

Robert Guttman

---

## Die strategische Rolle der Pensionsfonds

### 1. Das schnelle Wachstum der Pensionsfonds

Die Bedeutung der Pensionsfonds hat insbesondere in den USA und in Großbritannien in den letzten Jahrzehnten enorm zugenommen. Ihr Wachstum nach dem zweiten Weltkrieg ist mehreren Faktoren geschuldet, vor allem der größeren Zahl von Arbeitnehmern, deren Altersversorgung über Pensionsfonds sichergestellt werden soll, und den steuerlichen Vorteilen, die Pensionsfonds zu einer bevorzugten Sparform gemacht haben. In den letzten Jahren hat das Wachstum der Pensionsfonds auch von den verbesserten Erträgen profitiert, die aufgrund des Booms am Aktien- und am Rentenmarkt gezahlt werden konnten.

Das Wachstum der Pensionsfonds wird sich in der nächsten Dekade wahrscheinlich fortsetzen, allein schon aufgrund des demographischen Drucks der von einer rasch alternden Bevölkerung ausgeht. Pensionsfonds werden zu einer immer wichtigeren Ergänzung der zunehmend eingeschränkten Leistungen der staatlichen Sozialversicherungssysteme werden. Darüberhinaus werden Pensionsfonds auch in der europäischen, lateinamerikanischen und asiatischen Ökonomie zu einer immer wichtigeren Kraft werden, da in diesen Regionen eine Regierung nach der anderen Reformen des Finanzmarktes implementiert, die solche Institutionen begünstigen.

Tabelle 1: Anlagevermögen der Pensionsfonds in Mrd. \$

	1989	1994	1999 (geschätzt)
USA	2.426	3.760	5.936
Japan	513	1.118	1.750
Großbritannien	453	775	1.116
Kanada	181	238	381
Niederlande	202	264	361
Schweiz	133	191	343
Deutschland	84	124	177
Australien	42	82	166
Schweden	60	78	134
Dänemark	33	53	96

Quelle: InterSec Research Corp. (aus: *Pensions & Investments*, Mai 1995)

Berücksichtigt man diese Trends, dann ist es keine Übertreibung anzunehmen, daß die Pensionsfonds im globalen Maßstab bald dieselbe strategische Position einnehmen, die sie in den USA und in Großbritannien bereits inne haben. In beiden Ländern sind Pensionsfonds zu dominanten Institutionen geworden, die von ihrem Volumen her mit den Geschäftsbanken vergleichbar sind.

Tabelle 2: *Anteile am Markt für Finanzanlagen der USA*

	1966	1978	1984	1992
Geschäftsbanken	37,3%	37,4%	32,9%	26,6%
Öffentl. u. priv. Pensionsfonds	11,7%	16,5%	19,1%	23,9%

Quelle: *Flow of Funds Account* (Federal Reserve)

Die globale Bedeutung der Pensionsfonds wird noch dadurch verstärkt, daß sich auch die einzelnen Fonds zunehmend bemühen, auf der internationalen Ebene zu agieren. So spielen US-amerikanische Pensionsfonds gemeinsam mit Großbanken (wie der Citibank) und Versicherungsunternehmen (wie Aetna) eine führende Rolle in den neu eingerichteten lateinamerikanischen Pensionsfonds, was sie in Mexiko bereits voerxerziert haben. Noch wichtiger ist die Tatsache, daß die Pensionsfonds als Bestandteil ihrer Anlagediversifizierung zunehmend ausländische Wertpapiere kaufen (vgl. Tabelle 3). Damit werden sie zu einer der wichtigsten Kräfte bei der Globalisierung des Finanzmarktes. Insbesondere die angelsächsischen Pensionsfonds sind zu bedeutenden Akteuren auf den Währungsmärkten und in den noch schwachen Kapitalmärkten der »Schwellenländer« geworden.

Tabelle 3: *Prozentualer Anteil der nicht-inländischen Investitionen der Pensionsfonds*

	1989	1994	1999 (geschätzt)
USA	3,7	8,0	12,2
Japan	8,4	7,6	14,4
Großbritannien	22,7	28,0	28,0
Kanada	6,4	17,0	19,0
Niederlande	11,5	18,7	22,8
Schweiz	4,3	12,3	15,3
Deutschland	4,5	3,6	5,3
Australien	17,5	16,1	20,9
Schweden	--	1,1	6,0
Dänemark	--	7,7	11,4

Quelle: InterSec Research Corp. (aus: *Pensions & Investments*, Mai 1995)

## 2. Investitionsstrategien der Pensionsfonds

Neben regelmäßigen Einzahlungen der Arbeitgeber haben die Pensionsfonds genau festgelegte Zahlungsverpflichtungen an die Rentner, so daß die Struktur ihrer Ein- und Ausgaben recht stabil ist. Dies ermöglicht den Pensionsfonds langfristige Anlagetitel zu halten. Ungeachtet national unterschiedlicher Regelungen über die Zusammensetzung ihres Anlagekapitals und der verfügbaren Liquidität haben sämtliche Pensionsfonds ihre Investitionen in langfristigen Anlagen wie Hypotheken, festverzinslichen Anleihen und Aktien konzentriert.

Tabelle 4: Anlagen der Pensionsfonds (in Prozent ihres Gesamtvermögens)

	Staatsanleihen	Unternehmensanleihen	Aktien
Großbritannien	11	3	63
USA	20	16	46
Deutschland	17	8	18
Kanada	39	8	33
Niederlande	14	4	20
Schweden	22	63	1
Dänemark	11	56	7
Australien	13	7	27

Quelle: E.P.Davis, *Pension Funds*, Clarendon Press, Oxford, 1995.

Während es im kontinentalen Europa für die Pensionsfonds normalerweise detaillierte Vorschriften über die Zusammensetzung ihrer Anlagen gibt, verlangt der Staat in den USA, wo die Kapitalmärkte sehr gut entwickelt sind, nur die Einhaltung vager Vorsichtsregeln. Hier haben die Pensionsfonds den größten Teil ihrer Gelder im Renten- und im Aktienmarkt investiert und sind dadurch zu entscheidenden Geldquellen für die großen Unternehmen geworden.

Tabelle 5: Anteil der Pensionsfonds an der Unternehmensfinanzierung (in Prozent der Verpflichtungen der Unternehmen)

	Anleihen	Aktien	Kredite
Großbritannien	--	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: E.P.Davis, *Pension Funds*, Clarendon Press, Oxford, 1995.

Daß die Pensionsfonds in Unternehmensanleihen und Aktien investieren, bedeutet jedoch nicht notwendigerweise, daß sie der amerikanischen Industrie diejenige stabile und langfristige Finanzierung bieten, die etwa die deutschen oder japanischen Unternehmen von ihren Hausbanken erhalten. Ganz im Gegenteil neigen die Pensionsfonds der USA eher zu einem kurzfristigen Verhalten, um ihre laufenden Gewinne zu maximieren ähnlich wie die Investmentfonds. Die Pensionsfonds investieren zwar in langfristige Titel, sind aber bereit, diese kurzfristig zu kaufen und zu verkaufen. Die kurzfristige Orientierung der institutionellen Investoren (Pensionsfonds, Investmentfonds, Versicherungsunternehmen) wird überzeugend durch die Tatsache illustriert, daß ihr Anteil am Handel mit Aktien des amerikanischen Aktienmarktes von 8% im Jahr 1960 auf gegenwärtig 60% gestiegen ist, daß aber die durchschnittliche Zeit, in der eine Aktie gehalten wird von sieben Jahren (in den frühen 60ern) auf gegenwärtig weniger als zwei Jahre zurückgegangen ist. Im Durchschnitt verkaufen Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger 40% ihrer Aktien bereits wieder innerhalb des ersten Jahres nach dem Kauf.

Die kurzfristige Orientierung der amerikanischen Pensionsfonds hat eine Reihe von institutionell bedingten Gründen:

- Die meisten Fonds werden durch Dritte gemanagt, häufig eine Bank oder ein Versicherungsunternehmen. Üblicherweise versuchen die Fondsmanager mit ihrem Ergebnis bestimmte Indizes zu schlagen, wie etwa den »Standard & Poor« Aktienindex. Um dieses Ziel zu erreichen, kaufen und verkaufen sie häufig Wertpapiere, um Gewinne zu realisieren. Darüberhinaus engagieren sie sich auch stark in den sog. Derivaten, wie etwa Indexoptionen, zum Teil um ihre Anlagen gegen Risiken abzusichern, zum Teil aus spekulativen Gründen.
- In den Händen solcher Manager von außerhalb betrachten sich die Pensionsfonds üblicherweise nicht als aktive Eigentümer, die mit bestimmten Unternehmen eine starke Bindung haben. Stattdessen handeln sie als passive Investoren, die ihre Aktienstimmrechte delegieren.
- Mehr als zwei Drittel der amerikanischen privaten Pensionspläne garantieren ihren Pensionären ein bestimmtes Pensionsniveau. Die notwendigen Einzahlungen hängen dann von dem Verhältnis der gegenwärtigen Erträge zu den künftigen Zahlungsverpflichtungen ab. Daher existiert von Seiten der Unternehmen, die für ihre Angestellten Beiträge in Pensionsfonds einzahlen, ein starker Druck auf die Fondsmanager, die laufenden Erträge zu maximieren, damit ihre eigenen Zahlungsverpflichtungen gering bleiben. (Pensionsfonds, die vom staatlichen Stellen für die Beschäftigten des öffentlichen Dienstes gemanagt werden, haben einen etwas längeren Investitionshorizont, da sie von festen Beiträgen ausgehen und die zukünftigen Zahlungen offen bleiben.)

### **3. Die Art und Weise der Unternehmensführung**

Als kurzfristige Investoren und aufgrund der Größe ihrer Operationen haben die Pensionsfonds erheblich zu der angestiegenen Preisvolatilität der Aktien- und Anleihemärkte beigetragen. Dies traf insbesondere in den 80er Jahren zu als die größten privaten Pensionsfonds der USA eine entscheidende Rolle in der Fusionswelle spielten, die damals die Märkte anheizte. Da sie die Möglichkeit von erheblichen kurzfristigen Gewinnen sahen, unterstützten sie feindliche Übernahmen. Sie stellten auch Liquidität für die extrem riskanten »junk bonds« zur Verfügung oder beteiligten sich als stille Teilhaber an Unternehmensaufkäufen.

Obwohl diese Praktiken mit dem Aktienkrach von 1987 und den Wall Street Skandalen der späten 80er Jahre in Verruf gerieten, hatten die Pensionsfonds bis dahin eine bedeutende Funktion für die Veränderung des autokratischen Managementstils, der typisch für die führenden Unternehmen Amerikas war. Bei diesem tief verwurzelten Führungsstil, auf den auch die Aktienbesitzer kaum Einfluß hatten, waren Firmenübernahmen der einzig effektive Mechanismus, um ein schlechtes Management zu sanktionieren, das die internationale Konkurrenzfähigkeit vieler amerikanischer Unternehmen unterminiert und zu einer Unterbewertung auf den Aktienmärkten geführt hatte. Indem sie mit ihrem beträchtlichen Gewicht feindliche Übernahmen unterstützten, erzwangen die Pensionsfonds dramatische Veränderungen in den Managementstrukturen und den Unternehmensstrategien, die die US-Industrie nach einer schmerzhaften Periode der Restrukturierung und des »downsizing« wieder konkurrenzfähig machten.

Gegenwärtig sind wir aber auch Zeuge einer weiteren einschneidenden Veränderung der amerikanischen Unternehmen. Die 50 führenden amerikanischen Pensionsfonds, die zusammen über mehr als die Hälfte des gesamten Anlagevermögens der amerikanischen Fonds verfügen, wurden in vielen Bereichen zu den größten Anteilseignern der jeweiligen Unternehmen. Zwar darf ein einzelner Pensionsfonds nur maximal 5% der Aktien von einer Firma halten, zusammen halten die Pensionsfonds aber häufig 35-40% der Aktienanteile. Sollte ein Fonds 1% der Aktien einer Firma verkaufen, so hätte dies beträchtliche Auswirkungen auf den Kurs, selbst wenn dieser Verkauf im Tertiärmarkt geschieht, auf dem große Aktienpakete zwischen den institutionellen Anlegern gehandelt werden. Pensionsfonds sehen sich daher der Gefahr ausgesetzt, den Wert ihres Portfolios zu vermindern, wenn sie sich von einem größeren Aktienpaket trennen wollen. Betrachtet man die Pensionsfonds in ihrer Gesamtheit, dann ist es offensichtlich, daß sie nicht alle gleichzeitig ihre Anteile an einer bestimmten Firma verkaufen können.

Da sie nicht einfach aussteigen können, müssen die Pensionsfonds der Möglichkeit ins Auge sehen, daß sie gezwungen sein können, ihre Anteile

für längere Zeit zu halten. Diese Perspektive führte dazu, daß sich in den letzten Jahren viele Pensionsfonds viel stärker mit den langfristigen Ausichten »ihrer« Unternehmen beschäftigten als dies früher der Fall war. Diese Tendenz wurde noch durch eine Verschiebung von Pensionsplänen mit festgelegter Auszahlung zu solchen mit festgelegten Einzahlungen verstärkt. Die Vorteile der letzteren, insbesondere geringere Verwaltungskosten und Vorschriften und die Verschiebung des Risikos auf die Beschäftigten wurden angesichts der relativ schlechten Ergebnisse der ersteren immer wichtiger. Vor allem stehen die Pensionspläne mit festgelegten Einzahlungen unter einem geringeren Druck kurzfristige Gewinne zu machen als die Pläne mit festgelegten Auszahlungen, so daß sie auch ihre Investitionen eher in einer langfristigen Perspektive betrachten können.

Die Verwandlung der amerikanischen Pensionsfonds von passiven Investoren zu aktiven Eigentümern wurzelte in dem Kollaps des Übernahmebooms in den späten 80er Jahren. Ironischerweise war das größere Engagement der Pensionsfonds nicht zuletzt ein Ergebnis der Desillusionierung über die Ergebnisse der Übernahmeschlachten, die die Fonds selbst angeheizt hatten. Die Fondsmanager gerieten zunehmend in Sorge über die teuren Verteidigungsmaßnahmen schwacher Firmen, über die enttäuschenden finanziellen Ergebnisse der Aufkäufe sowie über die schwere Schuldenlast der Unternehmen nach den Übernahmeschlachten.

Die zunehmende Unzufriedenheit unter den institutionellen Investoren verschaffte sich nach Veränderungen der gesetzlichen Regelungen auch in der Unternehmenspolitik mehr Gehör. 1988 wurde die Abtretung der Aktienstimmrechte schwieriger gemacht, so daß sich die Pensionsfonds mit Angelegenheiten befassen mußten, die sie früher ignoriert hatten. Und in den 90er Jahren erleichterte es die Wertpapieraufsichtsbehörde (Securities Exchange Commission) den Aktienbesitzern ihr Abstimmungsverhalten zu koordinieren, während gleichzeitig die Informationspflicht der Unternehmen über die Bezahlung der Manager und die Leistungen des Management erhöht wurde. Die potentielle Macht der Pensionsfonds wurde in dieser Zeit auch durch die politisch motivierten Aktionen der größten Fonds des öffentlichen Sektors demonstriert, insbesondere durch ihre Rücknahme von Investitionen in Unternehmen, die mit dem südafrikanischen Apartheidregime kooperierten und Initiativen gegen Firmen, die die Umweltschutzgesetze verletzten.

Seither hat sich die Aktivität der Pensionsfonds auf die Beeinflussung der Art und Weise der Unternehmensführung verschoben. Insbesondere die großen Fonds sind gegen exzessive Gehälter des Managements und teure Übernahmeschlachten vorgegangen, haben auf eine Trennung von Aufsichtsrat und Geschäftsführung sowie die Entlassung von schlechten Topmanagern hingewirkt. Selbst auf bedeutende Firmen wie IBM, Westing-

house, Kodak, Amex, General Motors und in jüngster Zeit Disney wurde in dieser Richtung Druck ausgeübt. Pensionsfonds haben sogar grundsätzliche Restrukturierungen einzelner Firmen erzwungen.

Die Fonds verfügen inzwischen über viele Wege, um Druck auf die Unternehmensmanager auszuüben. Sie haben nicht nur als Eigentümer Macht, sondern auch als Geldgeber (bereits oben wurde die Bedeutung der Pensionsfonds als Halter von Unternehmensanleihen angesprochen). Wenn die Fonds ihre Vorstellungen in informellen Runden mit den Unternehmensführungen nicht durchsetzen können, haben sie immer noch die Möglichkeit durch Lobbyarbeit, weitere Aktienbesitzer auf ihre Seite zu ziehen. Und schließlich können sie ihre Unterstützung der Unternehmenspolitik von der Ernennung weiterer Direktoren oder der Erfüllung bestimmter unternehmerischer Standards abhängig machen.

In den vergangenen Jahren haben die amerikanischen Pensionsfonds zunehmend ausgefeiltere statistische Methoden entwickelt, um die Unternehmensergebnisse zu kontrollieren. Auf der Grundlage solcher Analysen haben mehrere Fonds Listen von Unternehmen erstellt, von denen sie Veränderungen erwarten. Ein wichtiger Schritt in dieser Richtung erfolgte 1993 als das »Council of Institutional Investors«, das Pensionsfonds repräsentiert, die zusammen über ein Anlagevermögen von 600 Mrd. Dollar verfügen, eine Liste von 50 Firmen veröffentlichte, die nach verschiedenen Kriterien der Unternehmensbeurteilung ein unterdurchschnittliches Ergebnis lieferten. Die führenden amerikanischen Pensionsfonds sind im Moment auch dabei, Richtlinien zur Unternehmensführung zu erarbeiten, die unter anderem Prozeduren für die Auswahl von Direktoren und die Konsultation von Aktionären beinhalten. Eventuell werden die Fonds sogar regelmäßige Untersuchungen der Unternehmensziele und -strategien fordern.

#### **4. Pensionsfonds in den Ökonomien von Schwellenländern**

In Anbetracht der zunehmenden Erosion traditioneller Familienbeziehungen und der finanziellen Probleme der sozialen Sicherungssysteme in Lateinamerika scheinen auch dort Pensionsfonds immer mehr zu einer effektiven Alternative der Gewährleistung eines ausreichenden Einkommens im Alter zu werden. Solche Fonds könnten auch eine wichtige Rolle bei den strukturellen Reformen spielen und zwar sowohl als Investoren, in den neu entstandenen Wertpapiermärkten und bei den umfangreichen Privatisierungsprogrammen, als auch als eine weniger unsichere Alternative zum Kapitalimport durch US-amerikanische institutionelle Investoren. Dabei ist es selbstverständlich, daß die Ausbreitung von Pensionsfonds die Strukturen der lateinamerikanischen Finanzmärkte erheblich durcheinander wirbeln wird. Pensionsfonds sind eine Alternative zu Banken und ihrem Leih-

kapital. Sie bieten eine stabilere und breitere Basis für die Finanzierung des Wertpapiermarktes und das bei vergleichsweise geringeren Kosten.

Wie die Pensionsfonds diese Aufgaben bewältigen werden, hängt nicht zuletzt von ihrer Struktur und der Art und Weise ihrer Regulation ab. In dieser Hinsicht wäre es von Vorteil, wenn einige große Fonds auf der Grundlage von definierten Einzahlungen entstehen würden, die ähnliche Steuervorteile wie die entsprechenden Fonds in den USA und in Großbritannien erhalten sollten. Diese Fonds sollten jedoch nicht von einheimischen Banken gemanagt werden, um zu verhindern, daß sie zum Spielball der hochgradig verzahnten Eliten aus Politik, Banken und Industrie werden. In dieser Hinsicht könnten die Pensionsfonds auch eine wesentliche Rolle bei der Demokratisierung der lateinamerikanischen Ökonomien spielen. Statt der vagen Vorsichtsregeln, die für die US-amerikanischen und britischen Fonds gelten, sollten allerdings strengere Bestimmungen über die Zusammensetzung der Anlagen eingeführt werden. Wünschenswert wäre es, wenn die Pensionsfonds einen relativ hohen Anteil an staatlichen Anleihen halten müßten, so daß sie zur Finanzierung des Budgetdefizits beitragen würden und wenn sie einen Teil ihres Kapitals zur Finanzierung sozial gewünschter Investitionen (Kapitalisierung ländlicher Banken, Infrastrukturmaßnahmen etc.) im Austausch gegen »faire« von der Regierung garantierte Erträge verwenden müßten. Lateinamerikanische Pensionsfonds könnten auch eine sehr nützliche Rolle bei der Finanzierung von Existenzgründungsfonds spielen, um private Unternehmen zu stärken und die industrielle Basis zu verbreitern.

Wenn die gegenwärtigen Bemühungen, private Pensionspläne einzuführen erfolgreich sind, dann könnten Pensionsfonds auch in Lateinamerika sowie weiteren Schwellenländern eine strategisch wichtige Position erreichen. Wenn das Experiment in Chile, das in dieser Hinsicht ein Vorreiter ist, irgendetwas aussagt, dann allerdings das, daß es mehr als ein Jahrzehnt dauert bis die Pensionsfonds groß genug geworden sind, um einen nennenswerten Einfluß auf die einheimische Ökonomie zu erhalten. Allerdings könnten sie dann dazu beitragen, die lateinamerikanischen Ökonomien auf dem Weltmarkt wettbewerbsfähiger zu machen.

*Aus dem Amerikanischen übersetzt von Michael Heinrich*