Hochschule
für Bankwirtschaft / HfB

Nr. 28

Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte

Horst Löchel / Günter Georg Eberle

Januar 2001

ISSN 1436-9753

Kontakt: *Prof. Dr. Horst Löchel*
Allgemeine Volkswirtschaftslehre
Hochschule für Bankwirtschaft
Frankfurt am Main
e-mail: loechel@hfb.de

Herausgeber: Hochschule für Bankwirtschaft
Private Fachhochschule der BANKAKADEMIE
Sternstraße 8 ▪ 60318 Frankfurt/M.
Tel.: 069/95946-16 ▪ Fax: 069/95946-28

Inhalt: *Seite*

Abkürzungsverzeichnis 3

Abbildungsverzeichnis 4

1. Vorwort 5

2. Verändertes Sparverhalten 6

3. Die Institutionalisierung der Kapitalbildung durch Pensionsfonds 11

4. Renditen und Internationalisierung 13

5. Kapitalmarktfinanzierte Unternehmen 18

6. Liquidität und Volatilität 24

7. Struktur und Regeln 26

8. Zusammenfassung 31

Literaturverzeichnis 33

Abkürzungsverzeichnis

FAC	Fast-Ageing-Countries
GRV	Gesetzliche Rentenversicherung
KDV	Kapitaldeckungsverfahren
LZH	Lebenszyklushypothese
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PAYG	Pay-As-You-Go
SAC	Slow-Ageing-Countries
ULV	Umlageverfahren

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vermögenssituation in einzelnen Lebensphasen

Abbildung 2: Finanzportfolio der Deutschen 1997

Abbildung 3: Vermögensallokation in %

Abbildung 4: Emerging Markets und US Stocks

Abbildung 5: Anteil der Pensionsfonds an der Unternehmensfinanzierung

1. Vorwort*

Spätestens mit dem Beitritt der neuen Bundesländer im Jahr 1990 ist die gesetzliche Rentenversicherung (GRV) in Deutschland an ihre Grenzen gestoßen. Steigenden Ausgaben standen immer geringere Ausgaben gegenüber. Aktuell beträgt der Beitragssatz zur Rentenversicherung 19,3 % des Bruttoarbeitseinkommens, ab dem Jahr 2001 soll er geringfügig auf 19,1 % gesenkt werden.

Zu dieser ungünstigen Entwicklung der Beitragssätze hat nicht nur der Beitritt der neuen Länder und steigende Arbeitslosigkeit beigetragen. Viel entscheidender sind die demographischen Entwicklungen, die langfristig gelten und sich in Zukunft eher noch verstärken dürften.

Es sind hauptsächlich zwei Tendenzen die dazu führen, dass künftig immer weniger berufstätige Menschen für immer mehr Rentner aufkommen müssen. So führt eine gleichbleibende Geburtenrate von derzeit 1,25 ohne Zuwanderung bis 2050 zur Abnahme der Bevölkerung in Deutschland auf circa 50 Millionen. Gleichzeitig steigt die durchschnittliche Lebenserwartung weiter an. Diese beiden Entwicklungen verursachen eine faktische Umkehrung der Bevölkerungspyramide. Für das Umlageverfahren (ULV) der GRV bedeutet dies in Zukunft eine Verschiebung des Verhältnisses der Bevölkerungsgruppe über 65 Jahre zur arbeitenden Bevölkerung, der sog. „Old-Age-Dependency-Ratio“, von derzeit 4:10 auf 9:10 in 2050 .

Ein Ausweg wird derzeit im Aufbau eines Kapitalstocks gesucht. Renten aus dem ULV sollen durch Pensionen aus angespartem Vermögen teilweise ersetzt werden, also eine Ergänzung duch das Kapitaldeckungsverfahren (KDV). Neben dem generationellen Lastenausgleich im ULV tritt ein intertemporaler Ausgleich, also Konsumverzicht für den Erhalt des Lebensstandards im Alter.

Grundsätzlich kann der Kapitalaufbau auf drei unterschiedlichen Wegen erfolgen:

a) staatliche Pensionspläne, die das Umlageverfahren in der GRV ergänzen

b) privat verwaltete Pensionsfonds im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge

c) individuelle Pensionspläne mit steuerlichen Anreizen als Alternative zu Kapitallebensversicherungen

* Die vorliegende Arbeit ist die überarbeitete und aktualisierte Version der Diplomarbeit (Stand: Dezember 2000) von Günter Georg Eberle, Dresdner Bank AG, die er unter dem Titel „Kapitalmärkte im Umfeld einer alternden Gesellschaft“ bei der *Hochschule für Bankwirtschaft* im Februar 2000 eingereicht hat.

Die derzeit angedachte Rentenreform sieht die stufenweise Ergänzung des ULV durch ein KDV vor, wobei diese individuelle und freiwillige Vorsorge ab 2002 maximal bis 1,0 % des jeweiligen Bruttoarbeitseinkommens vom Staat gefördert werden soll. Diese Fördergrenze soll bis 2008 auf 4% steigen. Die staatliche Unterstützung wird dann in Form von Zulagen oder Steuerfreibeträgen erfolgen. Förderungswürdig sind nach dem Konzept alle Anlageformen, die eine lebenslange Rente und eine Mindestleistung von wenigstens der Höhe der geleisteten Beiträge bieten. Neben den Lebensversicherungen sollen insbesondere auch Sparpläne und Anlagen bei Investmentfonds verstärkt gefördert werden.

Durch die mehrmalige Erhöhung des Kindergeldes, die bessere Berücksichtigung von Kindererziehungszeiten bei der Rentenberechnung und speziellen Zulagen für jedes Kind bei der Eigenvorsorge, soll zudem die finanzielle Benachteiligung von Personen mit Kindern verhindert werden. Im Gegenzug zu der zusätzlichen Eigenvorsorge, wird das Rentenniveau (sog. Eckrente) aus der GRV stufenweise bis zum Jahr 2030 auf 67% des aktuellen Nettodurchschnittseinkommens zurückgeführt. Jedoch werden die angesparten Gelder helfen ein Niveau von dann insgesamt ca. 72,5% in 2030 zu erreichen. Damit würde sich der Anteil aus dem KDV auf circa 11,7 % der Gesamtbezüge schrittweise erhöhen. Mit der Absenkung der gesetzlichen Rente wird das Ziel verfolgt, die Beiträge bis 2030 auf maximal 22% der Löhne und Gehälter steigen zu lassen.

Im folgenden soll untersucht werden, wie sich diese Umstellung, insbesondere der Übergang vom ULV zum KDV auf die Kapitalmärkte auswirken wird. Dabei wird zunächst die Veränderung des Kapitalangebots durch eine alternde Gesellschaft untersucht.

2. Verändertes Sparverhalten

Eine Änderung des ULV, im angelsächsichen Sprachraum als PAYG-System bezeichnet, im Sinne eines schrittweisen Übergangs zu einer kapitalgestützten Alterssicherung, bleibt nicht ohne Auswirkungen auf die Sparneigung der privaten Haushalte und damit das Kapitalangebot. Die Frage lautet, ob mit dem Übergang zum KDV die Sparneigung zu- oder abnimmt. Beide Ansichten finden sich in der Literatur vertreten.

Die meisten Untersuchungen über diese Frage beruhen dabei auf der sogenannten Lebenszyklushypothese (LZH). Die LZH geht von einem Individuum aus, welches im Laufe seines Arbeitslebens Kapital ansammelt und dieses dann in der Rente aufzehrt, um durch eine Glättung des Konsums (relativ konstanter Konsum) seinen Gesamtnutzen für die erwartete Lebenszeit zu maximieren. Eine Erweiterung der Hypothese kann durch die Annahme perfekter Kapitalmärkte gemacht werden, d.h. es gibt keine Beschränkungen bei der Kreditaufnahme.

Dies bedeutet dann, dass es für eine weitere Optimierung des Nutzen zur Kreditaufnahme in der frühen Phase des Arbeitslebens, für den Existenzaufbau kommt, und in einer späteren Lebensphase sowohl der vorgezogene Konsum finanziert wird, als auch für den Ruhestand gespart wird. Daraus ergibt sich Abbildung 1, welche die Vermögenssituation in den einzelnen Lebensphasen darstellt. Abweichend von dieser LZH kommt es bei Dominanz des Vermächtnismotivs, also dem Wunsch der Älteren ihren Nachkommen Vermögen zu hinterlassen, nicht zu einer negativen Sparquote im Rentenalter.

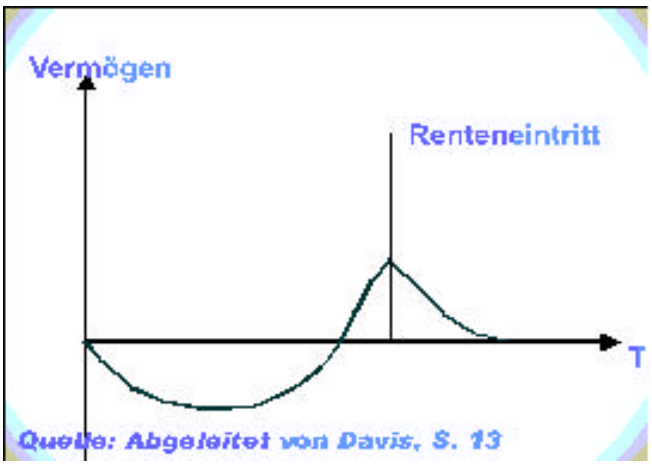

Abbildung 1: Vermögenssituation in einzelnen Lebensphasen

Im Rahmen der LZH wird ein Rentenanspruch aus dem PAYG-System genau dann das private Sparvermögen in gleicher Höhe (100%) substituieren, wenn der Barwert der Rentenzahlungen abzüglich des Barwerts der Beiträge eine Erhöhung des Vermögens oder des Gesamtnutzens für den Einzelnen darstellt. Dies ist z.B. der Fall, wenn Rentenzahlungen an starke Produktivitätszuwächse gekoppelt sind oder falls sich Rentenansprüche durch politische Entscheidungen erhöhen.

Der Substitutionseffekt ist kleiner 100%, falls die erwarteten Rentenleistungen nicht den Gegenwert der Beiträge widerspiegeln. Die Substitution ist auch bei dominierendem Vermächtnismotiv sehr gering, da Kapital für die Nachkommen ganz unabhängig von den Leistungen des PAYG gebildet wird. Aber auch andere Faktoren, wie etwa der Wunsch durch erhöhte Vermögensakkumulation während der Lebensarbeitszeit eine vorgezogene Rente zu finanzieren, reduzieren den Substitutionseffekt.

Durch Modifikation der wesentlichen Prämissen des LZH- Modells und des Vermächtnismodells erscheinen die Effekte des PAYG-Systems auf das private Sparvermögens weniger klar. Zunächst kann die Annahme des perfekten Kapitalmarkts aufgehoben werden. Dies führt im Fall der LZH zu geringeren Substitutionseffekten, da das Vorziehen von Konsum durch Kreditaufnahme und spätere Rückführung aus dem sicheren Topf des PAYG z.T. scheitern wird. Überdies wird die Möglichkeit Vermögen auf die Kinder zu übertragen eingeschränkt, soll dies zu-

nächst auf Kreditbasis geschehen (z.B. für Immobilienerwerb), mit dem Rentenanspruch als künftige Sicherheit.

Im zweiten Schritt wird die Homogenität der Bevölkerung aufgehoben. Hier wird insbesondere die unterschiedliche Einkommensverteilung innerhalb einer Volkswirtschaft angesprochen. Dabei kommt die Tatsache zum tragen, dass Haushalte mit geringem Einkommen wenig oder gar nichts sparen, und durch die Einführung oder den Ausbau eines ULV privates Sparvermögen bei dieser Gruppe nicht verdrängt werden kann.

Man kann grundsätzlich sagen, dass das Modell der LZH sehr vereinfacht ist und nicht alle Aspekte berücksichtigt. Wählt man mehrere Variablen um ein Modell realistischer zu machen, dann wirkt dies dämpfend auf die Substitution, wie schon die Aufhebung wesentlicher Prämissen beim LZH gezeigt hat. Im folgenden sollen die Ergebnisse dieser komplexeren Studien in zusammengefasster Form präsentiert werden.

Im Rahmen von Zeitreihenanalysen wird der Effekt der PAYG-Ansprüche auf das Sparen innerhalb eines Landes über mehrere Jahrzehnte hinweg durchleuchtet. Die meisten Arbeiten basieren auf einem Modell von Feldstein (1978), der die LZH um einige Variablen zur Berücksichtigung kurzfristiger makroökonomischer Effekte erweitert hatte. Eine spätere Studie von Feldstein (1996) in den USA ergab im Untersuchungszeitraum 1930-1980 eine Verdrängung des privaten Sparvermögens in Höhe von 60% der entstandenen Ansprüche aus dem PAYG. Für Italien ergab eine Untersuchung von Rossi und Visco in 1995 (Untersuchungszeitraum 1954-1993) eine Substitution von 58%.

Neben den Zeitreihenanalysen wurden auch einige Gruppenstudien vorgelegt, in denen das Sparverhalten ansonsten identischer Bevölkerungsgruppen verglichen wurde. Diese hatte man in eine Gruppe, welche in den Genuss des PAYG kommt, und eine Gruppe ohne PAYG- Mitgliedschaft eingeteilt. In Nordamerika ergaben die meisten Untersuchungen, so Munnell 1992 in seinem Resümee, einen Substitutionseffekt von 60%. Dieselbe Zahl ermittelte Tukayama (1990) in Japan.

Daneben haben auch private Altersvorsorgesysteme, die hier mit kapitalgedeckten Absicherungsformen gleichgesetzt werden, Einflüsse auf das Sparen privater Haushalte. Dabei haben einige Studien gezeigt, dass sich das Sparvolumen insgesamt vergrössert, die private Altersvorsorge das sonstige private Vermögen jedoch stärker verdrängt als ein PAYG-System. Denn bei Fehlen einer kapitalgestützten Rentenvorsorge forcieren die privaten Haushalte ihr freiwilliges Sparen. Wird jedoch das Sparen i.R. der Altersvorsorge institutionalisiert und damit effizient verwaltet, so kommt es nicht nur zur Substitution des sonstigen privaten Sparvermögens in Höhe des geschaffenen Pensionsvermögens, sondern darüber hinaus.

Gemäss des reinen LZH-Modells haben Munnell und Yohn (1992) ermittelt, dass sich das gesamte Sparvolumen durch zusätzliche Altersvorsorge nicht ändern wird, wenn die Haushalte das künftige Vermögen richtig vorhersehen. Jedoch gibt es Unsicherheiten, z.B. durch Inflation oder schwankende Renditen, über den zukünftigen Wert des privaten Pensionsvermögen. Ausserdem ist das Pensionsvermögen gebunden und in Notfällen nicht frei verfügbar. Aufgrund von Vorsichtsmassnahmen der privaten Haushalte, wird es nicht zu einer 1:1 Substitution des sonstigen Sparvermögens durch Pensionsvermögen kommen.

Ausserdem können Zwangsbeiträge zur privaten Absicherung zu Konsumverzicht und somit zum Sparen bei solchen Haushalten führen, die zuvor wenig oder gar nichts freiwillig auf die Seite gelegt haben.

Aufgrund der aufgezeigten Faktoren, haben aktuelle Studien in den USA (z.B. Munnell und Yohn, 1992) ein Substitution von weniger als 100% ermittelt, also eine Erhöhung des gesamten privaten Sparvermögens durch zusätzliche kapitalgedeckte Alterssicherung. So hat sich durch ein Wachstum des Pensionsvermögens aus dem KDV um eine Einheit, das gesamte Sparvermögen um 0,35 erhöht.

Insgesamt kann man somit schlussfolgern, dass der Übergang zum KDV zu vermehrter privater Ersparnis führen wird. Sowohl Rentenansprüche aus dem ULV als auch aus dem KDV führen zur Substitution des freiwilligen Sparens. Während allerdings das ULV zu einem geringeren Gesamtsparen führt, erhöht sich dieses Gesamtvolumen durch ein ergänzendes, kapitalgedecktes Vorsorgesystem. Dabei können staatliche Anreize helfen, die Sparneigung zu erhöhen.

In vielen Ländern wird die betriebliche und individuelle Altersvorsorge bereits heute steuerlich gefördert. Der Anreiz für den Sparer besteht dabei in der höheren Rendite dieser Sparformen gegenüber vergleichbaren, staatlich nicht unterstützten Anlagen. Hat der private Haushalt das Ziel ein bestimmtes Vermögensvolumen anzusammeln, wird die Sparquote bei höherer Rendite abnehmen. Andererseits kann eine höhere Rendite die Entscheidung zugunsten des Sparens und gegen den Konsum fördern.

Die OECD geht aufgrund von Studien u.a. in den USA, Grossbritannien und Dänemark, sowie unter Berücksichtigung der Untersuchungsprobleme davon aus, dass die private Nettosparquote um ca. 20-25% der Gelder, die in eine steuerbegünstigte Anlage fliessen, steigt. Jedoch wird die nationale Sparquote relativ konstant bleiben, wegen des Rückgangs des staatlichen Sparens durch die Steuervergünstigungen. Des weiteren wird die These vertreten, dass ein stärkeres Bewusstsein für das Problem der Altersvorsorge einen stärkeren Effekt auf das private Sparen hat, als steuerliche Anreize.

Bei diesen Ergebnissen muß allerdings berücksichtigt werden, dass sich die sogenannte „baby-boomer“ Generation, d.h. die starken Nachkriegsjahrgänge, in allen OECD-Staaten in einer Phase starker Vermögensakkumulation befindet. Tritt

diese Generation nun ab dem Jahr 2010 in den Ruhestand über, so ist gemäss der LZH von einem deutlichen Rückgang privaten Sparens auszugehen, da zahlenmässig relativ schwache Jahrgänge in ihre Hochsparphase eintreten und die „baby-boomers“ gleichzeitig beginnen Vermögen abzubauen.

Die OECD hat in ihrer Studie die demographischen Einflüsse auf das Sparverhalten analysiert und hierbei drei mögliche Annahmen zur Sparneigung der Rentner getroffen:

a) Betonung des Vermächtnismotivs: Annahme, dass Personen aufgrund des Wunsches ihren Nachkommen Kapital zu hinterlassen, nach Renteneintritt die Hälfte der durchschnittlichen privaten Sparquote (in % des Bruttoinlandsprodukts) erreichen

b) Betonung der LZH: Annahme, dass Rentner Vermögen auflösen und eine negative Sparquote von -10% aufweisen

c) Annahme, dass zum Ausgangszeitpunkt das Vermächtnismotiv im Vordergrund seht (vgl. Annahme a), in der Zukunft dieses Motiv aber allmählich durch den demographischen Druck in den Hintergrund gerät (Übergang zur reinen LZH; vgl. Annahme b)

Die Annahme a) führt, so die OECD-Studie, zu einer kaum veränderten Sparquote bis 2030. Dagegen verursacht der Wechsel vom Vermächtnismotiv zur LZH (Annahme c) ein deutliches Absinken der Sparneigung. Da das tatsächliche Sparverhalten der Älteren zwischen den Annahmen a) und c) liegt, so das Ergebnis mehrerer Untersuchungen, ist tendenziell mit einer Abnahme privaten Sparens zu rechnen. Im Jahr 2030 ist nach diesem Modell der OECD folglich von einer privaten Sparquote von 4,0% - 9,5 % in Deutschland auszugehen (heute liegt sie bei rund 9 %).

Zusammenfassend kann man festhalten, dass die demographische Entwicklung, für sich genommen, langfristig zur Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und damit des Kapitalangebots führen wird. Der Übergang zum KDV kann dabei voraussichtlich nur kompensierend und nicht sparerhöhend wirken.

3. Die Institutionalisierung der Kapitalbildung durch Pensionsfonds

Es sind vor allem Pensionsfonds, die eine kapitalfundierte Altersvorsorge in der Zukunft vorantreiben werden. Durch ihr Angebot einer kapitalgedeckten Altersvorsorge wird, so die Prognose, die direkte, individuelle Vermögensanlage teilweise durch eine indirekte, institutionelle Vermögensanlage ersetzt. Insbesondere wird das traditionelle Banksparen in Form von Spareinlagen, Festgeldern etc. verdrängt.

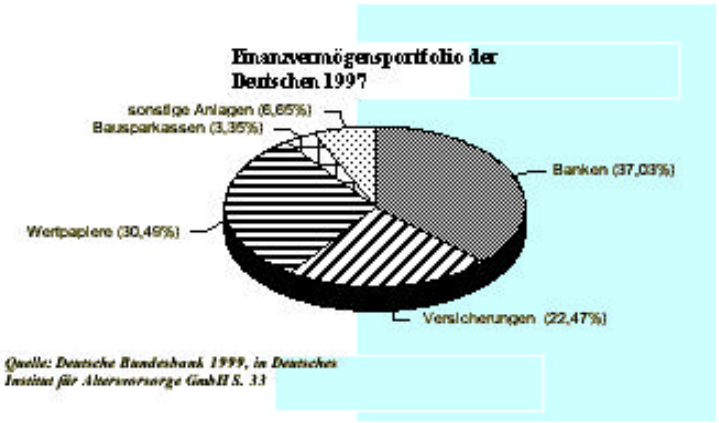

Abbildung 2: Finanzportfolio der Deutschen 1997

Wie Abbildung 2 zeigt, steckt der grösste Teil des deutschen Geldvermögens in Einlagen bei Banken, gefolgt von Wertpapieren und Geldanlagen bei Versicherungen. Auch beim Aufbau neuer Vermögen spielt die Anlage bei Banken immer noch eine dominierende Rolle. Bei den Wertpapieren ist zu beobachten, dass fast ausschliesslich in festverzinsliche Wert-papiere investiert wurde und nur sehr wenig in Aktien. Als Konkurrenz zu den Pensionsfonds für eine kapitalgedeckte Altersvorsorge haben die Lebensversicherungen bereits heute eine bedeutende Position eingenommen. Deren verwaltetes Kapital wird jedoch geringer wachsen als das der Pensionsfonds, da diese nun ebenfalls im Rahmen der Rentenreform steuerlich begünstigt werden sollen.

Durch die starke Betonung des ULV in der Vergangenheit, spielen die Pensionsfonds in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle. Durch eine zunehmende Institutionalisierung wird sich jedoch die Struktur des Geldvermögens in Deutschland wandeln und anderen Industrieländer angleichen.

Der grösste komparative Vorteil der Pensionsfonds liegt im Kapitalmarkt begründet. Institutionelle Anleger sind, im Gegensatz zu individuellen Investoren, besonders geeignet die notwendigen Informationen über Anlageobjekte zu sammeln und auszuwerten. Dies ist die Grundlage für eine breite, weltweite Anlagestreuung zur Erreichung eines optimalen Rendite-/Risikoverhältnisses (vgl. Kapitel IV.).

Überdies sind die institutionellen Anleger gegenüber einzelnen Anlegern bezüglich der Transaktionskosten im Vorteil und, aufgrund ihrer Grösse, benötigen sie nur

einen geringen Schutz vor unlauteren Geschäftspraktiken, da sie auch eine grössere Macht gegenüber Banken und Maklern aufweisen.

Was nun Pensionsfonds, aber auch Lebensversicherungen, zu anderen institutionellen Investoren unterscheidet ist ihr Zeithorizont. Private Haushalte sind i.d.R. sehr kurzfristig orientiert und haben die Tendenz dazu im gewissen Umfang liquide Mittel zu halten. Dieser relativ kurze Zeithorizont spiegelt sich somit auch bei jenen institutionellen Anlegern wieder, an die sich die privaten Haushalte nicht langfristig binden.

Vermögensallokation in % (Ende 1995)

	Pensionsfonds	Investmentfonds
Aktien	54,6	23,0
Bonds	36,6	34,8
Immobilien	6,3	3,6
Summe der lgfr. Anlagen	97,4	61,3
kfr. Anlagen	2,6	38,7

Quelle: EFRP,FEFSI, in: De Ryck in OECD S. 269

Abbilung 3: Vermögensallokation in %

Abbildung 3 zeigt die Vermögensallokation europäischer Pensionfonds und Investmentfonds im Vergleich. Es ist hieraus ersichtlich, dass europäische Pensionsfonds in ‘ 95 mehr als 97% ihres Vermögens in langfristigen Engagements hielten. Dagegen ist bei Investmentfonds der Anteil der kurzfristigen Investitionen relativ hoch. Dies geht bei den Investmentfonds zum grössten Teil auf Kosten des Aktienanteils, im Vergleich zu den Pensionfonds.

So kann man sagen, dass Pensionsfonds, an die sich der Anleger vertraglich langfristig bindet, exzellent dazu geeignet sind Sparvermögen in langfristige Investments zu transformieren. Die Entwicklung der letzten Jahre hin zu einem längeren Anlagehorizont, bei gleichzeitig geringeren Marktumsätzen, ist auf passiveres Verhalten der Investoren und auf die zunehmende Bedeutung der Pensionsfonds zurückzuführen.

In Ländern mit entwickelter Pensionsfondsstruktur ist der Anteil der Pensionsgelder am Aktieneigentum besonders hoch ist. In Grossbritannien, wo es für Fonds keine rechtliche Obergrenze für Aktien gibt, halten die Pensionsfonds mit ca. 35% den mit Abstand grössten Anteil der inländischen Aktien. Für Deutschland ergibt sich jetzt die Chance hier aufzuholen.

Neben der nun verfolgten Reform in Deutschland hin zu einem teilweise kapitalgedeckten Rentensystem, gibt es noch einen weiteren Grund einen stärkeren Nettozuwachs des Fondskapitals in Deutschland gegenüber den USA oder Grossbritanniens für die Zukunft anzunehmen. So sind in den angelsächsischen

Ländern bereits viele Pensionsansprüche fällig, während die Pensionsfonds in Deutschland erst an Bedeutung gewinnen werden und es noch zu wenig Auszahlungen kommt, d.h. der Nettozuwachs bei den Pensionsvermögen wird in Deutschland höher sein.

Durch die Transformation der kurzfristigen und liquiden Bankeinlagen in langfristige Gelder bei Pensionsfonds, tendieren die privaten Haushalte dazu die reduzierte Liquidität zu ersetzen. Dies geschieht, indem sie direkt gehaltene Wertpapiere verkaufen und dafür Einlagen bei Banken bilden, wie dies in den angelsächsischen Ländern schon zu beobachten war. Insgesamt erfolgt somit eine Reallokation von privatem Wertpapiervermögen zu indirekten Anlagen über institutionelle Investoren.

Nach dem Krieg leistete die Pensionsrückstellung einen wichtigen Beitrag zum Wiederaufbau der Industrie in Deutschland. Heutzutage jedoch tragen sie dazu bei, bestehende Unternehmen und Strukturen zu konservieren statt neue Branchen finanziell zu stützen. Darüber hinaus lösen diese Rückstellungen für die Unternehmen nicht das Problem einer möglichen Überschuldung, da die Pensionsrückstellungen den Betrieben zeitlich befristet zur Verfügung gestellt sind, bis die Rentenansprüche zur Auszahlung stehen.

Die Anlage der Pensionsgelder am Kapitalmarkt durch institutionelle Anleger ist auch für die Arbeitnehmer von Vorteil, da die Gefahr der Fehlinvestition sinkt. Denn eine optimale Vermögensallokation ist nur möglich, wenn das Kapital für alle am Markt konkurrierenden Investitionen offen steht und eine entsprechende Diversifikation stattfindet.

Zusammenfassend sei festgehalten, dass durch die geplante Rentenreform individuelle, direkte Anlagen durch institutionelle, indirekte Anlagen verdrängt werden. Insbesondere werden langfristige, aber auch risikoreichere Anlagen (v.a. Aktien) gestärkt.

4. Renditen und Internationalisierung

Wie bereits dargestellt wird die Bevölkerung, trotz der Schwierigkeiten demographische Trends vorherzusagen, insgesamt älter werden. Betrachtet man das Problem global so kann die Welt aufgeteilt werden in sog. „fast-ageing countries“ (FAC) und „slow-ageing countries“ (SAC). Dabei altern die FAC von der Mitte her, d.h. ausgehend von den starken Jahrgängen der baby-boomers, die SAC dagegen altern von unten, d.h. von der im Moment stärksten Bevölkerungsgruppe, den Kindern und Jugendlichen.

Kapitel 2 hat gezeigt, dass es zumindest bis ca. 2010 zu einer vermehrten Kapitalakkumulation in den Industrieländern kommen wird. Wenn die baby-boomer Generation ab 2010 in den Ruhestand übertritt wird es aus demographischen

Gründen zu einer verminderten privaten Sparquoten kommen, falls diese Entwicklung nicht durch einen Wechsel zu einem kapitalgedeckten Rentensystem, durch steuerliche Anreize zur privaten Altersvorsorge und durch Bewusstseinsänderung in der Bevölkerung für die Notwendigkeit des Vorsorgesparens ausgeglichen wird.

Zunächst wird durch verstärktes Sparen die Nachfrage nach Anleihen und Aktien steigen, was zu höheren Preisen aber fallenden Renditen führen dürfte. Daneben wird dem Markt eine Anlagemöglichkeit in Form von Staatspapieren entzogen, durch die zu beobachtende Haushaltskonsolidierung der Staaten (z.B. für die Einhaltung der Maastrichter Kriterien) und dem Ziel die Staatsverschuldung zu reduzieren, was die Preise der anderen Finanzmarktpapiere zusätzlich tendenziell steigen lässt. Andererseits wurde in der letzten Jahren durch vermehrte Privatisierungen von Staatsbetrieben, dem gestiegenen Kapitalangebot eine neue Nachfrage nach Finanzmitteln entgegengesetzt.

Die baby-boomers befinden sich derzeit in einer Phase in der sie weniger risikoavers sind als andere Bevölkerungsgruppen, da sie relativ hohe Einkommen beziehen, aber wenig Verpflichtungen (z.B. Kinder) haben und somit mögliche Anlageverluste finanziell ausgleichen können. Deshalb werden die Preise der Aktien stärker steigen als die der Anleihen, d.h. die Risikoprämie oder die sog. „equity premium“ erhöht sich. Nach dem Renteneintritt dieser zahlenmässig starken Generation kann sich dieser Effekt dann umkehren.

Wird die Generation der baby-boomers in Rente gehen, führt dies in den FAC auch zu einer Abnahme des Arbeitskräfteangebots. In einer geschlossenen Volkswirtschaft muss das sinkende Arbeitsangebot durch Kapital substituiert werden, was zu steigender Arbeitsproduktivität und sinkender Kapitalproduktivität führt. Als Wirkungskette ergibt sich eine sinkende Kapitalrendite, ein geringerer Sparwille durch die niedrigere Rendite, die Abnahme von Investitionen (da diese in einer geschlossenen Volkswirtschaft dem Sparen entsprechen) und schliesslich ein verlangsamtes Wirtschaftswachstum.

Insbesondere die sinkende Kapitalrendite dürfte für die Fondsmanager der FAC ein Grund sein, nicht nur im Inland die Pensionsgelder zu investieren. Gerade eine kapitalgedeckte Altersvorsorge zielt auf die Sicherung eines möglichst hohen Lebensstandards der künftigen Rentner und somit auf die systematischen Ausbeute höchster Kapitalerträge.

Höhere Renditen sind dort zu erwarten, wo die Löhne niedriger sind als in den FAC und das Wirtschaftswachstum höher. Es sind im wesentlichen die Schwellenländer, die sich durch relativ geringe Arbeitsproduktivität, aber relativ hohe Kapitalproduktivität auszeichnen, was einer höheren Kapitalrendite entspricht. Die langfristige durchschnittliche Rendite ist in diesen Ländern, welche in die Gruppe der SAC einzuordnen sind, solange höher, solange die Wirtschaft dort schneller wächst als in den FAC. Eine stark wachsende Volkswirtschaft bedeutet wachsen-

sende Unternehmensgewinne und langfristig steigende Aktienpreise, die zukünftige Dividendenerträge repräsentieren.

Doch das Ziel der Pensionsfonds ist nicht nur eine hohe Rendite, sondern auch ein möglichst geringes Risiko bei der Anlage des Pensionsvermögens. Hängt die Höhe der Pensionsleistungen von den Beiträgen ab (Defined-Contribution Fund), dann steht der direkte Pensionärsschutz, vor Verlusten des Fondsvermögens und somit der künftigen Rentenleistung, im Vordergrund. Ist dagegen die Höhe der Pensionsleistung vertraglich definiert (Defined-Benefit Fund), geht es um den Schutz der Gesellschaft, welche die Pensionsgelder verwaltet. Denn auch bei Anlageverlusten muss der Pensionsfonds die vereinbarten Leistungen an die Anleger ausbezahlen.

Insgesamt wird ein Fonds versuchen bei gegebener Rendite das Risiko zu minimieren oder bei gegebenem Risiko die Rendite zu maximieren. Gemäss der Portfoliotheorie wird ein optimales Rendite-/Risikoverhältnis angestrebt.

Der Idealfall ist eine vollständig negative Korrelation von -1 der verschiedenen Portfoliovermögen, dann würde sich ein Portfoliovarianz von null ergeben, was vollständiges Wegdiversifizieren des Risikos bedeutet. Riskofreie Erträge wären somit möglich. Eine Korrelation von -1 heisst, dass z.B. der Preis der Aktie A um 10% nach oben geht und gleichzeitig der Kurs der Aktie B um 10% fällt.

Das Risiko einer parallelen Bewegung des gesamten Portfolios lässt sich in das sogenannte systematische und unsystematischen Risiko einteilen. Letzteres kann am inländischen Kapitalmarkt durch eine Streuung des Investments, über verschiedene Unternehmen und Branchen hinweg, begrenzt werden. Das systematische Risiko, was sich aus der gleichförmigen Bewegung der Vermögenswerte in Abhängigkeit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung eines Landes ergibt, kann jedoch nur durch internationale Diversifikation ausgeschaltet werden.

Folglich ist nach der modernen Portfoliotheorie ein Weltmarktportfolio optimal, bei dem der Fonds das gesamte Portfoliorisiko durch Anlage in Märkte, deren Erträge mit den Erträgen des einheimischen Marktes gering korrelieren, reduzieren kann.

Bislang blieb das Erreichen des optimalen Weltportfolios durch die Pensionsfonds aus. Dies hat sowohl Ursachen in den Ländern, in die investiert werden soll, als auch in den investierenden Ländern.

Gerade in den Emerging-Market Ländern gibt es häufig einen Mangel an politischer Stabilität. Überdies zerstören auch enge Verflechtungen zwischen den Regierungen und der Wirtschaft das Vertrauen internationaler Investoren. Daneben ist das Banken- und Finanzwesen unterentwickelt, was das Erfüllungsrisiko (z.B. termingerechte Geschäftsabwicklung) und das Transferrisiko (z.B. Möglichkeit des Abzug von Gewinnen aus dem Land) für ausländische Investitionen erhöht. Zudem sind die Finanzmärkte ineffizient und noch nicht liquide genug. Ein Markt ist dann am ehesten in der Lage den Preis fair zu beurteilen, also effizient, wenn es

viele Marktteilnehmer gibt die keine Absprachen untereinander treffen, geringe Transaktionskosten haben und alle notwendigen Informationen besitzen. Ineffizienz führt zu sogenannten spekulativen Blasen, die das Risiko des Investors vergrössern.

Ferner entstehen bei Auslandsanlagen Wechselkursrisiken, die zwar mit Derivaten gehedgt werden können, aufgrund ihrer Kosten jedoch den erzielten Gewinn schmälern.

Daneben gibt es in den meisten Industrieländern regulatorische Eingriffe, die ein Auslandsengagement von Pensionsfonds limitieren. Offiziell wird dies mit dem hohen Risiko begründet, was sich aus einem Informationsmangel und aus ungewissen Kapitalmarktregelungen im Ausland ergibt. Allerdings spielt wohl auch das Ziel, eigene Staatspapiere am heimischen Markt unterzubringen, eine Rolle sowie der Versuch Gelder im Inland für Investitionen zu halten. Überdies kann das Auslandsengagement der Fonds auch bei der Festlegung der Anlagestrategie, wegen den meist risikoaversen Kunden, begrenzt werden.

Um den Erfolg des Pensionsfonds zu messen wird i.d.R eine Benchmark definiert, die einem allgemein bekannten Index (z.B. Stoxx50) oder einem selbst zusammengestellten Index entspricht. Dabei sind inländische Benchmarks für die Anleger transparenter als globale Benchmarks. Ausserdem sind bei den geläufigen globalen Benchmarks die Schwellenländer unterrepräsentiert. Die Benchmark ist somit ein weiterer Grund für die starke Inlandsorientierung.

Ferner gibt es Beweise die zeigen, dass die Korrelationen von Aktienmärkten gerade bei einem Börsen-Crash sehr hoch sind, in normalen Zeiten dagegen niedrig ausfallen. Als Folge hieraus ergibt sich, dass die Risikominderung, als Ziel der internationale Diversifikation bei Anlage in Emerging-Market Ländern, gering ausfällt.

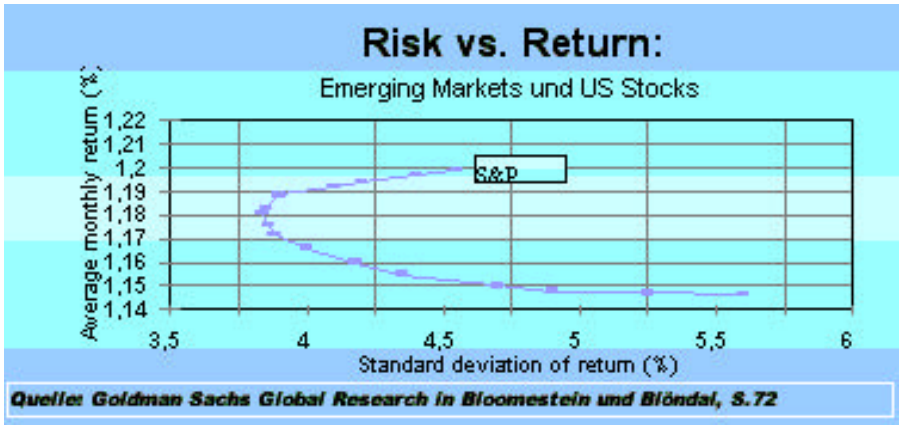

Abbildung 4: Emerging Markets und US Stocks

Ein weiterer Grund für das relativ geringe Auslandsengagement der Pensionsfonds war in der Vergangenheit die Tatsache, dass die Aktienmärkte der G7-Länder von 1985 bis 1995 eine höhere Rendite bei niedrigerem Risiko (Standardabweichung der Erträge) gegenüber den Emerging-Markets gezeigt haben. Ausgehend von einem Portfolio, das ausschliesslich den S&P 500 Index abbildet, zeigt Abbildung 4 das Risiko-/Renditeverhalten bei zunehmender Zumischung von Aktien aus Emerging-Market Ländern.

Zusammenfassend kann man sagen, dass eine internationale Diversifikation, insbesondere die Anlage in Emerging-Markets, Sinn macht, jedoch müssen von Seiten dieser Länder die Bedingungen verbessert werden. Allerdings wird es schwer sein, aufgrund der erläuterten Punkte, irgendwann tatsächlich ein Weltmarktportfolio bei Pensionsfonds zu erreichen.

Die OECD hat versucht anhand eines Simulationsmodells, das auf der Orginalarbeit von Blanchet und Kesseler (1992) basiert, die Auswirkungen einer internationalen Diversifikation von Pensionsgeldern bis ins Jahr 2100 zu untersuchen. Im Basismodell wird eine relativ geringe Verflechtung der internationalen Kapitalmärkte angenommen. So erfolgt ein Anstieg der Anlagen der FAC in den SAC auf 10% der Pensionsvermögen in 2005, wobei diese Zahl danach konstant bleibt. Im Alternativmodell steigt dieser Anteil gemäss des globalen Aktienmarktkapitalisierungsanteils der SAC auf 60% bis zum Jahr 2100.

Im Basismodell ergab sich eine Reduzierung der Kapitalrendite in den FAC von 8,1% in 1995 auf 6,0 % in 2100. Gleichzeitig steigt der jährliche Nettokapitalfluss von den FAC in die SAC bis 2030 auf 0,8% des FAC-Bruttoinlandsprodukts und wird dann bis zum Jahr 2100 negativ. Parallel dazu nimmt auch das Nettoauslandsvermögen der FAC bis 2030 auf 10,8 % ihres BIP zu und wird ab 2070 negativ.

Beim Alternativmodell wirkt sich die angenommene Globalisierung der Finanzmärkte besonders auf das Nettoauslandsvermögen und die Nettokapitalflüsse aus. So steigt der Nettokapitalfluss von den FAC zu den SAC bis 2050 auf 3,6% des FAC-BIP an und bleibt mit 0,6% auch im Jahr 2100 noch positiv. Das Nettoauslandsvermögen steigt gar bis 2050 auf 48,1% des FAC-BIP und fällt bis 2100 auf -2,8 % ab. Dagegen wirkt sich die stärkere internationale Diversifikation der Pensionsgelder, von der in diesem Alternativmodell ausgegangen wird, sehr gering auf die Kapitalrendite aus.

Die Begründung der relativ kleinen Streuungsgewinne für die FAC liegt in der globalen Kapitalmarktintegration. Nicht nur, dass damit die Korrelation der Märkte zunimmt und eine Risikominderung durch Diversifikation erschwert wird. Es nimmt auch die Effizienz der Märkte zu. Durch die weltweite Auswahl untergepreister Wertpapiere durch die Fondsmanager kommt es langfristig zu einem Ausgleich der Rendite bei Anlagen gleichen Ratings.

Daneben führt ein erheblicher Mittelzufluss aus den FAC zu einer Kapitalakkumulation in den SAC mit negativer Wirkung auf die Kapitalrenditen. Gleichzeitig nimmt die Kapitalansammlung in den FAC ab, womit sich die negative Auswirkung auf die Renditen der Kapitalakkumulation hier abschwächt.

Daneben altern auch die SAC im nächsten Jahrhundert. Insbesondere Staaten die eine aktive Bevölkerungspolitik betreiben (z.B. China) werden schon bald ähnliche Probleme wie die FAC aufweisen. Ein Umschwenken auf eine kapitalgestützte Altersvorsorge hat oder wird hier noch stattfinden. Zudem sind die SAC häufig Hochsparländer. So wird nicht nur der Kapitalzufluss aus den FAC, sondern auch die Kapitalakkumulation in den SAC selbst, zu niedrigeren Kapitalrenditen führen.

Das Problem der internationalen Diversifikation besteht also darin, dass sie selbst die mit ihr verbundenen Ziele nach höherer Rendite und geringerem Risiko zunichte macht.

5. Kapitalmarktfinanzierte Unternehmen

Die mit einer privaten Zusatzversicherung zu erwartende fortschreitende Konzentration von Ersparnissen bei Pensionsfonds wirkt sich auf die Finanzierung von Unternehmen aus. Diese Veränderung in der Finanzierungsstruktur wirft auch die Frage nach Entwicklungen bei der externen Einflussnahme auf die Geschäftspolitik von Unternehmen auf.

Durch eine Ausweitung von Pensionfondsvermögen erhöht sich das Angebot von langfristigem Kapital an den Finanzmärkten. Billigeres Kapital tritt dadurch direkt in Konkurrenz zur klassischen Bankenfinanzierung der Unternehmen. Die Geldaufnahme am Kapitalmarkt mittels Anleihen hat den Vorteil für Unternehmen, dass im Gegensatz zum Bankkredit keine Sicherheiten (z.B. Forderungsabtretung) zu leisten sind. Ein zusätzlicher Vorteil für Unternehmen kann die Unabhängigkeit gegenüber einem einzigen Kreditgeber (Hausbank) sein, denn am Kapitalmarkt findet eine weite Streuung der Papiere statt. Insgesamt wird nicht nur die Bedeutung von Unternehmensanleihen zunehmen, insbesondere bei Grossunternehmen mit relativ günstigem Verhältnis von Emissionskosten zum Anleihevolumen, sondern es wird zur Verbriefung von „jeglichem“ kommen (z.B. Projektfinanzierung, Asset Backed Securities).

Anteil der Pensionsfonds an der Unternehmensfinanzierung (1990)
in %

Land	Bonds	Aktien	Kredite
GB	-	29	1
USA	38	33	0
Deutschland	10	2	1
Japan	5	2	1
Kanada	20	11	0
Niederlande	37	8	13
Australien	9	11	0

Quelle: Davis, S. 181

Abbildung 5: Anteil der Pensionsfonds an der Unternehmensfinanzierung

Die Abbildung V.1 zeigt die Bedeutung der Pensionsfonds bei der Unternehmensfinanzierung in Ländern in denen Pensionsfonds bereits eine wichtige Position eingenommen haben (z.B. USA, Niederlande).

Der Fokus der Pensionsfonds als Grossinvestoren liegt sicherlich bei Grossunternehmen und weniger bei kleinen Firmen. In der Regel bilden die Pensionsfonds bei ihrer Anlageentscheidung Indizes nach, die ihnen gleichzeitig als Benchmarks dienen. Die Wertpapiere kleinere Unternehmen jedoch befinden sich meist nicht in einem Index. Dazu kommt das Problem, dass diese Werte am Markt sehr illiquide sind. Ausserdem befinden sich gerade kleine Unternehmen häufig im Mehrheitsbesitz von Privataktionären (Unternehmensgründer, Geschäftsleitung), so dass andere Aktionäre nur geringen Einfluss auf die Geschäftspolitik nehmen können. Bei der Fremdkapitalfinanzierung von kleinen Firmen am Kapitalmarkt besteht zudem das Problem der relativ hohen Kosten im Vergleich zum geringen Emissionsvolumen.

Trotz dieser Probleme beim Engagement in kleine Unternehmen zeigt sich jedoch, dass Pensionsfonds auch dort eine entscheidende Position eingenommen haben. Allerdings beschränkt sich dieses Engagement auf Firmen mit guter Zukunftsperspektive, indem Venture Capital (bei starts-up's von Technologieunternehmen sowie zur Vorbereitung von Markteinführungen) zur Verfügung gestellt wird. Bei der Bereitstellung von Risikokapital können sich Pensionsfonds als langfristige Investoren eine grössere Schwankung des Unternehmenswertes leisten, was langfristig eine höhere Performance verspricht.

Jedoch spielt das Venture Capital innerhalb der Pensionsfonds selbst in den USA, mit ca. 0,3 % der gesamten Pensionsgeldern, nur eine untergeordnete Rolle. Im Gegensatz zu den USA und Grossbritannien halten sich die Pensionsfonds in Kontinentaleuropa bislang beim Venture Capital zurück. Überdies fliesst hier ein Grossteil der als Venture Capital definierten Gelder in Projekte des Management-Buy-In (Übernahme eines Unternehmens durch die Geschäftsleitung) und des Management-Buy-Out (Übernahme von aussen mit dem Ziel die Geschäfte zu leiten) und nicht in Start-up's oder Unternehmensexpansionen.

Neues Kapitalangebot durch Pensionsfonds bewirkt auch, dass der Anreiz für Unternehmen, sich am Markt zu plazieren (Neuemission) oder ihr Eigenkapital zu erhöhen, wächst. Durch das grosse Kapitalangebot werden Aktien teuer, d.h. ein Grossteil des Aktienpreises besteht aus dem Agio (Aufpreis zum Nominalbetrag der Aktie), was in die Kapitalrücklagen des Unternehmens fliesst. Dadurch ist es möglich bei einer Kapitalerhöhung viel Geld zu schöpfen, ohne dabei das gezeichnete Kapital stark auszudehnen und somit Macht in Form von Aktienstimmrechten abzugeben.

Die Stärkung der Pensionsfonds auf dem Aktienmarkt führt zu Alternativen beim sog. Corporate Governance. Damit ist die Machtausübung auf Unternehmen von aussen gemeint. Es werden dabei folgende Formen unterschieden:

a) *Marktkontrolle mittels Aktien:*

Unternehmen die nicht im Interesse der Aktionäre handeln, haben einen niedrigen Marktwert und die Wahrscheinlichkeit, von einer anderen Gesellschaft übernommen zu werden, steigt.

b) *Marktkontrolle mittels Schuldenforderungen:*

Je schlechter das Kreditrating für Unternehmensanleihen ausfällt, desto höher sind die zu zahlenden Zinsen. Somit besteht Druck auf das Management, eine solide Unternehmenspolitik zu betreiben.

c) *Direkte Kontrolle mittels Aktien:*

Durch die Stimmrechtsausübung kann die Unternehmensleitung zu bestimmten Entscheidungen oder Handlungen bewegt werden. Überdies kann indirekt, mittels des Aufsichtsrats, auf die Zusammensetzung des Vorstandes Einfluss genommen werden. Pensionsfonds können zudem auf die Geschäftspolitik ausserhalb von Hauptversammlung durch informelle Treffen mit der Geschäftsführung einwirken.

d) *Direkte Kontrolle mittels Schuldenforderungen*

Diese Form zeichnet sich durch weitreichenden Verflechtungen zwischen der Finanzbranche und der Industrie aus und ist v.a. in Deutschland und Japan anzutreffen. Mittels Krediten haben Banken Einsicht in wichtige Unternehmensdaten, welche den Akteuren am Kapitalmarkt nicht zur Verfügung stehen (asymmetrischer Informationsbezug). Die Banken nehmen Einfluss auf das Unternehmen um Forderungsausfällen zu verhindern. Zusätzlich verstärkt sich der Druck auf das Management durch die Bereitstellung von Kreditsicherheiten (Forderungsabtretung etc.). Häufig wird die Kreditbeziehung durch eine Kapitalbeteiligung der Banken an der entsprechenden Gesellschaft ergänzt.

Im Bezug auf das Corporate Governance existieren zwei Konfliktlinien. Zum einen tritt die Kontrolle durch Aktionäre und Inhaber von Schuldverschreibungen (a, b und c) in Konkurrenz zur direkten Kontrolle mittels Schuldenforderungen. Im Vordergrund steht hier die Informationsasymmetrie bezüglich einer Gesellschaft zugunsten der Banken. Daneben steht das Coporate Governance dem Interesse des Unternehmensmanagement entgegen.

Die Kontrollfunktion von aussen verhindert jedoch Fehlentwicklungen im Unternehmen. Manager versuchen etwa ihre Macht im Unternehmen durch Ausdehnung von Ressourcen, die in ihren Bereich fallen, zu steigern, wie etwa durch Schaffung zusätzlicher Hirarchien im Unternehmen. Darüber hinaus werden risikoreiche und langfristige Projekt häufig abgelehnt, um sich kurzfristige Erfolge gutschreiben zu können.

Durch die starke Stellung der Pensionfonds in den angelsächsischen Ländern haben sich dort die Corporate Governance Formen a, b und c durchgesetzt. In den 80er Jahren waren es in den USA insbesondere die öffentlichen Pensionsfonds, die begannen Einfluss auf Unternehmensentscheidungen zu nehmen, wie etwa zum Austausch des Managements oder zur Verhinderung einer Übernahmeabwehr. Die von privaten Unternehmen aufgelegten Pensionsfonds hingegen hielten sich zunächst zurück. Es gab den Wunsch anderen Firmen keine Schwierigkeiten zu bereiten, schliesslich wurde die Gefahr gesehen, dass Pensionsfonds anderer Unternehmen wiederum Einfluss auf die eigene Geschäftspolitik ausüben könnten.

Die Anlagestrategie ist das entscheidende Kriterium inwieweit ein Pensionsfonds aktiv versucht in Unternehmensentscheidungen einzugreifen. Portfolien, die einen Marktindex abbilden haben ein grosses Interesse an einer positiven Performance des Marktes als Ganzes. Deshalb werden hier die Pensionfonds versuchen, aktiv Druck auf schlecht geführte Unternehmen im Index auszuüben. Hingegen sind Fonds, die sich nicht an einem Index orientieren, frei in ihrer Anlageentscheidung.

Sie werden deshalb nur die besten Performer unter den Aktienwerten auswählen und Papiere schlecht geführter Unternehmen abstossen.

Zur Macht von Pensionsfonds haben Guercio und Hawkins in den USA eine umfangreiche Studie veröffentlicht. Zunächst wurden eine Gruppe von 80 Firmen ausgewählt und dabei untersucht wieviele Ankündigungen zu Änderungen der Unternehmenspolitik in den ersten vier Jahren nach der ersten Intervention eines Aktionärs veröffentlicht wurden. Hierbei wurden nur Bekanntmachungen im Wall Street Journal, der führenden Finanzzeitung in den USA, berücksichtigt.

Als Ergebnis zeigte sich, dass bei Unternehmen, bei denen Pensionfonds Druck ausübten, ein vermehrter Austausch von führenden Managern (durchschnittlich 0.91 Veröffentlichungen pro Unternehmen in den vier Jahren zu 0.56 Bekanntmachungen der Vergleichsunternehmen) stattfand. Ferner wurden mehr als dreimal häufiger feindliche Übernahmen durch diese Firmen angestrebt, als dies bei Vergleichsfirmen der Fall war.

Überdies waren diese feindlichen Übernahmen zu ca. 50% erfolgreich, dagegen konnten Vergleichsunternehmen ihren Übernahmeversuch nur zu 1/6 der Fälle in die Tat umsetzen. Ausserdem waren sogenannte „Governance Events“ bei den Zielunternehmen von Pensionsfonds häufiger, wie etwa Prozessanträge von Aktionären gegen die Gesellschaft bzw. deren Leitung oder Verweigerung der Entlastung von Vorstand und Aufsichtsgremium. Auch wurden öfter Umstrukturierungen, Umorganisationen und Vermögensveräusserungen vom Management eines Zielunternehmens vorgenommen als bei den Vergleichsfirmen.

Innerhalb der Zielfirmen gab es deutliche Unterschiede bezüglich des Erfolgs eines Interventionsversuchs. So war der nach der Höhe des verwalteten Vermögens grösste US Pensionsfonds Calpers auch derjenige, der die grössten Effekte bei seinen Zielunternehmen erzielte. Zudem wurden Gesellschaften, die nicht auf den Druck von Calpers reagierten am häufigsten zu Übernahmekanditaten. Es zeigte sich auch, dass Pensionsfonds, deren Engagement vom betroffenen Unternehmen als kurzfristig eingeschätzt wurde, nur geringen Einfluss haben.

Trotz der Schwierigkeiten der Messverfahren wie z.B. die Nachvollziehbarkeit der Kausalität zwischen Einflussnahmeversuch und festgestellter Wirkung oder die Tatsache, dass nicht alle Änderungen der Geschäftspolitik im Wall Street Journal veröffentlicht werden, spricht die Gesamtheit der Ergebnisse für eine erheblichen Einfluss der Pensionsfonds auf Unternehmen.

Eigentliches Ziel der Pensionsfonds ist es jedoch nicht Kontrolle über die Geschäftsleitung auszuüben, sondern langfristig eine bessere Aktienperformance zu erreichen. Guercio und Hawkins haben bei ihren Untersuchungen im Einklang mit anderen Ergebnissen, so die Autorinnen, keine kurzfristigen, ausserordentlichen Wertveränderungen der Aktien, durch Bekanntgabe einer Einflussnahme von Seiten der Pensionsfonds, festgestellt. Auch in einem Zeitraum von drei Jahren

nach bekannt werden einer Einflussnahme konnte keine höhere Performance der Zielunternehmen von Pensionsfonds ermittelt werden, weder im Vergleich zum S&P 500 Aktienindex noch im Vergleich mit einer Kontrollgruppe von Unternehmen.

Dagegen hält es die OECD durch verschiedene empirische Studien für erwiesen, dass die Aktivität von Pensionsfonds verbunden ist mit langfristigen, statistisch signifikanten Wertzuwächsen der Zielunternehmen, d.h. des Aktienpreises. Auch der Pensionsfonds Calpers schätzt seine gezielten Einflussnahmen als erfolgreich ein. Calpers nimmt an, dass seine Aktivitäten im Zeitraum 1988 bis 1991 zu einer zusätzlichen, durchschnittlichen Wertsteigerung des Aktienportfolios von $ 137 Mio. pro Jahr geführt haben.

Neben der Kontrolle über Unternehmen, haben die Pensionsfonds in den Ländern, in denen sie erhebliche Bedeutung erringen konnten, auch zu Veränderungen von gesetzlichen Bestimmungen beigetragen, um die Stellung der Aktionäre zu stärken. Durch die internationale Portfoliostreuung nimmt auch der Druck für Veränderungen auf die von Banken dominierten Länder wie Deutschland zu.

Die steigende Bedeutung von Pensionsfonds, als Eigentümer von Produktivvermögen, haben die Debatte zur Formalisierung des Corporate Governance ausgelöst. Deshalb haben in 1994 die führenden US Pensionsfonds zusammen mit der Havard University Leitlinien zum Corporat Governance erarbeitet, die als allgemein anerkannt gelten. In Grossbritannien war es das sogenannte Cadburry Committee on Coporate Governance, dass ebenfalls Richtlinien vorstellte.

Die aufkeimende Machtfülle der Pensionsfonds birgt auch Gefahren. So stehen die Interessen der Pensionsfonds nicht immer im Einklang mit den Interessen anderer Aktionäre. Informelle Treffen und Unterredungen zwischen Pensionsfonds und der Geschäftsleitung einer Gesellschaft führen zum Vorteil zugunsten der Fondsmanager, die so über einen grösseren Informationsstand über das Unternehmen verfügen. Dies birgt die Gefahr von Insiderinformationen, die zu Lasten anderer Aktionäre ausgenutzt werden. Zudem erscheint dieses System äussert intransparent.

Bezüglich vermehrter Übernahmen als Reaktion auf die Einflussnahme von Aussen besteht die Gefahr, dass sehr viel Geld aber auch Aufmerksamkeit des Managements auf mögliche Übernahmen oder dessen Abwehr fokussiert sind, statt auf die laufenden Geschäft. Zudem steigt das Risiko zu übereilten Übernahmen zu tendieren und einen Misserfolg hierbei zu landen, indem die Kosten die erreichten Synergien übersteigen.

Primäres Motiv von Übernahmen ist es, ineffizientes Management auszuschalten. Aber aus der Vergangenheit weiss man, dass Übernahmen in Wellenform kommen und gehen und es ist nicht anzunehmen, dass Ineffizienzen in Unternehmen ebenfalls zyklisch entstehen. Da die Aktienkurse durch Unternehmenszusam-

menschlüsse i.d.R. stark steigen, vermutet man als Motiv der Pensionsfonds, dass eher kurzfristige Performanceerfolge genutzt werden als langfristig auf effiziente Firmen zu setzen. Schliesslich stehen die Portfoliomanager unter Erfolgsdruck.

Daneben kann das Streben nach höchsten Renditen und Wertzuwächsen zum Versuch führen, durch einen höheren Leverage-Effekt höhere Unternehmensgewinne zu erzielen, d.h. durch Kreditaufnahme die Eigenkapitalrendite zu steigern. Dies wäre jedoch einhergehend mit einem hohen Verschuldungsgrad der Firmen und der Gefahr einer Häufung von Unternehmensinsolvenzen.

Zusammenfassend kann man sagen, dass eine Stärkung der Pensionsfonds in Deutschland zu einer veränderten Finanzierungsstrukur der Unternehmen führt und es dabei zu einer Verschiebung der Macht von den Banken zu den Fonds kommen wird. Allerdings bleibt die Frage offen, ob die Einflussnahme der Pensionsfonds transparenter ist als die von Banken. Sicher ist jedoch die Stärkung des Shareholder-Value Prinzips, also des Ziels der Wertsteigerung von Aktienbeteiligungen. Überdies kann eine kapitalgestützte Altersvorsorge mittels von Pensionsfonds, neben gesetzlichen Änderungen (z.B. steuerbefreite Beteiligungsveräusserungen), dazu beitragen, überaltete Wirtschaftsstrukturen und Verflechtungen in Deutschland aufzubrechen.

6. Liquidität und Volatilität

Die Institutionalisierung von Ersparnissen mittels Pensionsfonds und die damit geschaffenen Mittelzuflüsse an die Kapitalmärkte werden zu einer höheren Marktliquidität führen. Institutionelle Anleger sind auch an einer hohen Liquidität interessiert, da dies grosse Transaktionen erlaubt, ohne den Preis des Wertpapiers dadurch wesentlich zu beeinträchtigen, was zu niedrigeren indirekten Transaktionskosten führt. Damit sind also Kosten gemeint, die z.B. bei einem selbstausgelösten Kursrückgang als Folge grösserer Verkaufsorder entstehen.

Aufgrund vorhandener Grösse haben Pensionsfonds aber auch die Möglichkeit die direkten Transaktionskosten (z.B. Maklergebühren) zu drücken, was allen Marktteilnehmern zugute kommt und somit zur Verbesserung der Marktliquidität beiträgt. Daneben verbessern auch die breite Portfoliostreuung und die Abitrageaktivitäten der Pensionsfonds die Marktliquidität .

Allerdings nimmt durch die starke Konzentration von Geldern bei institutionellen Anlegern zugleich das Risiko zu, dass die Marktliquidität für die dann extrem grossen Transaktionen nicht mehr ausreicht und deshalb der Markt eine hohe Elastizität der Preise bei Käufen und Verkäufen aufweist. Speziell in kleineren Marktsegmenten kommt es zu Preisdiskontinuitäten. Eine zu geringe Liquidität bewirkt damit eine hohe Preisvolatilität.

Ein Grund für eine hohe Preisvolatilität am Markt ist auch im gleichgerichteten Verhalten der Marktteilnehmer zu sehen, was auch als „Herdentrieb“ bezeichnet wird. Performancevergleiche zwischen Pensionsfonds führen zum Phänomen der Annäherung von Anlageentscheidungen. Schliesslich will man nicht schlechter sein als der Durchschnitt.

Eine andere Ursache des Herdentriebs besteht in der Tatsache, dass Pensionsfonds die Handelsaktivitäten der anderen Pensionsfonds verfolgen. Um nicht eine Marktentwicklung zu verpassen, wird darauf reagiert. Überdies verfügen die institutionellen Anleger alle über hochentwickelte Informationstechnologien, sind auf die gleichen Nachrichten fokussiert, haben eine ähnliche Portfoliodiversifikation und Hedging-Strategie, d.h. sie befinden sich als Konsequenz hieraus alle auf der gleichen Seite des Marktes. Anders ausgedrückt, sie haben alle die gleichen Erwartungen bezüglich künftiger Marktentwicklungen. Verändert sich die Nachrichtenlage, so ist ein gleichgerichtetes Marktverhalten die Folge.

Der Herdentrieb verbunden mit einer gleichartigen Strategie, z.B. Kauf von relativ billigen Werten und Verkauf von teuren Werten, führt dazu, dass sich der Preis von den fundamentalen Daten des entsprechenden Unternehmens absetzt. Daraus entwickeln sich spekulative Blasen, die schliesslich genauso schnell wieder zerplatzen wie sie entstanden sind. Eine Kettenreaktion nach unten können etwa automatisch eingebaute stopp-loss-selling Orders begünstigen, d.h. unterschreitet ein Börsenwert ein bestimmtes Preisniveau, werden diese Papiere veräussert um grössere Verluste des eigenen Portfolios zu vermeiden.

Dabei bleibt der Herdentrieb nicht auf nationale Märkte beschränkt, sondern spielt sich international ab, wie auch Befragungen von Fondsmanagern bestätigen. Pensionsfonds haben die entsprechende Technologie und Grösse, um Märkte schnell zu wechseln und dies auch über Ländergrenzen hinweg. So werden nicht nur einzelne Papiere sondern ganze nationale Märkte gekauft oder verkauft.

Aufgrund der Auswirkung der internationalen Geldströme auf den Wechselkurs können somit insbesondere kleinere Volkswirtschaften in erhebliche Schwierigkeiten geraten (z.B. Asienkrise 1997/98). Eine Stärkung der institutionelle Anleger im Inland kann dagegen den heimischen Markt stabilisieren, da diese eine Neigung oder aber eine rechtliche Verpflichtung haben sich zum Grossteil im Inland finanziell zu engagieren (vgl. Kapitel 4). Der einheimische Kapitalmarkt wird somit immuner gegen die internationalen Geldströme.

Sicherlich handeln nicht alle Investoren gleich. Stossen einige Anleger bestimmte Wertpapiere ab, sehen andere wegen des gesunkenen Preises eine Chance günstig in den Wert einzusteigen, was zu einer Stabilisierung der Marktbewegung des Wertpapiers beiträgt.

Während es keine eindeutigen Beweise für einen Anstieg der längerfristigen Volatilität in den grösseren OECD-Staaten gibt, geht man im allgemeinen von einer

Zunahme der kurzfristigen Preisvolatilität aus. Wegen dem gleichgerichteten Verhalten vieler Marktteilnehmer, kommt es zunächst zu Überreaktionen, was die kurzfristige Volatilität erhöht. Langfristig werden die, von den Akteuren am Markt durch ihre Investitionsentscheidungen selbst provozierten Über- und Unterbewertungen jedoch ausgeglichen und somit der Preis an die Wirklichkeit (fundamentale Daten) angepasst.

Zukünftig könnte die kurzfristige Volatilität noch zunehmen. Steigen in einigen Jahren die Auszahlungen der Pensionfonds an, so wird es vor den Auszahlungsterminen zur Liquidierung von Wertpapierbeständen kommen, was dann kurzfristige Preisschwankungen produziert. Dies kann dann nicht mehr so gut durch Einzahlungen, welche aufgrund der demographischen Entwicklung künftig geringer ausfallen, abgefedert werden.

Zur kurzfristigen Volatilität trägt auch der vermehrte Einsatz von Derivaten bei, die für hochentwickelte Handels- und Investmentstrategien verwendet werden. Derivate bieten die Möglichkeit, veränderte Zukunftserwartung bezüglich der Marktentwicklung, schnell auf die Preisbewegung zu übertragen.

Ein weiterer Grund für eine höhere Volatilität durch die zunehmende Bedeutung von Pensionsfonds könnte darin bestehen, dass institutionelle Anleger gerade von volatileren Wertpapieren angezogen werden, da sie die Chance bieten Benchmarks zu schlagen.

Eine hohe Volatilität entspricht einem höheren Risiko, dass nämlich der Wert eines Papiers nicht dem zuvor erwarteten entspricht, was die Absicherungskosten erhöht. Da diese Absicherungskosten von den Fonds auf ihre Kunden abgewälzt werden, sinkt die Nettorendite. Eine weitere Gefahr besteht darin, dass Kleinanleger durch die steigenden Anlagerisiken an den Märkten abgeschreckt werde. Dies wiederum reduziert die Marktliquidität.

7. Struktur und Regeln

Um den erwarteten positiven Effekt einer teilweise kapitalgestützten Altersvorsorge in Deutschland auf die Kapitalmärkte sich optimal entfalten zu lassen und dabei nicht die berechtigten Interessen der künftigen Zahlungsempfänger aus dem Auge zu verlieren, bedarf es bestimmter staatlicher Regeln.

Effiziente Regeln schaffen eine adäquate Aufsicht über die Pensionfonds und ermöglichen es den Pensionsfonds gleichzeitig eine gute Performance zu erzielen, d.h. ein optimales Rendite-/Risikoverhältnis bei der Portfoliostreuung zu finden.

Die bedeutendste Regelung von Pensionfonds betrifft die Vermögensallokation. Hierbei sind drei verschiedene Niveaus von Anlagerestriktionen zu unterscheiden. Zunächst kann die Art der Instrumente vorgeschrieben sein, in die investiert wer-

den darf (qualitative Limitierung). Hier besteht allgemeiner Konsens darüber, dass es sich möglichst um Wertpapiere handeln soll, die ein gutes Rating besitzen, die börsennotiert sind und am Markt eine hohe Liquidität aufweisen.

Zudem sollten Transaktionen in solchen Papieren zu Marktbedingungen durchgeführt werden können. Indirekte Anlagen in Vermögen mit niedrigem Rating sollten jedoch ebenfalls möglich sein, wenn es sich um gesicherte Anlageinstrumente handelt, z.B. Mortgage-Backed Securities.

Ein Motiv für den Staat könnte es sein, durch die qualitative Anlagerestriktionen die Nachfrage nach Staatsanleihen aufrecht zu erhalten. In einigen Ländern gibt es Bestimmungen, welche die Anlage in Staatspapiere zu einer gewissen Grössenordnung gar vorschreiben, etwa in Schweden. Dies führt zur Verzinsung unterhalb des Marktniveaus, da Staatspapiere am Kapitalmarkt dann nicht im Renditewettbewerb stehen. Besonders riskant sind festverzinsliche Wertpapiere bei einer hohen Inflation, sofern diese Papiere nicht inflationsindexiert sind. Makroökonomisch gesehen ist die Investition in Staatspapiere durch ein kapitalgestütztes Rentensystem dem PAYG gleichzusetzen, da die Rückzahlung der Staatspapiere mittels Steuern künftiger Generationen gedeckt werden muss.

Zweitens gibt es ebenfalls wenig Meinungsunterschiede was die Limitierung von Kreditrisiken einzelner Emittenten betrifft. So ist es in dem meisten Ländern üblich, dass Pensionsfonds nur bis zu 5-10% ihres Vermögens in einen Emittenten investieren und nur 5-10% des Kapitals eines Emittenten erwerben dürfen. Dadurch wird die Konzentration des Risikos bei einem Emittenten beschränkt, aber auch mögliche direkte Eingriffe in die Unternehmenspolitik einer Firma durch Erwerb einer Kapitalmehrheit werden verhindert (Marktkontrolle statt direkte Macht). Daneben wird auch die Investition in das eigene Unternehmen des Fondsträger begrenzt. Dies zielt auf betriebliche Pensionsfonds ab, die vom Unternehmen selbst verwaltet werden, oder auf Banken und Versicherungen, um eine Risikopotenzierung auszuschalten.

Drittens können verschiedene Risikoklassen wie z.B. Aktien, Anleihen und Immobilien begrenzt werden. Dies ist höchst umstritten, auch wegen dem fundamentalen Problem, dass Vermögen einer Klasse nicht die selbe Risikocharakteristika aufweisen (z.B. Aktien eines Neuen Markt- Wertes und eines DAX- Wertes).

Misstrauen in die Anlagepolitik der Pensionsfonds führt zur Festlegung von Obergrenzen bei Investitionen in Vermögenswerten mit grosser Volatilität. Dies betrifft insbesondere Aktienanlagen und ausländische Vermögensteile. Das Problem von quantitativen Obergrenzen ist, dass zwar die Konzentration von Risiko vermieden wird, jedoch eine adäquate Risikodiversifikation häufig unmöglich wird. So verhindert etwa eine Begrenzung von Auslandsinvestitionen die Kompensierung systematischer Risiken (vgl. Kapitel 4).

Im Zusammenhang mit leistungsbezogenen Pensionsfonds sind quantitative Regelungen zum Schutz der künftigen Leistungsempfänger wenig sinnvoll, da die Höhe der Pensionszahlungen sowieso vertraglich garantiert ist. Im Gegenteil, strikte Regelungen gefährden die Attraktivität von Pensionsfonds, da sie die administrativen Kosten wegen mangelnder Konkurrenz um die beste Anlageentscheidung nach oben treiben. Überdies kann mangelnde Flexibilität bei der Anlageentscheidung das Risiko von Verlusten erhöhen.

Auch bei beitragsbezogenen Pensionsfonds gibt es keine Beweise, dass Fondsverwaltungen vor eigenen Anlageentscheidungen geschützt werden müssen. Bei individuellen Pensionsplänen achten die Verwalter auf die Entwicklung von Fonds gemäss des Vorsichtsprinzips um bei den meist risikoaversen Kunden ihre Vorsorgepläne erfolgreich zu plazieren. Ausserdem werden die Fondsmanager deshalb vorsichtig agieren, um keinen Anlass für Rechtsprozesse zu liefern und dabei eventuell ihre Reputation zu verlieren.

Alternativ zu den Anlagerestriktionen existiert das Prinzip des ordentlichen Kaufmanns (Prudent Man), das vor allem in angelsächsischen Ländern anzutreffen ist. Bei diesem Prinzip beschränken sich die Vorschriften auf Oberlimite bezüglich der Eigeninvestition in die Trägergesellschaft des Pensionfonds (z.B. 5% in Grossbritannien, 10% bei leistungsfixen Fonds in den USA), sowie auf die Begrenzung von Risikokonzentrationen bei einem Emittenten. Ansonsten verpflichtet das Prudent Man-Prinzip lediglich zu einer „sinnvollen“ Diversifikation des Portfoliovermögens.

Die Forderung nach derartigen treuhänderischen Standards erlaubt es Fondsmangern selbst Anlagerichtlinien zu formulieren und flexibel auf sich veränderte Marktbedingungen zu reagieren. Ferner verhindert das Prudent Man-Prinzip die Lenkung durch den Staat sowie deren Einmischung in Marktprozesse und die Entwicklung von Finanzinnovationen.

Das Prudent Man-Prinzip wird im wesentlichen wegen der vagen Formulierung der Anforderungen an das Fondsmanagement kritisiert. Dabei wird übersehen, dass eine vorsichtige Vermögensallokation sich gerade an der entsprechenden Verbindlichkeitenstruktur zu orientieren hat, die von Fonds zu Fonds sehr unterschiedlich sein kann. So werden z.B. Pensionsfonds, deren Verbindlichkeiten zur Auszahlung stehen, die Gelder nicht in relativ volatile Aktien investieren.

Es gibt Untersuchungen die auf eine grundsätzlich höhere Rendite von Pensionsfonds in Ländern, mit einer Prudent-Man Regelung, schliessen lassen. Jedoch ist dort auch das Risiko höher, als in Ländern mit strikteren Regeln.

Ein weiteres Gebiet der Regulierung besteht im Zusammenhang mit dem sogenannten Funding. Damit ist die Deckung der Pensionsverbindlichkeiten durch Pensionsvermögen gemeint. Die Problematik einer Unter- oder Überdeckung der Rentenanspüche betrifft dabei nur leistungsbezogene Fonds, da hier die Verbindlichkeiten vertraglich fixiert sind, während sich der Wert des Pensionsvermögens

mit den Marktbewegungen täglich ändert. Dagegen ergibt sich die Höhe der Ansprüche aus beitragsfixen Fonds aus dem jeweiligen Portfoliowert.

Untergrenzen des Funding sollen im wesentlichen den Pensionsverwalter vor Insolvenzen schützen und damit auch die künftigen Leistungsbezieher absichern. Aufgrund der garantierten Höhe der Leistungen muss die Fondsgesellschaft auftretende Vermögensverluste ausgleichen.

Zur Ermittlung, ob eine Über- oder Unterdeckung vorliegt, muss zunächst die Höhe der Pensionsverbindlichkeiten bestimmt werden. Dazu sind Parameter zu wählen, deren Festlegung mit Unsicherheiten verbunden sind (z.B. Lebenserwartungen, etc.). Bezüglich der Verbindlichkeiten gibt es die sog. ABO-Definition (Accumulated Benefit Obligations), die dem Solvenzniveau entspricht, also dem Niveau bei dem der Pensionsfonds sämtliche aktuelle Verpflichtungen decken kann.

Daneben wird auch die PBO-Definition (Projected Benefit Obligations) verwendet, die steigende Leistungsansprüche durch steigende Gehälter bis zum Rentenantritt berücksichtigt. Schliesslich werden die Leistungszusagen nach der IBO- Definition (Indexed Benefit Obligations) sowohl vor, als auch nach dem ersten Pensionsbezug dynamisiert.

Die IBO/PBO- Definitionen sind gegenüber ABO sicherer, da diese künftig steigende Verpflichtungen berücksichtigen und somit das Risiko von unerwarteten Unterdeckungen des Pensionsfonds und damit verbundene Nachzahlungen mindern.

Eng verbunden mit den Fundingregelungen sind rechtliche Bestimmungen über Garantien und Versicherungen der Pensionsgelder. Vom Staat werden Pensionsleistungen z.B. in Chile und anderen lateinamerikanischen Ländern garantiert. Dort soll die Verantwortlichkeit des Staates, im Fall des Ausfalls von Pensionsgesellschaften, der Absicherung der Rentenzahlungen dienen und Altersarmut verhindern. Kritisiert wird in diesem Zusammenhang jedoch, dass gerade solche staatlichen Garantien Fondsmanager zu risikofreudigerem Anlageverhalten ermutigen.

Die Garantieleistung des Staates schliesst immer die Einrichtung einer effizienten Aufsichtsbehörde zur Überwachung der Pensionsfonds mit ein, damit diese rechtliche Bestimmungen einhalten, keine übermässigen Risikopositionen aufbauen und genügend Eigenmittel zur Aufrechterhaltung ihrer Handlungsfähigkeit vorweisen. Gerade in Ländern, in denen Beiträge zu einem kapitalgestützten Rentensystem obligatorisch sind und diese Gelder ein wesentlicher Pfeiler der Altersvorsorge bilden (wie auch in Chile), sind staatliche Garantien sinnvoll.

In Deutschland existieren ferner vom Staat unabhängige Versicherungsanstalten, die bei Leistungsausfällen die Zahlungen an die Pensionsempfänger übernehmen. Für diese Absicherung der Pensionsansprüche müssen die Pensionsfondsverwalter Prämien an die Versicherungsanstalten zahlen. Auch hier besteht die Ge-

fahr, dass Pensionsfonds gerade aufgrund der Absicherung höhere Risiken eingehen.

Eine andere Form der Absicherung der Pensionsansprüche bildet die Inflationsindexierung. Eines der Hauptargumente gegen ein kapitalgestütztes Rentensystem, ist die Gefahr der Entwertung des angesammelten Pensionsvermögens in Folge einer hohen Inflation. Um dies zu verhindern, haben Länder wie Schweden private Pensionsansprüche per Gesetz an die Inflationsrate gekoppelt. In der Schweiz und in den Niederlanden verpflichten sich die Pensionsfonds dagegen meist auf vertraglicher Basis ihre Leistungsverpflichtungen an die Inflationsrate zu koppeln.

Gegen die zwanghafte Inflationskoppelung spricht, dass bereits das Pensionsvermögen bei Anlage in Aktien und Immobilien quasi an die Preissteigerung angehängt ist. Dieses Argument kann jedoch nur bei beitragsfixen Fonds gelten, bei denen die Höhe der Pensionszahlung vom jeweiligen Wert des Pensionsvermögens abhängt.

Für Pensionsverwalter kann eine Indexierung bei leistungsbezogenen Fonds sehr riskant sein. Wenn etwa die Inflation unterschätzt, wird drohen Nachzahlungen um eine Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen zu verhindern. Früher gab es auch das Argument, dass keine Möglichkeiten des Inflationshedgings existieren. Mit Entwicklung von Indexanleihen wurde dieses Problem allerdings behoben.

Schliesslich besteht in Ländern, in denen Beiträge zu einer kapitalfundierten Altersvorsorge obligatorisch sind, ein Bedarf auch die Performance des Pensionsvermögens zu regeln. So wird etwa in der Schweiz von Pensionsfonds eine Minimumrendite von 4% p.a. gefordert und 2,5% p.a. in Singapur (Nominalrenditen). Die Gefahr eine minimale Rendite vorzuschreiben besteht darin, dass dieses Minimum zur Norm wird, d.h. also dass keine wesentlich höheren Renditen erzielt werden. Da die Pensionsfonds obligatorisch sind, müssen sich diese nicht im Wettbewerb mit anderen Formen der Alterssicherung durchsetzen (z.B. Lebensversicherungen).

In Chile dagegen sind relative Realrenditen garantiert, indem das Minimum bei 50% des Durchschnitts aller Pensionfonds festgelegt wird. Ein angepasstes Investitionsverhalten ist dann meist das Ergebnis, da sich jeder am anderen orientiert.

Eine weitere Möglichkeit eine gewisse Performance für die künftigen Leistungsempfänger zu garantieren sind Benchmarks. In Hongkong etwa sind Pensionsfonds verpflichtet zu Beginn jeden Jahres sogenannte „Statements of Investment Policy Objectives“ abzugeben, sich somit also selbst Renditeziele zu setzen. Weicht die Performance von den Zielen ab, drohen Sanktionen, auch wenn diese in der Praxis dort noch nie vollzogen wurden, so schädigen sie doch die Reputation von Fondsverwaltern.

Für Deutschland ergeben sich aus den dargestellten Beispielen und Erfahrungen verschiedener Länder, Ansätze für rechtliche Änderungen, um die Verbreitung von

betrieblichen Pensionsfonds zu unterstützen und die Implementierung individueller Pensionsfonds in Gang zu bringen.

8. Zusammenfassung

Eine kapitalgedeckte Altersvorsorge wirkt positiv auf die Entwicklung der Kapitalmärkte. Das stetige und kräftige Wirtschaftswachstum der 90er Jahre in den USA ist sicherlich auch Ergebnis der zunehmenden Bedeutung von Pensionfonds. Die Konzentration von Geldern und deren Anlage an den Kapitalmärkten haben zu starken Wertzuwächsen geführt. Über die Pensionfonds haben davon sehr breite Schichten der Bevölkerung profitiert. Zu guter Letzt war auch der Staat, durch hohe Steuereinnahmen, ein Gewinner der wirtschaftlichen Stärke.

Doch nicht nur die Geldzuflüsse an die Kapitalmärkte allein haben zu dieser positiven Entwicklung beigetragen. Gerade die veränderte Unternehmensfinanzierung hat dazu geführt, dass Strukturen in der Wirtschaft aufgebrochen sind. Die Einflussnahme und der Rentabilitätsdruck auf die Unternehmen haben alte Ordnungen durch neue ersetzt, was ebenfalls die wirtschaftliche Entwicklung begünstigte.

Durch eine zusätzliche kapitalgedeckte Altersvorsorge in Deutschland, verbunden mit staatlichen Anreizen, ist es möglich den demographisch begründeten Rückgang des Sparens zu kompensieren. Doch nicht nur der Umfang des Sparens sondern auch dessen Struktur werden ihre positiven Effekte auf die Kapitalmärkte nicht verfehlen.

Die individuellen und direkten Vermögensanlagen werden ersetzt durch institutionelle und indirekte Anlagen mittels Pensionsfonds. Dadurch wird es nicht nur zu einer Tendenz hin zu längerfrisigeren Investments kommen. Pensionsfonds haben es als institutionelle Anleger einfacher ein optimales Rendite-Risiko-Verhältnis zu erreichen. Dabei werden sie vermehrt international tätig werden. Allerdings werden die Rendite- und Diversifikationsvorteile in Folge einer fortschreitenden Kapitalmarktintegration allmählich gemindert.

Durch die freie Wahl, bei wem man Geld für die private Altersvorsorge anlegt, kommt es zu einer Konkurrenzsituation zwischen den institutionellen Anlegern. Dies wird zu einem stärkeren Herdentrieb und höheren kurzfristigen Volatilitäten führen. Überdies treten Pensionsfonds als Kapitalsammelstellen auch in Konkurrenz zur klassischen Bankenfinanzierung von Unternehmen in Deutschland, wobei sie versuchen werden Einfluss auf die Entwicklung ihrer Investitionsobjekte zu nehmen.

Schlussendlich obliegt es dem Staat die richtigen Regeln und ein richtiges Mass an Regulierung für die private Altersvorsorge zu schaffen, damit die Gelder sicher aber auch mit einer möglichst hohen Rendite angelegt werden können. Davon

wird auch die Akzeptanz und schliesslich der Erfolg der kapitalgedeckten Alters-vorsorge abhängen.

Literaturverzeichnis

Bank for International Settlement (BIS): The Macroeconomic and Financial Implications of Ageing Populations, Basel 1998

Bloomestein, H. / Blöndal, S. / Hicks, P. / Shigehara, K. / Vanston, N.: Maintaining Prosperity in an Ageing Society, OECD, Paris 1998

Bloomestein, H.: Impact of Institution Investors on Financial Markets, Seite 29-108, in: Institutional Investors in the New Financial Landscape, OECD, Paris 1998

Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung (BMA): Alterssicherungsbericht 1997, Bonn

Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.): Wege zur kapitalgedeckten Alterssicherung, Berlin November 2000

Davis, E.P.: Pension Funds - Retirement-Income Security and Capital Markets, Oxford University Press Inc., New York 1995

Deutsches Institut für Altersvorsorge GmbH (Deutsche Bank AG): Die Deutschen und ihr Geld, Köln 1999

Engen, E.M. / Gale, W.G. / Scholz, J.K.: The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving, in: Journal of Economic Perspectives, Volume10, No. 4-1996, Seite 113-138

Guercio, D. / Hawkins, J.: The Motivation and Impact of Pension Fund Activism, in: Journal of Financial Economics, Volume 52, Number 3 (1999), Seite 293-340, Elsevier Science S.A., Amsterdam

OECD: International Financial Market Implications of Ageing Populations, in: Financial Trends No. 71, Paris 1998

OECD Development Centre: A Simulation Model of Global Pension Investment, in: Technical Papers No. 137, Verfasser: MacKellar, L. und Reisen, H., Paris 1998

OECD Economics Department: Ageing Populations, Pension Systems and Government Budgets: How Do They Affect Saving?, in: Economics Department Working Papers No.156, Verfasser: Leibfritz, W. / Roseveare, D. / Fore, D. / Wurzel, E., Paris 1995

OECD Economics Department: The Macroeconomic Implication of Ageing - In a Global Context, in: Economics Department Working Papers No. 193, Verfasser: Turner, D. / Giorno, C. / DeSerres, A., Vouc'h, A. / Richardson, P., Paris 1998

OECD Economics Department: The Macroeconomics of Ageing, Pension and Savings: A Survey, in: Economics Department Working Papers No. 200, Verfasser: Kohl, R. / O'Brien, P., Paris 1998

Poterba, J.M. / Venti, S.F. / Wise, D.A.: How Retirement Saving Programs Increase Saving, in: Journal of Economic Perspectives - Volume 10, No. 4-1996, Seite 91-112

Reisen, H.: Alterssicherung, Pensionsfonds und die aufstrebenden Aktienmärkte, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik Band 242, Duncker & Humblot GmbH, Berlin 1996

Vittas, D.: Investment Rules And State Guaratees for Mandatory Private Pension Funds, Seite 401-418, in: Institutional Investors in the New Financial Landscape, OECD, Paris 1998

Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft

Bisher sind erschienen:

Nr.	Autor/Titel	Jahr
1	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995
2	Cremers, Heinz; Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
3	Jahresbericht 1996	1997
4	Ecker, Thomas; Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
5	Jahresbericht 1997	1998
6	Heidorn, Thomas; Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
7	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
8	Heidorn, Thomas; Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
9	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
10	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
11	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
12	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
13	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
14	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
15	Deister, Daniel; Ehrlicher, Sven; Heidorn, Thomas CatBonds	1999
16	Chevalier, Pierre; Heidorn, Thomas; Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999

17 **Cremers, Heinz** **1999**
Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken

18 **Cremers, Heinz** **1999**
Optionspreisbestimmung

19 **Cremers, Heinz** **2000**
Monte Carlo Simulation bei der Bewertung Exotischer Optionen und in der Risikoanalyse

20 **Wolf, Birgit** **2000**
Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG

21 **Heidorn, Thomas** **2000**
Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation

22 **Böger, Andreas; Heidorn, Thomas; Philipp Graf Waldstein** **2000**
Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute

23 **Heidorn, Thomas** **2000**
Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie

24 **Moormann, Jürgen; Frank, Axel** **2000**
Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken

25 **Löchel, Horst** **2000**
Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy'

26 **Cremers, Heinz** **2000**
Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton

27 **Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank** **2000**
Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien

Printmedium: DM 50,-- zzgl. DM 5,-- Versandkostenanteil

Download im Internet unter: http://www.hfb.de/forschung/veroeffen.html

Bestelladresse/Kontakt:

Bettina Tischel, Hochschule für Bankwirtschaft,

Sternstrasse 8, 60318 Frankfurt/M.

Tel.: 069/95946-31, Fax: 069/95946-28

eMail: tischel@hfb.de, internet: www.hfb.de