

---

# **Anlagemanagement von Pensionsfonds**

**Dr. Peter König**

---

## **1. Gesetzliche Vorgaben**

Die im Dezember 2001 eingeführten Regelungen zur Kapitalanlage von Pensionsfonds stellen einen signifikanten Entwicklungsschritt in der Gestaltung der Kapitalmarktaufsicht dar: Zumindest auf den Ebenen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) und der Pensionsfonds-Kapitalanlagenverordnung (PFKapAV) kann man von der Einführung des ‚Prudent Man‘-Prinzip in Deutschland sprechen, und somit von einem Paradigmenwechsel in der Verteilung von Verantwortung und von Risiken in der Kapitalanlage.

Während bisher der eher nicht-gebildete und damit schützenswerte Investor der Ausgangspunkt für Gesetzgebung und Rechtsprechung war, wird es nun dem Unternehmen Pensionsfonds selbst überlassen, ein adäquates Risikomanagement aufzubauen und die Zusammensetzung seiner Kapitalanlagen ohne detaillierte gesetzliche Vorgaben zu bestimmen. Diese Verlagerung von Verantwortung macht im Grundsatz Sinn: Bei der heutigen Entwicklung der Kapitalmärkte ist es nämlich nur schwer vorstellbar, wie politisch zwar legitimierte aber fachlich eben nicht (aus-)gebildete Gremien wie Bundesrat und Bundestag über die Sinnhaftigkeit einzelner Kapitalanlageinstrumente entscheiden und dies dann in einem Gesetz über quantitative Vorgaben festlegen sollen. Der Begriff ‚Prudent Man‘ bzw. ‚Prudent Expert‘ wird dabei allerdings oft mit der völligen Abwesenheit von Regeln gleichgesetzt. Dies ist so nicht richtig. Vielmehr werden sehr grundsätzliche Vorgaben im Sinne von Mega-Regeln festgestellt, welche von der Aufsicht dann laufend auf ihre Einhaltung überprüft werden.

In der PFKapAV sind dabei nun die wesentlichen Grundregeln wie folgt beschrieben: *„Die Einhaltung der allgemeinen und besonderen Anlagegrundsätze sind durch ein qualifiziertes Anlagemanagement, insbesondere durch Maßnahmen der Risikosteuerung, geeignete interne Kapitalanlagegrundsätze und Kontrollverfahren, eine perspektivische*

*Anlagepolitik sowie sonstige organisatorische Maßnahmen sicherzustellen.“ (§ 1 Abs.2 PFKapAV). Und in der Begründung hierzu wird ausgeführt: „.....Konkret ist die Zusammensetzung der Kapitalanlagen so auszurichten, daß in Hinblick auf die gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Erträge der einzelnen Anlageformen die dauernde Erfüllbarkeit der Verpflichtungen dauernd gewährleistet ist...“.*

Dies entspricht zunächst einer hinreichend deutlichen Vorschrift zur Durchführung von Asset/Liability-Management Studien als Grundlage zur Bestimmung der Struktur der Kapitalanlagen.

## **2. Asset/Liability-Management als strategische Grundlage der Kapitalanlage**

In sogenannten Asset/Liability-Studien wird der Zusammenhang zwischen den Positionen auf der Passivseite einer Bilanz mit denen auf der Aktivseite analysiert. Typische Fragestellungen sind hierbei:

- Welche Szenarien lassen sich für die Entwicklung der Verbindlichkeiten erwarten?
- Welchen Verlauf nimmt die Beschäftigung in einem Unternehmen, und welche Pensionsverpflichtungen können daraus entstehen?
- Welche Reaktionsmöglichkeiten hat das Unternehmen bei der Gestaltung der Verbindlichkeiten, z.B. durch Veränderungen der Pensionszusagen?
- Wie werden diese Verbindlichkeiten abdiskontiert?
- Wie kann sich die Finanzierung der langfristigen Verbindlichkeiten gestalten, also wie sollte entsprechendes Deckungskapital angelegt werden?
- Welches Risikoprofil passt zu dem Trägerunternehmen, welches zu den Begünstigten?
- Welches ist die angestrebte Zielrendite?

Im einzelnen beginnt man eine solche Studie oft mit der Festlegung der Inputvariablen. Dies impliziert auf der Leistungsseite die Projektion der demographischen Entwicklung des Plans, also der zukünftigen Entwicklung der aktiven, ausgeschiedenen und im Ruhestand befindlichen Arbeitnehmer, gegebenenfalls mit Bezug auf spezifische Sterbetafeln und Übergangswahrscheinlichkeiten. Diese werden dann kombiniert mit Erwartungen über die Entwicklung von Löhnen und Gehältern, sowie mit den dafür maßgeblichen Parametern der Zusagen.

Daran schließt sich die Festlegung von Kapitalmarktszenarien an, also Prognosen über nominale Zinssätze für Staatsanleihen für verschiedene Laufzeiten, Spreads von Unternehmensanleihen und Pfandbriefen, und die Renditen von Immobilienanlagen und Aktien. Die Kapitalmarktentwicklung und die Leistungsseite werden in der Regel über die ökonomische Verbindung von Zinssätzen, Preisinflation und die entsprechende

Entwicklung von Löhnen und Gehältern miteinander in Verbindung gesetzt. Des Weiteren können im Einzelfall spezielle Variablen wie Verwaltungskosten und besondere aktuarische Anforderungen berücksichtigt werden.

Dann wird das gesamte Modell stochastisch simuliert, d.h. es müssen Annahmen über die zukünftige statistische Verteilung aller o.g. Variablen gemacht werden. Bei einem Modellaufbau mit mittlerem bis hohem Komplexitätsgrad sollten mindestens 1000 Simulationsläufe zur Erreichung sinnvoller Signifikanzniveaus angesetzt werden. Dabei wird ein Prognosezeitraum von 20 bis 30 Jahren angenommen um den Charakter der Langfristigkeit von Pensionszusagen realistisch zu erfassen. Im Ergebnis erhält man die Erwartungen bezüglich der Wertentwicklungen des Anlagekapitals für verschiedene Anlagestrukturen, also verschiedene Aufteilungen des Kapitals auf die Anlageklassen (Aktien, Renten, Immobilien), dies gegebenenfalls feiner unterteilt (Staatsanleihen versus Unternehmensanleihen, Laufzeitenkategorien, Aktien unterteilt nach Regionen oder Stilen).

Die erste Stufe der Asset/Liability-Studie endet nun mit einer Beurteilung der resultierenden Anlagestrukturen, wobei in der Regel die zwei Parameter Rendite und Risiko maßgeblich sind. Risiko und Rendite können dabei grundsätzlich aus Sicht des Trägerunternehmens oder aus Sicht der Begünstigten betrachtet werden, je nachdem ob eine Leistungszusage, eine Beitragszusage, oder eine leistungsorientierte Beitragszusage vorliegt. Im Falle einer Beitragszusage ergäbe sich aus Sicht der Begünstigten die folgende Möglichkeit der Definition:

- Rendite – Der Durchschnitt über 1000 Szenarien des kumulierten Gegenwartswerts der Leistungszahlungen (Renten plus Überschüsse), plus dem abdiskontierten Kapitalstock am Ende des Berechnungszeitraums.
- Risiko – Die erzielte Rendite in den schlechtesten 10% der 1000 Szenarien.

Im Fall einer reinen Leistungszusage würde aus Sicht des Trägerunternehmens die Rendite der Renten durch die Kosten der Beitragszahlungen ersetzt, und umgekehrt um den verbleibenden Kapitalstock bereinigt. Eine höhere Rendite der Kapitalanlagen hat dann ihr Äquivalent in niedrigeren Finanzierungskosten, die Eigentumsrechte am Endkapital bzw. an den Überschüssen haben aber einen Einfluss auf die Anlagepolitik.

Schaubild 1

Rendite – Gegenwartswert der Renten einschl. Überschüsse (mio. DM)

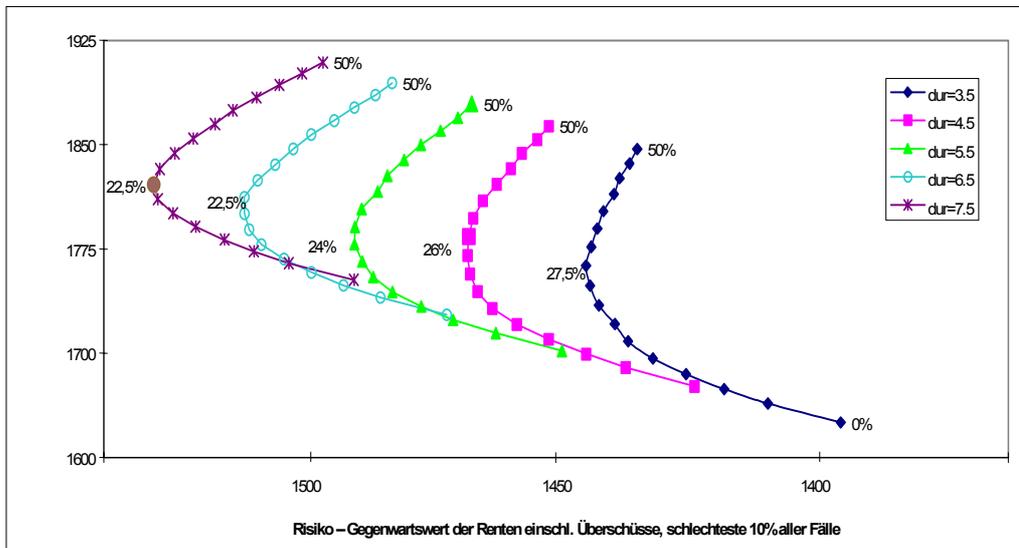


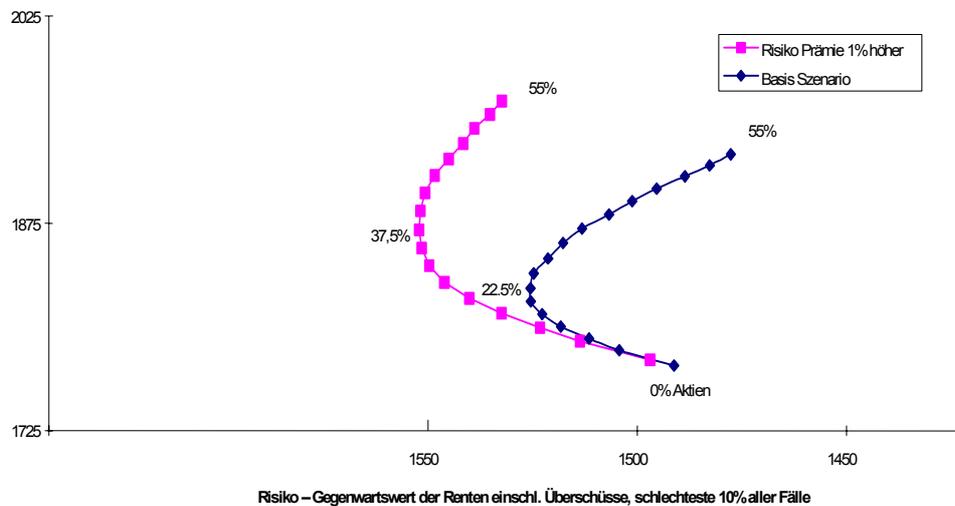
Schaubild 1 zeigt exemplarisch, daß eine Anlagestrategie mit einer hohen Restlaufzeit bzw. Duration der festverzinslichen Anlagen die Risiken relativ zu den Verbindlichkeiten minimiert. Innerhalb dieser Strategie wäre wiederum eine Aktienquote von 22.5% risikominimierend; aber auch Aktienquoten von bis zu 50% wären optimal, hier wäre eine Steigerung der erwarteten Renditen einher gehend mit einer Erhöhung des Risikos.

Diese einfache Beurteilungsform bringt als wesentliches Element die Erkenntnis mit sich, daß hier Risiken relativ zu (langfristigen) Verbindlichkeiten betrachtet werden müssen. Dies kommt dann oft darin zum Ausdruck, daß verzinsliche Anlagen mit langen Laufzeiten weniger riskant sind als beispielsweise Termingeld, und auch Aktienanlagen müssen nicht immer das Risiko erhöhen. Für eine abschließende Beurteilung der Anlagepolitik reicht aber diese einfache – wenn auch wichtige – Risiko/Rendite-Betrachtung nicht aus.

---

## Schaubild 2

Rendite – Gegenwartswert der Renten einschl. Überschüsse (mio. DM)



### 3. Kapitalanlage als dynamischer Prozess

Die Durchführung von Asset/Liability-Studien wird bei den neuen gesetzlichen Vorgaben auch als zentrales Element beim Aufbau eines kontinuierlichen Risiko-Managements angesehen. Dabei werden die bei der Erstellung der Analyse gemachten Annahmen laufend überprüft. In der Begründung zu § 1 Absatz 2 PFKapAV heißt es: „... Als Maßnahmen der Risikosteuerung, ..., kommen beispielsweise in Betracht der Stress-Test und/oder der „Value at Risk“-Ansatz, die beide allerdings eher kürzere Zeiträume betrachten, sowie die vorrangig die mittel- und langfristigen Auswirkungen der Finanzmarktveränderungen auf die Kapitalanlagen untersuchende Szenarioanalyse. Anzustreben ist ein komplexes Risikosteuerungssystem, welches kurz-, mittel- und langfristige Kapitalmarktentwicklungen und ihre Bedeutung für die Kapitalanlagen zum Gegenstand hat....“

Dabei gestaltet sich die zweite Stufe bei der Durchführung der Studie ebenfalls noch relativ einfach: Neben der Darstellung des Risikos über die Stochastik kann Risiko aus dem Setzen falscher Annahmen über die Fundamentaldaten entstehen. Deshalb werden hierüber Sensitivitätsanalysen mit Hilfe von Szenarien erstellt.

Schaubild 2 zeigt wiederum exemplarisch, wie sich eine Veränderung der Annahmen über die Rendite von Aktien auf die optimale Anlagestruktur auswirken würde. Bei einer durchschnittlich gegenüber dem Basisszenario um 1% höheren Aktienrendite wäre konsequenterweise auch eine Erhöhung der Aktienquote sinnvoll, das Risikominimum

läge bei 37.5% anstelle bei 22.5%. Dies ist aber nicht die wesentliche Erkenntnis. Diese liegt vielmehr in der Überlegung, ob eine solche Veränderung der Kapitalmarktbedingungen realistisch erscheint, und welche Konsequenzen dies für die dynamische Interpretation der Ergebnisse der Studie hat: Welche Reaktionsmöglichkeiten und welche Bandbreiten sollen dem Fonds im laufenden Anlageprozess eingeräumt werden? Oder, andersherum betrachtet, bei welchen Veränderungen würde die unter den Basisannahmen abgeleitete Anlagepolitik obsolet, mit der Konsequenz der Durchführung einer neuen Analyse mit revidierten Annahmen?

Damit kommen wir in Stufe 3 einer Asset/Liability-Studie wieder auf die Begründung zu § 1 Abs.2 PFKapAV zurück: „.....*Konkret ist die Zusammensetzung der Kapitalanlagen so auszurichten, daß in Hinblick auf die gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Erträge der einzelnen Anlageformen die dauernde Erfüllbarkeit der Verpflichtungen dauernd gewährleistet ist...*“. Offen ist hier noch die Interpretation des Begriffs „dauernd“, insbesondere in seiner doppelten Verwendung. Dabei sollte vor allem beachtet werden, daß bei dem Management von Altersvorsorgekapital das wesentliche Risiko im Unterschreiten einer angemessenen Versorgungsleistung besteht. Kurzfristige Risiken gemessen z.B. mit der monatlichen Volatilität der Kapitalanlagen sind zwar auch nicht immer erwünscht, spielen aber nur eine untergeordnete Rolle bei der Kontrolle der Erreichung des langfristigen Ziels. Bei Investments in riskante Anlageformen mit dem Ziel der Steigerung der Erträge besteht dann sogar ein Zielkonflikt: Eine Vorschrift zur dauernden Erfüllbarkeit der Verpflichtungen verhindert tendenziell ein Investieren in solche Anlagen, und damit auch das Erreichen von Versorgungsniveaus welche über den Minimalzielen liegen.

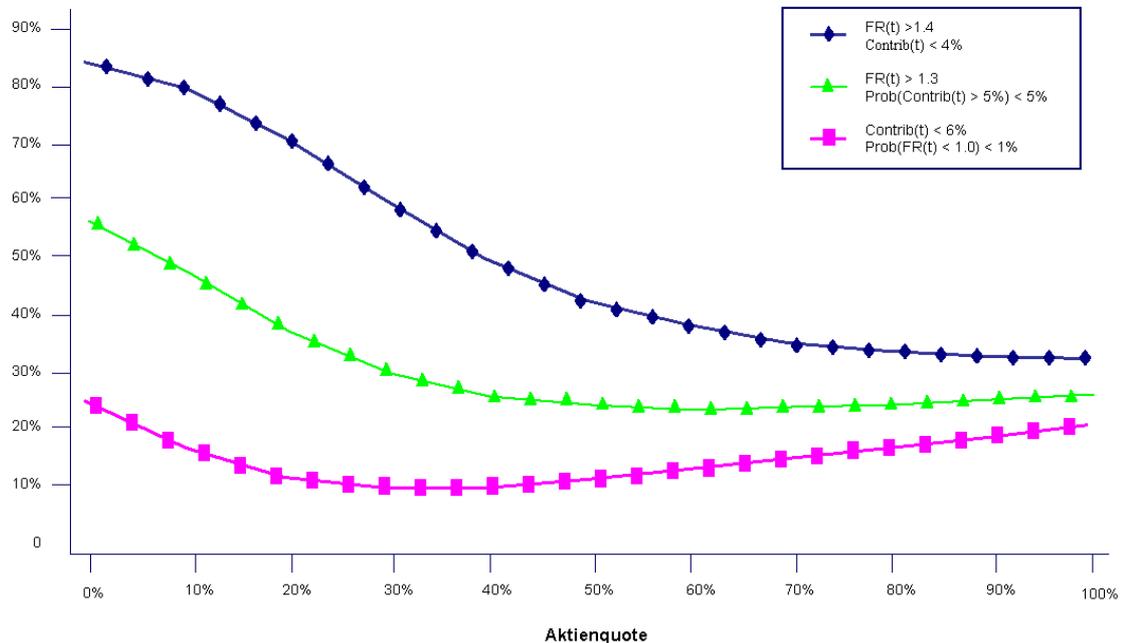
Diesem Zielkonflikt kann nur begegnet werden, wenn der Pensionsfonds grundsätzlich die Möglichkeit zum Abwägen und Einsatz alternativer Politikmaßnahmen hat. Falls die Richtlinien des Plans dies zulassen, kann durch eine geeignete Dotierungspolitik, eine flexible Bildung von Reserven, und durch Maßnahmen bei der Verteilung von Überschüssen auf Risiko und Renditen bzw. Kosten erheblich Einfluss genommen werden. Dabei sind darüber hinaus auch andere Arten von Risiken zu beachten, z.B. eine übermäßig ‘riskante’ Anlagepolitik, welche beispielweise zu häufigen zwischenzeitlichen Leistungskürzungen (bzw. zum Ausfall von Überschüssen) führen kann, oder auch eine übermäßig konservative Reservepolitik, welche zu starken Verzerrungen der Leistungsgestaltung über die Generationen führen kann. Insgesamt ist der Begriff “Risiko” hier sehr weit zu definieren, nämlich als Wahrscheinlichkeit daß der Pensionsfonds seine vorgegebenen Ziele nicht erreichen kann.

Schaubild 3 zeigt den Einfluß der übergeordneten Zielsetzung eines Pensionsfonds auf die Anlagepolitik. Es wird von drei Zielfunktionen ausgegangen: Zielfunktion 1 verlangt, daß die Verbindlichkeiten zu jedem Zeitpunkt zu mindestens 40% überdeckt sein sollen, und daß die Beiträge des Unternehmens 4% der Gehaltssumme zu keinem Zeitpunkt überschreiten sollen. Zielfunktion 3 ist weniger anspruchsvoll, die Beiträge werden auf maximal 6% der Gehaltssumme begrenzt, und die Wahrscheinlichkeit einer Unterdeckung darf bis zu 1% betragen. Ziel 2 liegt zwischen Ziel 1 und Ziel 3. Versucht man nun die

---

### Schaubild 3

Wahrscheinlichkeit d. Zielverfehlung



Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung über alle simulierten Fälle zu maximieren, so wäre dies für Zielfunktion 3 bei gegebenen sonstigen Annahmen mit einer Aktienquote von ca. 30% bis 40% möglich. Die Wahrscheinlichkeit der Zielverfehlung läge dann bei ca. 10%. Bei Zielfunktion 1 hingegen müsste die Aktienquote bei über 80% liegen, und selbst dann betrüge die Wahrscheinlichkeit einer Zielverfehlung noch über 30%. Im Ergebnis sind die Zielvorgaben wesentliche Determinanten der Anlagepolitik. Eine ‚riskante‘ Anlagepolitik kann notwendig sein, um ein ‚riskantes‘ Ziel zu erreichen, in der Regel dann begleitet von einem hohen Risiko der Zielverfehlung.

Solche möglichen Entwicklungen können über den Einbau von Restriktionen der Politikgestaltung in der Asset/Liability-Studie abgebildet werden. Beispiele hierfür wären:

- Das Ausschalten von Politikvarianten, die mit mehr als einer bestimmten Wahrscheinlichkeit zu einer Unterdeckung oder zu einer übermäßigen Überdeckung führen.
- Das Einführen einer maximalen Abweichung der Beitragsrenditen über alle Zeiträume und Varianten.
- Das Ausschalten von Politikvarianten, die mit mehr als einer bestimmten Wahrscheinlichkeit zu unerwünscht hohen oder auch zu niedrigen Beitragszahlungen bzw. Zuschüssen führen.

Die Kombination von Stufe 2 der Asset/Liability-Studie mit Stufe 3 bildet dann auch die Grundlage für sogenannte Stress-Tests. Im Unterschied zu den Ausführungen in der

Begründung zu § 1 Absatz 2 PFKapAV dienen diese so angewendet nicht dem kurzfristigen sondern dem langfristigen Risikomanagement: Welches sind die Konsequenzen einer signifikanten Veränderung der Rahmenbedingungen z.B. am Kapitalmarkt, und welche Möglichkeiten hat der Pensionsfonds dieser zu begegnen? Dabei werden in der Praxis oft mehr neue Fragen gestellt als alte Fragen beantwortet:

- Welche strategische Zielfunktion möchte das Unternehmen bei der Steuerung implementieren?
- Sollen die Verbindlichkeiten zu jedem Zeitpunkt abgesichert sein, oder soll eine flexiblere Liquiditätssteuerung erfolgen?

Und insbesondere

- Wie sollen die verschiedenen Risiken zueinander ins Verhältnis gesetzt werden?

Dem Durchführungsweg Pensionsfonds sind hier durch das VAG und die entsprechenden Verordnungen Grenzen gesetzt, die anderen Durchführungswege lassen mehr Freiräume. Andererseits liegt hier die wesentliche Aufgabe für jede Einrichtung zur Altersvorsorge bzw. zur Altersversorgung, nämlich in der Konzeption und Durchführung eines adäquaten strategischen Risikomanagements. Die Komplexität dieser Fragestellungen wird den umsichtigen Risikomanager – also den ‚Prudent Expert‘ – aber nicht von der Durchführung solcher Analysen abschrecken, sondern diese geradezu nahelegen und fordern.

#### **4. Taktische Umsetzung und ‚Outsourcing‘ des Asset Management**

Die eigentliche Kapitalanlage im taktischen Bereich ergibt sich dann beinahe als sekundäre Funktion, deren Umsetzung durchaus auch außerhalb des Versorgungsträgers erfolgen kann. Wir kommen wieder auf § 1 Abs.2 PFKapAV zurück: *„Die Einhaltung der allgemeinen und besonderen Anlagegrundsätze sind durch ein qualifiziertes Anlagemanagement, ... sowie sonstige organisatorische Maßnahmen sicherzustellen“*. Nun gibt es ja durchaus schon Vorgaben über notwendige Voraussetzungen zur qualifizierten Durchführung eines Managements von Kapitalanlagen, nämlich im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften KAGG. Darüber hinaus sind durch das Rundschreiben 11/01 vom 6. Dezember 2001 durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen BAKred auch jüngst Regeln für das ‚Outsourcing‘ des Managements von Kapitalanlagen für Kapitalanlagegesellschaften definiert worden.

Anders als das an den spezifischen Verbindlichkeiten orientierte strategische Management der Kapitalanlagen eines Pensionsfonds kann die taktische Umsetzung im Rahmen eines herkömmlichen Fondsmanagements erfolgen. Ein ‚Outsourcing‘ des taktischen Managements der Kapitalanlage von einem Pensionsfonds an Kapitalanlagegesellschaften sollte den Anforderungen des § 1 Abs.2 PFKapAV somit direkt entsprechen. Der Pensionsfonds sollte allerdings sicherstellen, daß die Auswahl der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften und die Mandatsvergabe den allgemeinen treuhänderischen Grundsätzen und Anforderungen an Transparenz entspricht, wobei sich das Einschalten eines externen Beraters auch in diesem Sinne als hilfreich erweisen kann. Daß die Mandate in ihrer Ausrichtung mit den Ergebnissen der Asset/Liability-Studie korrespondieren müssen erscheint ohnehin selbstverständlich, im weiteren muß dann eine sinnvolle laufende Kontrolle der Asset Manager in das Risikomanagement des Pensionsfonds integriert werden.

Alternativ kann der Pensionsfonds natürlich die Kompetenzen für ein qualifiziertes Anlagemanagement im taktischen Bereich auch intern aufbauen, die hier notwendigen Strukturen könnten dann im wesentlichen den im KAGG definierten Anforderungen entsprechen. Eine Abweichung der Anforderungen an Pensionsfonds von denen an Kapitalanlagegesellschaften in diesem Bereich der taktischen Kapitalanlage wäre unnötig und würde die ohnehin schon hohe Komplexität in der betrieblichen Altersversorgung nur weiter erhöhen. Im Ergebnis wäre damit eine Integration der Vorgaben der Finanzmarktaufsicht für die verschiedenen Funktionen der Altersversorgung und des Asset Management hergestellt, welche den Übergang zum Konzept des ‚Prudent Expert‘ abrunden würde.

*Peter König arbeitet als Executive Director bei der Morgan Stanley Bank AG in Frankfurt am Main. Der Artikel gibt den Inhalt des Vortrages wieder, den er am 14. Mai 2002 im Rahmen der Vortragsreihe der TU Wien gehalten hat.*

