



IMPLIKATIONEN FÜR DIE KAPITALANLAGE

DER TREND VON DB ZU DC

Dr. Dorothee Franzen

IN DER BETRIEBLICHEN ALTERSVERSORGUNG HÄLT DER WELTWEITE TREND VON DEFINED BENEFIT (DB) ZU DEFINED CONTRIBUTION (DC) VERSORGUNGSZUSAGEN UNVERMINDERT AN. IN DEN MEISTEN OECD LÄNDERN ÜBERSTEIFEN DIE PLANVERMÖGEN FÜR DC ZUSAGEN MITTLERWEILE DIE PLANVERMÖGEN FÜR DB ZUSAGEN (OECD, 2021). DIESER TREND HAT WEITREICHENDE AUSWIRKUNGEN FÜR ASSET MANAGER. BEI DC-ZUSAGEN GEWINNEN KOSTENEFFIZIENZ UND ADMINISTRATION ALS SELEKTIONSKRITERIEN AN BEDEUTUNG. INVESTMENTSTRATEGIEN MÜSSEN NEU OPTIMIERT WERDEN.

Die Investment- und Administrationskosten gehen bei DC-Zusagen in den meisten Ländern zulasten der Arbeitnehmer. Vielfach, z.B. in Großbritannien, setzen die Aufsichtsbehörden feste Obergrenzen für die Gebühren. In anderen Ländern, z.B. in der Schweiz und in den Niederlanden, legen die Aufsichtsbehörden ihren Fokus sehr stark auf Kosteneffizienz und verlangen volle Kostentransparenz. Gleichzeitig wird die Administration anspruchsvoller. Bei DC-Zusagen müssen individuelle Mitarbeiterkonten geführt werden und Asset Manager und KVG müssen in der Lage sein, zumindest Schnittstellen zu spezialisierten Administratoren reibungslos zu managen.

Als internationale „Best-Practice“-Investmentstrategie haben sich bei DC-Zusagen Lebenszyklusstrategien durchgesetzt. Statt einer einheitlichen Kapitalanlage für alle Mitglieder einer Altersversorgungseinrichtung erfolgt die Kapitalanlage altersabhängig, es wird nach Kohorten differenziert. Die

theoretischen Grundlagen der altersabhängigen Kapitalanlage basieren auf intertemporalen Überlegungen zur optimalen Asset Allokation unter Berücksichtigung von Arbeitseinkommen (Campbell und Viceira, 2002). Langfristig orientierte Investoren sollten eine höhere Allokation in risikoreichen Assetklassen wie Aktien haben als in einer statischen Optimierung. Anwärter mit einem stabilen Arbeitseinkommen können höhere Risiken am Aktienmarkt eingehen als Rentner. Entsprechend starten junge Anwärter in den meisten Konzepten mit einer hohen Aktienquote, die dann zum Renteneintritt zugunsten risikoärmerer Anlageklassen abgebaut wird.

In den USA haben sich Target-Date-Funds durchgesetzt, auf die mittlerweile 80% aller Teilnehmer und 30% der Assets von 401(k)-Plänen entfallen. In Ländern, in denen die Geldanlage kollektiv erfolgt, wird die Lebenszyklusstrategie auf der Ebene der Versorgungseinrichtung umgesetzt, entweder

von einem internen Team, wie z.B. bei NEST¹ oder outgesourct an Fiduciary oder Asset Manager. Entscheidend für die Optimierung der Umsetzung der Lebenszyklusstrategien ist – wie immer – die Ausgestaltung der jeweiligen Zusagen sowie die Risiko- und Renditepräferenzen der Entscheidungsträger.

Daher steht am Anfang der Optimierung der Kapitalanlage immer eine Analyse des Risikoprofils der Zusage. Bei DB-Zusagen steht die dem Arbeitnehmer vom Arbeitgeber zugesagte Versorgungsleistung im Vordergrund. In der Regel erfolgt eine lebenslange Rentenzahlung. Bei diesen Zusagen trägt der Arbeitgeber die meisten der bAV-inhärenten Risiken wie Langlebkeits- und – sofern die Zusage kapitalgedeckt ist – auch das Investmentrisiko. Der Dotierungsaufwand für den Arbeitgeber ist die Resultante. DC-Zusagen „denken“ dagegen die Altersversorgung vom Beitrag her. Der Arbeitgeber leistet einen regelmäßigen Beitrag; seine Verpflichtung endet mit einer Kapitalauszahlung zu Rentenbeginn. Langlebkeits- und Investmentrisiko liegen beim Arbeitnehmer, der in vielen Ländern auch die Investmententscheidung trifft. Zwischen diesen beiden stilisierten Zusagearten gibt es eine Vielzahl von Kombinationen. Die Zuordnung nach DB oder DC erfolgt in der Regel entlang der Rechnungslegung. Wenn Arbeitgeber Garantien übernehmen, gilt eine Zusage auf bAV i.d.R. als DB und muss bilanziert werden. Für viele dieser Zusagearten hat sich der Begriff „hybrid“ herausgebildet. Sobald die Zusage bilanzwirksam ist, besteht für den Arbeitgeber ein Bilanzrisiko, das insbesondere kapitalmarktorientierte Unternehmen i.d.R. gesteuert haben wollen.

Abbildung 1 zeigt die prozentuale Aufteilung der Zusagearten gemessen an den Assets under Management (AuM) für einige Länder. In der Schweiz haben mittlerweile fast alle Pensionskassen vom Leistungs- auf Beitragsprimat umgestellt. 75% der AuM entfallen auf DC-Zusagen. In den USA, auf die ca. 65% der Pension Assets in der OECD entfallen, sind DB Zusagen zu einer Domäne des öffentlichen Sektors geworden. In der Privatwirtschaft dominieren DC-Zusagen; DC Assets übersteigen seit Mitte der 90er Jahre die Assets in DB-Zusagen. Aktuell entfallen auch hier 75% aller AuM auf DC-Zusagen.

Der aktuelle „Pension Market in Focus“ der OECD zeichnet ein ähnliches Bild für weite Teile der Welt, ebenso wie der jüngste „Consumer Trends Report“ von EIOPA. Die Zahlen differieren in allen Statistiken je nach Fokus der Auswertung, aber die Grundaussage einer Umstrukturierung zu DC verfestigt sich. Zu dem Rückzug der Arbeitgeber aus DB-Zusagen hat vor allem der massive Anstieg der Kosten der alten Versorgungszusagen durch die gestiegene Lebenserwartung geführt. Ein weiterer Grund liegt in den bilanziellen Implikationen des rückläufigen Zinstrends nach der Umstellung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften auf Marktzinsbewertung der Pensionsverbindlichkeiten. In vielen Ländern führen zudem verschärfte Regulierungsanforderungen der Aufsichtsbehörden zu deutlich höherem Arbeits- und Kostenaufwand in den betroffenen Abteilungen.

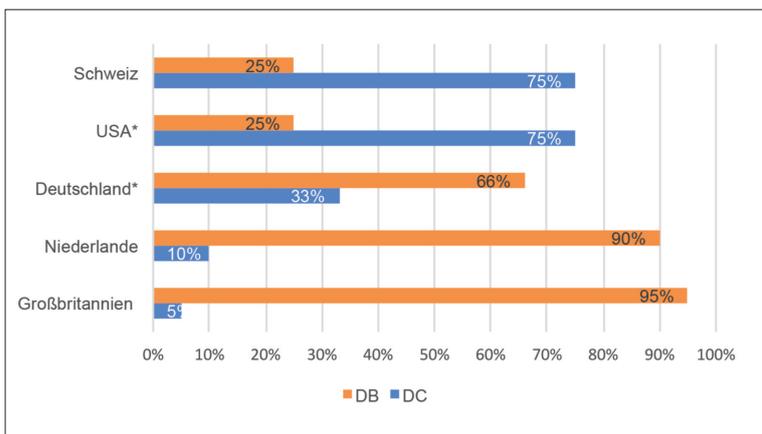


Abb. 1: Aufteilung der Zusagearten in Prozent – Assets under Management

Quelle: BFS, ICI, DNB, ONS, Avida Research, *) nur Unternehmenssektor

Zu den offiziell ausgewiesenen verbliebenden „DB-Inseln“ zählen u.a. Deutschland, die Niederlande und Großbritannien. Aber auch hier haben Veränderungen bereits stattgefunden oder bahnen sich an. Am deutlichsten sind die Verschiebungen bereits in Großbritannien zu sehen. Abbildung 2 zeigt die prozentuale Aufteilung der Zusagearten nach Anwärtern. In Großbritannien haben 75% aller Anwärter eine DC Versorgungszusage. Dies ist auf die erfolgreiche Einführung des britischen Optionsmodells zurückzuführen. Stufenweise wurden von 2012 bis 2018 alle Arbeitgeber verpflichtet, Arbeitnehmer mit einem Jahreseinkommen von über 10.000 GBP zu einer Versorgungseinrichtung anzumelden, sofern die Arbeitnehmer nicht explizit widersprochen haben. Seit der Einführung des Optionsmodells ist die Anzahl der Arbeitnehmer in der Privatwirtschaft mit einer bAV-Zusage von gut 2 Millionen auf fast 20 Millionen gestiegen. Eine entsprechende Verschiebung auch der AuM wird zeitversetzt folgen. Wie in den USA dominieren DB-Zusagen nur noch im öffentlichen Sektor. Verwaltet werden die neuen DC-Zusagen zum größten Teil von spezialisierten Master-Trusts. Neben dem staatlich gesponsertem NEST, der als Auffangbecken für alle Arbeitgeber dient, die keine explizite Anbieterselektion treffen wollen, gibt es 36 weitere Master Trusts, die von Versicherern, Asset Managern oder Beratern gesponsert werden. Die angebotenen Default-Investment-Strategien sind im Wesentlichen Lebenszyklusstrategien.

Die Niederlande befinden sich mitten im Umstellungsprozess von DB auf DC. Der Gesetzgebungsprozess wird in diesem Jahr abgeschlossen. Die Umstellung der Versorgungszusagen soll zwischen 2023 und 2026 erfolgen. Mit einer Reihe von Reformen seit den späten 1990er Jahren hatten die Niederlande ihr ursprüngliches DB System bereits sehr weit an ein DC System angenähert. „Collective Defined Contribution“ (CDC) bezeichnet ein System mit festen Arbeitgeberbeiträgen, (theoretisch) flexiblen Arbeitnehmerbeiträgen, kollektivem Investment und zugesagten Versorgungsleistungen, deren genaue Höhe aber letztendlich vom Deckungsgrad des Pensionsfonds abhängen. Daneben gibt es bereits individuelle DC-Pläne, auf die aber nur ein kleiner Teil der AuM entfällt. Im neuen System wird es daneben ein kollektives

¹ Der National Employment Savings Trust (NEST) ist eine staatlich gesponsertes DC-Versorgungseinrichtung in Großbritannien.

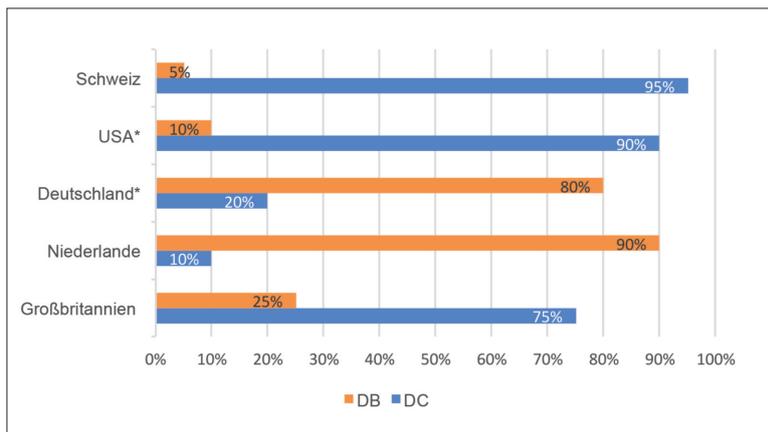


Abb. 2: Aufteilung der Zusagearten in Prozent – Anwärter

Quelle: BFS, ICI, DNB, ONS, Avida Research, *) nur Unternehmenssektor

DC-System geben. Die konkreten Ausgestaltungen und die Implikationen für die Kapitalanlage werden in den Niederlanden derzeit intensiv diskutiert. Man kann aber davon ausgehen, dass die Präferenzen der einzelnen Alterskohorten künftig stärkere Berücksichtigung finden werden. Als eine Option zeichnet sich ab, den Mitgliedern unterschiedliche Lebenszyklusstrategien mit unterschiedlichem Risikoprofil zur Auswahl zu stellen. Da die Niederlande nicht nur den „Future Service“, sondern auch den „Past Service“ umstellen wollen, wird der nahezu der gesamte Altersvorsorgemarkt mit Kapitalanlagen in Höhe von 1,7 Bio. Euro schlagartig aus der DB-Kategorisierung nach DC reklassifiziert werden. Einer Umfrage der De Nederlandsche Bank vom Dezember 2021 zufolge, haben 85% der derzeit noch 161 holländischen Pensionsfonds mit den Vorbereitungen für das neue System begonnen.

Dieser Trend von DB zu DC findet auch in Deutschland statt. Da die betriebliche Altersversorgung (bAV) in Deutschland statistisch nur unzureichend erfasst ist, besteht aber keine Transparenz über die gravierenden Veränderungen in der bAV-Landschaft. Die Politik fokussiert sich beim Thema bAV meist auf die Riester-Rente. Die ist aber von nachgeordneter Bedeutung verglichen mit den großen arbeitgeberfinanzierten Versorgungseinrichtungen, die insbesondere von Unternehmen in den klassischen Industriebranchen wie Metall & Elektro oder Chemie unterhalten werden. Diese Versorgungseinrichtungen werden seit den 1980er Jahren aus Arbeitgebersicht zunehmend risikoärmer gestaltet. Um die Jahrtausendwende hat die Umstrukturierung in Richtung DC eingesetzt. Da reine DC-Zusagen in Deutschland steuerlich nicht anerkannt sind, hat die Praxis die wertpapiergebundene Direktzusage als DC-nahe Alternative entwickelt. Mit festen Arbeitgeberbeiträgen, einer an den Investmenterfolg eines Kapitalmarktprodukts gebundenen Versorgungsleistung und häufig Ratenzahlungen statt Leibrente ist diese Zusage in der DC-Welt anzusiedeln. Die Zinsgarantien in der Ansparphase sind in der Niedrigzinsphase Richtung Null abgesenkt worden. Als DB-Element verbleibt noch die Nachschusspflicht des Arbeitgebers zu Rentenbeginn.

Wir haben eine Umfrage bei bAV-Beratern und Aktuarien durchführt, in welchem Ausmaß sich diese Umstrukturierungen der Versorgungszusagen mittlerweile auf den

Bestand der Deckungsmittel auswirken. Derzeit entfällt noch der größte Teil auf die klassischen Leistungszusagen. Das betrifft vor allem Rentner. Nach unseren Simulationen wird der deutsche bAV-Markt zügig in Richtung DC drehen. Das wird sich in den Planvermögen schneller niederschlagen als in den Verbindlichkeiten, da die alten Leistungszusagen häufig rückstellungsfinanziert, die neuen Zusagen aber qua Definition kapitalgedeckt sind. Dies hat naturgemäß Rückwirkungen auf die Nachfrage der Sponsoren nach Investmentprodukten. Wir beobachten zunehmend Ausschreibungen für Lebenszyklusstrategien am Markt. In unserer Marktstudie zu Lebenszyklusstrategien haben wir Szenarien zur weiteren Marktentwicklung durchgespielt. In allen Varianten kommen

wir zu ähnlichen Ergebnissen: Auch der deutsche Altersvorsorgemarkt entwickelt sich in Richtung DC und Lebenszyklusstrategien werden ein sehr interessantes Wachstumssegment. Die Frage ist nur, wie schnell es geht.

Referenzen:

Campbell J and Viceira L (2002) *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. New York: Oxford University Press.

EIOPA (2022), *2021 Consumer Trends Report*, https://www.eiopa.europa.eu/document-library/consumer-trends-report/consumer-trends-report-2021_en

OECD (2021), *Pension Markets in Focus 2021*, <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2021.pdf>

De Nederlandsche Bank (2021), <https://www.dnb.nl/en/actueel/dnb/older-bulletins/most-pension-funds-have-started-preparing-for-the-new-pension-system/>

Die Marktstudie zum Marktpotential und zur Ausgestaltung von Lebenszyklusstrategien kann kostenpflichtig bei Avida International bezogen werden.

Bitte wenden Sie sich bei Interesse an info@avida-int.com oder rufen Sie an unter 089 205 008 5020



Dr. Dorothee Franzen ist Geschäftsführerin der Avida International GmbH, München.