

news

LURSE IN DEN MEDIEN - FACHARTIKEL

Individuelle, fondsgebundene Anlagekonzepte für die Beitragszusage in der bAV

Ein Kompass für Institutionelle Investoren im Niedrigzinsumfeld

Copyright und Erstveröffentlichung

Betriebliche Altersversorgung
Ausgabe 01/2022, S. 13-17

Individuelle fondsgebundene Anlagekonzepte für die Beitragszusage in der bAV

Ein Kompass für Institutionelle Investoren im Niedrigzinsumfeld

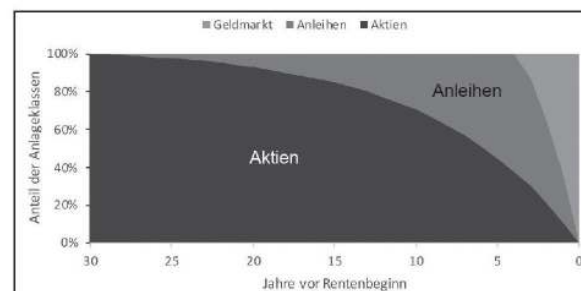
Je niedriger die Zinsen, desto höher der Druck auf Institutionelle Investoren, ihre Anlageziele zu erwirtschaften. Das betrifft insbesondere Anleger mit beitragsorientierten Pensionsplänen. Da ihnen häufig der Überblick über mögliche fondsgebundene Anlagekonzepte fehlt, bietet ihnen der folgende Artikel eine vergleichende Einführung in solche individuellen Konzepte für die Beitragszusage. Darüber hinaus beschreibt er, welche Aspekte bei der Entscheidung über geeignete Anlagestrategien sowie bei der Implementierung und Verwaltung zu beachten sind.

I. Anlagekonzepte im Überblick

1. Lebenszyklusmodelle

In Lebenszyklusmodellen wird die Struktur der Vermögensaufteilung in Aktien, Anleihen und Geldmarktanlagen langfristig vorausgeplant. Sie beruhen darauf, dass Investmentrisiken davon abhängen, wie viel Zeit den Mitarbeiter:innen für ihre jeweiligen Ansparphasen zur Verfügung steht. Jüngere Mitarbeiter:innen mit langem Zeithorizont können ein höheres Investment-Risiko als ältere tragen und damit deutlich höhere Anteile in risikoreiche Anlageformen investieren, etwa in Aktien. Denn sie haben mehr Zeit, um eventuelle Rückschläge am Kapitalmarkt wieder auszugleichen. Die Vermögensaufteilung in diesen Lebenszyklusmodellen erfolgt über sogenannte Gleitpfade. Diese geben die langfristig geplante Reallokation von Aktienfonds in Anleihen- und Geldmarktfonds vor. Diese Vorausplanung ist statisch. Der Gleitpfad bleibt also während der Ansparphase unverändert und wird auch bei Schwankungen am Kapitalmarkt nicht angepasst (s. Abbildung 1).

Abbildung 1: Lebenszyklusmodell



Lebenszyklusmodelle lassen sich in unterschiedlichen Formen realisieren. Bei geschlossenen Modellen mit sogenannten Target-Date-Fonds findet die vom Gleitpfad bestimmte

Umschichtung von Aktien, Anleihen und Geldmarktanlagen innerhalb des Fondsmantels statt. Mitarbeiter:innen, die 2050 in Rente gehen, erwerben also über die gesamte Ansparphase hinweg nur einen Fonds „Target Date 2050“. Um die Strategie für Mitarbeiter:innen aller Altersgruppen angemessen umsetzen zu können, muss der Anbieter daher eine ganze Familie von Target-Date-Fonds bereitstellen. Diese decken beispielsweise in 5-Jahres-Schritten das komplette Altersspektrum ab (z.B. Geldmarktfonds 2025, 2030, 2035 ... 2070). Indem man zwei Fonds miteinander kombiniert, lassen sich alle Jahrgänge berücksichtigen.

Eine Alternative zu Target-Date-Fonds sind offene Konstruktionen. Für solche Lebenszyklusmodelle werden z.B. drei Fonds verschiedener Kategorien (Aktien-, Renten-, Geldmarktfonds) frei ausgewählt, welches eine hohe Flexibilität ermöglicht. Die im Gleitfad vorgegebene Aufteilung der Sparbeiträge erfolgt außerhalb der Fonds auf der Ebene der Administrationsplattform. Der Verwaltungsaufwand ist damit höher als bei der Verwendung von Target-Date-Fonds.

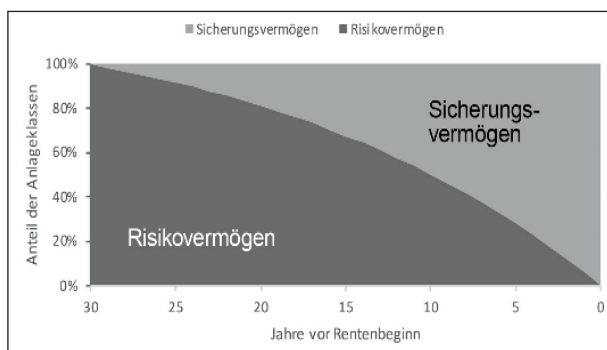
Wesentliche Vorteile dieser Lebenszyklusmodelle liegen in den vergleichsweise hohen Kapitalmarktchancen für junge Mitarbeiter:innen. Denn die langfristige Gleitfadplanung ermöglicht sehr hohe Aktienanteile im Sparvermögen.

Älteren Mitarbeiter:innen dagegen eröffnet die langfristige Gleitfadplanung in Zeiten niedriger Zinsen keine attraktiven Renditen, da ein großer Anteil des Sparvermögens in Renten- und Geldmarktfonds investiert wird. Wer diesem Problem mit einer eher chancenorientierten Gleitfadgestaltung begegnen will, die auch für kurze Zeithorizonte – z.B. fünf Jahre vor Rentenbeginn – signifikante Aktienquoten vorsieht, erhöht damit das Risiko von Beitragsverlusten bei Einbrüchen am Kapitalmarkt.

2. Individuelle Liability Driven Investment-Modelle (iLDI)

Ähnlich wie bei Lebenszyklusmodellen wird das Sparvermögen bei iLDI-Modellen nach langfristig vorausgeplanten, statischen Gleitpfaden in risikobehaftete und sichere Anlagen aufgeteilt. Dabei steht die Absicherung der eingezahlten Sparbeiträge im Vordergrund. Die Planung berücksichtigt das Alter der jeweiligen Mitarbeiter:innen, d.h. den verbleibenden Zeithorizont, die erwartete Rendite und Volatilität des Risikovermögens sowie die Renditen des Sicherungsvermögens. Je jünger die Mitarbeiter:innen sind, je mehr Rendite das Risikovermögen erwarten lässt und je höher die im Sicherungsvermögen erzielbaren Renditen sind, desto geringer fällt der Sparbeitrag aus, der in das Sicherungsvermögen fließen muss, um die eingezahlten Beiträge bezogen auf den Rentenbeginn abzusichern. Entsprechend größer wird der für das Risikovermögen verfügbare Anteil am Sparbeitrag (s. Abbildung 2 – iLDI-Modell).

Abbildung 2: iLDI-Modell



Um dieses Modell umzusetzen, sind mindestens ein Fonds für das Risikovermögen (Aktien, Unternehmensanleihen) sowie eine Familie von Target-Date-Fonds für das Sicherungsvermögen erforderlich (z.B. Geldmarktfonds, 2025, 2030, ..., 2070). Letztere erwirtschaften risikofreie Erträge bezogen auf das Zieldatum.

iLDI-Modelle haben den Vorteil, dass sie es ermöglichen, Beitragssicherungen zu gestalten. Denn der Plan für die Vermögensaufteilung legt explizite Ziele dafür fest, wie wahrscheinlich Beitragsverluste sein dürfen (z.B. weniger als 5%) und kann daraus „weiche“ Garantien ableiten.

Der Nachteil im aktuellen Niedrigzinsumfeld ist jedoch, dass die Opportunitätskosten der Beitragssicherung im Sicherungsvermögen sehr hoch sind. Es müssen vergleichsweise hohe Anteile des Beitragskapitals in das Sicherungsvermögen investiert werden, was eine niedrigere Rendite erwarten lässt.

3. Absolute Return-Strategien

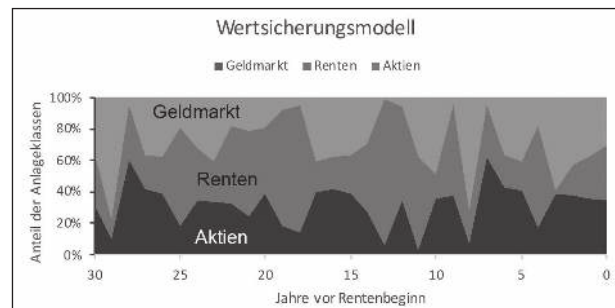
Absolute Return-Strategien steuern das Risiko der Kapitalanlage nach dem Prinzip des „Auf-Sicht-Fahrens“. Die Aufteilung des Vermögens auf Aktien, Renten und Geldmarkt wird also immer wieder an die Entwicklungen auf den Kapitalmärkten angepasst.

Multi-Asset-Strategien sind anti-zyklisch angelegt. Das heißt: Die aktuelle Aufteilung des Vermögens wird in regelmäßigen Abständen auf diejenige zurückgeführt, die strategisch vorgegeben ist. Anteile risikoreicher Anlagen werden also nach positiver Entwicklung reduziert und nach negativer Entwicklung erhöht. Wertsicherungsstrategien sind hingegen pro-zyklisch: Anteile risikoreicher Anlagen werden nach positiver Entwicklung aufgestockt und nach negativer Entwicklung reduziert.

Allen Absolute Return-Strategien ist gemeinsam, dass die Anbieter verschiedene Fondsvarianten bereitstellen, die sich hinsichtlich ihrer Ertrags- und Risikoprofile unterscheiden.

Anbieter von Wertsicherungsstrategien differenzieren ihre Fonds meist anhand eines vorgegebenen Risikobudgets oder einer Wertsicherungsgrenze. Sie legen das Risikobudget in der Regel zu Beginn des Geschäftsjahres bezogen auf den Fondspreis fest. Es liegt in Bereichen von 2% für sehr vorsichtige Anleger bis 10% für chancenorientierte Investoren. Entwickelt sich der Wert des Fonds im Verlauf des Geschäftsjahres negativ, werden die Anteile risikobehafteter Anlagen schrittweise reduziert. So wird sichergestellt, dass das verfügbare Risikobudget nicht vollständig aufgezehrt werden kann (Abbildung 3 – Wertsicherungsmodell mit laufender Anpassung).

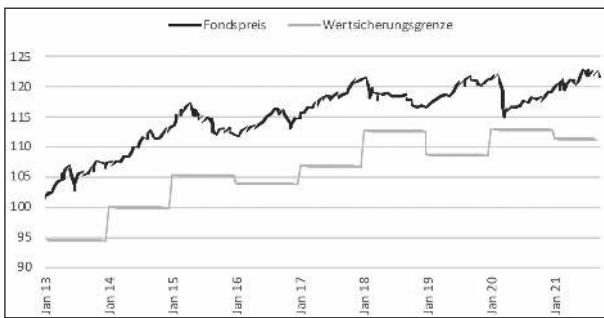
Abbildung 3: Wertsicherungsmodell mit laufender Anpassung



Sollte dieses Budget im laufenden Geschäftsjahr trotz aller Steuerungsmaßnahmen vollkommen aufgebraucht werden, wären risikoreiche Kapitalanlagen erst wieder im nachfol-

genden Geschäftsjahr möglich, wenn ein neues Risikobudget bereitgestellt wird (Abbildung 4 – Wertsicherungsmodell, Wertsicherungsgrenze).

Abbildung 4: Wertsicherungsmodell, Wertsicherungsgrenze



Auch für klassische Absolute Return- oder Multi-Asset-Strategien gibt es verschiedene Fondsvarianten. Die Unterscheidung erfolgt jedoch nicht anhand definierter Risikobudgets oder Wertuntergrenzen, sondern anhand des maximal zulässigen Aktienanteils an der strategisch vorgegebenen Vermögensaufteilung. Bei konservativen Fonds kann dieser bis zu 30%, bei ausgewogenen Fonds bis zu 50% und bei

Abbildung 5: Absolute Return-Strategie, konservativ

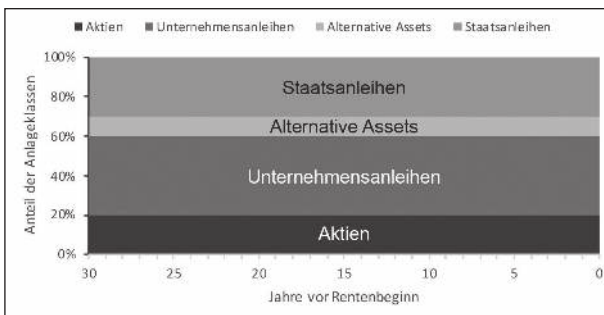


Abbildung 6: Absolute Return-Strategie, ausgewogen

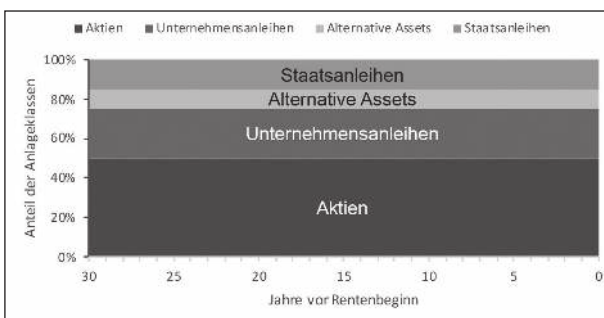
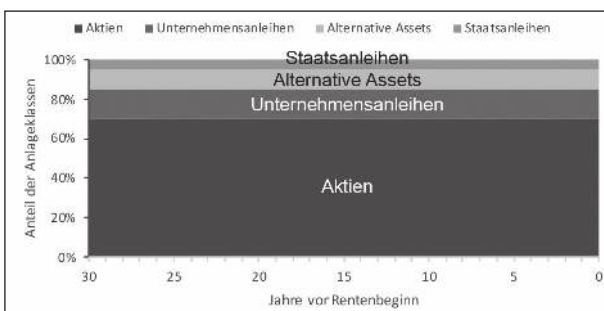


Abbildung 7: Absolute Return-Strategie, chancenorientiert



chancenorientierten Fonds zwischen 50% und 80% betragen. Die „auf Sicht fahrenden“ Manager können von diesen Vorgaben aus taktischen Gründen zwar temporär abweichen, grundsätzlich müssen sie jedoch in regelmäßigen Abständen die strategische Vermögensaufteilung wieder herstellen (s. Abbildung 5 – Absolute Return, konservativ, Abbildung 6 – Absolute Return, ausgewogen, Abbildung 7 – Absolute Return, chancenorientiert).

Im Rahmen von Absolute Return-Strategien können Unternehmen ihren Mitarbeiter:innen Fonds mit unterschiedlichen Risikograden anbieten. Das Beitragskapital wird dann in den ausgewählten Fonds angelegt. Der administrative Aufwand ist vergleichsweise gering.

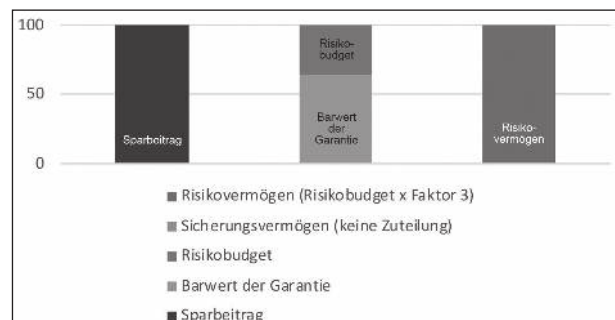
Diese Strategien bieten den Vorteil, dass die Renditeerwartungen für alle Mitarbeiter:innen Fonds gleich sind, denn der Aktienanteil hängt nicht vom Zeithorizont der Anlage ab. Dank ihrer dynamischen, „auf Sicht fahrenden“ Risikosteuerung schützen Wertsicherungsmodelle zudem vor extremen Kapitalmarkteinbrüchen. Mit konservativen oder ausgewogenen Strategien können jüngere Mitarbeiter:innen jedoch nicht das volle, erwartbare Renditepotenzial ausschöpfen.

4. Individuelle Constant Proportion Portfolio Insurance-Modelle (iCPPI)

iCPPI-Modelle haben mit den iLDI-Modellen gemeinsam, dass die Sparbeiträge bei der Kapitalanlage in zwei Töpfe fließen, ins Sicherungsvermögen und ins Risikovermögen. Der erste Topf dient dazu, die eingezahlten Beiträge für den Zeitpunkt des Rentenbeginns abzusichern. Die Anlage erfolgt in risikoarme Anleihen mit entsprechender Restlaufzeit. Das Risikovermögen des zweiten Topfs soll dagegen zusätzliches Renditepotenzial erschließen, etwa durch Investments in Aktien und risikoreichere Unternehmensanleihen.

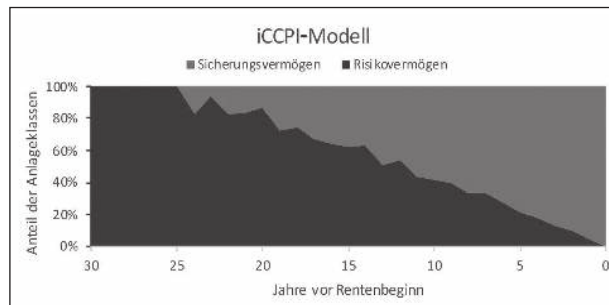
Anders als bei iLDI-Modellen wird das Kapital jedoch nicht nach einem langfristig vorausgeplanten Gleitpfad aufgeteilt, sondern, analog zu den Wertsicherungsstrategien, nach dem Prinzip des „Auf-Sicht-Fahrens“: Dem dynamischen Steuerungsmechanismus der Kapitalaufteilung liegt ein Risikobudget zugrunde. Dessen Umfang ergibt sich aus dem Sicherungsvermögen. Denn bei einer positiven Verzinsung und einem bestimmten Zeithorizont bis zum Rentenbeginn muss nicht das gesamte Sparkapital, sondern nur ein Teil davon in das Sicherungsvermögen investiert werden. Die Höhe des Risikobudgets bestimmt den Anteil des Risikovermögens. Dieses kann das Budget übersteigen, da häufig ein Hebelfaktor >1 angewendet wird. Bei einer Laufzeit von 30 Jahren bis Rentenbeginn, einer Verzinsung des Sicherungsvermögens von 1,52% (historisch in 08/2015) und einem Hebelfaktor von 3 könnte der gesamte Sparbeitrag in das Risikovermögen investiert werden (s. Abbildung 8 – iCPPI-Modell, Bestimmung Risikovermögen).

Abbildung 8: iCPPI-Modell, Bestimmung Risikovermögen



Die Sparbeiträge werden dem Sicherungs- bzw. dem Risikovermögen also je nach Zeithorizont, Zinsniveau und kapitalmarktbedingten Veränderungen des Risikobudgets zugewiesen. Der Gleitpfad, der sich daraus ergibt, wird jedoch anders als bei iLDI-Modellen dynamisch angepasst (s. Abbildung 9 – iCCPI-Modell, dynamisch angepasster Gleitpfad).

Abbildung 9: iCCPI-Modell, dynamisch angepasster Gleitpfad



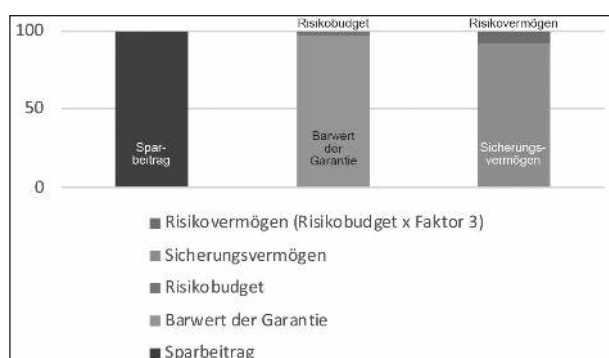
Um allzu starken Schwankungen oder gar einer vollständigen Aufzehrung des Risikobudgets entgegenzuwirken, wird darüber hinaus eine Wertuntergrenze für das Risikovermögen festgesetzt, ähnlich wie bei den Wertsicherungsmodellen (s. Abbildung 4, S. 15 – Wertsicherungsmodell, Wertsicherungsgrenze).

Analog zu den iLDI- erfordern auch iCPPI-Modelle mindestens einen Fonds für das Risikovermögen (Aktien, Unternehmensanleihen) sowie eine Familie von Laufzeiten-Fonds für das Sicherungsvermögen (z.B. Geldmarktfonds, 2025, 2030, ..., 2070). Die Laufzeiten-Fonds erwirtschaften risikofreie Erträge und gewährleisten die Absicherung der Beiträge zum Zieldatum. Die Aufteilung unter den Fonds wird nicht statisch, sondern dynamisch gesteuert, was häufige Umschichtungen zur Folge hat. Dadurch ist der administrative Aufwand hier vergleichsweise hoch.

Die komplexen iCPPI-Modelle kombinieren Elemente der anderen, oben erläuterten Modelle miteinander. Ähnlich den iLDI-Modellen ermöglichen sie eine Gestaltung der Beitragsabsicherung. Diese ist jedoch im Fall positiver Zinsen über alle Laufzeiten hinweg eine „harte“ Sicherung, da die Dimensionierung des Sicherungsvermögens die eingezahlten Beiträge zum Rentenbeginn gewährleistet.

Aufgrund der derzeit niedrigen Zinsen entstehen jedoch hohe Opportunitätskosten für die Beitragssicherung in Form risikofreier Anlagen. Im aktuellen Umfeld erbringt ein Sicherungsvermögen für eine Laufzeit von 30 Jahren nur noch eine Verzinsung von 0,09% (08/2021). Anknüpfend an das

Abbildung 10: iCPPI-Modell, Bestimmung Risikovermögen, 0,09% Rendite



obige Beispiel (s. Abbildungen 8 und 10 – iCPPI-Modell, Bestimmung Risikovermögen) stünden bei einem Beitrag von 100 Euro nur noch 8 Euro für das Risikovermögen zur Verfügung. Die erwartete Rendite wäre daher sehr niedrig (Abbildung 10 – iCCPI-Modell, Bestimmung Risikovermögen, 0,09% Rendite).

II. Investmentziele

Um aus dem vielfältigen Angebot die passende Strategie und den geeigneten Anbieter auswählen zu können, muss das Unternehmen im ersten Schritt klar definieren, was die Ziele seines Investments sind. Dabei gilt es, verschiedene Aspekte gegeneinander abzuwägen. Dazu gehören

- die Attraktivität der erwarteten Renditen für die Mitarbeiter:innen, die sich in Zeiten dauerhaft niedriger Zinsen nur über einen entsprechend hohen Anteil von Aktien erreichen lässt,
- das Risiko des Unternehmens, am Ende der Ansparphase Beitragsverluste ausgleichen zu müssen, das zunimmt, je höher die erwartete Rendite der Investmentstrategie ist
- sowie die Verteilung der Renditeerwartung über die Gesamtheit der Mitarbeiter:innen, d.h. höhere Renditeerwartungen für jüngere oder gleiche Erwartungen für alle.

Als Ergebnis dieses Prozesses muss das Unternehmen schließlich alle relevanten Aspekte identifiziert und angemessene Zielgrößen bestimmt haben. So könnten beispielsweise eine für alle Altersgruppen geltende Mindestrendite am Ende des Ansparprozesses sowie Obergrenzen für das Risiko von Beitragsverlusten festgelegt werden.

III. Strategie und Managerauswahl

Nach der Festlegung der Investmentziele gilt es, auf Basis eines objektiven Vergleichs die geeignete Strategie sowie den dazu passenden Anbieter auszuwählen. Das stellt eine große Herausforderung dar: Zum einen muss ein objektiver Datenvergleich der Alternativen in geeigneter Weise strukturiert werden, zum anderen sind die Vergleichsdaten, etwa zur erwarteten Rendite und zum Risiko von Beitragsverlusten, schwierig zu ermitteln. Ein möglicher Ansatz könnte das folgende Schema sein (s. Abbildung 11 S. 17).

Insbesondere bei Lebenszyklus-, iCPPI- und iLDI-Strategien hängt es vom Zeithorizont ab, wie hoch der Anteil an Risikoanlagen (Aktien) ausfällt. Um die richtige Strategie auswählen zu können, sollten daher Daten ermittelt werden, die es ermöglichen, erwartete Renditen und Risiken (z.B. von Beitragsverlusten) zu beurteilen, und zwar für unterschiedliche Zeitfenster (z.B. fünf Jahre bis Rentenbeginn, zehn Jahre bis Rentenbeginn, usw.)

Die Faktoren Verlustwahrscheinlichkeit, erwarteter Fehlbeitrag und erwartete Rendite kann man einfach bei den Anbietern anfragen. Damit ließe sich abschätzen, wie hoch das Risiko ist, eventuell Beiträge nachschießen zu müssen und ob die vorgegebene Mindestrendite für alle Planteilnehmer erreichbar ist.

Ein direkter Abruf der Daten bei verschiedenen Anbietern führt jedoch zu Problemen in Sachen Vergleichbarkeit. Das liegt daran, dass jeder Fondsanbieter Verlustwahrscheinlichkeiten sowie erwartete Fehlbeiträge und Renditen individuell auf der Grundlage von Kapitalmarktannahmen und komplexen finanzmathematischen Modellen ermittelt. Sowohl die Kapitalmarktannahmen als auch die verwendeten finanzmathematischen Modelle können sich je nach Anbieter stark unterscheiden. Salopp ausgedrückt, birgt ein direkter Vergleich der Daten die Gefahr, Äpfel mit Birnen zu ver-

Abbildung 11: Ein Vergleichsansatz bei der Managerauswahl

Zeitraum von Beitragszahlung bis Rentenbeginn	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre	20 Jahre	25 Jahre	30 Jahre	35 Jahre	40 Jahre
Verlustwahrscheinlichkeit								
Erwarteter Fehlbetrag								
Erwartete Rendite								
Mittlere hist. Rendite								
Mittlere hist. Volatilität								

wecheln. Das Produkt eines Anbieters könnte beispielsweise nur aufgrund sehr optimistischer Kapitalmarktannahmen als geeignet erscheinen.

Eine Alternative stellt die Verwendung von Risiko- und Rendite-Kennzahlen dar, die auf Basis historischer Fondspreisdaten ermittelt wurden. Über einen Zeitraum von zehn Jahren lassen sich die erwarteten Renditen und Volatilitäten ermitteln. Mittels dieser Daten und indem man ein für alle Fondsprodukte einheitliches finanzmathematisches Modell verwendet, lassen sich dann die Verlustwahrscheinlichkeiten und die erwarteten Fehlbeträge ermitteln. Die zielorientierte Auswahl des geeigneten Produkts könnte dann in zweifacher Hinsicht „objektiv“ erfolgen: sowohl, was die verwendeten Kapitalmarktdaten als auch, was das verwendete Modell zur Berechnung der Zielwerte betrifft.

IV. Implementierung und Administration

Es ist *eine* Herausforderung, geeignete Strategien und Fondsprodukte objektiv und zielorientiert auszuwählen. Eine *andere* ist die Frage nach der Administrierbarkeit. Denn die Vorgaben für die Aufteilung der Beiträge in verschiedene Fondsprodukte sind zum Teil sehr komplex. Vergleichsweise einfach ist es, eine für jeden Mitarbeiter gleichbleibende, statische Aufteilung der Sparbeiträge in vorgegebene Fonds zu verwalten (z.B. 20% Fonds 1, 40% Fonds 2, 40% Fonds 3). Dagegen stellt die Administration von offenen Lebenszyklus-, iLDI- oder iCPPI-Strategien, welche sich aus mehreren Fonds zusammensetzen, deutlich höhere Ansprüche. Die entsprechende Plattform muss in der Lage sein, die Aufteilung dynamisch, nach Zeitablauf und bei iCPPI-Modellen zusätzlich nach den Entwicklungen am Kapitalmarkt anzupassen. Nur eine zugleich leistungsfähige und flexible Administrationsplattform eröffnet die Möglichkeit, sämtliche Strategievarianten umzusetzen.

V. Fazit

Für individuelle, fondsgebundene Anlagekonzepte von Beitragszusagen in der bAV stellt der Markt verschiedene Strategie- und Produktkonzepte zur Verfügung. Sie unterscheiden sich im Hinblick auf ihre Mechanismen zur Risikosteuerung, auf die Verteilung der Renditeerwartungen sowie auf ihre Komplexität und Administrierbarkeit.

Ein strukturierter Entscheidungsprozess für die Strategie- und Produktauswahl sollte mit der Festlegung konkreter Investmentziele beginnen. Für eine zielorientierte Investmententscheidung müssen Daten bereitgestellt werden, die für jede Alternative objektiv generiert wurden, d.h. auf einheitlichen Annahmen und Modellen beruhen.

Aufgrund der dauerhaft niedrigen Zinsen sind iLDI- und iCPPI-Modelle derzeit weniger attraktiv als Lebenszyklus- und Absolute-Return-Modelle.

Bei der Auswahl geeigneter Strategien ist zudem die Leistungsfähigkeit der zur Verfügung stehenden Administrationsplattform zu berücksichtigen. Offene Lebenszyklus- und iCPPI-Modelle stellen an deren Flexibilität besonders hohe Anforderungen.

Raphael Horst ist Investment Consultant bei Lurse. Er berät Institutionelle Kunden in der bAV bei der Entwicklung und Auswahl verpflichtungsorientierter Anlagestrategien. Darüber hinaus berät er bei der Absicherung von Marktrisiken sowie bei Gebührenoptimierung in der Kapitalanlage. Das Investment-Controlling, eine unabhängige Kontrolle der Kapitalanlage im Hinblick auf die Investmentziele, gehört ebenfalls zu seinen Aufgaben.

