



Ein kritischer Erfolgsfaktor in der kapitalbasierten bAV

## DIE ERFOLGREICHE PROVIDER-SEARCH

**Dr. Dorothee Franzen**

Bedeutung und Komplexität der Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung (bAV) haben in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Dies ist im Wesentlichen auf drei Gründe zurückzuführen:

Erstens sind die Altersversorgungsleistungen der Mitarbeiter zunehmend direkt an den Erfolg der Kapitalanlage während der Akkumulationsphase geknüpft. Zweitens lassen sich mit der traditionellen Buy-and-Hold-Strategie mit Rentenwerten keine auskömmlichen Renditen mehr erzielen. Drittens sehen sich regulierte Investoren mit einem zunehmend komplexeren Aufsichtsrecht konfrontiert, das immer mehr interne Ressourcen bindet. Spezialisierte Service-Provider bieten hier outgesourcte Investmentlösungen mit einem integrierten Rendite- und Risikomanagement an, wobei die Sponsoren gleichzeitig von

Administrations- und Reporting-Aufgaben entlastet werden. Mittlerweile liegen aus den Niederlanden und Großbritannien Erfahrungswerte vor, die vor allem eine Schlussfolgerung nahelegen: Den Stein der Weisen gibt es nicht, die Interessenskonflikte sind vielfältig und unabhängige Beratung wertvoll.

Der weltweit zu beobachtende Trend zum Pension De-Risking hat auch vor Deutschland nicht Halt gemacht. Versorgungszusagen werden umstrukturiert mit dem Ziel, bAV-bedingte Risiken für die Unternehmen zu reduzieren. German DC ist in unseren Augen nicht nur die reine Beitragszusage im Sozialpartnermodell, die bislang nur im Gesetzestext existiert. Von hoher Relevanz in der Praxis ist die beitragsorientierte Leistungszusage mit festen Arbeitgeberbeiträgen, Matching Contribution der Arbeitnehmer, einer Garantieverzinsung von 0% und einer Incentivierung hin zur Kapital- oder Ratenzahlung statt lebenslanger Rentenleistung. Mit der Umstrukturierung zu fondsgebundenen Versorgungszusagen rückt die Kapitalanlage stärker in den Vordergrund. Da sowohl die Budgets der Arbeitgeber als auch die Sparfähigkeit der Arbeitnehmer begrenzt sind, entscheidet die Rendite der investierten Beiträge maßgeblich über die Höhe der Versorgungsleistung der Mitarbeiter.

In der langanhaltenden Niedrigzinsphase wird das Erzielen einer als adäquat empfundenen risikobereinigten Rendite zu einer zunehmend komplexen Übung in Portfoliooptimierung. Institutionelle Investoren versuchen, der langhaltenden Niedrigzinsphase mit zunehmender Portfolio-Diversifikation zu begegnen, wobei die üblicherweise kleinen Investmentteams an ihre Kapazitätsgrenzen stoßen. Die liquiden Assetklassen Bonds, Aktien und Cash sowie deutsche Immobilien werden von den internen Teams kompetent gemanagt. Die illiquiden und in der Regel sehr komplexen Assetklassen wie International Property oder Private Equity erfordern ein Spezialisten-Knowhow, das in der Regel nicht kosteneffizient vorgehalten werden kann.

Hinzu kommen die hohe Dynamik und Innovationskraft der internationalen Finanzmärkte, weiter beschleunigt durch die digitale Transformation. Agile, internationale Investmentfirmen verfügen über hochqualifizierte Spezialisten und die erforderliche IT-Technik, um neue Renditequellen zu erschließen und Risiken exakter zu kalibrieren. Pensionseinrichtungen gehören nach unserem Wissen in keinem Land zu den Vorreitern an der Investmentfront. Umso wichtiger ist es, sich über Partner den Zugang zu Innovation und Investmentexpertise zu eröffnen.

Als Antwort auf solche Herausforderungen sind zunächst in den Niederlanden und dann in den angelsächsischen Ländern delegierte Investmentlösungen entwickelt worden. Unter der Bezeichnung Fiduciary Management oder Delegated CIO (Chief Investment Officer) werden große Teile des Investmentprozesses an spezialisierte Dienstleister ausgelagert.

Ziel ist es zum einen, durch das Poolen der Kapitalanlage vieler Pensionseinrichtungen Skalenerträge zu generieren. Dies betrifft sowohl die Kapitalanlage als auch die Administrationsseite. Durch Einkaufsmacht lassen sich günstigere Konditionen erzielen. Gleichzeitig bekommen kleinere Pensionseinrichtungen Zugang zu Assetklassen, den sie alleine aufgrund hoher Mindestanlagesummen nicht bekommen hätten und auch aufgrund fehlender interner Expertise nicht angestrebt hätten. Dadurch verbessern sich die Rendite und die Diversifikation des Portfolios. Die Fiduciary Manager gewährleisten für ihre Kunden ein integriertes Rendite- und Risikomanagement ihrer Portfolios und entlasten ihre Kunden auch beim Reporting für die Aufsichtsgremien. Die Erfolgsstory des Fiduciary Management lässt sich zusammenfassen als Win-Win-Situation: Niedrigere Kosten, besser diversifiziertes Portfolio, bessere Risikosteuerung und Entlastung beim Reporting. Aber: Wo viel Licht ist, ist starker Schatten (Götz von Berlichingen I, Jaxthausen, Götzens Burg).

In den Niederlanden setzte im Nachgang der großen Finanzkrise auch eine große Ernüchterung ein. Bei weitem nicht alle Konzepte haben gehalten, was sie versprochen haben. Viele Pensionsfonds hatten praktisch den gesamten Investmentprozess an einen einzigen Partner outsourct. Ohne hinreichende eigene Kernkompetenz in Investmentfragen fehlte die erforderliche Steuerung und Kontrolle durch den Pensionsfonds. In der Krise stellte sich die Frage nach der Verantwortlichkeit. Heute ist Governance bei Pensionsfonds durch die Aufsichtsbehörde engmaschig reguliert. Der Gesetzgeber hat 2018 klargestellt, dass die letztendliche Verantwortung für Investment- und Risikomanagement beim Pensionsfonds liegt. Heute ist es durchaus üblich, dass die niederländischen Pensionsfonds unterschiedliche Teile des Portfolios an verschiedene Fiduciary Manager outsourcen. Die Steuerungs- und Kontrollfunktion durch die Pensionsfonds ist personell und fachlich deutlich verstärkt worden. Die parallel zu beobachtende starke Konsolidierung des Marktes hat ebenfalls zu einer weiteren Professionalisierung geführt: Seit 2005 ist die Anzahl der Pensionsfonds um über 60% auf heute 228 gesunken. Die Assets under Management stiegen im Durchschnitt von unter 1 Mrd. Euro auf ca. 6 Mrd. Euro Ende 2018 <sup>1</sup>.

In Großbritannien wurde eine intensive, fast dreijährige Untersuchung über den Markt der Investment Consultants und Fiduciary Manager durchgeführt. Anlass waren Zweifel, ob der Wettbewerb durch die starke Position der Big Three (Aon, Mercer und WTW) noch hinreichend gewährleistet sei. Hinzu kamen Bedenken hinsichtlich möglicher Interessenskonflikte, da diese drei führenden Investment Consultants gleichzeitig auch die führenden Fiduciary Manager in Großbritannien waren und sind. Fiduciary Mandate wurden oft auf Empfehlung des Investment Consultants ohne Ausschreibung an das eigene Haus vergeben. Letztendlich fiel das Ergebnis recht moderat aus:

---

<sup>1</sup> Die Verteilung ist dabei extrem schief: Auf die beiden größten Pensionsfonds entfallen fast 50% des Markt Volumens (Quelle: DNB).

- **Obligatorische Ausschreibungen:** Bei einer Neuvergabe eines delegierten Investmentmandats müssen die Pensionsfonds künftig eine Ausschreibung durchführen. Bestehende Mandate müssen alle fünf Jahre neu ausgeschrieben werden.
- **Berichtswesen nach einheitlichem Schema:** Die Fiduciary Manager müssen ihre Performance nach einem einheitlichen Muster berichten. Gleiches gilt auch für die Kosten. Die Kosten der Investmentberatung durch den Fiduciary Manager müssen von den Kosten der selektierten Asset Manager getrennt ausgewiesen werden.

In Deutschland ist der Markt für delegierte Investmentmandate im engen Sinne des Fiduciary Managements relativ übersichtlich. Wenige große Investment Consultants (wie in Großbritannien) sowie einige große Investmentfirmen (wie in den Niederlanden) bieten diese Kombination von Investment-Management und Investment-Consulting, Master-KVG-Dienstleistungen und gegebenenfalls weiteren Beratungsleistungen, wie z.B. ALM oder bAV-Admin aus einer Hand an. Allerdings gibt es weitere Service-Provider, die rund um die Master-KVG weitere Dienstleistungen gebündelt anbieten. Oft sind die Unterschiede eine Frage der Begrifflichkeit.

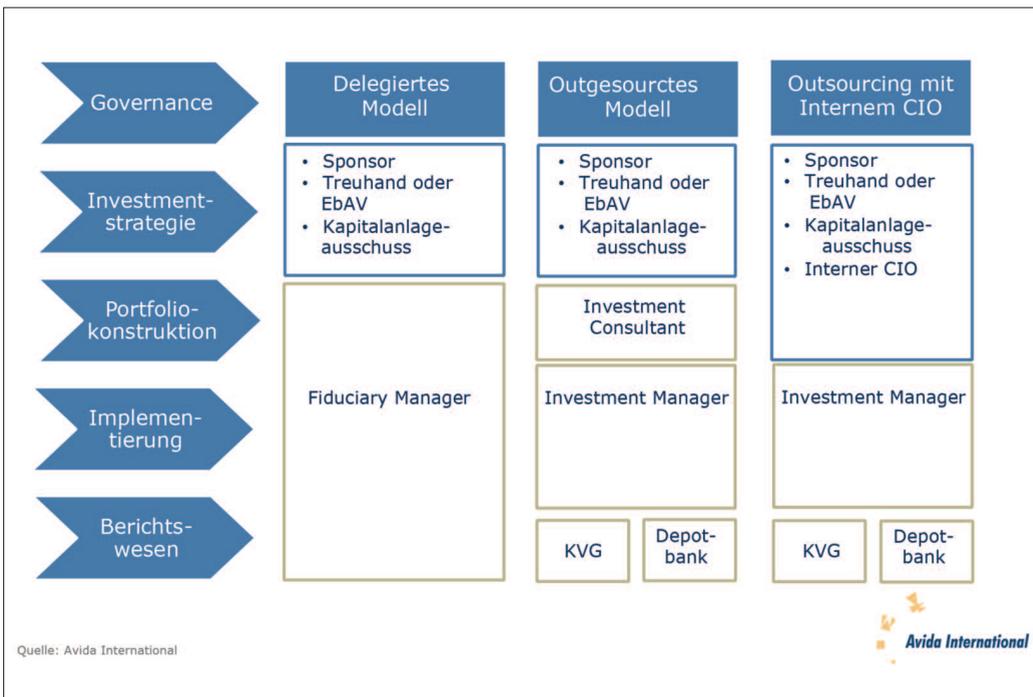


Abb.1: Unterschiedliche Investment-Governance-Modelle

Wir halten delegierte Investmentlösungen in vielen Fällen für ein sinnvolles Governance-Modell. Insbesondere für mittelgroße Anlagevermögen ohne Wachstumsperspektiven, die z. B. der Ausfinanzierung von geschlossenen Leistungsplänen dienen, ist das Outsourcing des kompletten Portfolios eine professionelle Lösung, die gleichzeitig den Sponsor von Tätigkeiten entlastet, die nicht seine Kernkompetenz darstellen. Dennoch müssen sich die Sponsoren darüber im Klaren sein, dass sie letztendlich die Verantwortung tragen.

Bei kleinen Portfolios sollte man die Gebühr für eine delegierte Investmentlösung kritisch hinterfragen. Nach unserer Meinung schafft es keinen Mehrwert, wenn eine hochkomplexe Investmentlösung für ein einfach strukturiertes Problem gewählt wird.

Bei großen Anlagevermögen (nach unseren Analysen frühestens ab ca. 1 Mrd. Euro AuM) ist hingegen eine Kombination aus internem und externem Investment-Management in der Regel die preisgünstigere Alternative. Ein interner Chief Investment Officer (CIO) entwickelt auf der Basis einer ALM-Studie die strategische Asset Allokation und ist für die Selektion externer Asset Manager verantwortlich. Allerdings sind delegierte Investmentlösungen auch für große Anlagevermögen eine gute Option, um Zugang zu illiquiden Assetklassen zu erhalten, die mit dem bestehenden internen Team nicht gemanagt werden können. Der Aufbau zusätzlicher interner Kapazitäten ist nur bei entsprechenden Losgrößen kosteneffizient. Zugang zu Innovationen zu bekommen, ist für viele Pensionsfonds ein wesentlicher Grund, delegierte Mandate zu vergeben.

Wir vertreten den Standpunkt, dass Pensionseinrichtungen bei einem Outsourcing des Investmentprozesses sicherstellen müssen, dass sie die Prozesskette effizient steuern und kontrollieren können. Ob der Sachverständige Dritte im Kapitalanlageausschuss, regelmäßige Beratung durch Nicht-Provider-gebundene Consultants oder der Aufbau der internen Investmentexpertise in Form des internen CIO – Pensionseinrichtungen sollten über ein angemessenes Maß an interner Investmentexpertise verfügen. Darüber hinaus sollte man seinen delegierten Investmentprovider einer regelmäßigen unabhängigen Bewertung unterziehen.



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