

Management von Pensionsfonds

Besonderheiten

und

*Herausforderungen an das Portfoliomanagement durch
eine kapitalstockgebundene Altersvorsorge*

Oldenburg, 21.11.2001



Lehrstuhl für Finanzwirtschaft - Universität Bremen

1

Gliederung

1. Vorbemerkungen
2. Der Begriff des „Pensionsfonds“
 - 2.1. Überblick
 - 2.2. Kapitalanlagegesellschaften
 - 2.3. Begriffliche Abgrenzungen
 - 2.4. Finanzbeziehungen zwischen den Beteiligten
 - 2.5. Theoretische Bedeutung



Lehrstuhl für Finanzwirtschaft - Universität Bremen

2

Gliederung

3. Herausforderungen an das Management

- 3.1. Rentabilität
- 3.2. Sicherheit
- 3.3. Liquidierbarkeit
- 3.4. Verwaltbarkeit
- 3.5. Fazit



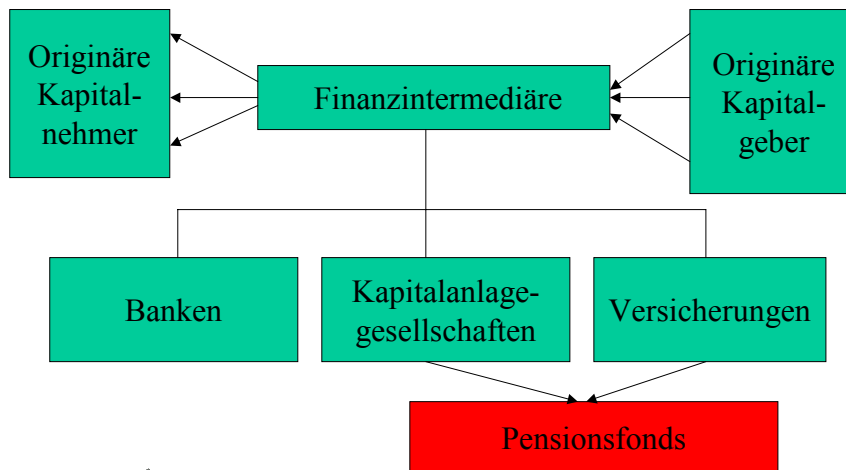
1. Vorbemerkungen

Ausgangssituation und Fragenkreise im Zusammenhang mit dem Management von Pensionsfonds

- ➔ Sozialpolitische Fragestellungen
- ➔ Rechtliche Fragestellungen
- ➔ Volkswirtschaftliche Fragestellungen
 - Besteht überhaupt eine ausreichende Liquidität am Kapitalmarkt?
- ➔ Betriebswirtschaftliche Fragestellungen
 - Mit welchen Problemen wird sich das Management eines Pensionsfonds in der Zukunft beschäftigen müssen?



2. „Pensionsfonds“ -- Überblick



2. „Pensionsfonds“ -- Überblick

Pensionsfonds

- Begriff im Deutschen nicht rechtlich definiert;
- gemeint ist die Übertragung des angelsächsischen Begriffs „*pension funds*“.

Pension funds may be defined as forms of institutional investors, which collect, pool and invest funds contributed by sponsors and beneficiaries to provide for the future pension entitlements of beneficiaries.

Davis, E. Philip
Pensions Funds, Financial Intermediation and the New
Financial Landscape, 2000, S. 2



2. „Pensionsfonds“ -- Überblick

Typen von Pensionsfonds im Angelsächsischen:

A. Defined contribution funds

- geleistet (garantiert vom Einzahler) werden vertraglich vereinbarte *Einzahlungen* in den Fonds
- die Höhe der späteren Auszahlungen ist dagegen *nicht* garantiert und marktabhängig

B. Defined benefit funds

- die Höhe der später zu leistenden Auszahlungen wird vorab vertraglich vereinbart und ist garantiert
- Einzahlungen können marktabhängig variieren oder vorab auch fixiert werden



2. „Pensionsfonds“ -- Überblick

Grundlegende Charakter und Eigenschaften eines Pensionsfonds:

A. Defined contribution funds

- ➔ Kapitalanlagegesellschaft („Investmentfonds“)
- ➔ In der Vergangenheit höhere Rendite als defined benefit funds und damit höhere Leistungen an Pensionäre
- ➔ Risiko trägt jedoch der Pensionsberechtigte

B. Defined benefit funds

- ➔ Kapitalanlagegesellschaft mit Versicherungselementen
- ➔ Marktrisiko der Leistungen wird ausgeschlossen



2. „Pensionsfonds“ -- Kapitalanlagegesellschaften

Fazit: Pensionsfonds sind wirtschaftlich gesehen den Kapitalanlagegesellschaften zuzurechnen.

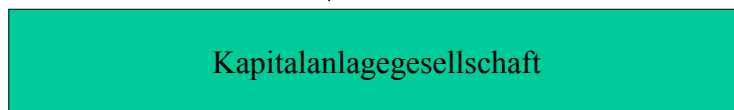
Kapitalanlagegesellschaften (Investmentgesellschaften, Investmentfonds)

„Unternehmen, deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist, bei ihnen eingelegtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger nach dem Grundsatz der Risikomischung in ... gesondert vom eigenen Vermögen anzulegen und über die hieraus sich ergebenden Rechte der Anleger ... Urkunden auszustellen“ (§ 11 KAGG)



2. „Pensionsfonds“ -- Kapitalanlagegesellschaften

Einlage der Anleger



usw.



Urkunden (Anteilscheine) über den Anteil des Anlegers am jeweiligen Sondervermögen



2. „Pensionsfonds“ -- Kapitalanlagegesellschaften

Systematisierung von Kapitalanlagegesellschaften

- ➔ nach der Verfügbarkeit der Anteile
 - „open-end systems“: laufende Ausgabe und Rücknahme der Anteile
 - „closed-end systems“: einmalige Zeichnung bei Auflegung des Fonds, Rücknahme gemäß vertraglicher Regelung, meist bei Liquidation des Fonds
- ➔ nach dem Erwerberkreis
 - **Publikumsfonds**, bei denen jedermann Anteile erwerben kann
 - **Spezialfonds**, bei denen der Erwerb einem bestimmten Personenkreis vorbehalten ist



2. „Pensionsfonds“ -- Kapitalanlagegesellschaften

- ➔ nach den Anlageformen
 - Aktienfonds
 - Rentenfonds
 - Immobilienfonds, usw.
- Pensionsfonds**
 - ➔ Kapitalanlagegesellschaften
 - ➔ dem Charakter nach handelt es sich um einen Spezialfonds nach
 - Zweck (Altersvorsorge)
 - Erwerberkreis (z.B. nur Angehörige eines bestimmten Unternehmens)
 - ➔ und sie ähneln eher dem „closed-end system“



2. „Pensionsfonds“ -- Begriff

Pensionsfonds (zugleich die „angelsächsische Bedeutung“):

- Ein rechtlich und wirtschaftlich *ausgelagertes Vermögen* aus dem der dotierenden Einzahler (U/AG, aber auch AN oder staatliche Institutionen oder gar selbst Fonds/Versicherungen)
- zum *Zwecke der Altersvorsorge* gegenüber den vertraglich festgelegten Leistungsempfängern
- in eine *Investmentgesellschaft* (in Deutschland: Kapitalanlagegesellschaft; wesentlich: keine Versicherung!)
- wobei die Leistungsberechtigten einen *Rechtsanspruch* auf eine Kapitaleistung besitzen.



2. „Pensionsfonds“ -- Begriff

Neu mit dem 3. Kapitalmarktförderungsgesetz:

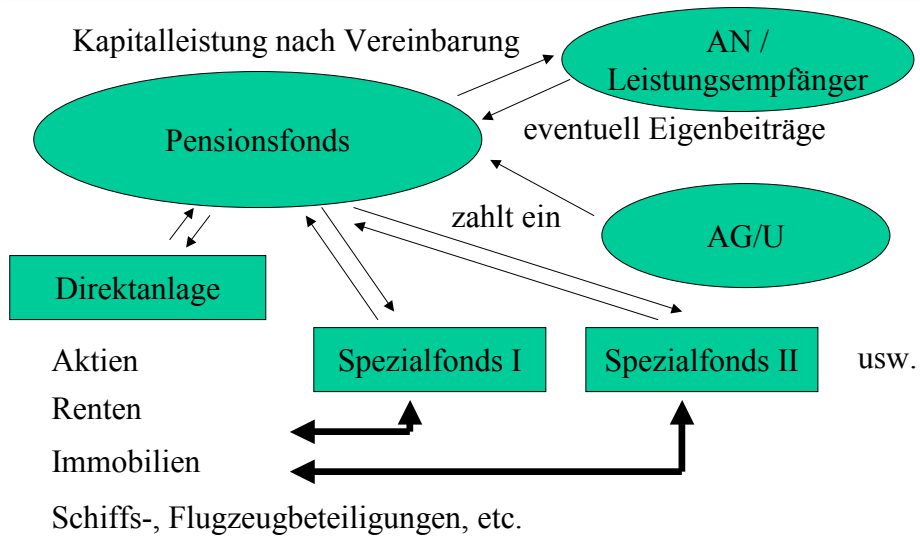
Altersvorsorge-Sondervermögen

Charakterisierung:

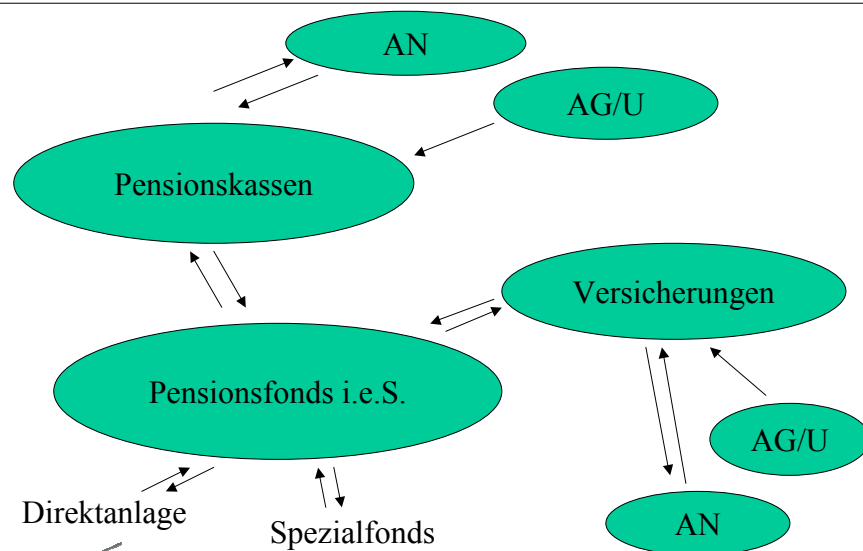
- ➔ Wie „gewöhnliches“ Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft;
- ➔ Zweck ist die Ansparung von Mitteln zur Altersvorsorge;
- ➔ dem Charakter nach nunmehr eher
 - Publikumsfonds
 - „open-end system“



2. „Pensionsfonds“ -- Finanzbeziehungen



2. „Pensionsfonds“ -- Finanzbeziehungen



2. „Pensionsfonds“ -- Theoretische Bedeutung

Gesamtwirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Bedeutung

1. (Indirekte) Verbesserung und Steigerung der Marktliquidität
2. Sammlung von Kleinbeträgen privater Haushalte zum Zwecke von Großinvestitionen bei gleichzeitig breiter Streuung des Anlagekapitals
3. Transformation von Ressourcen in Zeit (Erwerbsgenerationen) und Raum (Regionen, Länder, Branchen)
4. Risikomanagement und Risikokontrolle
5. Gewährleistung „effizienterer“ Preise von Investments
6. Beseitigung oder Abmilderung von Anreizproblemen



2. „Pensionsfonds“ -- Theoretische Bedeutung

1. (Indirekte) Verbesserung und Steigerung der Marktliquidität

- Pensionsfonds verzeichnen ihrerseits hohe Liquiditätszuflüsse (Kapitalsammelstellen)
- fragen Assets in hohen Volumen zu Anlagezwecken nach
- können große Bestände an Assets ohne Einflüsse auf Marktpreise hereinnehmen
- Abwicklung großer Geschäfte zu niedrigen Transaktionskosten mit ihnen möglich



2. „Pensionsfonds“ -- Theoretische Bedeutung

2. Sammlung von Kleinbeträgen privater Haushalte zum Zwecke von Großinvestitionen bei gleichzeitig breiter Streuung des Anlagekapitals

- ermöglichen durch Sammlung einer Vielzahl kleiner Anlagebeträge
- trotzdem großvolumige Investments
- bei breiter Streuung nach Anlageformen (Aktien, Renten, Immobilien), Anlagearten (Finanz-, Sachinvestitionen) und Regionen, Ländern und Branchen
- ➔ eröffnen Diversifikationsmöglichkeiten, die dem einzelnen nicht möglich sind!



2. „Pensionsfonds“ -- Theoretische Bedeutung

3. Transformation von Ressourcen in Zeit (Erwerbsgenerationen) und Raum (Regionen, Länder, Branchen)

- organisieren auf privatwirtschaftlicher Ebene den Transfer von Mitteln von Erwerbstätigen zu Pensionären
 - Aufbau eines Kapitalstocks
 - mit Eintritt der Pensionsfälle sind Rentenzahlungen aus den laufenden Einzahlungen möglich
 - gebildeter Kapitalstock dient als Puffer
- ➔ „Generationenvertrag“ mit Kapitalreserve
- können international anlegen, gerade in Ländern, die dem Überalterungseffekt nicht unterliegen!



4. Risikomanagement und Risikokontrolle

A. Seite der Verpflichtungen

- defined benefit funds geben Rentengarantie und sichern somit kapitalmarkt- und biometrische Risiken ab

B. Seite der Kapitalanlagen

- durch breite Diversifikation der Anlagen können sie das Anlagerisiko senken
- bedingt durch Größe und Personal können Instrumente zum Risikomanagement eingesetzt werden
 - Einsatz von Derivativen
 - Einsatz von Portfolio-Insurance Techniken



5. Gewährleistung „effizienterer“ Preise von Investments

- Einsatz geschulten Personals für Finanzanalyse und Portfoliomanagement vermeidet Investments zu ungerechtfertigten Preisen
- Internationale Diversifikation und „Länderarbitrage“ baut ungerechtfertigte Preisdifferenzen von Investments in verschiedenen Ländern ab
- Anlagerenditen zwischen den Ländern werden angeglichen



2. „Pensionsfonds“ -- Theoretische Bedeutung

6. Beseitigung oder Abmilderung von Anreizproblemen

Typisches Problem in Industrieländern:

- Trennung von Besitz und Leitung eines Unternehmens (z.B. Führung einer AG durch Vorstand für die Aktionäre)
- Principal-Agent-Probleme (Anreizproblematik)
 - fehlende ernsthafte Kontrolle des Managements
 - schafft Anreize zum eigenen Wohl und Schaden des Unternehmens zu handeln

➔ Pensionsfonds als Großanleger werden im eigenen Interesse eine ernsthafte und massive Kontrolle des Managements ausüben!



3. Herausforderungen an das Management -- Rentabilität

3. Herausforderungen an das Management

3.1. Rentabilität

- a) immense (zukünftige) Anlagevolumina
- b) geringe Kapitalisierung der dt. Volkswirtschaft, selbst der EWWU, selbst der USA
- Folge: a) + b) führen zu Knappheitspreisen der Anlagen, die schon längst nicht mehr ertragswirtschaftlich gerechtfertigt sind!

Problem: Wie lassen sich die Anlagebeträge ertragswirtschaftlich sinnvoll und gerechtfertigt anlegen???



3. Herausforderungen an das Management -- Rentabilität

Ausweitung des Anlageuniversums!

- ➔ nach Anlageformen
 - Unternehmensbeteiligungen, KG's, GmbH's
 - Venture Capital
 - Vermietung/Leasing von Anlagevermögen, z.B.
 - Immobilien
 - Schiffs- und Flugzeugbeteiligungen
 - Netze (Schienen, Straßen, Telekommunikation)
 - Kraftwerke (z.B. Windanlagenparks, etc.)
- ➔ nach Märkten
 - z.B. insbes. Emerging Markets



3. Herausforderungen an das Management -- Sicherheit

3.2. Sicherheit

Grundsatz: Kapitalanlage zum Zwecke der Altersvorsorge erzwingt hohe Sicherheit der Anlage!

- ➔ Anlage in Rentenpapieren erster Bonität
- jedoch:
- verbietet sich zunehmend wegen zu geringer Renditen
 - Gefahr, aus dem Markt gedrängt zu werden
 - schon heute extensive Suche nach Extra>Returns, z.B. durch Abschöpfung von Risikoprämien für geringere Bonitäten



3. Herausforderungen an das Management -- Sicherheit

Einzig sinnvolle Alternative:

Durch wesentlich **breitere Diversifikation** Erhöhung der Rentabilität insgesamt bei gleicher oder nur gering verminderter Sicherheit!

Maßnahmen:

➔ Diversifikation nach Märkten

- Internationale Diversifikation statt nationale
- Investments in Schwellenländern und Dritte Welt

➔ Diversifikation nach Anlageformen

- wie vorher bei Rentabilität



3. Herausforderungen an das Management -- Liquidierbarkeit

3.3. Liquidierbarkeit

Problem: Für die (späteren) Auszahlungen an die Leistungsempfänger müssen hohe Beträge laufend „**marktschonend**“ in liquider Form zur Verfügung stehen!

- Anlage in marktengen, gering liquiden Anlageformen problematisch
- Anlage in hoch liquiden Anlageformen schränkt aber das Anlageuniversum zu sehr ein
- Idealzustand/Lösung: Zahlungen an die Leistungsempfänger werden aus den laufenden Erträgen der Anlagen bestritten
Vermeidet den Zwang zur Auflösung in ungünstigen Marktphasen !!!



3. Herausforderungen an das Management -- Liquidierbarkeit

Denkbare Anlageformen:

- Renten (Problem kann die zu geringe Rendite sein)
- Aktien mit hoher Dividendenrendite (schwierig, Dividendenrendite erreicht selten auch nur annähernd das Niveau von laufenden Zinszahlungen aus Renten)
- Unternehmensbeteiligungen (Konflikte zwischen Gewinnthesaurierung zum Zweck der Innenfinanzierung und Ausschüttungswunsch des Pensionsfonds)
- Vermietung/Leasing von Anlagegegenständen (z.B. Immobilien, Schiffe, Flugzeuge, Netze, Kraftwerke etc. erscheinen ideal)



3. Herausforderungen an das Management -- Liquidierbarkeit

Besondere Vorteile von Pensionsfonds:

- Vertraglich fest fixierte Ein- und Auszahlungspläne gewähren eine hohe Kalkulierbarkeit der Zahlungsströme.
- Im Moment würde noch ein ausreichend langer Zeitraum für den benötigten Vorlauf zum Aufbau des Kapitalstocks zur Verfügung stehen.
- Dies erlaubt gerade die Investition in „unorthodoxe“ Anlageformen!



3. Herausforderungen an das Management -- Verwaltbarkeit

3.4. Verwaltbarkeit

Problem: Der Zwang zu innovativeren Anlageformen erschwert die Verwaltbarkeit und stellt höhere Anforderungen an das Pensionsfondsmanagement, z.B.:

- Immobilien → Immobilienmanagement
 - Schiffsbeteiligungen → Schiffsmanagement
 - Flugzeugleasing → Flugzeugmanagement
- Betreiber-
manage-
ment !**

Zentral:

- Marktgespür, Marktlage
- Fähigkeit zur Konzeption neuer Anlagemöglichkeiten



3. Herausforderungen an das Management -- Verwaltbarkeit

Ideal erscheinen für Pensionsfonds Anlagen mit den folgenden Eigenschaften:

- Hohe Investitionskosten
- Relativ sichere, kalkulierbare Erträge
- Nach Durchführung der Investition laufender Cash-Flow
- Geringe Verwaltungskosten

Geeignet z.B. Finance Leasing, eventuell auch Operate Leasing von

- Schiffen, Flugzeugen
- Netzen (Schienen, Straßen, Telekommunikation)
- Kraftwerke



3. Herausforderungen an das Management -- Fazit

3.5. Fazit

- ➔ Das traditionelle Rentenmanagement als wesentliches oder gar einziges Element des Pensionsfondsmanagement ist „out“.
- ➔ Die Beimischung von Aktien und ein integriertes Aktien- und Rentenmanagement ist ein richtiger Schritt, aber schon jetzt völlig unzureichend.
- ➔ Das Pensionsfondsmanagement muss in einem bisher unbekanntem Ausmaß breiter diversifizieren, und zwar nach
 - Märkten und
 - Anlageformen

