Krankenkassen die Rücklagen unter der gesetzlichen Mindesthöhe liegen. Die Schuld liege bei der Politik,

die es versäumt habe, die Strukturen zu reformieren. Stattdessen habe der Staat die Rücklagen der Krankenkassen „abgeräumt“, um die laufenden Ausgaben zu finanzieren. „Seit rund zehn Jahren erleben wir Gesundheitsminister, die zwar gut darin sind, über neue Gesetze die Ausgaben zu steigern, es aber versäumen, die Stabilität der Beitragssätze in den Blick zu nehmen“, monierte Dr. Doris Pfeiffer, Vorstandsvorsitzende des GKV-Spitzenverbandes, in einem Zeitungsinterview. „Insbesondere die letzten drei Gesundheitsminister haben die Kosten einfach laufen lassen und so getan, als sei genug Geld da. Dies hat erkennbar nicht funktioniert und das Ergebnis jetzt kommt keinesfalls überraschend.“

Dagegen umso mehr überraschend sind für Krankenkassen rückwirkende Zahlungen an den Gesundheitsfonds oder dessen verspätete Auszahlungen. Dies stellt das Liquiditätsmanagement der Krankenkassen vor große Herausforderungen. Für das Management der Liquidität verschärfend hinzu kommen teurere Medikamente und höhere Energiekosten.

Krankenkassen werden selbst zur Kasse gebeten

Für die Zukunft ist bislang auch keine Besserung in Sicht. Laut den Verbänden der Krankenkassen drohen für das laufende Jahr hohe Ausgabensteigerungen. Erst zu Beginn dieses Jahres hätten fast alle Krankenkassen ihre Zusatzbeitragssätze zum Teil deutlich erhöhen müssen, um die stark gestiegenen Ausgaben in der GKV zu kompensieren. Diese werden laut GKV-Schätzerkreis gegenüber 2024 um weitere 21 auf 341 Milliarden Euro im Jahr 2025 ansteigen. Kritisch wäre für die Krankenkassen auch ein Anstieg der Arbeitslosenquote, da nur Erwerbstätige Einzahler sind.

Diese eher regellos anmutenden Rahmenbedingungen treffen auf sehr reglementierte Vorschriften zur Kapitalanlage. Letzteres betrifft insbesondere die Rendite. Das Leitbild für die Asset Allocation von Krankenkassen findet sich in Paragraph 80, SGB IV. Darin ist festgelegt, dass ein Verlust „ausgeschlossen“ erscheinen und der Ertrag allenfalls „angemessen“ auszufallen habe. Die Liquidität soll „ausreichend“ sein. „Die Kapitalanlage von SGB-IV-Anlegern ist auf eine hohe Sicherheit, auf Liquidität und auf einen angemessenen Ertrag ausgerichtet. In der Negativzinsphase war auch ein negativer Ertrag aus Sicht der Aufsicht angemessen“, erklärt Hayri Ulucan, Leiter Institutional Asset Management bei Donner & Reuschel. Das Haus ist nach eigenen Angaben seit fast 15 Jahren für SGB-IV-Anleger tätig. „Anders als bei Altersvorsorgeeinrichtungen gibt es kein Renditeziel. Geld ist für Krankenkassen ein Mittel zum Zweck.“

Für Anleger, für die die Sicherheit und nicht die Ertragsoptimierung im Fokus steht, sind Festgelder das natürliche Habitat. Um auch den Liquiditätsansprüchen Genüge zu tun, hilft es, die Termingelder zu staffeln. Umgesetzt hat eine solche Strategie die HKK Handelskrankenkasse. „Wir hatten ein komplett rollierendes Verfahren, bei dem jeden Monat Gelder zurückkamen. Das war sowohl für Termingelder als auch für die variabel verzinsten Tagesgelder lukrativ“, blickt Christian Aselmann, Abteilungsleiter Finanzen der HKK, im Interview auf den beiden folgenden Seiten zurück. Allerdings sind Termin- und Tagesgelder nicht zuletzt vom Leitzinsniveau abhängig. Ein Beispiel hierfür ist der Fonds „Euro Floating Rate Notes“, ein SGB-IV-konformer Euro-Anleihefonds mit sehr kurzer Zins-Duration von Berenberg. Dieser weist für die Jahre 2015 bis 2022 eine durchgehend negative Wertentwicklung von bis zu 0,72 Prozent auf. In 2023 erzielte der Fonds jedoch einen Wertzuwachs von 3,4 und im vergangenen Jahr von 4,0 Prozent.

Greensill hat Nachwirkung

Folgenreich für Krankenversicherer beziehungsweise für Termingeldanleger waren auch die Pleiten von Maple Bank und Greensill. Zwar wurden die häufig Termingelder abschließenden SGB-IV-Anleger vom Einlagensicherungsfonds – anders als die kommunalen Anleger – entschädigt, als Reaktion reformierten die Privatbanken 2021 jedoch ihre freiwillige Einlagensicherung. Bis 2030 reduziert sich die Sicherungsobergrenze von 50 auf zehn Millionen Euro. Zwar gibt es – zumindest noch – keine Änderungen an der Einlagensicherung in den Sicherungssystemen bei Sparkassen und genossenschaftlichen Banken. Wenn der Liquiditätsbedarf jedoch nicht mehr wirklich planbar ist, erscheinen auch zeitliche Staffellungen als wenig passend.

Somit ist es geboten, sich über Alternativen zu Termingeldern Gedanken zu machen. Hayri Ulucan rät dazu, das Liquiditätsmanagement weiterzuentwickeln, sprich weniger Bankeinlagen zu nutzen und mehr in liquide Wertpapieranlagen zu gehen. Dieser

Ratschlag ist nicht ganz uneigennützig, aber, mit Blick auf das veränderte Vermögensrecht und schrumpfende Einlagensicherungen der Privatbanken sowie die nun außerhalb von bekannten Mustern verlaufenden Zahlungsströme des Gesundheitsfonds durchaus sinnvoll. Dies auch, weil die Rendite liquider Anleihen mit illiquiden Bankeinlagen mithalten kann. Laut dem Portal Tagesgeldvergleich.net liegt für Termingelder der Durchschnitts-Zinssatz verschiedener Banken über verschiedene Laufzeiten hinweg bei etwa zwei Prozent. Zwei Prozent sind – auch bei hoher Sicherheit – mit Anleihen möglich. Zwar fallen manche Festgeldangebote deutlich überdurchschnittlich aus, nicht nur betont sicherheitsbewusste Anleger könnten diese Offerten aber auch als verdächtig überdurchschnittlich einstufen.

Julian Arnold, Fixed-Income-Experte der LBBW Asset Management, urteilt zu Festgeldern: „Die Renditen sind niedrig, die Flexibilität ist eingeschränkt – und es fehlt der Zugang zu marktbasierten Chancen, wie sie etwa über Anleihefonds mit hoher Bonität erreichbar sind.“ Diese Chancen wollen Anleger nach Einschätzung des Vermögensverwalters der Landesbank auch nutzen. „Nach unserer Lesart der regulatorischen Vorgaben und auf Basis der Bedürfnisse und Erwartungen der Kunden ist eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals ein zentrales Ziel – im Einklang mit den übergeordneten Kriterien Sicherheit und Liquidität.“

Festgeld oder Multi Fixed Income

SGB-IV-Portfoliomanager fahren in der Regel eine Multi-Fixed-Income-Strategie. „Wir nutzen bei den Rücklagen Staatsanleihen, staatsnahe Papiere, Pfandbriefe sowie Unternehmensanleihen und achten darauf, welches Segment auf der Zinskurve aktuell wie

Kapitalanlage nach SGB IV

Mit dem vierten Teil des Sozialgesetzbuchs in der Hand investieren Sozialversicherungsträger wie beispielsweise gesetzliche Krankenkassen, Rentenversicherungen, Unfall- und Pflegekassen. Die Grundlage ist Paragraph 80 des SGB IV, in dem sich das magische Dreieck der Geldanlage findet – allerdings mit unterschiedlicher Gewichtung. Während ein Verlust „ausgeschlossen“ erscheinen soll, soll der Ertrag lediglich „angemessen“ sein. Am anspruchsvollsten gestaltet sich allerdings der dritte Punkt: Die Vorgabe, eine „ausreichende Liquidität“ zu gewährleisten, klingt zwar eigentlich eher trivial, ist in der Praxis durch die Eingriffe des Gesetzgebers in das Gesundheitswesen für Krankenkassen sehr schwierig. Da hilft auch eine steile Zinskurve wenig. Ein Hoffnungsschimmer ist für die Krankenkassen die neue Bundesgesundheitsministerin Warken. Ihre beste Eigenschaft: Sie heißt nicht Lauterbach oder Spahn.

„Liquidität ist mindestens so wichtig wie Sicherheit“

Mit einem mittleren dreistelligen Millionenbetrag an Anlagevolumen und fast einer Million an Versicherten zählt die HKK zu den großen gesetzlichen Krankenkassen in Deutschland. Abteilungsleiter Finanzen ist Christian Aselmann, der im Oktober 2022 von Warburg Invest zur in Bremen ansässigen HKK kam. Seit damals haben Aselmann und sein Team bereits einiges bewegt: Die zinsbedingten Buchverluste wurden realisiert und ein Masterfonds eingeführt. Der Lohn der Mühen: Nun sind die ordentlichen Erträge deutlich höher – und die Buchverluste mutierten in der Bilanz zu stillen Reserven. Zudem sind die Gelder nachhaltig angelegt.

Herr Aselmann, für Fixed-Income-Anleger sind die Rahmenbedingungen vergleichsweise erfreulich, für Krankenkassen könnten diese aber unerfreulicher nicht sein?

So kann man das sagen. Die Anlagebedingungen sind deutlich besser als vor drei Jahren. Leider ist die Finanzsituation in der GKV, aufgrund der sehr stark gestiegenen Kosten und einer politisch induzierten Vermögensabführung in den vergangenen Jahren nun so, dass Krankenkassen nur noch über sehr begrenzte Mittel verfügen, um von den gestiegenen Zinsen profitieren zu können.

Zudem haben viele Krankenkassen „Altlasten“ aus der Zeit der damaligen Null- und Negativzinsphase, in der man vieles versuchte, um eine Negativverzinsung zu vermeiden. Im damaligen Anlagenotstand hat sich auch der eine oder andere SGB-IV-Anleger in Anlagevehikel begeben, die heute sehr illiquide sind und von den niedrigen Zinsen auf hohe Bewertungsniveaus getrieben wurden. Das waren zum Beispiel Immobilienfonds oder Zinsstrukturen mit sehr kleinem Sekundärmarkt.

In Zeiten steigender Ausgaben wird diese Illiquidität zum Problem und es müssen teilweise große Abwertungen in Kauf genommen werden, um die Anlagevehikel zu liquidieren. Im schlimmsten Fall sind diese Entscheidungen sogar entscheidend bei der Festlegung des Zusatzbeitrages. Das ist ein kleiner Teufelskreis.

Wie passen solche Anlagen zum Liquiditätsgebot des Paragraf 80, SGB IV?

Viele Anbieter solcher Produkte haben in der zurückliegenden Negativzinsphase eine tägliche Liquidität versprochen. Dies ist ja zum Teil auch richtig, allerdings ist bei diesen Produkten Liquidität immer

eine Funktion des Preises und bedingt im Zweifel hohe ungewollte Verluste. Gerade wenn die Bewertungen unter der Erwartung liegen und einige Anleger aus dem Fonds raus wollen, dann wird es mit der versprochenen Liquidität dünn.

Natürlich stellen solche und andere längerfristige Anlagen nicht das Gesamtvermögen dar und es ist legitim zu sagen, dass ein Teil des Gesamtvermögens auch über einen mittelfristigen Zeithorizont investiert werden darf, um sich auskömmliche Zinseinnahmen zu sichern.

Die Entscheidungsparameter, die damals zum Beispiel für eine Allokation in strukturierte Zinsprodukte angelegt worden sind, wurden im Zuge der gesetzlich induzierten Vermögensabführung in 2021 und 2023, als den Krankenkassen insgesamt etwa 10,5 Milliarden Euro an Rücklagen aus dem Gesamtsystem entnommen worden sind, über Nacht plötzlich geändert. Dadurch gerät das Investment in solche Vermögensinstrumente in ein Missverhältnis zum Gesamtvermögen und die Gesamtliquidität kann in eine Schieflage geraten. Gerade diese Entwicklung zeigt die Bedeutung der Liquidität der Kapitalanlagen und meiner Meinung nach müsste die Liquidität mindestens auf derselben Prioritätsstufe wie die Vorgabe zur Sicherheit der Kapitalanlagen stehen, um die Zahlungsfähigkeit der Krankenkassen zu gewährleisten.

Immobilien und natürlich insbesondere Termingelder mögen grundsätzlich sicher sein – das hilft mir aber nichts, wenn man das Geld früher wieder braucht als geplant. Die Gleichstellung dieser Ziele würde sich auch mit der Vorgabe decken, wonach der Ertrag der Kapitalanlagen für SGB-IV-Anleger ein klar untergeordnetes Ziel ist.

Wäre Termingeld in diesem Umfeld denn keine passende Alternative? Termingelder könnte man staffeln und so laufend Liquidität bekommen.

Genau das haben wir gemacht. Wir hatten ein komplett rollierendes Verfahren, bei dem jeden Monat Gelder zurückkamen. Das war sowohl für Termingelder als auch für die variabel verzinsten Tagesgelder lukrativ. 2022 gab es für Tagesgelder in der Spitze bis zu vier Prozent.

Diese Zinssätze sind jetzt wieder gefallen und durch den Rückgang der Inversion der Zinskurve hat sich die Attraktivität dieses Anlagevehikels spürbar verschlechtert. Solche Investments sind nicht zuletzt stark abhängig vom Leitzinsniveau und aktuell können Renditen von circa zwei Prozent erzielt werden. Dies ist mittlerweile deutlich geringer als die laufende Rendite von bonitätsstarken Pfandbriefen oder Staatsanleihen.

Wohin haben Sie die Gelder der HKK dann zum Arbeiten geschickt?

Die HKK steht wirtschaftlich sehr solide da. Trotz der Vermögensabführung konnten wir es uns nach dem Zinsanstieg leisten, sämtliche Buchverluste zu realisieren. Mit diesem „frischen“ Geld haben wir im vergangenen Jahr einen Masterfonds aufgelegt. In diesem sind nun unsere Kapitalanlagen zum größten Teil gebündelt. Wir haben zwar auch noch Termin- und Tagesgelder und einen Direktbestand. Diese Bestände fallen aber aufgrund des Liquiditätsbedarfs unseres operativen Geschäfts aktuell geringer aus als geplant. Renditetechnisch war das Jahr 2024 ein interessanter Zeitpunkt für Anleihenkäufe. In unserem Masterfonds für Betriebsmittel/Rücklagen legen verschiedene Asset

Manager in vier Segmenten die Gelder für uns an. Dabei steht diesen Häusern die gesamte Klaviatur des zulässigen SGB-IV-Anlageuniversums zur Verfügung.

Alle Asset Manager müssen sich gegen dieselbe Multi-Fixed-Income-Benchmark messen lassen und in unserem Auswahlprozess haben wir versucht, unterschiedliche Investmentstile zu kombinieren. Die Ansätze unterscheiden sich darin, dass das eine Haus beispielsweise mehr auf Unternehmensanleihen fokussiert ist, das andere zum Beispiel einen Schwerpunkt bei Pfandbriefen oder Staatsanleihen setzt.

Sämtliche Buchverluste zu realisieren, klingt nach einem teuren Spaß.

Wir hätten alles in den Büchern stehen lassen und aussitzen können. Uns trieb aber die Sorge um, dass es zu weiteren Vermögensabführungen kommt – und zwar zum Buchwert. Dieser war weit höher als der Marktwert, wir hätten also Geld abführen müssen, das wir gar nicht hatten, denn unsere Buchungsvorschriften erlauben keine „Mark-to-Market“-Bewertung.

Was uns aber eigentlich interessiert, sind die ordentlichen Erträge. Die belaufen sich nun nicht mehr auf 0,25, sondern auf drei Prozent im Jahr. Das hilft uns mit Blick nach vorn und stabilisiert unsere Finanzsituation. Zudem konnten wir seit der Auflage des Masterfonds bereits „stille Reserven“ bilden, anstatt „stille Lasten“ noch über viele Jahre in unseren Büchern mitziehen zu müssen.

In Amerika wären die ordentlichen Erträge noch höher.

Es gäbe aber auch Kosten für die Absicherung des Währungsrisikos, denn die Gesetzesvorschriften erlauben keine offene Währung. Die meisten Asset Manager halten es zumindest derzeit für angebracht, im Euroraum zu bleiben und nicht in Dollar-Anleihen zu investieren und das FX-Risiko abzusichern. Diese Entscheidung liegt bei unseren Asset

Managern. Wir haben bewusst aktive Mandate vergeben.

Investiert die HKK nachhaltig?

Ausschließlich! Als Sozialversicherung betonen wir die soziale Komponente und das soll sich auch in der Kapitalanlage spiegeln. Klassisch schließen wir Sektoren wie Alkohol, Tabak, Waffen oder Kohle aus. Weiter legen wir härtere Kriterien bezüglich Menschenrechte, Arbeitsschutz, Kinderarbeit oder Sozialleistungen an. Zudem sind sämtliche Anlagen mindestens gemäß Artikel 8 der EU-Offenlegungsverordnung eingruppiert.



Im Rahmen der Kapitalanlage im Bereich der Pensionsrückstellungen dürfen wir zudem indexorientiert in Aktien anlegen. Dabei kommen ebenfalls ausschließlich nachhaltige ETF-Konzepte in das Möglichkeitsuniversum der Asset Managers. Zudem haben wir in diesem Bereich ein auswirkungsbezogenes Anleihesegment, womit wir mit den Geldern unserer Altersrückstellungen eine positive Wirkung auf die Nachhaltigkeitsziele der UN entfalten möchten. In diesem Segment verfolgt der Asset Manager eine Strategie, die im Einklang zu unserer unternehmensweiten Nachhaltigkeitsstrategie steht und selektiert bewusst Unternehmen, die einen

positiven Beitrag zu unseren Fokus-SDGs haben. Dies wird flankiert von Investments in Green-, Social und Sustainability Bonds. Weiterhin sind wir 2024 den UN PRI beigetreten und werden dieses Jahr erstmalig transparent über unsere Anlagevehikel berichten.

Wäre es für eine Sozialversicherung nicht auch passend, neben Alkohol und Tabak auch Süßwarenhersteller auszuschließen?

Darüber könnte man nachdenken. Ich bin mir aber nicht sicher, ob man über MSCI Zuckeranteile rausfiltern kann, da diese Hersteller zumeist auch „normale“ Lebensmittel produzieren.

Wenn ich Sie noch mit einer Idee zu einem passenden Impact Investment behelligen darf: Krankenversicherer könnten Generikahersteller bevorzugt Kredite geben. Das senkt deren Finanzierungskosten und im Idealfall generell Medikamentenpreise.

Könnte aber auch einfach zu höheren Margen der Unternehmen führen, wenn die Refinanzierungskosten sinken. Interessanter ist es, das Ziel zu verfolgen, die Kräfte der GKV zu bündeln, um in den Verhandlungen über die Arzneimittelpreise verbindlich Nachhaltigkeitsziele zu etablieren. Sollte ein Konzern die vereinbarten Nachhaltigkeitsziele nicht erreichen, könnte dies zum Beispiel die Rabatte für die GKV erhöhen. Meiner Erfahrung nach ist der „Griff ins Portemonnaie“ der Konzerne der effektivste Hebel, um tatsächlich eine messbare Veränderung zur Verbesserung der Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. In der GKV gibt es hierzu bereits erste Ansätze, aber solch ein Vorgehen ist angesichts der vielen unterschiedlichen Stakeholder nur schwierig umsetzbar und braucht viel Abstimmungszeit. Insgesamt glaube ich aber, dass die GKV angesichts eines Volumens von über 50 Milliarden Euro, das für Arzneimittel jährlich ausgegeben wird, durchaus Argumente in einer Verhandlung mit der Pharmabranche hat.

interessant ist“, so Hayri Ulucan. Aktuell übt Donner & Reuschel bei Unternehmensanleihen etwas Zurückhaltung. „Aufgrund der Liquidität von Unternehmensanleihen sind wir derzeit mit exponierten Positionierungen vorsichtig. Bei der Bonität bevorzugen wir A-Ratings gegenüber BBB-Ratings.“

Die LBBW Asset Management ist mit einem Fondskonzept für SGB-Anleger im gleichen Universum unterwegs – allerdings etwas offensiver. „Ein wichtiger Fondsbestandteil sind renditestarke Unternehmensanleihen solider Kapitalmarktunternehmen. Wir nutzen dabei, auch antizyklisch, Marktchancen“, so Arnold, der als Beispiel anführt, dass man Anfang April, als sich die Credit Spreads im Zuge der US-Zollpolitik temporär ausweiteten, genutzt habe, um während der Investitionsphase eine Corporate-Quote von rund 50 Prozent des Fondsvolumens aufzubauen. Die andere Hälfte des Portfolios setzt sich aus Staatsanleihen, staatsnahen Anleihen und Covered Bonds zusammen. Die gewichtete Marktrendite liegt bei knapp drei Prozent. Zum Vergleich: Donner & Reuschel beziffert die laufende Rendite aktuell mit 2,5 bis drei Prozent. Ausnahme-situationen ausgenommen, stuft Arnold die Liquidität von Corporates als gut bis sehr gut ein. Mit Blick auf die Sicherheitsanforderungen liege der Fokus auf Ratings von A und BBB+. „Diese Segmente sind aktuell – auch im historischen Vergleich – besonders attraktiv. Dagegen sind Anleihen mit einem Rating von BBB- aus unserer Sicht aufgrund ungewöhnlich geringer Spread-Aufschläge historisch teuer“, so Arnold. Zudem sei man wegen des Fallen-Angel-Risikos bei Anleihen mit BBB- generell eher zurückhaltend.

In der Theorie lässt sich Rendite auch am langen Ende einer steilen Zinskurve finden. Eine solche Strategie passt jedoch nicht zur Praxis eines Anlegers mit hohen Liquiditätsansprüchen. Denn so wie bei Aktien die Liquidität auch eine Frage der Bewertung darstellt, die bei entsprechendem Niveau und Ein- und Ausstiegszeitpunkt dazu führt, dass die Liquiditätsbeschaffung sehr verlustreich sein kann, so kann ein hohes Durationsrisiko bei steigenden Zinsen zu einer teuren Liquiditätsbeschaffung führen. Die LBBW Asset Management fährt nach eigenen Angaben moderate Restlaufzeiten von typischerweise bis zu zehn Jahren, bei neutraler Strategischer Asset Allocation von drei bis fünf Jahren. Donner & Reuschel geht ebenfalls nicht extrem lang. „Beim langen Ende der Kurve sind wir vorsichtig. In einem leichten Übergewicht in Duration sehen wir aber einen Mehrwert“, sagt Ulucan. Für eine maximal mittlere Duration – vor allem bei flacher Zinskurve – spricht auch, dass steigende Medikamentenpreise und Energiekosten ein Problem darstellen.

Regional betrachtet bieten die Vereinigten Staaten oder Großbritannien Potenzial für höhere Renditen. Zu beachten ist jedoch das Wechselkursrisiko. „SGB-IV-Anleger dürfen nur in Euro anlegen und müssen ein Investment in Fremdwährungen absichern. Aktuell sehen wir in währungsbesicherten Staatsanleihen keinen Mehrwert. Bei amerikanischen und britischen Unternehmens-

anleihen sieht das wiederum anders aus“, erklärt Ulucan. Was zum Wechselkursrisiko noch hinzukommt, ist das Reputationsrisiko. „Einem SGB-Anleger dankt niemand die höhere Rendite beispielsweise einer mexikanischen Unternehmensanleihe. Alle machen ihn aber dafür verantwortlich, wenn eine solche Anleihe ausfällt. Zumal Europa ausreichend große Anlagemöglichkeiten bietet.“

Sieben Prozent aus Siebenbürgen

Zu europäischen Opportunitäten zählen – allerdings schon seit längerem – rumänische Staatsanleihen. Für 15 Jahre Rumänien, geratet mit BBB-, gibt es (Ende Mai) für eine Staatsanleihe satte sieben Prozent und für sieben Jahre etwa sechs Prozent. Rumänische Euro-Staatsanleihen sind Teil des Investmentuniversums des SGB-Fonds der LBBW AM. Aktuell hält der Asset Manager ein mehrstufiges Downgrade für bereits vollständig eingepreist. „Vor diesem Hintergrund schließen wir ein Investment im moderateren Laufzeitbereich als Beimischung nicht aus – unter Berücksichtigung des Gesamtportfolios und der aktuellen Marktbewertung“, so Arnold. Dagegen erinnert Ulucan: „Das persönliche Risiko hat keine Upside.“

SGB IV und ESG

Aller Sorgen und Nöte zum Trotz – oder gerade deshalb – beschäftigen sich auch Krankenkassen mit nachhaltigen Kapitalanlagen. Regulatorisch gibt es keine konkreten ESG-Vorgaben“, berichtet Ulucan. „ESG wird sehr unterschiedlich umgesetzt. Manche schließen – für eine Krankenkasse besonders passend – Alkohol und Tabak aus, manche orientieren sich am norwegischen Staatsfonds.“ Wenn eine Krankenkasse ihre Anlagen nachhaltig bewirtschafte, dann erkenne man den Gesundheitsgedanken. Auf die Idee, aus Gesundheitsgründen Süßwarenhersteller, Coca-Cola und Pepsi auszuschließen, sei aber noch keine Krankenkasse gekommen. Die Einschätzung von Ulucan trifft auf jeden Fall auf die HKK zu. „Als Sozialversicherung betonen wir die soziale Komponente und das soll sich auch in der Kapitalanlage spiegeln. Klassisch schließen wir Sektoren wie Alkohol, Tabak, Waffen oder Kohle aus. Weiter legen wir härtere Kriterien bezüglich Menschenrechte, Arbeitsschutz, Kinderarbeit oder Sozialleistungen an“, so Christian Aselmann im Interview.

Multi-Fixed-Income bietet für SGB-Anleger genug Stellschrauben, um ein Portfolio an die eigenen Anforderungen bezüglich Liquidität, Sicherheit und Rendite anzupassen. Für ein diversifiziertes Sondervermögen ist nicht zuletzt im Vergleich zum Klumpenrisiko von Termingeldern bei Häusern wie Greensill oder Maple auch die Sicherheit ein gutes Argument. Vielleicht kann ein sicherheitsbewusstes Anleiheportfolio sogar helfen, den staatlichen Reformbemühungen den richtigen Weg zu weisen: nämlich, wenn man hin und wieder erwähnt, dass man ein großer Investor in Bundesanleihen ist.