



Win-win für Arbeitgeber und Arbeitnehmer

MASSGESCHNEIDERTE LEBENSZYKLUSSTRATEGIEN

**Dr. Dorothee Franzen, Geschäftsführerin, und Prof. Dr. Christian Schmitt,
Senior Adviser, Avida International**

Mit der zunehmenden Verbreitung der wertpapiergebundenen Direktzusage steigt in Deutschland das Interesse an Lebenszyklusstrategien. Mit individuellen Lebenszyklusstrategien mit dynamischem Risikomanagement können auch im derzeit sehr anspruchsvollen Kapitalmarktumfeld sowohl das Investmentrisiko des Arbeitgebers als auch die Ertragsersparungen der Arbeitnehmer optimal angesteuert werden.

Der Trend von Leistungszusagen (Defined Benefit) hin zu Beitragszusagen (Defined Contribution) ist ein weltweiter Paradigmenwechsel in der betrieblichen Altersversorgung. Ausgehend von den USA Anfang der 90er Jahre wächst parallel hierzu das Interesse an lebenszyklusorientierten Anlagestrategien zur Finanzierung dieser Versorgungszusagen. Sie basieren auf dem Prinzip der altersabhängigen Geldanlage. Es wird unterstellt, dass die Risikoneigung des Anlegers nicht konstant ist, sondern zum Zeitpunkt des Renteneintritts

hin abnimmt. Junge Anleger halten damit ein Portfolio mit einer hohen Aktienquote, die bis zum Renteneintritt automatisch zugunsten von risikoärmeren Anlageklassen reduziert wird. Es ist zu unterscheiden zwischen Lebenszyklusfonds, die als Publikumsfonds aufgelegt werden, und individuellen Lebenszyklusstrategien, die in Spezialfonds oder Depots institutioneller Anleger eingesetzt werden.

In Deutschland werden lebenszyklusorientierte Anlagestrategien in der Regel in der Kapitalanlage von Treuhandvermögen zur Sicherung der betrieblichen Altersversorgung eingesetzt, wenn die Versorgungszusage als wertpapiergebundene Direktzusage erteilt worden ist. Dabei wird eine beitragsorientierte Leistungszusage mit einer Mindestverzinsung gewährt; die Überschussverzinsung ist an den Ertrag der Kapitalanlage gebunden. Die Höhe der Anwartschaft hängt somit von der Kapitalmarktentwicklung ab. Die garantierte Mindestverzinsung hat sich mit dem allgemeinen Zinstrend der Nulllinie angenähert. Ältere Zusagen sehen allerdings noch Garantiezinsen von 3% p.a. und mehr vor, die jedoch im derzeitigen Kapitalmarktumfeld ausschließlich mit risikoarmen Investments nicht zu erzielen sind. Arbeitnehmer profitieren unmittelbar von den höheren Kapitalerträgen, die eine stärker risikoorientierte Kapitalanlage erfordern. Es besteht in der Regel ein Wahlrecht zwischen Kapitalzahlung und Rentenleistung, zunehmend ist die Kapitalzahlung in gleichen Raten über 10 bis 15 Jahre der Regelfall. Für den Arbeitgeber stellt die beitragsorientierte Direktzusage eine vergleichsweise risikoarme Zusage auf betriebliche Altersversorgung dar. In der Regel ist die Nachschusspflicht zum Renteneintritt das Hauptrisiko für Arbeitgeber. In den USA sind Anfang der 90er Jahre die ersten Lebenszyklusfonds oder Target Date Funds (TDF) entwickelt worden. Hierbei handelt es sich um standardisierte Investmentprodukte, die ein Multi-Asset-Portfolio automatisch von einer anfänglich stark chancenorientierten in eine sicherheitsorientierte Allokation zu Rentenbeginn umschichten.

TDF gelten als Antwort auf die beobachteten Inkonsistenzen in den Investmententscheidungen von 401(k)-Sparern. Die wissenschaftliche Forschung in den USA hatte mittlerweile gut dokumentiert, dass die meisten Arbeitnehmer mit den Investmententscheidungen, die ihnen in den herkömmlichen 401(k)-Plänen abverlangt wurden, überfordert waren (Munnell und Sundén, 2004). TDF verlagern die Investmententscheidung vom Arbeitnehmer auf professionelle Fondsmanager. Seit 2006 sind in den USA TDF als „Qualified Default Investment Alternative“ in Altersvorsorgeplänen zugelassen. Wenn Arbeitnehmer keine Investmententscheidung treffen, werden ihre Beiträge automatisch in das Default Investmentprodukt investiert. Mittlerweile bieten 2/3 aller 401(k)-Pläne in den USA TDF als eine unter mehreren Investmentoptionen an. Ende 2015 waren 50% aller Teilnehmer an 401(k)-Plänen in TDF investiert. Auf TDF entfielen 20% aller 401(k)-Assets.¹

Auch in Deutschland werden seit Anfang der 2000er Jahre TDF angeboten. Allerdings konnten sie nicht in gleichem Maße an die amerikanische Erfolgsgeschichte anknüpfen².

In Deutschland wurden sie aber auch nicht in den Kreis der steuerlich geförderten Altersvorsorgeprodukte aufgenommen und hatten damit als Retailprodukte deutlich schlechtere Startvoraussetzungen als in den USA (Mergens, 2019). TDF werden in Deutschland vor allem in der betrieblichen Altersversorgung eingesetzt. Aus der Perspektive von deutschen Arbeitgebern mit größeren Anlagevermögen haben sie aber den Nachteil, keine individuelle Steuerung des Investmentrisikos zu ermöglichen.

Hier zeigt sich ein wesentlicher Unterschied zwischen einer deutschen wertpapiergebundenen Direktzusage und einem amerikanischen 401(k)-Plan. In beiden Ländern ist der Arbeitgeber für die Ausgestaltung der Versorgungszusage sowie für deren Administration und Verwaltung verantwortlich. Auch die Entscheidung über die Kapitalanlage liegt sowohl in den USA als auch in Deutschland beim Arbeitgeber. Die Anlageentscheidung liegt in den USA dagegen beim Arbeitnehmer. Der Arbeitgeber wählt die unterschiedlichen Investmentprodukte aus. Große amerikanische Pensionseinrichtungen bieten ihren Mitgliedern im Durchschnitt 27 verschiedene Publikumsfonds an³. Der Arbeitnehmer hat die Qual der Wahl. Bei allen Entscheidungen hinsichtlich der betrieblichen Altersversorgung unterliegt der Arbeitgeber der sog. Fiduciary Duty. Dass diese kein zahnlöser Tiger und eine amerikanische DC-Versorgungszusage kein Pay&Forget darstellt, zeigen die Prozesse der letzten Jahre gegen amerikanische Großunternehmen. So mussten beispielsweise 2015 Lockheed Martin 62 Mio. US-Dollar und Boeing 57 Mio US-Dollar Strafe zahlen wegen fehlender Sorgfalt bei der Auswahl der Anbieter von 401(k)-Publikumsfonds.⁴ Entweder waren die Gebühren zu hoch oder die Investmentstrategien nicht sachgerecht. Aber hier endet auch die Verantwortung amerikanischer Arbeitgeber. Als reine Beitragszusage unterliegen amerikanische 401(k) Versorgungszusagen nicht der Bilanzierungspflicht. Damit tragen US-Sponsoren kein Investmentrisiko.

In Deutschland gilt dagegen (außerhalb der Sozialpartnermodelle) die Subsidiärhaftung des Arbeitgebers. Darüber hinaus gilt die wertpapiergebundene Direktzusage bilanztechnisch als Leistungszusage und muss entsprechend bilanziert werden. Gleichzeitig gilt das Gebot des

¹ VanDerhei, J. et al. (2017). 401(k) Plan asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 25015. Eabri Issue No. 436. https://www.eabri.org/docs/default-source/ebri-issue-brief/ebri_ib_458_k-update-10sept18.pdf, abgerufen am 22.06.2020.

² Laut BVI beläuft sich der Bestand an Zielvorgabe- und Lebenszyklusfonds zusammen auf ca. 1% des Bestandes an Publikumsfonds insgesamt (Quelle: BVI Investmentstatistik, https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Investmentstatistik_2003_Gesamtmarkt_DE.pdf, abgerufen am 22.06.2020. Diese Zahlen unterzeichnen die Realität, da der nach eigenen Angaben Marktführer nicht mehr an den BVI meldet.

³ <https://401kspecialistmag.com/how-many-investment-options-are-in-the-typical-401k-plan/>, abgerufen am 22.06.2020

⁴ <https://www.pionline.com/article/20150220/ONLINE/150229985/lockheed-martin-settles-401-k-fees-case-for-62-million>, abgerufen am 22.06.2020. <https://www.investmentnews.com/boeing-settles-401k-suit-for-near-record-57-million-65147>, abgerufen am 22.06.2020.

Kapitalerhalts für die gezahlten Beiträge, d.h. es besteht eine Nachschussverpflichtung des Arbeitgebers zu Leistungsbeginn. Im Gegensatz zu den USA trägt somit in Deutschland auch der Arbeitgeber ein Investmentrisiko, das gesteuert werden sollte. Maßgeschneiderte Lebenszyklusstrategien bieten hier die Möglichkeit, das Prinzip des altersabhängigen Investierens mit einer auf den einzelnen Arbeitgeber abgestimmten Risikosteuerung zu kombinieren.

Bei der Auswahl eines geeigneten Investitionsvehikels für die betriebliche Altersvorsorge bei wertpapiergebundenen Direktzusagen stehen sich zwei konkurrierende Ziele gegenüber:

- Einerseits soll das Risiko einer Nachschusspflicht für den Arbeitgeber minimiert werden. Die einfachste Umsetzungsmöglichkeit wäre, dass lediglich in risikoarme Anlageklassen investiert wird.
- Dieses Erfordernis korrespondiert zwar mit dem Wunsch des Arbeitnehmers, insbesondere kurz vor Rentenbeginn keine großen Wertschwankungen in seinem Kapitalstock zu erfahren. Zugleich möchte der Arbeitnehmer aber eine auskömmliche Rendite seiner eingezahlten Beiträge, was eine Investition in chancenreiche Anlageklassen erfordert.

Lebenszyklusstrategien ermöglichen es, diese eigentlich diametralen Ziele zu vereinen. Über einen Gleitpfad („Gilde-Path“) erfolgt eine altersabhängige Umschichtung von chancenorientierten Anlageklassen hin zu risikoärmeren Anlageklassen. Die Herausforderung liegt nun im Zeitraum für diese Umschichtung, dem sog. De-Risking. Ist der Zeitraum zu kurz gewählt, steigt das Risiko, dass der Kapitalerhalt zum Renteneintritt nicht gewährleistet ist. Ist der Zeitraum zu lang, geht dies zulasten des erwarteten Ertrags für den Arbeit-

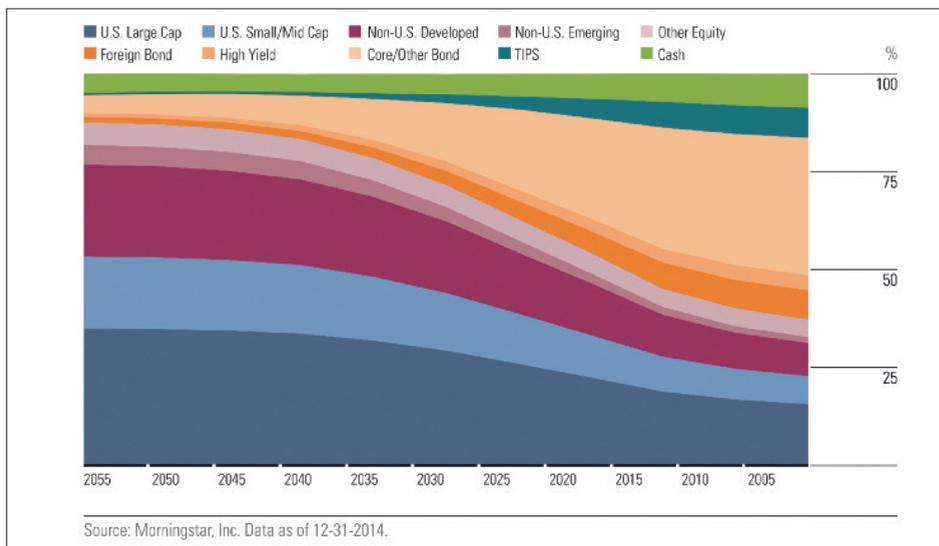


Abb. 1: Durchschnittlicher Gleitpfad von US-Lebenszyklusfonds

(Quelle: Mergens, 2019)

nehmer. Abbildung 1 zeigt illustrativ den durchschnittlichen Gleitpfad von US-Lebenszyklusfonds nach Sub-Assetklassen.

Allerdings sind auch Lebenszykluskonzepte nicht risikofrei. Aufgrund des extrem niedrigen Zinsniveaus sind Asset Manager gezwungen, einen höheren Anteil in risikobehaftete (und chancenreichere) Anlageklassen zu investieren, um eine auskömmliche Rendite zu erwirtschaften.

Dieses Risiko wurde im Rahmen der Covid-19-Krise schlagend. Abbildung 2 zeigt die Wertveränderungen amerikanischer TDF im ersten Quartal 2020.

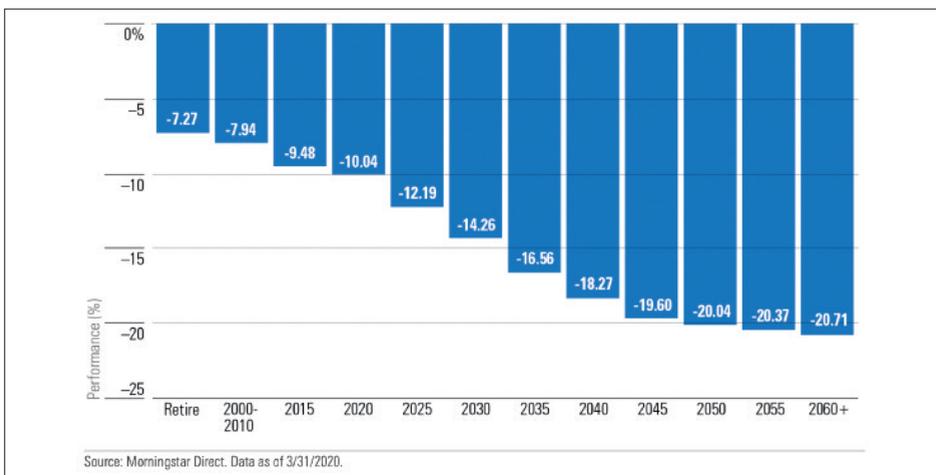


Abb. 2: Verluste von US-Target Date Funds in Q1/2020

(Quelle: Kephart, J. et al., 2020)

Natürlich ist eine positive Eigenschaft der sog. Diversifikation über die Zeit, dass Marktrückschläge sich nivellieren, solange der Zeithorizont groß genug ist. Die mit 10% zweistellig negative Rendite für durchschnittliche TGF der Kategorie 2020, also für Arbeitnehmer, die 2020 in Ruhestand gehen, zeigt aber deutlich, dass Lebenszykluskonzepte mit einem statischen Gleitpfad nicht ausreichend sind, wenn die Ertragserwartungen nicht übermäßig eingeschränkt werden sollen. Es wird darüber hinaus ein dynamisches Risikomanagement benötigt, das große Marktbewegungen abfedert und die Erträge stabilisiert. Eine maßgeschneiderte Risikomanagementstrategie betrachtet das Investmentrisiko aus der Gesamtrisikomanagementperspektive des Arbeitgebers.

Im Rahmen eines integrierten Konzepts sind drei Komponenten umzusetzen:

1. Die Basis bildet ein Multi-Asset-Portfolio, das über die gesamte Bandbreite an liquiden Anlageklassen deren Diversifikationspotenzial nutzt, um die Risikoprämien zu vereinnahmen.

2. Ein Lebenszykluskonzept, welches das Nachschussrisiko für den Arbeitgeber gering hält und dem Arbeitnehmer hohes Ertragspotenzial bietet.
3. Ein dynamisches Risikomanagement-Konzept, das regelgebunden die Risiken aussteuert, ohne das Renditepotenzial einzuschränken.

Um ein solches Konzept abzuleiten, wird zunächst ein Risikobudget, d.h. die Risikotoleranz aus Sicht des Arbeitgebers definiert. Die Wahrscheinlichkeit eines Nachschusses aus Arbeitgebersicht ist als Steuerungsgröße eines Anlageportfolios nur schwer umsetzbar. Daher wird als Risikomaß das Verlustpotential eines Portfolios herangezogen, oftmals der Value at Risk (VaR) oder Conditional Value at Risk (CVaR). Mit dieser Vorgabe wird der beauftragte Asset Manager den Gleitpfad und die zugehörigen Allokationen, d.h. die individuellen Portfolios der Mitarbeiter abhängig vom zeitlichen Abstand zum Renteneintritt, entwickeln und mit einer dynamischen Risikomanagementstrategie kombinieren. Dadurch wird gewährleistet, dass das zuvor definierte Risikobudget mit der entsprechenden Konfidenz eingehalten wird.

Natürlich ist es eine entsprechende fachliche Herausforderung für die Arbeitgeber bei der Auswahl eines geeigneten Asset Managers, die Unterschiede der verschiedenen Lebenszykluskonzepte, ihre Vorteile und Nachteile zu erkennen und zu beurteilen, zumal die Kostenunterschiede der verschiedenen Anbieter und Konzepte beträchtlich sind. Bei Bedarf kann hier aber auf externe Unterstützung zurückgegriffen werden, um für Arbeitgeber und Arbeitnehmer eine Win-win-Situation zu erreichen: Ein möglichst geringes (Nachschuss-) Risiko für den Arbeitgeber bei aussichtsreichem Ertrag für den Arbeitnehmer.

Referenzen:

Kephart, J. et al. (2020): 2020 Target-Date Strategy Landscape, Morningstar Manager Research, Chicago.

Mergens, M. (2019): Performancemessung von Lebenszyklusfonds. Springer Gabler, Wiesbaden.

Munnell, A.H, Sundén, A. (2004): Coming up short: the challenge of 401(k) plans. Brookings Institution, Washington.



Dr. Dorothee Franzen

ist Geschäftsführerin der Avida International GmbH, München.



Prof. Dr. Christian Schmitt

ist Senior Adviser bei der Avida International GmbH, München.