

REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 47, 02.2019

Das I.M.U. ist ein Institut
der Hans-Böckler-Stiftung

DIE REINE BEITRAGSZUSAGE

Chancen und Risiken vor dem Hintergrund fehlender Garantien und volatiler Märkte

Reiner Dietz und Thomas Neukirch

AUF EINEN BLICK

- Das Betriebsrentenstärkungsgesetz ermöglicht erstmalig die Einführung der reinen Beitragszusage in der betrieblichen Altersversorgung, sofern sich die Tarifpartner auf ein Sozialpartnermodell verständigen.
- Wesentliches Merkmal der reinen Beitragszusage ist der Wegfall von garantierten Leistungen im Rentenalter.
- Ausgehend von der Beschreibung der bestehenden Garantien in den bisherigen Durchführungswegen der betrieblichen Altersversorgung, wird gezeigt, was die reine Beitragszusage im Rahmen des Sozialpartnermodells für die Beschäftigten bedeutet.
- Der Report widmet sich der Fragestellung, welche Mechanismen im Sozialpartnermodell möglich sind, um den Wegfall der garantierten Leistung zu kompensieren.
- Da in dem Sozialpartnermodell auch Chancen insbesondere im Niedrigzinsumfeld gesehen werden, werden die wesentlichen Gesichtspunkte wie die Renditeerwartungen der Kapitalanlagen, die Kosten und das Risikomanagement beleuchtet und kritisch diskutiert.

Vorwort	-2		
1 Einführung	-3		
2 Garantien in den verschiedenen Durchführungswegen der bAV	-3		
2.1 Welche Garantien gibt es in der bAV und wer steht für sie ein?	-3		
2.2 Wie ist es um den Wert der Garantien für Leistungszusagen bestellt?	-5		
2.3 Zwischenresümee	-6		
3 Anlageklassen und Renditeerwartungen	-7		
3.1 Staatsanleihen	-7		
3.2 Unternehmens-, Hochzins- und Schwellenländeranleihen	-9		
3.3 Aktien	-10		
3.4 Besonderheiten von Portfolios	-12		
3.5 Welche Allokation passt nun zu welchem Anleger?	-13		
4 Kostenaspekte der Kapitalanlage	-14		
5 Anlagerisiken und Risikomanagement	-16		
5.1 Anlagerisiken	-16		
5.2 Risikomanagement	-18		
6 Besondere Prämissen der Kapitalanlage für reine Beitragszusagen im Sinne des Betriebsrentenstärkungsgesetzes sowie Notwendigkeit von Risikobudgets	-22		
7 Fazit	-23		

VORWORT

Am 01.01.2018 trat das Betriebsrentenstärkungsgesetz mit einigen Neuerungen in der betrieblichen Altersversorgung in Kraft. Wesentliches Ziel dieser Novellierung ist die Verbreitung der betrieblichen Altersversorgung insbesondere durch akzentuierte Fördermaßnahmen wie etwa steuerliche Förderung. Eine zentrale Neuerung dieses Gesetzes ist die Einführung des „Sozialpartnermodells“. Im Rahmen dieses Modells können die Sozialpartner gemeinsam per Tarifvertrag eine Versorgungseinrichtung zur betrieblichen Altersversorgung gründen. Dabei besteht die Möglichkeit, sie per Allgemeinverbindlicherklärung auch für nicht tarifgebundene Unternehmen der entsprechenden Branche einzuführen.

Die größte Kontroverse löst jedoch der Umstand aus, dass erstmalig in Deutschland mit dem Sozialpartnermodell die reine Beitragszusage eingeführt wird. Bei der reinen Beitragszusage wird den Anwärtern keine Leistung garantiert, wie etwa bisher üblich zumindest in Höhe der eingezahlten Beiträge. Folglich fällt in diesem Modell auch die Subsidiärhaftung der Arbeitgeber weg.

Eben dieser Wegfall der Garantie ist ein sehr umstrittener Punkt. Schließlich hat der Begriff „Garantie“ für die Beschäftigten eine zentrale und durchaus auch emotionale Bedeutung, wenn es um das Thema der betrieblichen Altersversorgung geht. Diese „Garantie“ steht für viele Beschäftigte, in einer Zeit, in der viel über Altersarmut in Deutschland diskutiert wird, zumindest für etwas Sicherheit. Unabhängig wie hoch schließlich die Betriebsrenten ausfallen können, so konnten die Beschäftigten in Deutschland bisher zumindest darauf vertrauen, dass sie im Rentenalter mindestens eine Betriebsrente in Höhe des Garantieniveaus erhalten.

Für viele Experten jedoch ist dieser Schritt erforderlich und folgerichtig. Sie argumentieren zum einen damit, dass eine Garantie letztlich Geld kostet, weil sie zulasten der Rendite der Kapitalanlage geht. Zum anderen sind die Anlagerestriktionen aufgrund versprochener Garantien in Deutschland hoch. In einer ökonomischen Welt, mit der seit einigen Jahren anhaltenden Niedrigzinsphase, in der die Renditen insbesondere der vermeintlich sicheren Anlagen wie etwa Staatsanleihen mager sind, sollte man diese Argumente nicht von der Hand weisen, ohne sich inhaltlich mit ihnen auseinandergesetzt zu haben. Eine reine Beitragszusage ermöglicht es dem Versorgungsträger, in chancenreichere/risikoreichere Anlagen zu investieren, um damit die Renditechancen zu steigern.

Dieser Report widmet sich genau diesem Aspekt des Sozialpartnermodells. Wir haben zwei langjährige Experten gebeten, der Frage nachzugehen, was es nun bedeuten könnte, wenn den Beschäftigten im Rahmen der reinen Beitragszusage keine Garantien zugesichert werden. Wir haben sie überdies gefragt, unter welchen Voraussetzungen und Bedingungen die reine Beitragszusage funktionieren könnte, welche Sicherungsmöglichkeiten existieren, die den Wegfall einer Garantie zumindest teilweise kompensieren könnten. Dazu wird dieser Report die Leser und Leserinnen über Renditeerwartungen in den verschiedenen Anlageklassen, über Kostenaspekte der Kapitalanlage sowie über Risiken und Risikomanagement informieren. Zugegeben, das Thema ist durchaus komplex, und wir hoffen, den Lesern und Leserinnen einige Antworten geben zu können. Wir wünschen eine erhellende Lektüre.

Sebastian Campagna

1 EINFÜHRUNG

Das Betriebsrentenstärkungsgesetz (BRSg) erlaubt die Umsetzung der reinen Beitragszusage (rBZ) in der betrieblichen Altersversorgung (bAV) in Deutschland. Es stellt sich die Frage, welche Leistungen aus solchen Versorgungszusagen zu erwarten sind und ob bzw. unter welchen Umständen sie vorteilhaft für die Begünstigten sein können.

Wichtig wird es in diesem Zusammenhang sein, mit realistischen Erwartungen zu arbeiten. Das in Aussicht stellen überhöhter Ertrags- und Leistungserwartungen wird zu deren Enttäuschung und dem Eintritt von Reputationsrisiken führen. Die rBZ sollte nur umgesetzt werden, wenn sie unter realistischen Erwartungen Vorteile im Vergleich zu bereits vorhandenen Zusagearten bietet. Um dies beurteilen zu können, sollte die Umsetzungsentscheidung auf einer möglichst interessenkonfliktfreien Grundlage erfolgen. Die Entscheidungsgrundlage sollte so wenig wie möglich durch Geschäftsinteressen der an ihrer Erarbeitung beteiligten Parteien beeinflusst sein.

Der vorgelegte Report befasst sich zunächst mit der Beschreibung im Bereich der betrieblichen Altersversorgung vorhandener Garantien und versucht, deren Wert zu beurteilen. Anschließend wird den Ertragsersparungen und Risiken von Kapitalanlagen breiter Raum eingeräumt. Dies ist notwendig, um das Leistungspotenzial der reinen Beitragszusage besser abschätzen zu können. Dabei wird herausgearbeitet, dass die langfristige Investition in Sachwerte sowohl im Vergleich zu schwankungsärmeren Nominalwerten wie etwa Anleihen als auch im Vergleich zu umlagefinanzierten Systemen den Unternehmensgewinn als zusätzliche Ertragsquelle nutzen kann.

Langfristig orientierte Kapitalanlage erfordert es, auftretende Marktschwankungen durchhalten zu können. Um dies zu unterstützen, vermeidet das BRSg die Zusage von jährlich in der Bilanz abzudeckenden Leistungsgarantien. Darüber hinaus sieht das BRSg den Aufbau und die Verwendung verschiedener Puffervermögen vor. Zusätzlich können aufgrund von trotzdem auftretenden Unterdeckungen erforderliche Leistungskürzungen über einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren verteilt und nach erfolgter Markterholung ausgesetzt bzw. ganz unterlassen werden. Diese Möglichkeiten dienen der langfristigen Risikosteuerung und vermeiden die Nachteile kurzfristig orientierter Risikosteuerungskonzepte, auf die ebenfalls eingegangen wird. Dadurch lässt die rBZ, im Vergleich zu kapitalgedeckten Garantieprodukten, höhere Leistungen erwarten.

Die durch die Inkaufnahme von Schwankungen erhöhte Möglichkeit der Investition in Sachkapital erschließt mit der Beteiligung der Begünstigten am Produktivvermögen eine zusätzliche Ertragsquelle. Dies gilt sowohl im Vergleich zu kapitalgedeckten Garantieprodukten als auch im Vergleich zu umlagefinanzierten Systemen.

Zur Vermeidung von Reputationsrisiken ist es sehr erfolgskritisch, mit realistischen Planungen und An-

nahmen zu arbeiten. Um sicherstellen zu können, dass die erwarteten Erträge nicht durch Kosten, etwa für Vertrieb oder Vermögensverwaltung, aufgefressen werden, sind die Herrschaft über die Wertschöpfungskette und deren vollständige Transparenz essenziell. Nur so kann die notwendige Kontrolle aller Akteure inklusive der Umsetzung notwendiger Eingriffe, etwa durch die Tarifvertragsparteien, sichergestellt werden.

2 GARANTIE IN DEN VERSCHIEDENEN DURCHFÜHRUNGSWEGEN DER bAV

Bis zur Einführung des Betriebsrentengesetzes (BetrAVG) unterlag die betriebliche Altersversorgung (bAV) in Deutschland lediglich dem allgemeinen Vertragsrecht. Mit der Einführung des BetrAVG wurde eine spezifische Rechtsgrundlage geschaffen, mit der insbesondere die Rechte der versorgungsberechtigten Arbeitnehmer festgeschrieben wurden. Beispielsweise wurden die Unverfallbarkeit und der Insolvenzschutz eingeführt. Das BetrAVG wurde bis heute ständig weiterentwickelt, die letzte Änderung erfolgte mit der Einführung des BRSg vom 17.08.2017, es trat zum 01.01.2018 in Kraft. Damit verbunden ist die Einführung der rBZ unter der Prämisse einer entsprechenden Vereinbarung zwischen den Tarifparteien (Sozialpartnermodell).

Die bAV ist grundsätzlich eine freiwillige Leistung des Arbeitgebers. Wird sie jedoch eingeführt, unterliegt sie vollumfänglich den Bestimmungen des BetrAVG. Vor Einführung des BRSg war es aufgrund dessen in allen fünf Durchführungswegen der bAV (Direktzusage, Unterstützungskasse, Direktversicherung, Pensionskasse und Pensionsfonds) notwendig, dem Begünstigten eine Leistung zuzusagen, für die immer der Arbeitgeber haften musste (Leistungszusage). Im Fall der rBZ entfällt nun erstmals die Haftung des Arbeitgebers für die Höhe der Leistungen.

2.1 Welche Garantien gibt es in der bAV und wer steht für sie ein?

Soweit in der bAV eine (Mindest-)Leistung zugesagt wird, wird diese stets garantiert. Bei der Wahl eines sogenannten externen Durchführungsweges (d. h. außerhalb der Direktzusage) gibt es grundsätzlich eine maximal dreistufige Haftungskaskade. Insbesondere existiert eine erste Haftungsebene, die einspringt, bevor der Arbeitgeber in Anspruch genommen wird.

Zunächst haftet der externe Versorgungsträger (entfällt bei Direktzusage). Diese Haftungsebene ist für den Arbeitgeber kostenlos. Die implizite Versicherungsprämie zahlt der Versorgungsberechtigte durch die Folgen einer auf Einhaltung der Garantien ausgerichteten konservativen Anlagepolitik mit entsprechenden Ertragsperspektiven und den Gewinneinbe-

Haftungsebenen in der betrieblichen Altersversorgung

Haftungsebene	Direktzusage	Unterstützungskasse		Pensionskasse	Direktversicherung	Pensionsfonds
		konventionell	rückgedeckt			
externer Versorgungsträger				inkl. Protektor*	inkl. Protektor	
Arbeitgeber						
PSVaG				offen, keine Beitragspflicht		

■ Haftung
■ keine Haftung
■ ungeklärt, nach überwiegender Meinung keine Haftung

* Sogenannte Wettbewerbspensionskassen inkl. aller Konsorten des Versorgungswerkes: MetallRente fallen unter die Haftung von Protektor, für alle anderen Pensionskassen ist dies nicht der Fall.

Quelle: Eigene Darstellung © I.M.U. 2019

I.M.U.

halt des Versorgungsträgers, der dem Vermögen des Kollektivs entnommen wird.

Erbringt der externe Versorgungsträger die Leistung nicht (vollständig), haftet der Arbeitgeber, dies gilt unabhängig vom Grund (zweite Haftungsebene). Insoweit hat der Arbeitgeber aus Haftung resultierende Kosten nur bei (partieller) Ausfall der ersten Haftungsebene.

Wird der Arbeitgeber in Anspruch genommen und kann die Leistung wegen Insolvenz nicht erbringen, übernimmt grundsätzlich der Pensions-Sicherungs-Verein, Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (PSVaG), die Pensionsverpflichtungen entsprechend der Vorschriften des BetrAVG (dritte Haftungsebene). Es gelten allerdings einige Einschränkungen, auf die hier nicht weiter eingegangen werden soll. Soweit der Gesetzgeber den Eintritt des Haftungsfalles für den PSVaG tatsächlich für möglich hielt, hat er die entsprechenden Durchführungswege mit einer Beitragspflicht für den PSVaG belegt, d. h. es bestehen aufgrund der Haftungsübernahme explizite laufende Kosten in Höhe des Beitragssatzes des PSVaG für den Arbeitgeber. Dieser Beitrag kann als Versicherungsprämie gesehen werden.

In der ersten Stufe der aufgezeigten Haftungskaskade kommt den in die BAV involvierten Parteien neben dem Vermögen des externen Versorgungsträgers selbst auch dessen Sicherungseinrichtung zugute, sofern eine solche existiert. Dies betrifft in erster Linie die Sicherungseinrichtung der deutschen Lebensversicherer, die Protektor Lebensversicherungs-AG (Protektor)¹, für die Direktversicherung. Pensionskassen unterliegen grundsätzlich keiner Insolvenzversicherung, allerdings können deregulierte Pensionskassen auf Antrag und bei Erfüllung einschränkender Voraussetzungen unter den Schutz von Protektor fallen. So unterliegen beispielsweise alle vier Konsorten der Metall-Rente Pensionskasse diesem Schutz.

Lebensversicherungsgesellschaften fallen nur unter sehr starken Einschränkungen, d. h. in der gelebten

Praxis nicht, und Pensionskassen grundsätzlich nicht unter die Beitragspflicht zum PSVaG. Da beide Durchführungswege der Versicherungsaufsicht unterliegen, ging man in der Vergangenheit davon aus, dass eine Einstandspflicht des PSVaG für diese beiden Durchführungswege praktisch nicht möglich war. Wesentlicher Grund dafür war der deutlich positive Abstand des Anlagezinses für sichere Anlagen zum Garantieniveau der Versorgungseinrichtung (Zinspuffer). Dieser ermöglichte es der Aufsicht auch bei kritischen Situationen, die Erfüllung der Garantien durch entsprechende Eingriffe in die Anlagepolitik relativ kurzfristig sicherzustellen. Die fehlende Beitragspflicht zum PSVaG korrespondiert zum in der Vergangenheit praktisch nicht vorhandenen Ausfallrisiko. Mit dem Wegfall des Zinspuffers durch den dramatischen Verfall des Zinsniveaus seit den 1990er Jahren kann es hingegen heute nicht mehr ausgeschlossen werden, dass eine Lebensversicherungsgesellschaft oder Pensionskasse ihre garantierten Leistungen nicht mehr erbringen kann² und der Arbeitgeber deshalb in Anspruch genommen werden könnte. **Tabelle 1** stellt die Haftungssituation etwas vereinfacht und schematisch dar:

¹ Protektor ist die private Sicherungseinrichtung der deutschen Lebensversicherer und agiert zum Schutz der Versicherten. Die Gesellschaft schützt Versicherte vor den Folgen der Insolvenz eines Lebensversicherers: Verträge werden fortgeführt; die Leistungen für die Altersvorsorge und der Risikoschutz bleiben erhalten, ebenso die bereits gewährten Gewinnbeteiligungen. Hierzu werden die Verträge eines angeschlagenen Unternehmens vom gesetzlichen Sicherungsfonds übernommen, der Bestand saniert, die übernommenen Versicherungsbestände verwaltet und ganz oder teilweise weiter übertragen.

² Inwieweit in solchen Fällen eine Einstandspflicht des PSVaG trotz fehlender Beitragspflicht angenommen werden kann (etwa auf Grundlage europäischen Rechts oder wegen Vorliegens einer Direktzusage aufgrund der eingetretenen Einstandspflicht des Arbeitgebers), ist nach Kenntnis der Autoren bisher nicht abschließend geklärt (siehe BAG, Beschluss vom 20.02.2018, Az: 3 AZR 142/16(A); Vorinstanz LAG Köln, Urteil vom 02.10.2015, Az. 10 Sa 4/15). Es bleibt aber festzustellen, dass der Pensionsfonds alle drei Ebenen der Haftungskaskade zur Verfügung stellt.

Verzinsung zehnjähriger Bundesanleihen (Zinsen zehn Jahre) versus Inflationsrate und Höchstrechnungs-zins in der Lebensversicherung der Bundesrepublik Deutschland seit Ende 1956



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ Trust

I.M.U.

2.2 Wie ist es um den Wert der Garantien für Leistungszusagen bestellt?

Den Wert einer Garantie für einen Begünstigten kann man unter verschiedenen Aspekten beurteilen. Wir beschränken uns im Folgenden auf externe Durchführungswege und gehen davon aus, dass sich der Wert der Garantie anhand der Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme und zusätzlich im Fall der Inanspruchnahme durch das Ausmaß der Einstandspflicht des Garantiegebers beurteilen lässt. Hinzu kommt der Vergleich des Garantieniveaus mit der Inflationsrate (Kaufkraftverlust). Die Beurteilung muss sowohl aus Sicht des Garantiegebers als auch aus Sicht des Begünstigten erfolgen.

Für den Arbeitgeber spielt es eine besondere Rolle, dass die Haftung des externen Versorgungsträgers das eigene Risiko und damit die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme seiner Haftung faktisch auf null reduziert. Davon konnte man in der Vergangenheit stets ausgehen, denn der Zinspuffer war recht hoch, wie die folgende Abbildung 1 zeigt:

Der in **Abbildung 1** in Rot gezeigte Höchstrechnungs-zins in der Lebensversicherung steht für das Garantieniveau bei Vertragsabschluss zum auf der horizontalen Achse gezeigten Zeitpunkt. Die blaue Linie zeigt die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum glei-

chen Zeitpunkt. Dieser Wert steht für den praktisch ohne Risiko erreichbaren Zins (sicherer Anlagezins). Die violette Linie zeigt den Zehnjahresdurchschnitt der Verzinsung zehnjähriger Bundesanleihen der jeweils zurückliegenden zehn Jahre. Sie kann damit als grobe Näherung für die Verzinsung des Bestandes an Zinspapieren eines Lebensversicherers angesehen werden (fiktiver Zins des Anlagebestandes).

Zwischen 1957 und 1999 liegt der Mittelwert der monatlichen Abweichung zwischen sicherem Anlagezins und Garantieniveau zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bei 3,98 Prozentpunkte. Wie die **Abbildung 1** zeigt, entspricht das Garantieniveau über diesen Zeitraum durchschnittlich etwa der Inflationsrate, exakt ausgewertet liegt es um 0,19 Prozent p. a. höher.

Vergleicht man über den genannten Zeitraum darüber hinaus die Durchschnittsverzinsung zehnjähriger Bundesanleihen (7,20 Prozent) mit dem durchschnittlichen Rechnungszins eines Bestandes an Lebensversicherungsverträgen, der aufgrund der Rechnungszinsgenerationen 3 Prozent, 3,5 Prozent und 4 Prozent (siehe **Abbildung 1**) etwa in der Nähe von 3,5 Prozent gelegen hat, ergibt sich ein Puffer von etwa 3,7 Prozentpunkte zum durchschnittlichen Rechnungszins des Bestandes an Lebensversicherungsverträgen. Soweit also die Gefahr von Unterdeckungen vorhanden

gewesen wäre, hätte diese aufgrund des Puffers allein durch konservative Anlagen in lang laufende Bundesanleihen über einen Zeitraum von wenigen Jahren leicht kompensiert werden können.

Die aktuelle Situation sieht hingegen völlig anders aus. Der fiktive Zins des Anlagebestandes liegt bei 1,54 Prozent, während der durchschnittliche Rechnungszins eines Bestandes an Lebensversicherungsverträgen deutlich höher liegt. Eine Auswertung des Geschäftsberichts der Allianz Lebensversicherung AG zum 31.12.2017 anhand von Bilanzdaten ergibt beispielsweise einen geschätzten durchschnittlichen Rechnungszins des Bestandes an Lebensversicherungsverträgen in Höhe von 2,63 Prozent. Die Differenz liegt also aktuell bei -1,09 Prozentpunkte im Vergleich zu etwa +3,7 Prozentpunkte im Verlauf der Jahre 1957 bis 1999. Gleichzeitig entspricht das Garantieniveau von 0,9 Prozent nicht mehr der Inflationsrate, sondern liegt um 1,1 Prozentpunkte darunter. Die Verzinsung zehnjähriger Bundesanleihen steht bei 0,38 Prozent und liegt damit nicht mehr 3,98 Prozentpunkte über, sondern um 0,52 Prozentpunkte unter dem aktuellen Garantieniveau und um 1,62 Prozentpunkte unter der Inflationsrate.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass (ohne Berücksichtigung von Kosten) bis Ende der 1990er Jahre jeweils zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses eine sehr valide Garantie des Realwertes der Sparbeiträge gegeben war, die für den Arbeitgeber aufgrund des Zinsumfeldes sowohl kostenlos als auch praktisch risikolos war. Der finanzmathematische Wert der Garantie lag also nahe null, weshalb bei angenommener Äquivalenz von zu erwartenden Leistungen und dafür zu leistenden Versicherungsprämien auch keine Prämie anfiel. Der externe Versorgungsträger federte jegliches Haftungsrisiko des Arbeitgebers praktisch vollständig ab. Hinzu kommt, dass ein realer Werterhalt ein durchaus erstrebenswertes Mindestziel eines jeden Sparerers sein sollte.

Der aus heutiger Sicht hohe Wert der Garantien, insbesondere von Altverträgen, kommt maßgeblich dadurch zustande, dass der sichere Anlagezins im Zeitablauf auf ein Niveau unterhalb des Rechnungszinses gefallen ist. Damit haben weder Lebensversicherungsgesellschaften oder Pensionskassen noch Arbeitgeber gerechnet. Mit anderen Worten liegt der heute zumindest teilweise hohe finanzmathematische Wert der Garantien in der Fehleinschätzung begründet, dass der Abstand zwischen sicherem Anlagezins und Garantieniveau auf dem Niveau der Jahre 1957 bis 1999 bleiben würde.

Damit hat sich aufgrund des im Vergleich zum Verfall des Garantieniveaus wesentlich stärkeren Verfalls des Zinsniveaus im Zeitablauf ein finanzmathematischer Wert der Garantien ergeben, der in den zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses endgültig festgelegten Versicherungsprämien nicht inkludiert war. Man wird darauf achten müssen, dass externe Versorgungsträger ihren übernommenen Verpflichtungen trotzdem nachkommen, schließlich haben sie die erforderlichen Prämien selbst kalkuliert.

Aus Arbeitnehmersicht sollte die Realwertabsicherung immer noch das erstrebenswerteste Mindestziel des Versorgungsberechtigten sein. Der externe Versorgungsträger kann dieses Ziel allerdings auf Basis aktueller Marktdaten nicht mehr risikolos darstellen. Ein für den externen Versorgungsträger zu der Periode bis Ende der 1990er Jahre vom Risiko her vergleichbares Garantieniveau läge zum jetzigen Zeitpunkt bei einer Mindestgarantie in Höhe von -3,6 Prozent p.a. (d.h. 3,98 Prozentpunkte unterhalb der Verzinsung zehnjähriger Bundesanleihen). Bei diesem Garantieniveau könnte der Arbeitgeber heute mit gleicher Sicherheit davon ausgehen, dass der externe Versorgungsträger seine Haftung vollständig abfedert, wie es zwischen 1957 und 1999 der Fall war.

Um den Realwerterhalt aus Sicht des externen Versorgungsträgers vergleichbar risikolos wie im Zeitraum 1957 bis 1999 darzustellen, müsste der Zins um etwa 6 Prozentpunkte steigen. Andererseits ist auf Basis des heutigen Zinsniveaus unter Berücksichtigung von minimalen Kosten selbst eine Nominalwertgarantie (jährlicher Kaufkraftverlust in Höhe der Inflation) für einen externen Versorgungsträger nicht mehr risikolos darstellbar. Dies ist unter anderem der Grund dafür, dass im Bereich der bAV zurzeit verstärkt über Beitragszusagen mit Mindestleistungen nachgedacht wird, wobei die Mindestleistungen unterhalb der Beitragssummen liegen. In solchen Fällen übersteigt der reale Verlust die Inflationsrate, wenn lediglich das Garantieniveau gehalten wird.

Abschließend sei festgestellt, dass das Garantieniveau sowohl im Fall von Protektor als auch im Fall des PSVaG maximal auf der Höhe der Nominalwerte liegt und nicht den Realwert sicherstellt.

2.3 Zwischenresümee

Es stellt sich die Frage, inwieweit man das im historischen Vergleich um 6 Prozentpunkte zu geringe Zinsniveau kompensieren und die daraus resultierenden Risiken fair auf die Beteiligten (Anwärter, Arbeitgeber, durchführende Einrichtung) verteilen kann. Dazu bieten sich verschiedene Möglichkeiten an, auf die in den folgenden Teilen der Ausarbeitung eingegangen werden soll. Das BRSG eröffnet die Chance, riskanter als ausschließlich in sichere Zinsanlagen zu investieren und die dabei entstehenden Risiken über die Zeit zu verteilen.

Dies allerdings unter der Prämisse, dass man bei Einführung der rBZ eine realistische und möglichst exakte Vorstellung über die eingegangenen Risiken, sowohl dem Grunde als auch der Höhe nach, hat. Nur dann können die betroffenen Tarifparteien eine wertehaltige Vorstellung zum Umgang mit den Risiken entwickeln. Die wesentliche Prämisse zur erfolgreichen Umsetzung der rBZ wird es sein, die Risikoakzeptanz der Tarifparteien und die Anlagestrategie so in Einklang zu bringen, dass Verkäufe von Risikoaktiva nach Markteinbrüchen soweit wie möglich vermieden werden können.

Wichtig erscheint es dabei auch, vollständige Transparenz über alle Kosten und Anlageergebnisse zu haben. Eine eigene Einrichtung der Tarifparteien hat bei hinreichendem Volumen eine starke Verhandlungsposition gegenüber der Assetmanagement-Industrie und kann hinsichtlich der Kosten Marktstandards setzen. Ersparte Kosten kommen dem Kollektiv direkt zugute.

3 ANLAGEKLASSEN UND RENDITEERWARTUNGEN

Wir betrachten im Folgenden die Anlageklassen Renten (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen inkl. Hochzinsanleihen und Schwellenländeranleihen) und Aktien. Auf illiquide Anlageklassen wie Immobilien, nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) oder -kreditvergabe (Private Debt) inklusive Infrastruktur soll an dieser Stelle nicht tiefer eingegangen werden. Es gibt dort beispielsweise keinen passiven, einfach investierbaren Markt. Die Inkaufnahme von Illiquidität lässt jedoch für Investoren einen langfristigen Mehrertrag relativ zu vergleichbaren liquiden Anlagen (wie Aktien bzw. Anleihen) erwarten.

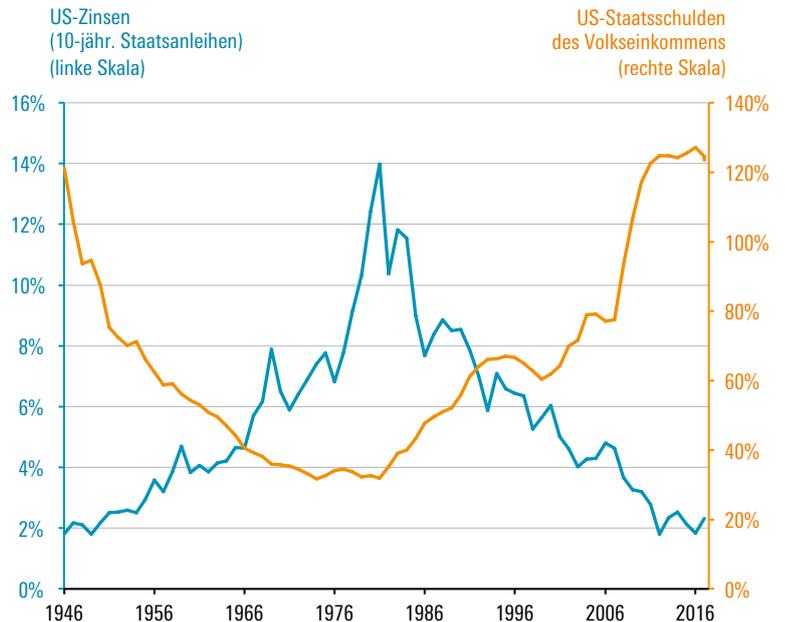
3.1 Staatsanleihen

Das aktuelle makroökonomische Umfeld ist – insbesondere im Euroraum – immer noch geprägt von sehr niedrigen Zinsen und einer recht niedrigen Inflation. Die niedrigen Zinsen im Geldmarkt sowie bei Staatsanleihen gehen dabei hauptsächlich auf die umfangreiche Stützpolitik der Zentralbanken im Nachgang zur Finanzkrise 2008 zurück. Der längerfristige Trend zu sukzessive niedrigeren Zinsen kann darüber hinaus durch eine abnehmende Investitionsquote, rückläufiges Wirtschaftswachstum und eine hohe Sparquote erklärt werden.

Das niedrige Zinsniveau hilft den Staaten, die laufenden Zinskosten der über Jahrzehnte angestiegenen Staatsverschuldung zu begrenzen. Ein entsprechender inverser Zusammenhang – niedrige Zinsen bei hohen Schuldenständen und vice versa – lässt sich gut am Beispiel der USA beobachten. Das Vorgehen nennt sich finanzielle Repression und ist in **Abbildung 2** anschaulich dargestellt.

Globalisierung und Automatisierung andererseits können als Hauptfaktoren der niedrigen Inflationsraten betrachtet werden. Die Faktoren begünstigten ab den 1990ern ein zunehmendes Auseinanderdriften von Löhnen und Gewinnen und somit eine niedrige Inflation. Auch aktuell liegt die Inflationsrate im Euroraum immer noch unter 2 Prozent. Im Zuge des Aufschwungs nach der Finanzkrise 2008/2009 haben sich die Aktienmärkte erholt und können heute auf eine sehr lange Phase guter bis sehr guter Entwicklung ab Frühling 2009 zurückblicken (siehe **Abbildung 3**):

US: Zinsen und Staatsschulden



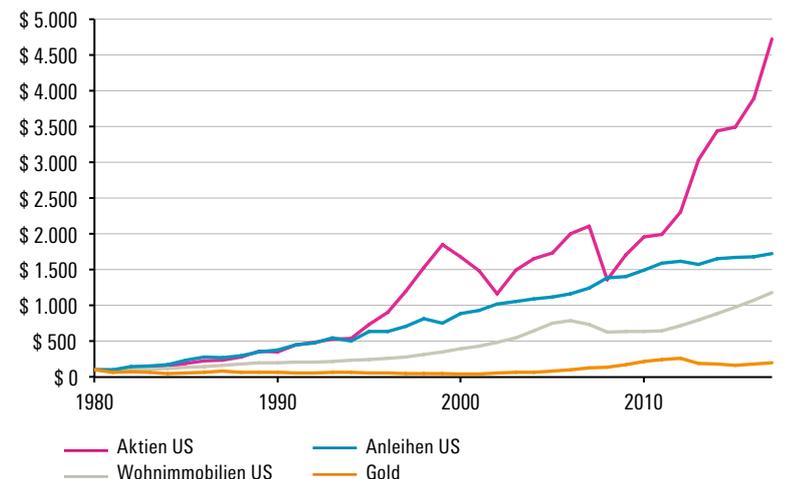
Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

I.M.U.

Abbildung 3

Assetpreisinflation in US-Dollar

Indexiert zu 100 in 1980



Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

I.M.U.

Allerdings sind die Bewertungen, also das Verhältnis von Aktienkurs zu Unternehmensgewinn, im historischen Vergleich trotz der Rückgänge in 2018 immer noch teilweise hoch. Dies gilt, unter Betrachtung jeweils geeigneter entsprechender Maßstäbe, im Prinzip für alle Anlageklassen, so auch für Immobilien und alternative Anlageklassen wie nicht-börsen-

cherung. Deutsche zehnjährige Staatsanleihen rentieren derzeit bei etwa 0,4 Prozent p.a. Diese aktuelle Rendite kann als guter Schätzer des künftigen Ertrags auf einen Zehnjahreszeitraum herangezogen werden. Das bedeutet, dass für zehnjährige deutsche Staatsanleihen nach diesem einfachen Prognosemodell nur mit einem durchschnittlichen Ertrag von ca. 0,4 Prozent p.a. über zehn Jahre zu rechnen ist. **Abbildung 5** zeigt den Zusammenhang zwischen aktuellem Zins und erwarteter Verzinsung über zehn Jahre.

Annähernd bestätigt wird diese Einschätzung durch ein mehr in die Zukunft gerichtetes Prognosemodell, eine Modellrechnung in unserem zentralen Szenario moderat ansteigender Zinsen: Für ein diversifiziertes Portfolio hochbonitärer Staatsanleihen kommt man auf einen zu erwartenden Zinsertrag von durchschnittlich ca. 1,3 Prozent p.a. sowie auf Kursverluste – aufgrund im Zeitablauf leicht ansteigender Zinsen – von 0,5 Prozent p.a. Insgesamt erwarten wir also nach diesem Modell einen Ertrag von etwa 0,8 Prozent p.a. Wir gehen dabei von in Summe nur leicht ansteigenden Zinsen aus, da vorgenannte finanzielle Repression aufgrund der immer noch hohen Schuldenlast der Staaten fortgeführt wird.

Dieses sind nur grobe Indikationen und die genannten Zahlen werden, wie andere Projektionen, nicht exakt zutreffen. Aufgrund der andauernden finanziellen Repression halten wir es jedoch für recht sicher, dass die Rendite für qualitativ hochwertige Zinspapiere auch langfristig unterhalb der Inflationsrate liegen wird.

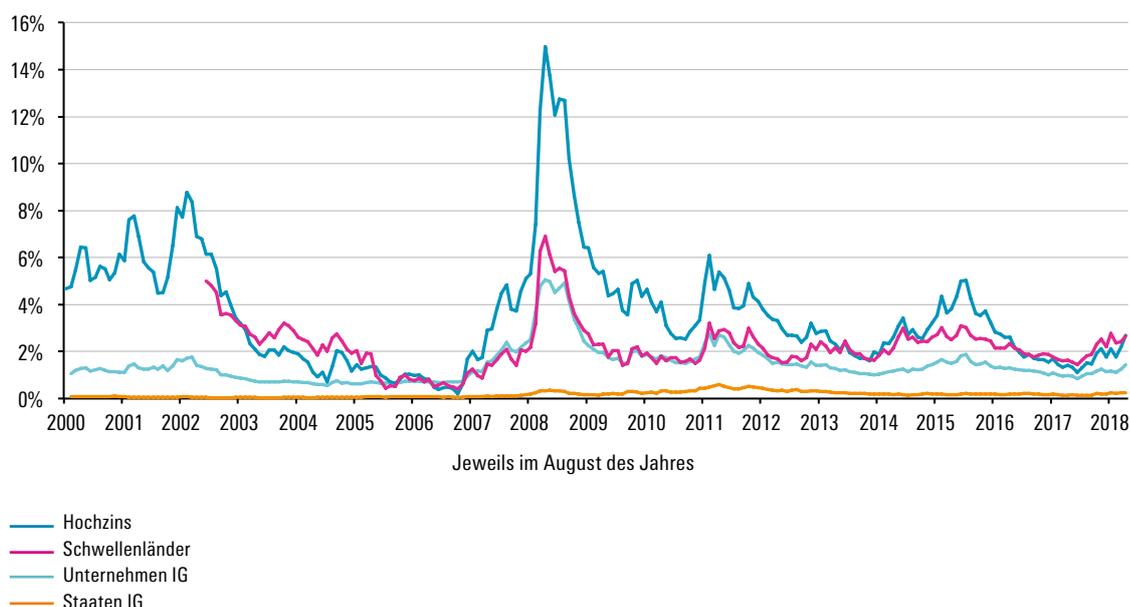
3.2 Unternehmens-, Hochzins- und Schwellenländeranleihen

Neben oben genannten Staatsanleihen gibt es als weitere Anleihekategorien hochbonitäre Unternehmensanleihen sowie Hochzins- und Schwellenländeranleihen mit geringerer Bonität und damit einhergehendem Risiko des Ausfalls des Schuldners. Dieses Risiko wird dem Anleger durch höhere Zinsen bzw. Renditen kompensiert.

Alle Unternehmensanleihen zahlen in der Regel einen Zinsaufschlag (den sogenannten Spread) über die jeweiligen Staatsanleihen. Bei Hochzinsanleihen ist dieser Spread – wegen des erhöhten Ausfallrisikos – höher. Schwellenländeranleihen werden entweder in harter Währung (US-Dollar, Euro) oder in lokaler, d.h. jeweiliger Landeswährung begeben. Sie sind im Vergleich zu Staatsanleihen entwickelter Länder ebenfalls mit höherem Ausfallrisiko behaftet. Im Fall von Lokalwährungsanleihen trägt der Investor zusätzlich das Währungsabwertungsrisiko und erhält im Gegenzug eine meist auch nach Inflation attraktive Verzinsung. Vorgenannte Spreads geben die relative preisliche Attraktivität solcher Anleihen zu sicheren Anleihen wieder. Man nimmt hier bei Prognosen in der Regel eine Rückkehr zu historischen Mitteln an, welche auch empirisch abgesichert ist. Die Zinsabstände von Hochzins- und Schwellenländeranleihen sind aktuell niedriger als im historischen Mittel, die beiden Anleiheklassen also tendenziell teuer, wie **Abbildung 6** zeigt.

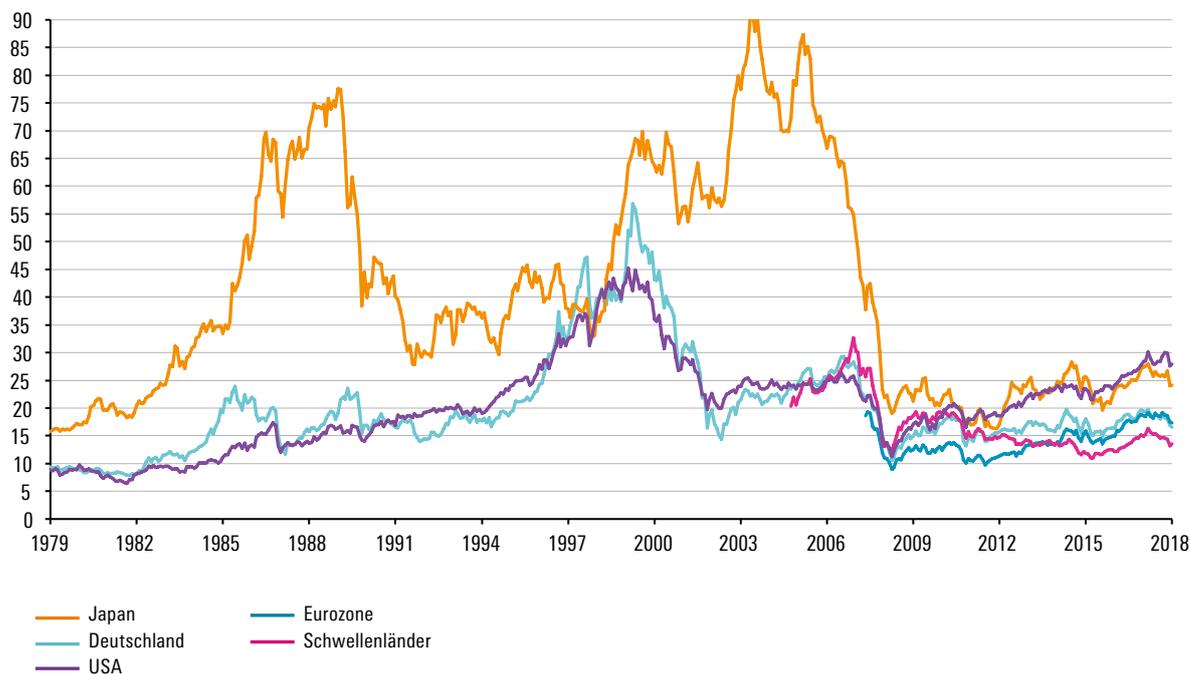
Abbildung 6

Zinsabstände, bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen verlustadjustiert; IG = Investment Grade



Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von Bloomberg, Moody's, HQ TRUST

Entwicklung des zyklisch adjustierten KGVs im Zeitverlauf



Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von Datastream, HQ TRUST

I.M.U.

Basierend auf der erwarteten Zinsentwicklung für Staatsanleihen sowie den aktuellen Renditespreads und der Annahme derer Rückkehr zum historischen Mittel würden wir für hochbonitäre Unternehmensanleihen einen Ertragsschätzer für die kommenden zehn Jahre von 1,5 Prozent p.a. ansetzen, für Hochzins- und Schwellenländeranleihen von ca. 3 Prozent p.a. Mit einer Mischung dieser beiden Anlageklassen könnte man somit etwa einen Ertrag in Höhe der erwarteten Inflation erzielen.

3.3 Aktien

Der Ertrag eines Aktieninvestments setzt sich zusammen aus Inflation, realer Gewinnentwicklung, Dividendenrendite und Bewertungsveränderung. Reale Gewinnentwicklung und Dividendenrendite sind realwirtschaftliche Komponenten. Die Bewertung, etwa ausgedrückt durch die Relation des Unternehmensgewinns pro Aktie zum Aktienkurs (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV), lässt die Einschätzung des relativen Wertes einer Aktie oder auch eines Marktes (Verhältnis von nach Indexzusammensetzung gewichteter Summe der Gewinne der enthaltenen Unternehmen zum Indexstand) im historischen Vergleich zu. Aktien sind derzeit im Schnitt – relativ zur Vergangenheit – immer noch teilweise hoch bewertet (siehe **Abbildung 7**).

Geht man auch hier davon aus, dass sich Bewertungen auf längere Sicht wieder auf historische Durchschnittsniveaus zurückbewegen, so ist ein Abschlag vom künftig zu erwartenden Ertrag vorzunehmen. Wir sehen diesen – bezogen auf Aktien global – aktuell in der Größenordnung von ca. 1 Prozent p.a. über zehn Jahre, entsprechend einer grob zehnpromzentigen Überbewertung. Diese wird zum Großteil durch das große Gewicht des hoch bewerteten US-Marktes im globalen Aktienmarkt verursacht (siehe **Abbildung 7**).

Die Annahme der Rückkehr von Bewertungen zu historischen Mitteln bei Aktien ist dabei ebenfalls empirisch gut abgesichert, ebenso ist die Verwendung eines Zehnjahreszeitraums angebracht: Zehn Jahre decken einen ganzen ökonomischen Zyklus ab und Bewertungen haben signifikante Auswirkungen auf die nachfolgenden Zehnjahreserträge. Die Rückkehr zum Mittel bedeutet hierbei nichts anderes, als dass Kapitalmärkte nicht dauerhaft unter- oder überbewertet bleiben und daher im Zeitverlauf stets um einen langfristigen Durchschnitt schwanken.³

Die reale Gewinnentwicklung einzelner Unternehmen oder gar ganzer Märkte ist nur schwer einschätz-

³ Die Einbeziehung des Bewertungsniveaus in die Prognose von Aktienmärkten ist in sich antizyklisch und wirkt der unreflektierten Fortschreibung aktueller Markttrends entgegen.

bar. Weltweit haben die börsennotierten Unternehmen seit 1973 im Schnitt ein reales Gewinnwachstum von im Durchschnitt ca. 2,5 Prozent p.a., ohne Berücksichtigung der ausgeschütteten Dividenden, erzielt. Im Angesicht der Bemühungen zur Reduktion der Schulden mit einhergehender Nachfrage- dämpfung sowie makroökonomischer Risiken (etwa zunehmender Nationalismus und Handelskrieg) ist unseres Erachtens für die kommenden zehn Jahre ein konservativerer Wert von 1,5 Prozent als Schätzer angebracht. Dennoch wird es auch zukünftig Innovationen – bspw. Bio- und Nanotechnologie sowie zunehmende Automatisierung – mit entsprechender Wertschöpfung geben.

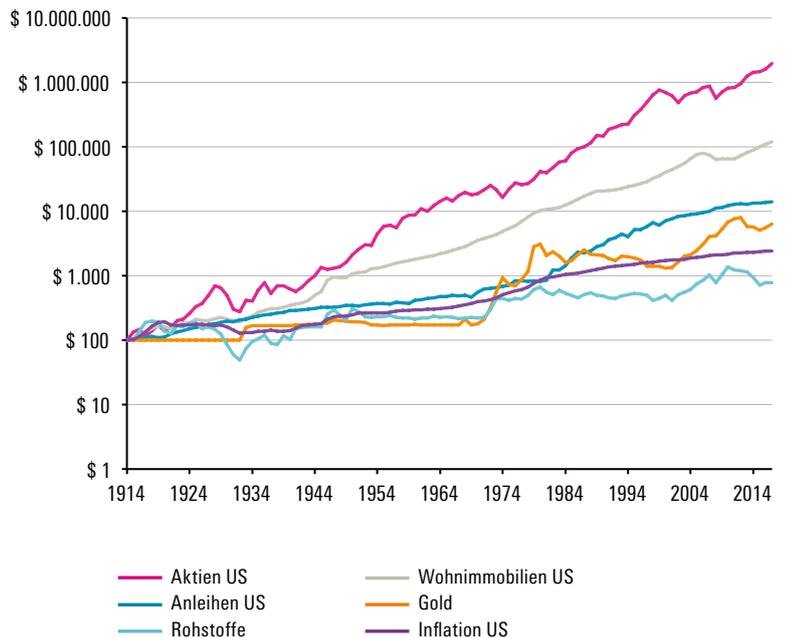
Auch bei der Dividendenrendite wird, ausgehend vom aktuell bewertungsbedingt leicht unterdurchschnittlichen Niveau, wieder eine Rückkehr zum Mittel angesetzt. Wir erhalten so eine zu erwartende durchschnittliche Dividendenrendite von ca. 2,5 Prozent p.a. Hinzu kommt eine Inflationserwartung von etwa 2 Prozent p.a. Führen wir die Komponenten zusammen, so erhalten wir für die globalen Aktienmärkte einen Ertragsschätzer für die nächsten zehn Jahre von ca. 5 Prozent p.a. (-18 Bewertungsabschlag; +1,58 Gewinnwachstum; +2,38 Dividende; +28 Inflation).⁴ Insgesamt sind die Aktienmarktprognosen über einen Betrachtungszeitraum von zehn Jahren im historischen Vergleich im Moment unterdurchschnittlich.

Aktieninvestments werden oft unter Berücksichtigung einer angestrebten Aufteilung nach Ländern und Regionen getätigt. In der Tat gibt es länder- und regionsspezifische Komponenten: Beispielsweise hat die USA den breitesten Aktienmarkt der Welt und eine weit entwickelte inländische Aktienkultur. Die traditionell höhere Nachfrage war auch in der Vergangenheit mit einer im Vergleich zu anderen Regionen etwas höheren Marktbewertung verbunden. Schwellenländeraktien hingegen sind besonders anfällig für Währungsschwankungen und steigende Zinsen in den entwickelten Ländern und bilden daher eine eigene, wenn auch sehr heterogene Gruppe.

Ein Großteil der Performance und Bewertung eines regionalen Aktienmarktes lässt sich jedoch durch dessen sektorale Zusammensetzung erklären. So haben sich z.B. US-amerikanische Aktien insbesondere aufgrund der prominent vertretenen Technologiewerte (US-Technologieanteil: 25 Prozent vs. EU-Technologieanteil: 9 Prozent) so gut entwickelt, europäische Indizes hingegen haben unter dem recht hohen Anteil an Finanzwerten (EU: 20 Prozent vs. US: 14 Prozent) gelitten. Gesteht man, unabhängig vom regionalen Firmensitz der Unternehmen, jedem Marktsektor eine eigene aus historischen Durchschnitts ermittelte fai-

⁴ Andere einfache Prognosemodelle kommen über den gleichen Betrachtungszeitraum zu Prognosen von 6 Prozent p.a. (durchschnittliche Performance über historische Zehnjahreszeiträume zu deren Beginn die Bewertung dem aktuellen Niveau entsprach) oder etwa 3,5 Prozent p.a. (Buffet-Indikator: Auf historischen Vergleichen basierender Rückschluss auf die erwartete Zehnjahresperformance aus dem Verhältnis der Marktkapitalisierung der Aktienmärkte zum globalen Bruttoinlandsprodukt).

Langfristige Ertragsentwicklung verschiedener Anlageklassen sowie US-Inflation
Jahresdaten 1914 bis 2017



Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von Datastream, HO TRUST

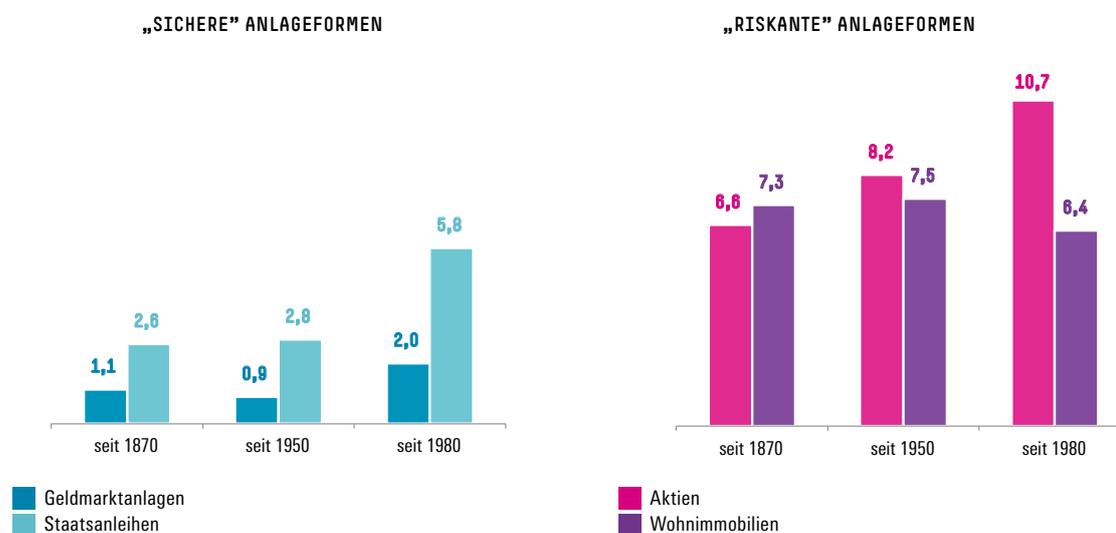
I.M.U.

re Bewertung zu, verringert sich die aktuell zu beobachtende Überbewertung des US-Marktes relativ zu Europa zwar deutlich, bleibt jedoch dem Grunde nach erhalten.

Jedes noch so gute Modell wird die Zukunft nicht korrekt einschätzen können, ferner ist auch die Attraktivität der verschiedenen Anlageformen in einem Zeitraum deutlich jenseits von zehn Jahren von Interesse. Erkenntnis über die sehr langfristige Attraktivität kann uns da ein Blick in die Vergangenheit geben. Dazu betrachten wir die folgende **Abbildung 8**.

Ganz langfristig ist klar zu sehen, dass Sachkapital wie Aktien aber auch Immobilien im Vergleich zu Anleihen die bessere Anlageform war. Die logarithmische Skalierung der vertikalen Achse sorgt einerseits dafür, dass die Linien in einer Grafik darstellbar sind, lässt die Abstände aber optisch viel geringer erscheinen als sie in Wirklichkeit sind. Die Gründe für die großen Abstände sind relativ einfach: Ein Investment in den Aktienmarkt ist eine Anlage in Wertschöpfung und Produktivität, ferner besitzen Aktien im Durchschnitt einen zumindest langfristigen Inflationsschutz. Bei Anleihen geht man in der Regel geringere Einzelrisiken ein und erhält daher auch eine niedrigere Rendite, ferner haben Staaten mit eigener Zentralbank die Tendenz, reale Zinsen niedrig zu halten und in Phasen höherer Schuldenstände so wenig wie möglich an Zinsen zu zahlen.

Jährlicher realer Gesamtertrag (Durchschnitt über 16 Länder) in Prozent p. a.



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Jordà et al. (2017)

I.M.U.

Eine noch umfassendere Analyse über 16 Länder ab 1870 bestätigt, dass Aktien im Vergleich zu Anleihen langfristig das bessere Investment gewesen sind. Dies zeigt **Abbildung 9**.

Neben Aktien und Anleihen werden häufig noch Rohstoffe als diversifizierende, liquide Anlageform angepriesen. Hier gilt Vorsicht: Denn erstens bieten viele Rohstoffe langfristig keinen Inflationsschutz, zweitens sind diese recht schwankungsintensiv und drittens kann man die meisten nur über Terminkontrakte investieren, die es regelmäßig durch neue zu ersetzen gilt, das sogenannte „Roller“. Hier kann zusätzliches Geld verdient werden, oft aber ist das Gegenteil der Fall und viele Anleger – auch professionelle – haben hier schon viel Geld verloren. Unserer Erfahrung nach sind Rohstoffe also keine empfehlenswerte Geldanlage. Wir betrachten sie deshalb nicht weiter, zumal für Versicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds aufsichtsrechtliche Beschränkungen bestehen.

3.4 Besonderheiten von Portfolios

Anleger investieren in der Regel in Portfolios mit einer Vielzahl einzelner Titel, um durch Streuung Risiken zu reduzieren. Man spricht in diesem Kontext von Diversifikation. Hierunter fällt beispielsweise das schon zuvor erwähnte Investieren in ein ganzes Universum von Aktien, anstatt nur einzelne Titel zu halten. Wirkungsvoller erscheint eine Diversifikation über verschiedene Anlageklassen. Sie ist dann besonders effektiv, wenn die involvierten Anlagen geringe Gleichläufigkeit bzw. sehr unterschiedliche Risikocharakteristika aufweisen.

Gemessen wird dieser Risikozusammenhang als sogenannte Korrelation, definiert als durchschnittlicher linearer Zusammenhang der Ertragsentwicklung zweier Anlageklassen. Hier können in der Theorie Werte zwischen +1 (vollständiger Gleichlauf) und -1 (vollständige Gegenläufigkeit) auftreten. Der Wert null wird gemessen, wenn es keinen Zusammenhang gibt (vollkommene Unabhängigkeit oder Unkorreliertheit). Normalerweise werden Korrelationen auf Basis historischer Daten gemessen. Man spricht von Gleichlauf, wenn die Richtung der Wertentwicklung (positiv oder negativ) übereinstimmt, das jeweilige Ausmaß der Bewegung bleibt bei der Feststellung der Korrelation unberücksichtigt.

So sind beispielsweise Aktienmärkte verschiedener Länder oft hoch positiv korreliert (Korrelation +0,7 oder höher), da Panik in einem Markt auch Anleger in anderen Märkten anstecken kann. Häufig sind auch verschiedene Aktienmärkte zur gleichen Zeit recht hoch bewertet, sodass die Korrekturgefahr insgesamt steigt. Andererseits haben sich deutsche Staatsanleihen seit dem Zinshoch Anfang der 1980er Jahre als negativ korreliert zu Aktien herausgestellt (Korrelation etwa -0,3). Kam es an den Aktienmärkten zu Kurseinbrüchen, so schichteten Anleger in hochbonitäre Staatsanleihen um, deren Kurse infolge dessen stiegen. Korrelationen verändern sich jedoch im Zeitablauf. So erwarten wir in Zukunft tendenziell eine positive Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen: Kommt es zum Abverkauf von Staatsanleihen, etwa aufgrund einer ausartenden Schuldenkrise (die Staatsschuldenstände sind heute viel höher als vor 30 bis 40 Jahren), so könnten die Kurse von Staatsanleihen fallen und gleichzeitig Panik an den Aktienmärkten aufkommen.

Wichtig ist festzuhalten, dass die Kombination von nicht vollständig gleichlaufenden Anlageklassen Risiken reduziert. Dieser Effekt tritt umso stärker auf, je schwächer positiv die Korrelationen sind. Da wir zumindest mittelfristig aufgrund der aktuell relativ hohen Bewertung aller Anlageklassen zukünftig insgesamt einen vergleichsweise höheren Gleichlauf von Anlageklassen innerhalb von Portfolios erwarten, könnte sich der Diversifikationseffekt zukünftig etwas abschwächen.

Der sogenannte „Klassiker“ unter den gemischten Portfolios ist ein Aktien-Anleihen-Portfolio. Rein historisch gesehen hätten Aktien-Anleihen-Portfolios mit verschiedenen Aktien- und Anleiheanteilen folgende Ertrags-Volatilitätscharakteristika aufgewiesen (siehe **Abbildung 10**).

Die Beimischung von Anleihen (oft auch als Renten bezeichnet) wird daher häufig als einfache Lösung zur Reduktion der Volatilität gegenüber einem reinen Aktieninvestment bei nur moderater Schmälerung der Ertragschancen propagiert. Das ist jedoch unseres Erachtens aktuell nicht angebracht, weil damit vergangene Entwicklungen extrapoliert werden. Ein drastischer Verfall des Zinsniveaus seit dem Zinshoch Anfang der 1980er Jahre, in Kombination mit hohen Erträgen auf Renten und negativen Aktien-Renten-Korrelationen, liegt hinter uns. Da die Zinsen nicht weiter so deutlich fallen können, sehen die erwarteten Kennzahlen für gemischte Portfolios in den nächsten zehn Jahren entsprechend unserer Modelle und Einschätzungen anders aus, wie das folgende **Abbildung 11** illustriert.

Wir sehen also im Vergleich zu **Abbildung 10** deutlich geringere Erträge bei höheren Risiken. Allerdings sind auch in diesem Risiko-/Renditeumfeld inflationsbereinigt positive Erträge möglich.

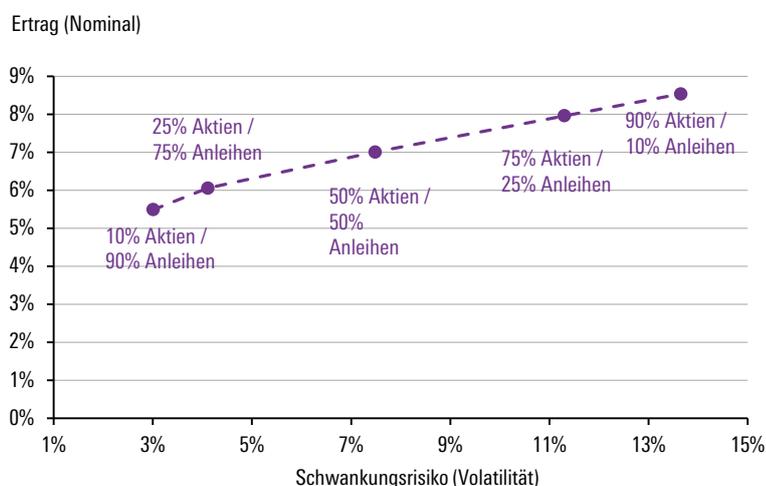
3.5 Welche Allokation passt nun zu welchem Anleger?

Die Beantwortung dieser Frage hängt in der Praxis von mehreren Faktoren ab:

- Welche Anlageklassen stehen zur Verfügung bzw. sind erlaubt?
- Gibt es ein Ertragsziel und falls ja, in welcher Höhe und über welchen Zeitraum?
- Gibt es eine Risikobeschränkung, etwa in Form eines maximal vertretbaren Schwankungsrisikos (z. B. Volatilität in Prozent p. a.) oder einer absoluten Wertuntergrenze?
- Welcher Anlagehorizont wird betrachtet?

Eine weitere bei langfristigen Anlagehorizonten sehr effiziente Form der Risikodiversifikation ist die Diversifikation der Investitionen über die Zeit. Hierzu gibt es auch eine Vielzahl wissenschaftlicher Ausarbeitungen.⁵ Um die Effekte der Diversifikation über die Zeit tatsächlich vereinnahmen zu können, ist allerdings ein diszipliniertes Durchhalten des Sparplanes erforder-

Ertrag und Volatilität von Aktien-Anleihen-Portfolios im Rückblick
Monatsdaten ab 1994

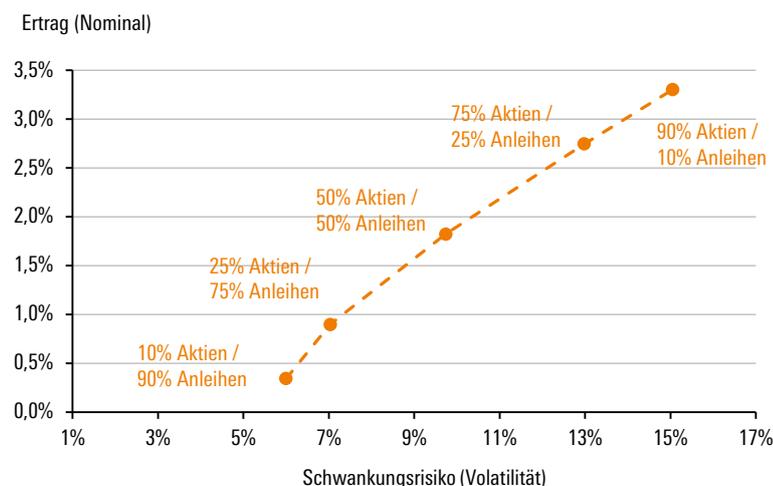


Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

IMU

Abbildung 11

Erwarteter Ertrag und Volatilität von Aktien-Anleihen-Portfolios



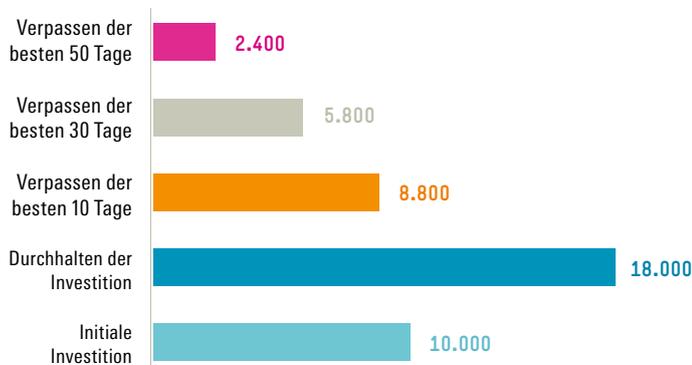
Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

IMU

derlich. Insbesondere Neuinvestitionen nach signifikanten Kursverlusten tragen wesentlich zur Stabilisierung der Erträge und zur Risikodiversifikation bei. Ein wegen der Wahl des Investitionszeitraumes zugegeben etwas suggestives Beispiel für den möglichen

5 Z. B. „Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft, Nr. 140“ von Prof. Peter Albrecht et. al., Mannheim 10/2002, oder „Der Cost Average Effekt in der Anlageberatung – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen sowie deren mathematische Hintergründe“ von Prof. B. Hofmann et. al. in „Banken, Finanzierung und Unternehmensführung“ Verlag Duncker und Humboldt GmbH, 2015.

Endwerte einer Einmalinvestition in Höhe von 10.000 Euro in den MSCI Europe, Investitionszeitraum 31.12.2002 bis 31.12.2017 unter verschiedenen Szenarien



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von JP Morgan (2018: S. 92)

I.M.U.

Effekt des Verpassens von Tagen mit besonders positiver Performance am Kapitalmarkt zeigt **Abbildung 12**, dessen Daten von JP Morgan (2018: S. 92) übernommen wurden.

Erfahrungsgemäß treten besonders gute Tage oft nach besonders negativen Tagen auf. Man verpasst sie bzw. gibt Risikodiversifikation auf, wenn man nach besonders negativen Tagen desinvestiert bzw. den Sparplan abbricht. Anlagedisziplin, gerade auch in negativen Marktphasen, ist also eine wesentliche Voraussetzung für langfristigen Anlageerfolg.

Anlageklassen, Anlageziel, Risikotragfähigkeit und Anlagehorizont spielen bei der Kapitalanlage also eine zentrale Rolle. Hinzu kommt die Berücksichtigung von Kosten (siehe **Abschnitt Kostenaspekte der Kapitalanlage**).

4 KOSTENASPEKTE DER KAPITALANLAGE

Lohnend ist es auch, sich vertiefte Gedanken über die im Zusammenhang mit der Kapitalanlage anfallenden Kosten zu machen. Hier fällt an erster Stelle die sogenannte Managementfee, also die direkte Gebühr für die Vermögensverwaltung, ins Auge. Vergleicht man jedoch ein Portfolio mit einer Benchmark (etwa ein reales globales Aktienportfolio mit dem globalen Aktienindex MSCI World), die im Allgemeinen keine Kosten hat, kommen noch unterschiedliche sonstige Kostenblöcke hinzu, z. B.:

- sonstige Gebühren der Kapitalverwaltungsgesellschaft, etwa für administrative Leistungen wie Performancemessung und -attribution,
- Gebühren für die Verwahrstelle,

Auswirkungen von Kosten auf die Ablaufleistung eines Sparplanes

Kosten vom Beitrag in Prozent	Kosten vom Anlagevolumen in Prozent	Kapital in Euro	Minderung durch Kosten in Prozent
0	0	77.663	0
0	0,6	67.230	13,43
3,0	0,6	65.213	16,03
16,0	0	65.237	16,0
3,0	1,0	59.357	23,57
24,0	0	59.024	24,0

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

I.M.U.

- Gebühren für zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren beauftragte Händler bzw. Broker (direkte Kosten und Kosten für Zusatzdienstleistungen wie etwa Research),
- Sicherungskosten, etwa für Währungen,
- sogenannte Marketimpactkosten, d. h. Kursbeeinflussung beim Handel durch große Kauf- oder Verkaufsaufträge,
- Erwerbsnebenkosten, Steuern, Strukturkosten.

Die aufgezählten sonstigen Kostenarten können in sehr unterschiedlicher Höhe anfallen. Wir setzen sie hier mit grob etwa 0,3 Prozent p. a. des Anlagevolumens an. Dann ist es sehr anspruchsvoll, in einem gut diversifizierten Portfolio Kapitalanlagekosten von etwa 0,6 Prozent p. a. zu erreichen, weil für die eigentliche Managementfee nur noch 0,3 Prozent p. a. bleiben.

Welchen außerordentlich großen Einfluss Kapitalanlagekosten auf das Ergebnis eines Sparplanes haben, hauptsächlich wenn sie in Prozent oder Basispunkten des Anlagevolumens berechnet werden, zeigt **Tabelle 2**. Es bezieht sich auf einen Sparplan über 40 Jahre, bei dem jährlich vorschüssig jeweils 1.000 Euro mit einer festen Rendite von 3 Prozent p. a. gespart werden und zeigt jeweils das Endkapital unter verschiedenen angenommenen Kostenbelastungen.

Seitdem die zu erwartenden Anlagerenditen aufgrund der bereits lange andauernden Niedrigzinsphase auf breiter Front deutlich gesunken sind, sind die Kosten deutlich mehr in den Fokus der Anleger gerückt. Unter dem Kostenaspekt ist beispielsweise die Frage „Aktiv oder passiv?“ Gegenstand immerwährender Diskussionen bei der Kapitalanlage im Aktien- und Rentenbereich. Es gibt heutzutage in den meisten Bereichen von Aktien- und Rentenanlagen günstige, replizierende Indexfonds bzw. Exchange-traded Funds

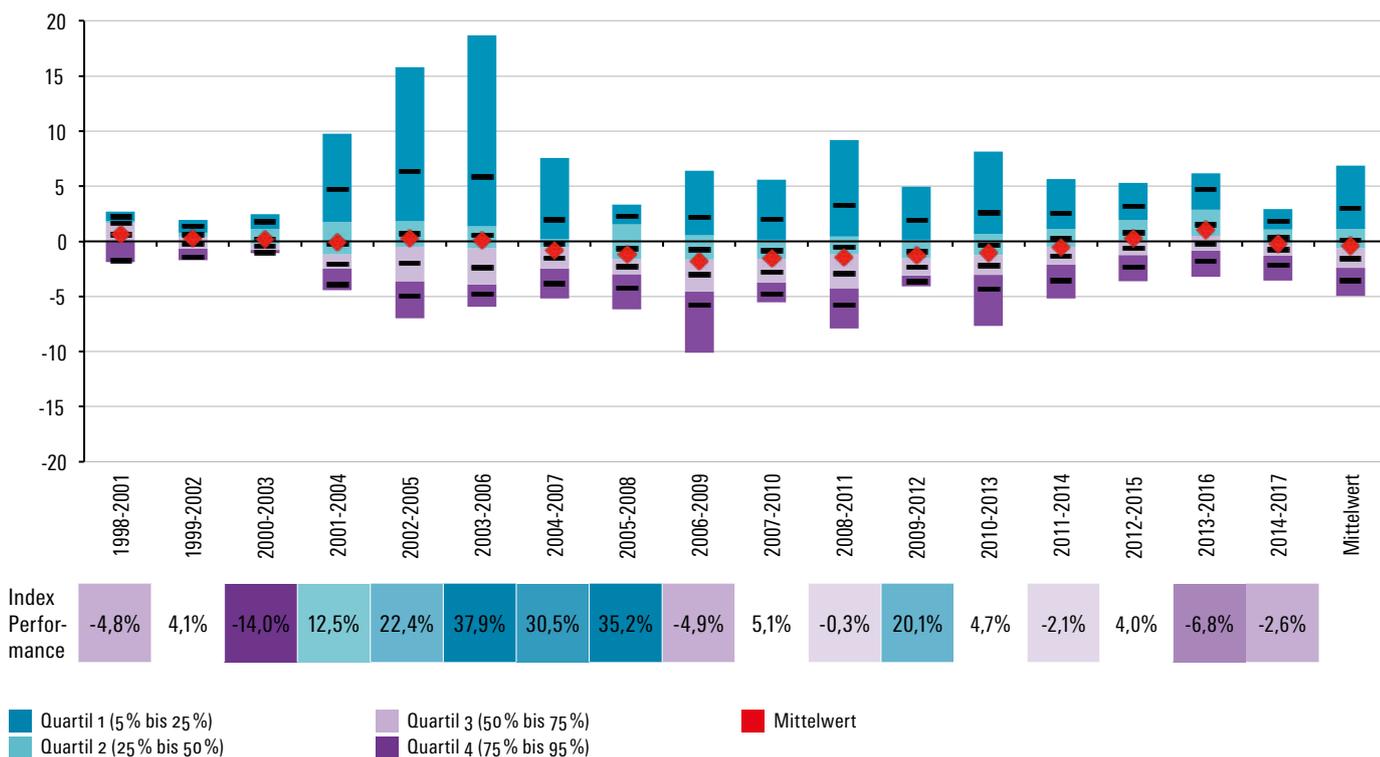
Aktiver Ertrag Manager Aktien Europa



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST



Aktiver Ertrag Manager Aktien Schwellenländer

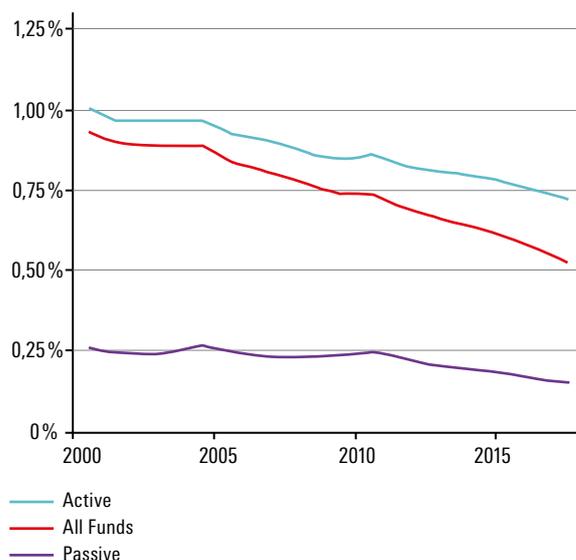


Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST



Abbildung 15

Gebührentwicklung im Zeitverlauf



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Morningstar

I.M.U.

(ETFs). Daher sollte gut überlegt sein, welche Strategie sinnvoll ist, da von Managern aktiv gemanagte Anlagestrategien normalerweise mit höheren Gebühren verbunden sind. Es ergibt dann Sinn⁶, wenn:

- 1 besondere Kriterien zu berücksichtigen sind, die einen aktiven oder erweitert passiven Ansatz nötig machen,
- 2 ein Index mit entsprechenden passiven Vehikeln ohne Konstruktionsfehlereize nicht vorhanden ist oder
- 3 auch langfristig – auf zehn Jahre und mehr – ein Mehrertrag nach Kosten zu erwarten ist.

Auf 1) wollen wir hier nicht weiter eingehen, da es sich um eine Frage spezifischer Investitionsrestriktionen handelt. Es könnte sich beispielsweise um den Ausschluss von Anleihen mit sehr geringer Schuldnerbonität oder um Nachhaltigkeitskriterien handeln.

Bezüglich 2) sind beispielsweise Anleiheindizes zu erwähnen, da sich die Zusammensetzung der Indizes am Emissionsvolumen der einzelnen Schuldner orientiert. Dadurch hat der größte Schuldner den größten Anteil am Index und bekommt damit den größten Anteil an der Investition. So entfallen auf Italien etwa 22 Prozent der Staatsanleihen des Euroraumes (Quelle: <https://www.ishares.com/de/professionelle-anleger/>)

⁶ Um einen wohldefinierten Auftrag für passives Management geben zu können und auch um den Erfolg des beauftragten passiven Managers beurteilen zu können, muss immer ein Referenzindex genannt werden, der passiv abzubilden ist. Da Indexanbieter sich die Konstruktion eines neuen Index vom Investor sehr teuer bezahlen lassen, ist man auf vorhandene (Standard-) Indizes angewiesen. Diese berücksichtigen keine besonderen Kriterien (siehe 1) oder haben teilweise unerwünschte Eigenschaften (siehe 2).

[de/produkte/251740/](https://www.ishares.com/de/produkte/251740/), Abruf am 20.12.2018). Ein so hoher Anteil des hoch verschuldeten Italiens an einem passiven Renteninvestment ist aus Investorensicht möglicherweise nicht erwünscht, da somit die Risiken steigen. Hier hat in vielen Bereichen die Anleiheindex-Industrie jedoch schon Abhilfe verschafft, es gibt meist „Diversified“-Versionen, in denen Allokationsanteile beschränkt sind.

Hinsichtlich 3) ist meist Ernüchterung angesagt, da nur wenige Manager in der Lage sind, dauerhaft und ohne Eingehen anderweitiger systematischer Risiken ihre jeweiligen Benchmarks zu schlagen. Im Bereich Aktien Europa haben Manager seit 1998 im Schnitt eine aktive Performance von 1,1 Prozent p.a. nach Kosten erwirtschaftet. Im gleichen Zeitraum ergaben sich für die USA 0,7 Prozent p.a. und für Schwellenländeraktien ist ein negativer aktiver Ertrag in Höhe von 0,4 Prozent p.a. zu konstatieren. Fairerweise muss gesagt werden, dass auch passive Investments mit vom Benchmarkertrag zu subtrahierenden Kosten belastet sind, die jedoch für die Regionen Europa und USA unterhalb der oben angegebenen Underperformance liegen, teilweise sehr deutlich. Die **Abbildungen 13** und **14** zeigen die Verteilung der aktiven Performance von aktiven Managern für die Anlageklassen Aktien Europa und Aktien Schwellenländer für den Zeitraum 1998 bis 2017.

Für Anleihemanager stehen uns derart detaillierte Analysen nicht zur Verfügung. Eine Studie von Morningstar hat für den US-Markt ergeben, dass dortige Unternehmensanleihen-Manager über zehn Jahre im Schnitt einen aktiven Ertrag von +0,7 Prozent p.a. erwirtschaften konnten.

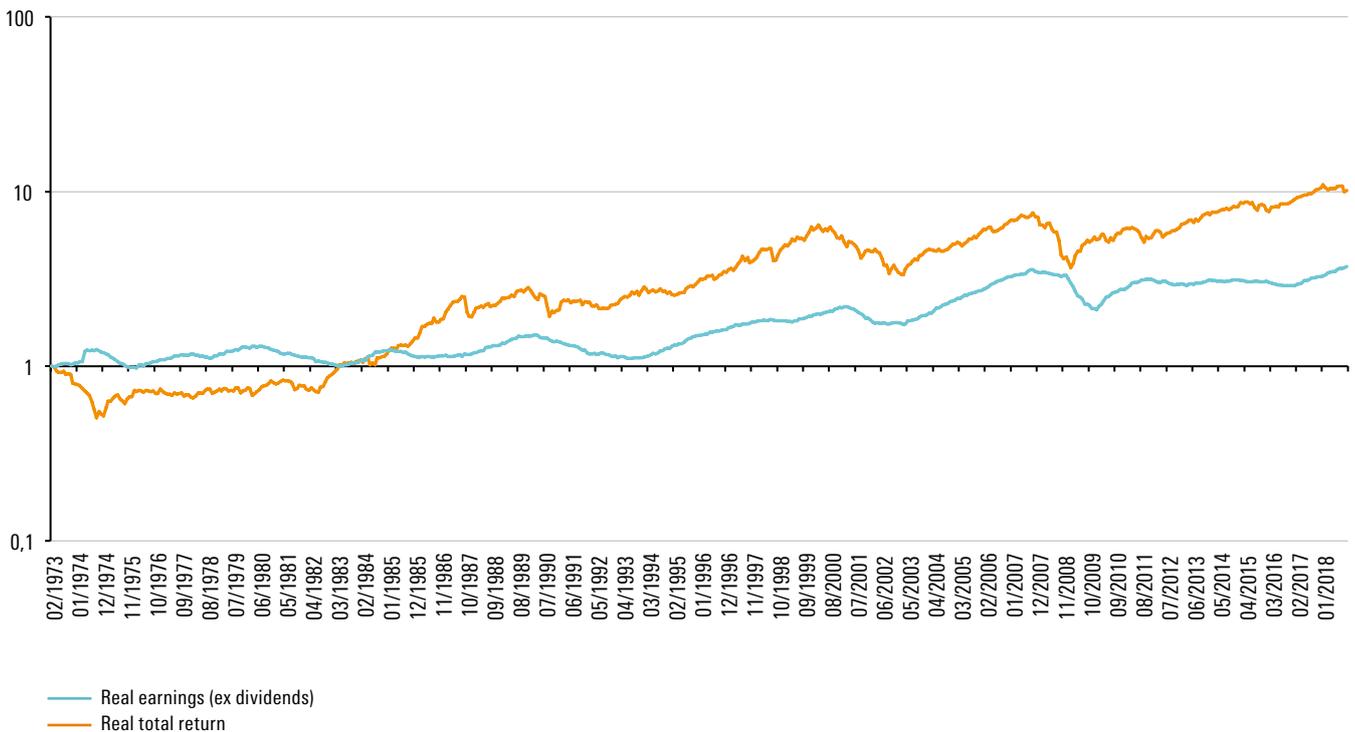
Die Gebührenbelastung für aktives Management ist zwar im Zeitverlauf deutlich gesunken, dies gilt jedoch ebenfalls für passives Investieren. **Abbildung 15** zeigt die Entwicklung der Gebührenbelastung im Zeitablauf. Ein deutliches Mehr an Gebühren bei aktivem Management bleibt somit Fakt, ebenso, dass im Schnitt auf lange Sicht ein Mehrertrag nur in wenigen Fällen zu erwarten ist. Darüber hinaus zeigt sie Gebührensätze, die sich auf den Durchschnitt aller vom Anbieter Morningstar beobachteten Fonds beziehen. Grundsätzlich ist zu beachten, dass die Gebührensätze mit höherem Fondsvolumen teilweise deutlich sinken. Deshalb ist es sehr wichtig, Fonds mit großen Volumina, d. h. soweit möglich deutlich über 100 Millionen Euro pro Anlageklasse, aufzulegen.

5 ANLAGERISIKEN UND RISIKOMANAGEMENT

5.1 Anlagerisiken

Ertrag ist die eine, Risiko die andere Seite eines jeden Investments. Nur, was meinen wir genau mit Anlage-

Globale Aktien: realer Gesamtertrag vs. reale Gewinnentwicklung



Quellen: Eigene Darstellung auf Basis von Datastream, HQ TRUST

I.M.U.

risiko? Einmal gibt es da das Einzelinvestmentrisiko: Konkurs einer Aktiengesellschaft oder Ausfall einer Anleihe – sei es eines Unternehmens oder auch eines Staates. Dieses Risiko ist sehr bedeutend, da es einen langfristigen Substanzverlust darstellt. Es empfiehlt sich daher, in ein breites Universum von Titeln zu investieren. Das Einzeltitelrisiko wird so „wegdiversifiziert“, ein einzelner Ausfall bei einem Portfolio mit mehreren Tausend Titeln fällt kaum ins Gewicht (siehe Abschnitt **Besonderheiten von Portfolios**).

Die prominenteste Risikoart – gerade in Darstellungen von Banken und Vermögensverwaltern – ist hingegen in der Regel die Volatilität. Sie beschreibt die Kursschwankungen von Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen im Zeitablauf. Diese Schwankungen stammen hauptsächlich aus Bewertungsschwankungen, in geringerem Maße auch aus Veränderungen der Fundamentaldaten wie der Gewinnentwicklung. Die folgende **Abbildung 16** zeigt über einen langen Zeitraum seit 1973, dass die Bewertungen stärker schwanken als die Gewinnentwicklungen. Allerdings machen die angestiegenen Bewertungsniveaus auch einen wesentlichen Teil der im Verlauf dieses Betrachtungszeitraums realisierten Performance aus. Eine höhere Bewertung ist insbesondere dann gerechtfertigt, wenn das Zinsniveau niedrig ist. Wegen wenig attraktiven Zinsen sind Aktien dann stärker nachgefragt.

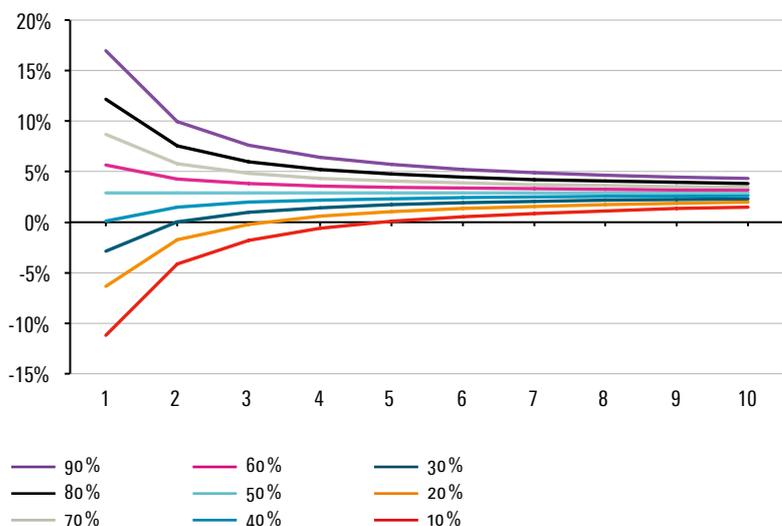
Die Volatilität ist eine Kennzahl, die es ermöglicht, die Bandbreite um den Erwartungswert abzuschätzen, in der die zukünftige Performance mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit liegen wird. Je höher die Volatilität, desto größer die Bandbreite. Große Bandbreiten bedeuten auch bei positivem Erwartungswert ein hohes Risiko für Perioden negativer Performance.⁷ Schwankungsrisiken sind wichtig, da Verlustrealisierungsrisiken meist direkt aus ihnen folgen: Fallen die Aktienmärkte deutlich, so stoßen Anleger häufig aus Panik Aktien ab und realisieren Verluste, die bei Beibehaltung der Investition über die Zeit wieder amortisiert worden wären. Leistungsgarantien gewährende institutionelle Anleger sind häufig gezwungen, aus maximal tolerablen Verlustobergrenzen resultierende Risikobudgets festzulegen, bei deren drohender Überschreitung Aktienbestände reduziert werden. Durch diese prozyklische Risikosteuerung (Verkauf nach Kursverfall) werden Verluste realisiert. Häufig wird später erst nach einer deutlicheren Erholung der Aktienmärkte wieder reinvestiert, die

⁷ Beispiel Aktien: Diese haben in einem breit diversifizierten Aktienportfolio eine Volatilität von ca. 17 Prozent p. a. bei einem erwarteten Ertrag von 5 Prozent p. a. Das Risiko für eine negative Einjahresperformance liegt damit bei etwa 40 Prozent. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 9 Prozent liegt die erwartete Jahresperformance sogar unterhalb von -20 Prozent.

Abbildung 17

Durchschnittserträge in Abhängigkeit von Anlagedauer: Quantile

Simulationen auf Basis eines 50 Prozent/50 Prozent Aktien-/ Renten-Portfolios



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

I.M.U.

talananlage. Hierzu ist es wichtig, Schwankungsrisiken als solche zu verstehen und nur in einem Umfang in schwankungsintensive Anlageklassen zu investieren, wie man dies auch über Krisenzeiten hinweg durchzuhalten vermag. Das vorzeitige Erkennen zukünftiger Marktentwicklungen mit entsprechender Steuerung der Investitionsquoten ist eine Illusion, die man auch versierten Vermögensverwaltern nicht zutrauen sollte. Ferner ist der Investmenthorizont im Auge zu behalten: Sind Aktienanlagen bezogen auf ein Jahr hoch volatil, so nimmt deren Schwankung bei längerer Investitionsperiode immer weiter ab: Korrekturen und Erholungen gleichen sich immer mehr aus. **Abbildung 17** zeigt beispielsweise, dass der erwartete Ertrag eines zu je 50 Prozent aus Aktien und Renten bestehenden Portfolios mit einer Wahrscheinlichkeit von je 80 Prozent über ein Jahr zwischen etwa +17 Prozent und -11 Prozent und über zehn Jahre zwischen etwa +3 Prozent p. a. und +9 Prozent p. a. liegen wird.

Die unsererseits verwendeten Volatilitäten werden in der Regel aus dem vergangenen Verhalten der entsprechenden Anlageklassen abgeleitet, denn Schwankungen um die mittlere Ertragsentwicklung haben sich im Zeitablauf über größere Perioden als recht stabil erwiesen.

Abbildung 18 zeigt aus historischen Daten abgeleitete Volatilitätskennzahlen verschiedener Anlageklassen, jeweils in Prozent und bezogen auf einen Anlagehorizont von einem Jahr. Wir sehen jedoch, dass Anleihen – insbesondere Investmentgrade – deutlich niedrigere Schwankungsrisiken aufweisen als Aktien. Der Volatilitätsunterschied zwischen Hochzinsanleihen und Aktien ist hingegen weniger groß. Wichtig bleibt darauf hinzuweisen, dass Anlageklassen mit niedriger Volatilität nicht grundsätzlich risikoarm sein müssen. Dies hängt auch von der Risikodefinition ab. Betrachten wir etwa das Risiko des langfristigen realen Wertverlustes, so ist dieses bei Staatsanleihen aufgrund der im Vergleich zur Inflationserwartung niedrigen Verzinsung sehr hoch. Bei Aktien hingegen, so volatil diese auch sein mögen, ist dieses langfristige Risiko deutlich geringer.

5.2 Risikomanagement

Unter Risikomanagement verstehen wir im Folgenden die Steuerung der Wertentwicklung des Portfolios, sodass definierte Verlustgrenzen (Risikobudgets) nicht überschritten werden. Im Folgenden werden die beiden Elemente Risikobudget und Risikosteuerung beleuchtet.

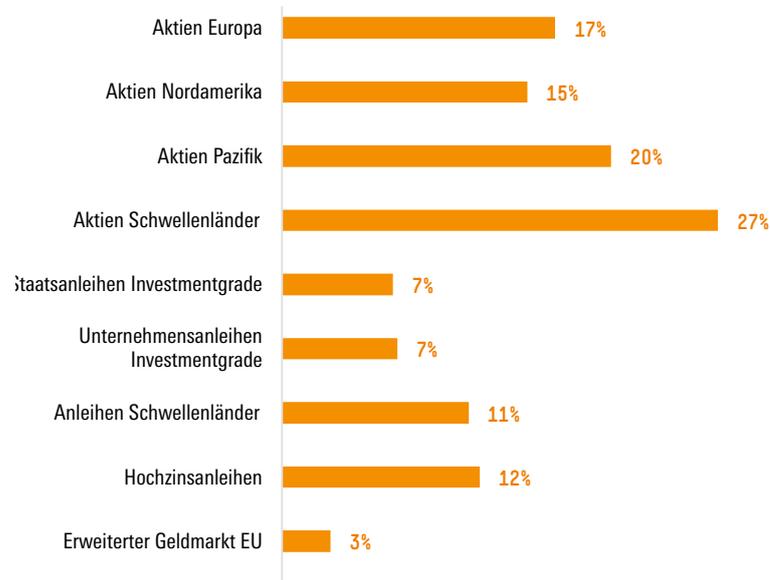
Mögliche Elemente des Risikobudgets

Wie bereits mehrfach betont, ist das Durchhalten eines langfristigen Sparprozesses, auch über negative Marktphasen hinweg, eine zentrale Voraussetzung für dessen Erfolg. Das BRSG enthält umfangreiche Vorschriften zur Kapitalanlage und zum Risikomanagement, die auf jeden Fall einzuhalten sind. Das bedeutet, dass das Durchhalten des Sparplanes innerhalb

Abbildung 18

Volatilitätskennzahlen basierend auf Jahreserträgen, je nach Datenverfügbarkeit bis 1900

Volatilitätsberechnung nach Bereinigung um Ausreißer



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ TRUST

I.M.U.

zwischenzeitlichen Verluste werden nicht vollständig kompensiert. Reine Beitragszusagen erlauben höhere Risikobudgets und können bei sorgfältigem Risikomanagement die Wahrscheinlichkeit einer prozyklischen Realisierung von Verlusten deutlich vermindern.

Die Vermeidung von Verlustrealisierung ist ein wesentliches Ziel langfristig ausgerichteter Kapi-

dieser Vorschriften soweit wie möglich sichergestellt werden muss. So gibt das BRSG vor, dass das kollektive Vermögen der Leistungsempfänger deren Leistungsbarwert mindestens abdecken muss und maximal um 25 Prozent überdecken darf. Soweit eine Zielrente in Aussicht gestellt werden soll, wird man ein ähnliches Kriterium für die Anwartschaftsphase definieren müssen.

Um die Volatilität von Anwartschaften und laufenden Leistungen möglichst gering zu halten, ist deshalb ein angemessenes Risikobudget erforderlich. Neben einer Überdeckung des Leistungsbarwertes der Leistungsempfänger im erlaubten Rahmen, kann das Risikobudget folgende Komponenten enthalten:

1 **Sicherungsbeiträge gemäß § 23 Abs. 1**

BetrAVG

§ 23 Abs. 1 BetrAVG sieht vor, dass im Tarifvertrag (zusätzlich zu den individuell für einzelne Versorgungsberechtigte zu zahlenden Beiträgen) ein Sicherungsbeitrag zur Absicherung der reinen Beitragszusage vereinbart werden soll. Dieser Sicherungsbeitrag (inklusive der darauf entfallenden Kapitalerträge) geht nicht in die Ermittlung der Leistungen ein, und steht zum Ausgleich von Kapitalmarktschwankungen zur Verfügung.

2 **Potentielle Überdeckung in der Anwartschaftsphase**

Soweit der Pensionsplan eine angestrebte Leistung in Aussicht stellt (Zielrente), eine Überdeckung der rechnungsmäßigen Deckungsrückstellung (versicherungstechnisch notwendiges Kapital) für die Zielrente durch die auf die Anwärter entfallenden Kapitalanlagen.

Die Zielrente sollte unter Verwendung eines im Hinblick auf die Anlagestrategie realistischen, aber hinreichend konservativ angesetzten Rechnungszinses ermittelt werden. Soweit die Kapitalanlage höhere Renditen erzielt, steht der Mehrertrag je nach Ausgestaltung des Pensionsplans ganz oder teilweise als Risikopuffer zur Verfügung.

3 **Kollektivierte Sparbeiträge und Vermögenserträge in der Anwartschaftsphase**

Das BRSG lässt es zu, einen Teil der entsprechend des Tarifvertrages vereinbarten individualisierten Beiträge zu kollektivieren und damit dem Anwärterbestand als Ganzes zuzurechnen. Gleiches ist auch für einen Teil der Vermögenserträge zulässig. Aus kollektivierten Beiträgen und Kapitalerträgen lässt sich ein zusätzlicher Risikopuffer aufbauen. Dieser stünde in der Anwartschaftsphase ebenfalls als Risikopuffer für die Zielrente zur Verfügung. Zum Zeitpunkt des Eintritts des Leistungsfalles könnte man jedem Betroffenen dann, etwa gewichtet nach dem Anteil des auf ihn entfallenden Vermögens in Relation zum Gesamtvermögen der Anwärter, den auf ihn entfallenden Teil dieses Puffers individuell

zuordnen und sozusagen mitgeben. Damit wäre gewährleistet, dass bei der finalen Leistungsbeurteilung der kollektivierter Teil des Sparbeitrags vollumfänglich wieder individualisiert und mitberücksichtigt wird.

4 **Von der durchführenden Einrichtung bzw. den sie tragenden Tarifparteien akzeptiertes Leistungssenkungspotenzial**

Das Fehlen von Garantien und zu deren Absicherung zu stellendem Eigenkapital führt durch Übertragung des Anlagerisikos auf das Kollektiv der Versorgungsberechtigten dazu, dass eine mehr in volatile Anlageklassen investierende Anlagepolitik umgesetzt werden kann. Diese wird langfristig höhere Erträge generieren als Garantieprodukte und damit auch zu höheren Leistungen führen. Insoweit führt ein (zeitweises) Absenken dieser höheren Leistungen im Vergleich zu Garantieprodukten immer noch zu höheren Gesamtleistungen. Dies jedenfalls soweit ein gewisses Ausmaß an Leistungskürzung nicht überschritten wird.

Über die langen Anlagehorizonte eines Versorgungswerkes wird es immer wieder zu adversen Entwicklungen der Kapitalmärkte kommen, die, jedenfalls bei Umsetzung einer im Vergleich zu Garantieprodukten ertragsorientierteren Anlagepolitik, zur Notwendigkeit von Leistungsanpassungen führen können. Eine vorherige Festlegung eines maximal zu tolerierenden Leistungssenkungspotenzials ist deshalb ein wesentliches Element des Risikobudgets eines Sozialpartnermodells.

5 **Von den Tarifparteien akzeptierte Sonderbeiträge**

Das BRSG sieht grundsätzlich keine Sonderbeiträge zur Risikosteuerung vor. Sie könnten beispielsweise aus flexibel gestalteten Sicherungsbeiträgen nach 1. erzeugt werden. Aus langjährigen praktischen Erfahrungen wird sehr gut deutlich, dass sogenannte antizyklische Investitionen, z. B. Wertpapierkäufe während oder noch besser nach Markteinbrüchen, sich besonders positiv auf die Gesamterträge eines Vermögens auswirken. Zu beobachten ist jedoch häufig genau das gegenteilige Verhalten, nämlich prozyklische Verkäufe nach Markteinbrüchen.

Unter diesem Aspekt wäre es sehr zu begrüßen, wenn es gelänge, Sonderbeiträge in die Sicherungspuffer fest zu vereinbaren. Diese könnten dann im Rahmen der Risikosteuerung auch eingeplant werden. Eine Möglichkeit wäre etwa die flexible Gestaltung von Sicherungsbeiträgen.

Konzepte zur Risikosteuerung

Stellen Altersversorgungseinrichtungen feste Leistungen in Aussicht oder garantieren sie sogar, ist es erforderlich, Risiken zu kontrollieren und zu steuern. In der Regel müssen kapitalgedeckte Versorgungs-

einrichtungen ihre Garantien jederzeit mit ausreichendem Kapital bedecken können. Deshalb müssen auch kurzfristige Anlagerisiken in der Risikosteuerung Beachtung finden, obwohl dies langfristig kontraproduktiv ist. Reine Beitragszusagen bieten die Möglichkeit, langfristig anzulegen und kurzfristige Marktschwankungen im Rahmen der Risikosteuerung deutlich weniger zu berücksichtigen, insbesondere in der Anwartschaftsphase. Die Wirkungsweise von Risikosteuerungskonzepten und die damit verbundene Auswirkung auf die Performance zeigen, dass dies ein enormer Vorteil sein kann.

Risikosteuerungskonzepte arbeiten in der Regel so, dass darauf abgezielt wird, einen definierten Maximalverlust über einen vorgegebenen Zeitraum nicht zu überschreiten, z. B. 10 Prozent des Portfoliowertes bis zum Ende des Kalenderjahres (Risikobudget 10 Prozent), d. h. ein Mindestkapitalerhalt von 90 Prozent soll über ein Jahr sichergestellt sein. Man braucht dazu ein Verfahren, um den möglichen Verlust des Portfolios über den definierten Zeitraum abzuschätzen und eine Regel, die umzusetzen ist, wenn der mögliche Verlust höher ist als die Verlusttoleranz. Im Folgenden sollen einige bekannte Verfahren kurz skizziert werden:

- 1 Man kann das Vermögen in zwei Teile aufspalten. Ein Teil wird so in sichere verzinsliche Wertpapiere angelegt, dass sichergestellt ist, dass am Ende des Betrachtungszeitraumes unter Berücksichtigung des Zinses das Mindestkapital vorhanden ist. Der Rest des Vermögens kann in Risikoaktiva investiert werden. Damit muss während des vereinbarten Zeitraumes nicht in die Allokation eingegriffen werden. Dieses Konzept wurde in der Vergangenheit oft von sogenannten fondsgebundenen Versicherungen umgesetzt. Da der sichere Zins mittlerweile sehr niedrig ist, wäre der Anteil von Risikoaktiva bei dieser Vorgehensweise zur heutigen Zeit nur noch sehr gering. Sie kommt deshalb in der Praxis kaum noch vor und eignet sich auch nicht für die reine Beitragszusage, weil man nur sehr geringe Leistungen erwarten könnte.
- 2 Man kann die unter Punkt 1. beschriebene Vorgehensweise modifizieren, in dem berücksichtigt wird, dass der maximale Tagesverlust für die riskante Anlage (z. B. Aktien) deutlich unter 100 Prozent liegt. Dieses Verfahren ist auch unter dem Namen Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) bekannt. Beispiel: Man könnte etwa historisch belegt annehmen, dass der maximale Tagesverlust einer riskanten Anlage (z. B. breit diversifiziertes globales Aktienportfolio) nicht über 20 Prozent liegt. Nimmt man weiter an, dass die sichere Anlage stets eine Performance von genau 0 Prozent (Wertstabilität) liefert und steuert das Risiko unter dieser Prämisse auf Tagesbasis, kann man zunächst maximal bis zum fünffachen des Risikobudgets in Risikoaktiva investieren.

Beträgt das Risikobudget also 10 Prozent bzw. die Wertuntergrenze 90 Prozent, kann man zunächst 50 Prozent des Portfolios in die riskante Anlage investieren. Tritt der negativste Fall (-20 Prozent) dann am ersten Tag ein, sind noch 80 Prozent von den 50 Prozent der riskanten Anlage und 100 Prozent von den 50 Prozent der sicheren Anlage, also insgesamt 90 Prozent des Gesamtvermögens, vorhanden. Man kann danach nicht mehr in die riskante Anlage investieren, weil das Risikobudget aufgebraucht wäre. Um dies zu vermeiden, wählt man in der Praxis einen festen Faktor m zwischen 1 und 5 aus und investiert stets auf Tagesbasis das m -fache des jeweils vorhandenen Risikobudgets in die riskante Anlage. Dadurch kann man das Risikobudget besser über die Zeit verteilen.

Dieses Verfahren hat allerdings einen gravierenden Nachteil: Stets erhöht man den Anteil der riskanten Anlage, nachdem ihr Wert gestiegen ist und reduziert ihn entsprechend, nachdem der Wert gefallen ist. Insofern wird innerhalb des Risikobudgets bei schwankenden Märkten systematisch Vermögen vernichtet. Hinzu kommt die Frage nach dem Wiedereinstieg in den Markt, falls das Risikobudget vollständig verbraucht ist.

CPPI ist dagegen bei schwankungsarmen Märkten sehr vorteilhaft. Die folgenden Tabellen (**Tabelle 3** und **Tabelle 4**) zeigen die Vorgehensweise beispielhaft. Angenommen werden jeweils ein initiales Vermögen von 100, eine Wertuntergrenze von 90 und $m = 3$. Der initiale Risikopuffer beträgt also jeweils 10 und es wird jeweils das dreifache des Risikopuffers in die riskante Anlage investiert. Beginnend von der Ausgangssituation $t = 0$ betrachten wir fünf aufeinanderfolgende Börsentage, deren Performance für die riskante Anlage jeweils in der obersten Zeile der Tabellen angegeben ist. Die sichere Anlage ist jeweils wertstabil. Die blau unterlegten Spalten zeigen jeweils die Zusammensetzung des Portfolios nach Performance-Einwirkung des Börsentages, während die grün unterlegten Spalten die Zusammensetzung des Portfolios nach Reallokation entsprechend des Faktors $m = 3$ und des aktuell vorhandenen Risikobudgets zeigen. Zum Zeitpunkt $t = 0$ werden entsprechend der Wahl des Parameters m und des Risikobudgets jeweils 30 Prozent des Vermögens in die riskante Anlage angelegt.

Die Risikosteuerung reduziert das Schwankungsrisiko erheblich, bei Vollinvestition in die riskante Anlage hätte der Endwert bei 139 (siehe **Tabelle 3**) bzw. 69 (siehe **Tabelle 4**) gelegen.

- 3 Das in Punkt 2 beschriebene Verfahren kann wiederum dadurch modifiziert werden, dass man das Risiko zwar auf Tagesbasis überwacht, den Faktor m aber nicht konstant lässt und dadurch die Anzahl der Umschichtungen verkleinert. Man kann die Allokation etwa bei steigenden Märkten

Tabelle 3

Vermögensentwicklung bei Risikosteuerung unter CPPI nach oben angegebenen Parametern für fünf Tage bei Performancefolge -5 Prozent, +10 Prozent, +10 Prozent, +10 Prozent, +10 Prozent

Performance		-5%		10%		10%		10%		10%	
	t=0	t=1		t=2		t=3		t=4		t=5	
Gesamtvermögen	100,0	98,5	98,5	101,1	101,1	104,4	104,4	108,7	108,7	114,3	114,3
Riskante Anlage	30,0	28,5	25,5	28,1	33,2	36,5	43,1	47,4	56,0	61,6	72,8
Sichere Anlage	70,0	70,0	73,0	73,0	67,9	67,9	61,3	61,3	52,7	52,7	41,4

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ Trust

I.M.U.

Tabelle 4

Vermögensentwicklung bei Risikosteuerung unter CPPI nach oben angegebenen Parametern für fünf Tage bei Performancefolge +5 Prozent, -10 Prozent, -10 Prozent, -10 Prozent, -10 Prozent

Performance		5%		-10%		-10%		-10%		-10%	
	t=0	t=1		t=2		t=3		t=4		t=5	
Gesamtvermögen	100,0	101,5	101,5	98,1	98,1	95,6	95,6	93,9	93,9	92,8	92,8
Riskante Anlage	30,0	31,5	34,5	31,1	24,2	21,7	16,9	15,2	11,8	10,7	8,3
Sichere Anlage	70,0	70,0	67,0	67,0	73,9	73,9	78,7	78,7	82,1	82,1	84,5

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von HQ Trust

I.M.U.

konstant lassen und bei fallenden Märkten nur dann eingreifen, wenn die Wertuntergrenze bei Realisierung des erwarteten maximalen Tagesverlustes durchbrochen würde. Dadurch wird die Anzahl von Käufen und Verkäufen zu ungünstigen Zeitpunkten (Prozyklik) deutlich reduziert. Allerdings bleibt die Prozyklik dem Grunde nach dennoch erhalten. Dieses Verfahren ist der nach Punkt 2 beschriebenen Vorgehensweise bei sich stetig entwickelnden Märkten (in beide Richtungen) unterlegen. Ebenso stellt sich auch hier die Frage nach dem Wiedereinstieg in den Markt, wenn das Risikobudget verbraucht ist.

- Man kann, etwas abstrakt formuliert, am Markt eine Versicherung kaufen. Dies könnte etwa so ausgestaltet sein, dass man die Risikoaktiva bei unterschreiten der Wertuntergrenze am Ende des Betrachtungszeitraumes zum Preis der Wertuntergrenze verkaufen kann. Damit hätte man weder Prozyklik noch die Frage des Wiedereinstiegs. Allerdings wird die Gegenseite des Absicherungsgeschäfts für die Garantie der Wertuntergrenze eine Gegenleistung in Form einer Versicherungsprämie verlangen (Optionsgeschäft). Diese Prämie ist in jedem Fall zu zahlen, auch wenn der Markt steigt. Außerdem wird die Kalkulation der Versicherungsprämie vom

Garantiegeber oft nicht transparent gemacht. Dadurch kann man nicht abschätzen, ob die Prämie das übernommene Risiko fair abbildet. Ohne dies weiter zu quantifizieren, zeigen praktische Erfahrungen, dass Portfolioabsicherungen durch Optionen auf einem etwa dem Portfoliowert entsprechenden Niveau kaum eine positive Renditeerwartung erwarten lassen. Deshalb beobachten wir auch diese Vorgehensweise in der Praxis kaum und halten sie für nicht geeignet im Zusammenhang mit der reinen Beitragszusage.

- Eine weitere mögliche Variante der Risikosteuerung sind sogenannte Lebenszyklusmodelle. Dabei wird – jenseits der Anwendung eines der Verfahren 1. bis 4., – der Anteil von Risikoaktiva ab Erreichen eines gewissen Lebensalters systematisch reduziert. Damit bewirkt man geringere Schwankungen des Portfoliowertes in höherem Alter bzw. in der Leistungsphase. Diese Idee hört sich zunächst sinnvoll an, es gilt jedoch zwei Aspekte zu beachten:

Einerseits sinkt die Ertragserwartung auch bereits über die Anwartschaftsphase wegen der insgesamt konservativeren Allokation des Vermögens. Da insbesondere in der Leistungsphase konservativer allokiert wird, sinkt im Rahmen eines Sozialpartnermodells auch der Verrentungs-

zins (= Ertragserwartung während der Leistungsphase) und damit auch die Startrente.

Andererseits kann auch bei Umsetzung eines Lebenszyklusmodells die Partizipation an einer Markterholung nach einem Einbruch reduziert werden, wenn die Umallokation von riskanter in sichere Anlage im Rahmen des Zyklus nach einer Marktkorrektur erfolgt. Die umallokierten Mittel partizipieren nicht mehr an der Gegenreaktion des Marktes. Obwohl also nicht explizit nach Risikokennzahlen gesteuert wird, können unerwünschte prozyklische Effekte auftreten.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Konzepte zur Risikosteuerung zulasten der Rendite gehen. Dabei gilt der Grundsatz: Je geringer das akzeptierte (insbesondere kurzfristige) Risiko, desto höher die Absicherungskosten bzw. desto geringer die erwartete Rendite. Ein Sozialpartnermodell in Form einer rBZ ist deshalb umso sinnvoller, je mehr das kurzfristige Risiko ausgeblendet werden kann und damit Sicherungskosten zugunsten entsprechend höherer Vermögenserträge entfallen können. Soweit prozyklische Risikosteuerung dennoch nicht vermieden werden kann, erscheint ein gut parametrisiertes Verfahren entsprechend Punkt 3. am wenigsten schädlich.

6 BESONDERE PRÄMISSEN DER KAPITALANLAGE FÜR REINE BEITRAGSZUSAGEN IM SINNE DES BETRIEBSRENTENSTÄRKUNGSGESETZES SOWIE NOTWENDIGKEIT VON RISIKOBUDGETS

Das BRSG ermöglicht erstmals in der Geschichte der bAV in Deutschland die Gewährung der rBZ im Rahmen von Sozialpartnermodellen. Der Gesetzgeber hat allerdings im Rahmen der Einführung der rBZ eine Reihe von Bestimmungen aufgenommen, die die fehlende Zusage einer garantierten Leistung zumindest teilweise kompensieren sollen. Weiterhin werden aufgrund der Risikotragung des Anlagerisikos durch die Begünstigten größere Freiheitsgrade in der Kapitalanlage möglich, die auch nach Kosten zu einer attraktiven Rendite führen sollen. Auf die Frage, ob und wie dies ggf. möglich ist, soll im Folgenden eingegangen werden.

Unter dem Aspekt der Optimierung des Kapitalanlageergebnisses auf lange Sicht, ist die Steuerung des Anlageergebnisses auf das Erreichen eines Mindestzieles (etwa einer zum Zeitpunkt der Gewährung der Versorgungszusage in Aussicht gestellten Zielrente) eine Einschränkung, die auf das durchschnittlich zu erwartende Anlageergebnis negativ wirkt. Allerdings ist es im Interesse der Versorgungsberechtigten, dass

zum Zeitpunkt des Eintritts des Versorgungsfalles – auch bei ungünstigen Kapitalmarktverläufen – eine angemessene Leistung gewährt werden kann. Hier muss also eine Lösung gefunden werden, die die scheinbar gegenläufigen Aspekte einer möglichst freien Kapitalanlage und einer angemessenen Mindestleistung austariert.

Obwohl bisher, jedenfalls nach Kenntnis der Autoren, noch kein Sozialpartnermodell realisiert wurde, spricht vieles dafür, dass im Rahmen der Umsetzung eine sogenannte Zielrente in Aussicht gestellt werden wird. Diese Zielrente wird unter Nutzung gängiger aktuellerer Werkzeuge (Formelwerk und Ausscheidordnungen) und unter Verwendung eines von der Renditeerwartung an die Kapitalanlage abhängigen Zinses festgesetzt werden. Die Festsetzung der Renditeerwartung an die Kapitalanlage, bzw. des in die Zielrente einzurechnenden Zinses ist ein wesentlicher Punkt bei der Implementierung einer rBZ. Der einzurechnende Zins entspricht dabei der erwarteten Bruttorendite der Kapitalanlagen abzüglich aller im Zusammenhang mit der Kapitalanlage anfallenden Kosten, also der erwarteten Nettorendite. Ein zu niedriger Zins mindert die Attraktivität der rBZ für die Begünstigten, ein zu hoher Zins vergrößert die Wahrscheinlichkeit von Absenkungen der Zielrente oder auch laufender Leistungen im Zeitablauf. Dies kann zu einem Reputationsrisiko für die durchführende Einrichtung bzw. das Sozialpartnermodell führen.

Wie bereits beschrieben, steigt die Schwankunganfälligkeit von Portfolien mit der angestrebten Rendite. Hinzu kommt, dass das langfristige Durchhalten der Anlagestrategie besonders wichtig ist. Nach Markteinbrüchen sollte eine Unterbrechung oder gar eine Desinvestition des Sparprozesses – soweit möglich – verhindert werden. Deshalb wird es sehr darauf ankommen, die Kombination aus zu erwartender Nettorendite und dem Schwankungsrisiko der Kapitalanlage möglichst gut abzuschätzen. Auf dieser Grundlage kann ein zum Erreichen der Zielrendite geeignetes Portfolio festgelegt werden. Die zu erwartende Schwankungsbreite ergibt sich daraus resultierend und das zum Durchhalten der Allokation notwendige Risikobudget kann auf dieser Basis festgelegt werden. Die Art und Weise, wie dies getan wird, sollte für alle Beteiligten transparent sein. Erst diese Transparenz ermöglicht in der späteren Praxis eine Verifizierung der tatsächlich eingetretenen gegen die im Rahmen der Planungen erwarteten Risiken.

Das Risikobudget ist kein Kapital, das in liquider Form oder gar separat vom eigentlichen Portfolio vorgehalten werden muss. Es definiert sich vielmehr allein über den maximal tolerablen Verlust einer oder mehrerer Perioden, etwa in absoluten Beträgen oder in Prozent des vorhandenen Kapitals. In der konkreten Umsetzung einer rBZ könnte es sich unter diesem Aspekt anbieten, zunächst das Risikobudget und anschließend das passende Portfolio unter Wahrung der oben angesprochenen Transparenz festzulegen und daraus dann die zu erwartende Rendite abzuleiten. Diese Vorarbeiten sind sehr erfolgskritisch und soll-

ten sorgfältig und frei von Interessenkonflikten durchgeführt werden. Seit Beginn dieses Jahrtausends hat es sich bewährt, solche Arbeiten auf Basis von sogenannten Asset-Liability-Studien (ALM-Studien) durchzuführen. ALM-Studien werden von vielen Versorgungswerken aufsichtsrechtlich – d. h. seitens der BaFin – eingefordert und sind ein anerkanntes Hilfsmittel des Risikomanagements. Sie benötigen Eingabedaten hinsichtlich Rendite- und Risikoerwartungen aller infrage kommenden einzelnen Anlageklassen und daraus unter Berücksichtigung von Korrelationen resultierend auch von Portfolios. Bei der Festlegung dieser Daten können Interessenkonflikte entstehen, sofern der Ersteller nicht unabhängig von weiteren Interessen agiert. Im Zentrum steht hier der Konflikt zwischen der realistischen Einschätzung von Nettoerträgen und Risiken einerseits und der Optimierung von Geschäftspotenzial durch in Aussicht stellen sicherer und hoher Leistungen andererseits:

Überschätzung der Rendite, beispielsweise durch:

- Ansatz einer hohen Nettoerträge, beispielsweise durch Überschätzung der Bruttoerträge von Portfolios oder Anlageklassen,
- Vernachlässigung oder Unterschätzung von Kapitalanlagekosten,
- Überschätzung der Bruttoerträge oder der Rendite/Risikorelation bestimmter Anlageklassen, etwa um diese bewusst in ein optimales Portfolio zu steuern,
- Einrechnen einer nachhaltigen Übererträge des Portfolios über die eigentlichen Markterwartungen aufgrund der zu erwartenden Leistung von Assetmanagern (Manageralpha).

Unterschätzung des Risikos, beispielsweise durch:

- Unterschätzung der Schwankungsbreite einzelner Anlageklassen und damit auch von Portfolios,
- Überschätzung des Diversifikationseffektes auf Portfolioebene, beispielsweise durch Verwendung gering positiver oder negativer Korrelationen

Die aufgezählten Punkte können die rBZ durch hohe Rendite- und/oder geringe Risikoerwartung vertriebllich attraktiv erscheinen lassen und/oder dazu führen, dass bestimmte im ALM-Modell hinsichtlich des Ertrages oder der Relation zwischen Ertrag und Risiko privilegierte Anlageklassen bewusst ins Portfolio gesteuert werden. Teilweise werden illiquide und für den Investor wenig transparente Anlageklassen wie z. B. Hedgefonds oder die Investition in nicht börsennotierte Unternehmen (Private Equity) mit bewusst hoch gewählten risikoadjustierten Renditen versehen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang aber auch die Feststellung, dass diese Anlageklassen nicht per se negativ zu bewerten sind, sondern ganz im Gegenteil einen positiven Beitrag leisten können.

7 FAZIT

Das zum Jahresbeginn 2018 in Kraft getretene Betriebsrentenstärkungsgesetz enthält einige Bestimmungen, die der weiteren Verbreitung der betrieblichen Altersversorgung dienen sollen. Darunter fällt auch die Einführung der reinen Beitragszusage in Deutschland. Erstmals wird dadurch die Zusage von Beiträgen in ein kapitalgedecktes Versorgungssystem ohne jedwede Übernahme von Garantien seitens des Arbeitgebers oder sonstiger Garantiegeber als betriebliche Altersversorgung anerkannt.

Die in den 70er und 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts in der bAV verbreiteten Garantien waren aufgrund des Abstandes zwischen Zins- und Garantieniveau für die Arbeitgeber praktisch kostenlos zu haben. Mit dem Verfall des Zinsniveaus ab der Mitte der 1990er Jahre sind die Garantieniveaus sukzessive gefallen. Mittlerweile ist der Höchstrechnungszins in der Lebensversicherung auf 0,9 Prozent p. a. gefallen. Auf diesem Zinsniveau ist selbst eine Beitragsgarantie bedingt durch die von den Versicherungsprämien abzuziehenden Kosten nur noch über sehr lange Zeiträume und ohne das Eingehen jeglicher Anlagerisiken sicher darstellbar.

Beachtet man, dass sich die Schwankungen von Kapitalmärkten über sehr lange Zeiträume – etwa über die Anlagehorizonte von Altersversorgungseinrichtungen – nahezu neutralisieren, bietet ein Sozialpartnermodell in Form einer reinen Beitragszusage unter gewissen Prämissen durchaus Chancen.

Wesentlich sind vor allem zwei Aspekte: Zum einen das Festlegen der Anlagestrategie auf Basis sorgfältiger Prüfung der Risikoakzeptanz sowie deren langfristiges Durchhalten und zum anderen der volle Zugriff auf die Wertschöpfungskette der Versorgungseinrichtung, um nicht zufriedenstellende Dienstleistungen austauschen und alle Kosten streng kontrollieren zu können. Dabei eröffnen insbesondere sehr große Kollektive und einfache Strukturen die Möglichkeit, angemessene Kostensätze zu erreichen.



LINK

<https://youtu.be/JjWGTou2TgU>

Interview mit Kerstin Schminke, politische Sekretärin, IG Metall Vorstand, FB Tarifpolitik und Reiner Dietz, Leiter Geschäftsbereich institutionelle Anleger, HQ Trust GmbH, zu den Fragen:

- Was bedeuten es, wenn den Beschäftigten im Rahmen der reinen Beitragszusage keine Garantien zugesichert werden?
- Unter welchen Voraussetzungen und Bedingungen könnte die reine Beitragszusage funktionieren?
- Welche Sicherungsmöglichkeiten existieren, die den Wegfall einer Garantie zumindest teilweise kompensieren könnten?

LITERATUR

Albrecht, Peter/Dus, Ivica/Maurer, Raymond/Ruckpaul, Ulla (2002): Cost Average-Effekt. Fakt oder Mythos? In: Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft Nr. 140. Mannheim.

Hofmann, Bernd (2004): Der Cost Average Effekt in der Anlageberatung – Einsatzmöglichkeiten und Grenzen sowie deren mathematische Hintergründe. In: Diskussionspapiere der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität Chemnitz. Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Vol. 65. Chemnitz.

Jordà, Òscar/Knoll, Katharina/Kuvshinov, Dmitry/Schularick, Moritz/Taylor, Alan M. (2017): The Rate of Return on Everything, 1870–2015. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2017-25. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2017-25.pdf> (Abruf am 06.12.18).

JP Morgan (2018): Guide to the Markets. Europa, Q 3/2018. [http://www.jpmorganassetmanagement.de/de/dms/Guide%20to%20the%20Markets%20Quarterly%20\[MKR\]%20\[CH_DE\].pdf](http://www.jpmorganassetmanagement.de/de/dms/Guide%20to%20the%20Markets%20Quarterly%20[MKR]%20[CH_DE].pdf) (Abruf am 06.12.18).

IShares by BlackRock: <https://www.ishares.com/de/professionelle-anleger/de/produkte/251740/> (Abruf am 20.12.2018)

AUTOREN

Reiner Dietz ist Aktuar (DAV, IVS) und Mitglied der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung (aba). Seit 2013 ist er Managing Partner bei der HQ Trust GmbH. Er baut dort das institutionelle Beratungsgeschäft auf. Vorher war er bei der Feri-Gruppe in Bad Homburg und wurde anschließend Partner und Geschäftsführer der Heubeck-Feri-Pension Asset Consulting GmbH. Wesentliche Tätigkeitsbereiche waren hier die Steuerung der Kapitalanlage, das Risikomanagement und die Kommunikation dieser Themen in die Gremien der Versorgungswerke.

Dr. Thomas Neukirch ist Leiter des Bereichs Strategische Vermögensplanung und Senior Kundenbetreuer bei HQ Trust. Er ist verantwortlich für Langfristprognosen und Risikomodelle, betreut vollumfänglich institutionelle Kunden und berät Privatkunden bei deren langfristiger Vermögensaufstellung. Vor seinem Wechsel zu HQ Trust in 2008 arbeitete Dr. Neukirch vier Jahre lang bei der Harald Quandt Holding. In verschiedenen Positionen war er verantwortlich für Allokationsmodelle, Hedgefonds-Selektion und Portfoliomanagement. Dr. Neukirch hält ein Diplom in Mathematik und hat in Wirtschaftswissenschaften promoviert.



WEITERE MITBESTIMMUNGSREPORTS

www.boeckler.de/51908.htm



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Der Böckler-Infoservice bietet Mitbestimmungsakteuren spezifisches Handlungs- und Orientierungswissen, u. a. Branchenmonitore, Themenradar, Wissen kompakt, Szenarien Mitbestimmung 2035. Jetzt kostenlos anmelden auf:

www.mitbestimmung.de



PRAXISWISSEN BETRIEBSVEREINBARUNGEN

Analysen und Gestaltungshilfen, Beispiele aus der Praxis.

www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen

IMPRESSUM

Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)
der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Telefon +49 (211) 77 78-172

www.mitbestimmung.de

Pressekontakt: Rainer Jung, +49 (211) 77 78-150
rainer-jung@boeckler.de

Satz: Yuko Stier

Redaktion

Dr. Sebastian Campagna, Referat Wirtschaft,
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 77 78-170
sebastian-campagna@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 47

ISSN 2364-0413

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise –
nur mit Quellenangabe zulässig.

WWW.BOECKLER.DE