

Dr. Dominique S. Ammann

Anlagestrategien für Pensionskassen

B 48 813
Juristische Gesamtbibliothek
der Technischen Hochschule
Darmstadt

Verlag Paul Haupt Bern und Stuttgart

I N H A L T S Ü B E R S I C H T

Seite

1	EINLEITUNG	1
1.1	Volkswirtschaftliche Bedeutung der Pensionskassen	1
1.2	Veränderte Rahmenbedingungen der Vermögensverwaltung	3
1.3	Untersuchungen zum Anlageverhalten von Pensionskassen	4
1.4	Ziel und Aufbau der Arbeit	6
1.5	Grundbegriffe und Abgrenzung	10
1. TEIL:	GRUNDLAGEN UND BESTIMMUNGSFAKTOREN DES ANLAGEVERHALTENS SCHWEIZERISCHER PENSIONS KasSEN	13
2	AUFBAU UND FUNKTION DER PENSIONS KasSEN IN DER SCHWEIZ	13
2.1	Zweck und Funktion	13
2.2	Arten	14
2.3	Rechtsform und Organisation	17
2.3.1	Rechtsform	17
2.3.2	Organisation	18
2.4	Finanzierung	19
2.4.1	Beitragszahlungen	20
2.4.2	Kapitalertrag	20
2.4.3	Mutations- und Risikogewinne	22
2.5	Leistungen	23
2.5.1	Vorsorgeleistungen	23
2.5.2	Freizügigkeitsleistungen	24
2.6	Versicherungstechnische Rechnungsgrundlagen	25
2.6.1	Biometrische Rechnungsgrundlagen	25
2.6.2	Demographische Rechnungsgrundlagen	26
2.6.3	Wirtschaftliche Schätzungselemente	28

3	ZIELE VON PENSIONS KASSEN	29
3.1	Die Interessen der Sozialpartner	29
3.2	Vorsorgeziele	31
3.2.1	Reale Vorsorge	31
3.2.2	Finanzielle Vorsorge	32
3.3	Finanz- und personalpolitische Nebenziele	34
3.3.1	Steuerprivilegierte Zuwendungen des Arbeitgebers	34
3.3.2	Anlagen beim Arbeitgeber	36
3.3.2.1	Problematik und Bedeutung	36
3.3.2.2	Gesetzgeberische Einschränkungen	37
3.3.3	Förderung privaten Wohneigentums	39
3.3.3.1	Grundlagen und Instrumente	39
3.3.3.2	Problematik und Bedeutung	42
3.3.4	Bereitstellung günstigen Wohnraums für die Destinatäre	44
3.4	Anlageziele	45
3.4.1	Liquidität	46
3.4.2	Sicherheit	46
3.4.2.1	Definition	46
3.4.2.2	Nominelle Sicherheit	47
3.4.2.3	Realwertsicherheit	48
3.4.2.4	Produktivitätssicherheit	49
3.4.2.5	Leistungsspezifische Sicherheit	50
3.4.3	Rendite	51
3.4.3.1	Definition	51
3.4.3.2	Renditeziel: Technischer Zins	52
3.4.3.3	"Goldene Regel": Theorie und Empirie	53
3.4.3.4	Renditeziel: Zuwachsrate der Leistungsverpflichtungen	54
4	DER FINANZIELLE STATUS EINER PENSIONS KASSE	57
4.1	Versicherungstechnische Bilanz	57
4.1.1	Zweck und Aufbau	57
4.1.2	Nettovermögenswert von Pensionskassen	58
4.1.3	Bedeutung des Nettovermögenswertes	59
4.1.4	Nettovermögenswert und Anlageverhalten	61
4.2	Kaufmännische Bilanz	62
4.2.1	Kaufmännische Buchführung	63
4.2.2	Bilanzierung der Aktiven	64
4.2.2.1	Bewertung von Nominalwertanlagen	64
4.2.2.2	Bewertung von Sachwertanlagen	65
4.2.2.3	Bewertungsvorschriften und Anlageverhalten	66

5	ANLAGEVORSCHRIFTEN	68
5.1	Einleitung	68
5.2	Anlagevorschriften gemäss BVG	70
5.3	Interne Anlagevorschriften	73
5.4	Anlagevorschriften und Anlageverhalten	73
6	VERANTWORTLICHKEIT, HAFTUNG UND SICHERHEITSFONDS	76
6.1	Verantwortlichkeit und Haftung	76
6.1.1	Begriff und Grundlagen	76
6.1.2	Verantwortlichkeit, Haftung und Anlageverhalten	78
6.2	Sicherheitsfonds	78
6.2.1	Zweck und Aufgaben	78
6.2.2	Sicherheitsfonds und Anlageverhalten	80
7	ANLAGE-, PLANUNGS- UND ENTSCHEIDUNGSHORIZONT	82
7.1	Anlagehorizont	82
7.2	Planungs- und Entscheidungshorizont	83
7.3	Zeithorizont und Anlageverhalten	83
8	ZUSAMMENFASSUNG TEIL 1	86
2. TEIL:	ASSET ALLOCATION KONZEPTE FÜR PENSIONS-KASSEN	89
9	FINANZTHEORETISCHE GRUNDLAGEN	89
9.1	Anlagerisiko und Diversifikation	89
9.1.1	Begriff	89
9.1.2	Variabilität und Volatilität als Risikomasse	89
9.1.3	Einzel- und Marktrisiko	90
9.1.4	Empirische Untersuchungen	92
9.1.5	Diversifikationseffekt und Portfoliobildung	93
9.1.6	Diversifikation und Vermögensgrösse	94

9.2	Annahmen der Finanztheorie	95
9.2.1	Wahlverhalten der Investoren	95
9.2.2	Normalverteilung der Renditen	95
9.2.2.1	Theoretische Herleitung	95
9.2.2.2	Empirische Untersuchungen	96
10	BISHERIGES ANLAGEVERHALTEN	99
10.1	Datenmaterial	99
10.2	Das Anlageverhalten aller Pensionskassen	101
10.3	Das Anlageverhalten öffentlicher Pensionskassen	101
10.4	Das Anlageverhalten privater Pensionskassen	103
10.5	Das Anlageverhalten britischer und amerikanischer Pensionskassen	104
11	NAIVE ANLAGESTRATEGIEN	106
11.1	Begriff	106
11.2	Gleichgewichtete Anlagestrategie	106
11.2.1	Methodik	106
11.2.2	Diversifikationseffekt	108
11.3	Wertgewichtete Anlagestrategie	111
11.3.1	Methodik	111
11.3.2	Diversifikationseffekt	114
11.3.3	Vollkommenheit der Finanzmärkte	116
12	EFFIZIENTE ANLAGESTRATEGIEN	118
12.1	Effiziente Diversifikation nach MARKOWITZ	118
12.1.1	Begriff	118
12.1.2	Methodik	118
12.1.3	Kurve des effizienten Wahlbereiches	120
12.2	Konzepte für die Auswahl des optimalen Portfolios	123
12.2.1	Einleitung	123
12.2.2	Präferenzorientierte Auswahlkonzepte	123
12.2.2.1	Theorie	123
12.2.2.2	Risikotoleranz des Investors	126
12.2.2.3	Risikoaversion und Verlustvermeidung	128
12.2.3	Präferenzneutrale Auswahlkonzepte	128
12.2.3.1	Begriff	128
12.2.3.2	Das geometrische Mittel	129

12.2.3.3	Der Rendite/Risiko-Quotient	129
12.2.3.4	Die untere Vertrauensgrenze	131
12.2.4	Kritik	131
13	MODELL FÜR DIE BESTIMMUNG VON MINDESTRENDITE UND RISIKOTOLERANZ EINER PENSIONSKASSE	133
13.1	Einleitung	133
13.2	Grunddaten der Pensionskasse	134
13.2.1	Mitgliederbestand	134
13.2.2	Lohn- und Preisentwicklung	135
13.2.3	Beitragszahlungen und Rentenleistungen	137
13.3	Entwicklung des Deckungskapitals und die Bestimmung der Mindestrendite	138
13.3.1	Einnahmen und Ausgaben	138
13.3.2	Die Veränderungsrate der Leistungsverpflichtungen und die Mindestrendite	140
13.3.2.1	Die Veränderungsrate der anwartschaftlichen Renten	140
13.3.2.2	Die Veränderungsrate der laufenden Renten	141
13.3.2.3	Die Mindestrendite	141
13.3.3	Die Entwicklung des Deckungskapitals	143
13.4	Die Entwicklung des Vermögens und die Bestimmung der Risikotoleranz	144
13.4.1	Die Entwicklung des Vermögens	144
13.4.2	Nettovermögen Ende Jahr und Sonderbeiträge	145
13.4.3	Nettovermögen Anfang Jahr und Schwankungsreserve	146
13.4.4	Schwankungsreserve und Risikotoleranz	147
13.5	Erfolgskontrolle und Kennzahlen	149
13.5.1	Renditevergleich	149
13.5.2	Risikovergleich	150
13.5.3	Deckungsgrad und Rentenindizes	151
14	ZUSAMMENFASSUNG TEIL 2	153
3. TEIL:	EMPIRISCHE EX POST ANALYSE DIVERSER ANLAGESTRATEGIEN	156
15	MITTELWERT/VARIANZ-ANALYSE DIVERSER ANLAGEKATEGORIEN	156
15.1	Einleitung	156
15.1.1	Beobachtungsperiode	156
15.1.2	Datenmaterial	157

15.2	Liquide Mittel	159
15.3	Obligationen	162
15.3.1	Obligationen Schweiz	163
15.3.2	Obligationen Deutschland	164
15.4	Hypotheken	169
15.5	Guthaben beim Arbeitgeber	171
15.6	Aktien	173
15.6.1	Aktien Schweiz	173
15.6.2	Aktien Deutschland	177
15.6.3	Aktien USA	181
15.7	Immobilien	185
15.8	Beurteilung der Untersuchungsergebnisse	190
15.8.1	Vergleich der Performance der Anlagekategorien	190
15.8.2	Vergleich mit anderen empirischen Untersuchungen	197
16	MITTELWERT/VARIANZ-ANALYSE AUSGEWÄHLTER ANLAGESTRATEGIEN	202
16.1	Zielsetzung und Vorgehen	202
16.2	Bisheriges Anlageverhalten der privaten Pensionskassen	202
16.2.1	Die Auslandsanlagen der privaten Pensionskassen	204
16.2.2	Die Bildung der Subportfolios Obligationen und Aktien	205
16.2.2.1	Das Subportfolio Obligationen	205
16.2.2.2	Das Subportfolio Aktien	207
16.2.3	Die Performance des Anlageverhaltens privater Pensionskassen in der Schweiz	209
16.3	Naive Anlagestrategien	211
16.3.1	Gleichgewichtete Anlagestrategie	211
16.3.1.1	Die gleichgewichtete Vermögensstruktur	211
16.3.1.2	Die Performance der gleichgewichteten Anlagestrategie	211
16.3.2	Wertgewichtete Anlagestrategie	213
16.3.2.1	Die wertgewichtete Vermögensstruktur	213
16.3.2.2	Die Performance der wertgewichteten Anlagestrategie	217
16.4	Effiziente Anlagestrategien	219
16.4.1	Das effiziente Subportfolio Aktien	219
16.4.2	Das effiziente Subportfolio Obligationen	222
16.4.3	Das effiziente Gesamtportfolio	224

16.5	Eine praktikable Anlagestrategie	226
16.5.1	Zielsetzung und Ausgangslage	226
16.5.2	Das "Rendite-Maximale" und das "Rendite/Risiko Quotient" Portfolio	227
16.5.3	Die "praktikable" Portfoliostruktur	229
16.5.4	Die Performance der "praktikablen" Anlagestrategie	232
16.5.5	Die "praktikable" Anlagestrategie nach FURRER	234
16.6	Vergleich der Performance der verschiedenen Anlagestrategien	236
17	BEURTEILUNG AUSGEWÄHLTER ANLAGESTRATEGIEN	239
17.1	Eignung der Anlagestrategien für die Pensionskassen	239
17.1.1	Zielsetzung und Vorgehen	239
17.1.2	Die verschiedenen Pensionskassentypen	240
17.1.2.1	Kriterien für die Charakterisierung der Pensionskassen	240
17.1.2.2	Die "normale" Modellpensionskasse	241
17.1.2.3	Die "junge" Modellpensionskasse	244
17.1.2.4	Die "alte" Modellpensionskasse	246
17.1.3	Eignung der Anlagestrategien für die "normale" Pensionskasse	249
17.1.4	Eignung der Anlagestrategien für die "junge" Pensionskasse	254
17.1.5	Eignung der Anlagestrategien für die "alte" Pensionskasse	258
17.2	Die BVG-Konformität der Anlagestrategien	262
17.2.1	Die Einhaltung der BVG-Anlagerichtlinien	262
17.2.2	Die Opportunitätskosten der BVG-Anlagerichtlinien	263
18	ZUSAMMENFASSUNG TEIL 3 UND SCHLUSSFOLGERUNGEN	265
	ANHANG (Seiten A-1 bis A-118)	273
	LITERATURVERZEICHNIS	392