

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

Von Bernd Haferstock, Andreas Hilka, Olaf John, Dr. Stefan Nellshen,
Michael Schütze, Dr. Georg Thurnes

Inhaltsübersicht

Rdnr.

Vorbemerkungen

Kapitel I

Kapitalanlageprozesse in der betrieblichen Altersversorgung

(Dr. Thurnes)

1 – 103

A.	Aspekte der Kapitalanlage in allen Durchführungswegen	1 – 3
B.	Prozess der Kapitalanlage	4 – 9
C.	Asset Liability Management und Asset Liability Modelling (ALM)	10 – 79
I.	Begriff und Zielsetzung	10 – 15
II.	Beschreibung der Kapitalanlagen für ALM-Zwecke	16 – 39
1.	Optimierung des Verhältnisses von Risiko und Ertrag	17 – 26
2.	Weitere mathematische Konzepte zu Vermögensanlagen	27
3.	Duration und modifizierte Duration	28 – 32
4.	Value-at-Risk als Risikokennzahl	33, 34
5.	Mindestverzinsungsanforderungen – Shortfall Constraints	35 – 38
6.	Weitere Aspekte der Vermögensanlagen	39
III.	Beschreibung der Verpflichtungen für ALM-Zwecke	40 – 56
1.	Allgemeine Aspekte	40 – 43
2.	Verpflichtungsbeschreibung mit finanzmathematischen Konzepten	44 – 46
3.	Versicherungsmathematische Verpflichtungsbeschreibung	47 – 56
IV.	ALM – integrierte Analyse von Vermögen und Verpflichtungen	57 – 79
1.	Grundsätzliche Ansätze	57 – 60
2.	Simultane stochastische Simulation von Vermögen und Verpflichtungen	61, 62
3.	Sequenzielle Verfahren	63 – 79
a)	Einfaches Zinserfordernis und Selektion mit Shortfall-Constraints	64 – 67
b)	Differenziertes Zinserfordernis und Selektion mit stochastischer Simulation	68 – 79

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
D. Risikomanagement und Risikocontrolling	80 – 102
I. Komponenten des Gesamt-Risikomanagements/Allgemeines	82 – 87
II. Organisation des Risikomanagements	88 – 90
III. Risikomanagement bei Kapitalanlagen	91 – 102
1. Risikoarten	91 – 96
2. Risikoarten in bestimmten Anlageklassen	97 – 101
a) Festverzinsliche Wertpapiere	97, 98
b) Immobilien/Baudarlehen	99
c) Aktien	100
d) Alternative Investments	101
3. Proportionalitätsgrundsatz	102
E. Schlussbemerkungen zu Kapitel I	103

Kapitel II Rechtlicher Rahmen (Schütze)

	104 – 171
A. Einleitung – Ebenen der Kapitalanlage von Versorgungsträgern der betrieblichen Altersversorgung	104 – 107
B. Ebene 1 – Arbeitgeber („Pension Plan Sponsor“)	108
C. Ebene 2: Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung	109 – 158
I. Rechtliche Rahmenbedingungen für die Kapitalanlage von beaufsichtigten Durchführungswegen	116 – 152
1. Historische Entwicklung	116
2. Gesetzlicher Rahmen	117 – 136
3. Verordnungsrahmen	137 – 141
4. Aufsichtsrechtlicher Rahmen (BaFin)	142 – 145
7. Spezifika bei Direktversicherungen	146
8. Spezifika bei Pensionskassen	147
9. Spezifika bei Pensionsfonds	148 – 152
II. Rechtliche Rahmenbedingungen der Kapitalanlage von nicht-aufsichtsrechtlich-regulierten Durchführungswegen	153 – 158
1. Spezifika bei der Unterstützungskasse	154 – 156
2. Spezifika bei der Direktzusage	157, 158
D. Ebene 3: Anlagevehikel	159 – 171
I. Investmentfonds/Sondervermögen	164 – 166
1. Arten von Sondervermögen	164
2. Publikumsfonds	165
3. Spezialfonds	166

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
II. Zertifikate	167
III. Schuld- und Genussscheine	168, 169
IV. Beteiligungsgesellschaften	170
E. Ebene 4: Anlagformen und -klassen	171

Kapitel III

Anlageuniversum – Traditionelle Kapitalanlagen und Alternative Investments	
<i>(John/Dr. Nellshen)</i>	172 – 431

A. Renten (Dr. Nellshen)	174 – 250
I. Motivation und Typisierung von Rentenanlagen	174 – 200
1. Versuch einer Typisierung von Renteninvestments	175 – 188
a) Typisierung nach Verzinsungsmechanismus	177
b) Typisierung nach Format	178
c) Typisierung nach Risikoprofil	179 – 188
aa) Core-Segment	180 – 183
(1) Dingliche Besicherung	181
(2) Staatsanleihen und verwandte Produkte	182
(3) Unternehmensanleihen	183
bb) Satellite-Segmente	184 – 188
(1) Anleihen mit erhöhtem Kreditrisiko	185
(2) Strukturierte Produkte	186, 187
(3) Verpackungen und ähnliche Konstrukte	188
2. Motivation für verschiedene Formen von Renteninvestments	189 – 200
a) Durationssteuerung	190
b) Erzielung stabiler Cash-Flow- bzw. Ergebnisbeiträge	191 – 194
c) Alpha-Generierung	195 – 197
d) Integration weiterer Risiken und Verpackung anderer Investmentformen	198
e) Buchhalterische Motive	199
f) Diversifikationseffekte	200
II. Core-Investments	201 – 208
1. Management von Kreditrisiken	202
2. Management von Wiederanlagerisiken	203
3. Management von Zinsrisiken und Durationssteuerung	204 – 208
III. Credit-Investments und CDS	209 – 228
1. Funktionsweise von CDS	210
2. Replikationen, Angemessenheitsüberlegungen und Arbitrage	211 – 214

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
3. Die CDS-Kurve und Default-Wahrscheinlichkeiten	215 – 219
a) Ein Rekursionsverfahren	215, 216
b) Das strukturelle Relative-Value-Modell nach Merton	217, 218
c) Zusammenfassung und praktische Anwendungen	219
4. Investitionsformen	220 – 228
a) Indirekte Investments	221, 222
b) Direkte Investments	223 – 228
aa) Dokumentationsaspekte	224
bb) Kreditqualität	225 – 228
IV. Strukturierung	229 – 240
1. Verpackung und Securitization	229 – 232
a) Grundkonstruktion	229, 230
b) Kapitalgarantie	231, 232
2. Securitization (Verbriefung) und Tranchierung	233 – 240
a) Securitization (Verbriefung)	234, 235
b) Tranchierung	236 – 240
aa) Herstellung einer Tranchierung	236, 237
bb) Risikoabschätzungen bei tranchierten Produkten	238 – 240
V. Beispiele für ausgewählte exotische Investmentformen	241 – 250
1. Longevity Bonds und ähnliche Instrumente	242 – 245
2. Inflationsgebundene Anleihen	246 – 249
3. Schlussbemerkungen	250
B. Aktien (John)	251 – 311
I. Typisierung und Motivation von Aktieninvestments	251 – 288
1. Definition von Aktieninvestments	251
2. Motivation für Aktieninvestments	252 – 264
a) Aktienrisikoprämie	253 – 261
b) Duration von Aktieninvestments	262 – 264
3. Typisierung von Aktieninvestments nach Investmentvehikel	265
4. Typisierung von Aktieninvestments nach Investmentansatz	266 – 273
a) Abgrenzung nach der Investmentphilosophie	267
b) Abgrenzung nach zeitlichen Aspekten	268
c) Abgrenzung nach Richtung des Selektionsprozesses	269
d) Abgrenzung nach Wachstums- bzw. Wertkriterien	270
e) Abgrenzung nach Marktkapitalisierung	271
f) Abgrenzung nach qualitativen bzw. quantitativen Aspekten	272
g) Abgrenzung nach Portfoliokonzentration	273

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
5. Beispiele für exotische Aktieninvestments	274 – 288
a) Exchange Traded Funds (ETFs)	275 – 280
b) American Depositary Receipts (ADRs)	281 – 287
aa) Level I-ADR: Bezug zu existierenden Aktien im unregelten Markt	284
bb) Level II-ADR: Bezug von existierenden Aktien im geregelten Markt	285
cc) Level III-ADR: Bezug zu neuen Aktien	286, 287
c) Global Depositary Receipts (GDR)	288
II. Wertsicherungsstrategien für Aktienportfolios	289 – 306
1. Statische Wertsicherungsstrategien	294 – 297
a) Stop-Loss	295
b) Protective Put	296
c) Portfolio Insurance mit Calls (Bond Call)	297
2. Dynamische Wertsicherungsstrategien	298 – 302
a) Rolling Put	299
b) Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI)	300
c) Time Invariant Portfolio Protection (TIPP)	301
d) Rollierende Covered-Short-Call-Strategie	302
3. Kritik an Wertsicherungsstrategien	303 – 306
a) Kritik an statischen Wertsicherungsstrategien	305
b) Kritik an dynamischen Wertsicherungsstrategien	306
III. Währungsabsicherung in globalen Aktienportfolios	307 – 311
1. Währungsabsicherung – aktiv oder passiv?	308
2. Höhe der Währungsabsicherung	309
3. Dauer der Währungsabsicherung	310
4. Implementierung der Währungsabsicherung	311
C. Immobilieninvestitionen (Dr. Nellshen)	312 – 360
I. Motivation und Ziele	312 – 319
1. Durationssteuerung	313
2. Inflationsschutz	314 – 317
a) Mietanpassung	315
b) Entwicklung des Verkehrswertes	316, 317
3. Erzielung relativ stabiler Ergebnis- bzw. Cashflowbeiträge	318
4. Diversifikation	319
II. Weitere allgemeine Spezifika der Immobilieninvestition	320, 321
III. Fragmentierung der Immobilienmärkte	322 – 324
1. Segmentierung nach Nutzungsart	323
2. Regionale Segmentierung	324

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
IV. Verschiedene Formen der Immobilieninvestition	325 – 333
1. Die Direktanlage	326, 327
2. Der Immobilien-Spezialfonds	328
3. Der Immobilien-Publikumsfonds	329, 330
4. Die Immobilien-AG	331
5. Bewertung verschiedener Formen der Immobilieninvestition	332, 333
V. Ausgewählte ökonomische Aspekte der Immobilieninvestition	334 – 346
1. Makrolage	335
2. Mikrolage	336
3. Mieterbonität	337
4. Weitere Faktoren	338
5. Ertragskennzahlen	339 – 346
a) Bruttoanfangsrendite	340
b) Nettoanfangsrendite	341
c) Nettoergebnis	342
d) Netto-Buchwertrendite	343
e) Marktwertrenditen	344
f) Total Return	345
g) Interner Zinsfuß/Internal Rate of Return (IRR)	346
VI. Ausgewählte technische Aspekte von Immobilieninvestments	347 – 353
1. Architektur, Gebäudeeffizienz und Gebäudeflexibilität	348, 349
2. Drittverwendungsfähigkeit und Flexibilität	350
3. Materialien, Instandhaltung und sonstige technische Ausstattung	351
4. Ansatz für ein aktives Immobilienmanagement	352, 353
VII. Die Investitionsentscheidung	354 – 359
VIII. Fazit	360
D. Alternative Investments (John)	361 – 431
I. Definition	361 – 397
1. Private Equity	362 – 375
2. Hedgefonds	376 – 386
3. Infrastruktur	387 – 389
4. Rohstoffe	390 – 394-396
5. Leverage und Portable Alpha	397
II. Einordnung und Abgrenzung gegenüber traditionellen Assetklassen	398, 399
III. Bedeutung und Wirkung Alternativer Investments im Gesamtportfolio	400

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
IV. Umsetzung und Einbindung Alternativer Investments im Gesamtportfolio	401 – 425
1. Identifizierung von Rendite-, Risiko- und Korrelationspotential	402 – 416
2. Optimierung der Gewichtung verschiedener Alternativer Investments	417 – 419
3. Manager-, Fonds- und Vehikelauswahl	420 – 422
4. Controlling der Alternativen Anlagen	423 – 425
V. Überlappung Alternativer Anlageklassen	426 – 428
VI. Lehren aus der Finanzkrise 2008 für Alternative Investments	429 – 431

Kapitel IV

Implementierung und Kontrolle sowie Performance- und Risikomessung

(Haferstock/Hilka)

432 – 722

A. Kapitalanlageprozess und -organisation	432 – 481
I. Gliederung des Investmentprozesses	432 – 442
II. Akteure im Kapitalanlageprozess	443 – 464
1. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“)	444, 445
2. Versorgungseinrichtung/Anleger	446, 447
3. (Externer) Asset Manager	448
4. Kapitalanlagegesellschaft	449 – 453
5. Depotbank	454 – 462
6. Broker/Wertpapierhändler	463, 464
III. Aufbauorganisation einer bAV-Einrichtung in der Kapitalanlage	465 – 481
1. Vorstand/Leitung Kapitalanlage	467
2. Handel/Front Office	468
3. Risikomanagement/Controlling	469 – 472
4. Back Office (Wertpapierabwicklung)	473
5. Rechnungswesen	474
6. Revision	475, 476
7. Information und Einbindung von Gremien und Organen	477 – 481
B. Grundsätze der Performance- und Risikomessung	482 – 586
I. Performance: Begriff und Einordnung	482 – 497
1. Zielsetzung von Performancemessung und -analyse	484 – 488
2. Rendite: Begriff und Einordnung	489 – 497
II. Wertgewichtete vs. zeitgewichtete Rendite	498 – 504
III. Renditeberechnung nach der BVI-Methode bei Investmentfonds	505 – 509
IV. Performance als absolutes oder relatives Renditemaß	510 – 513

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
V. Die Benchmark als Orientierungsgröße bei der Erfolgsmessung	514 – 525
VI. Systematisches und unsystematisches Risiko	526 – 535
VII. Ausgewählte risikoadjustierte Performancemaße auf der Ebene des Anlagemanagements	536 – 557
1. Sharpe Ratio	538 – 543
2. Differenzrendite	544 – 548
3. Treynor Ratio	549 – 551
4. Jensen Alpha	552 – 554
5. Tracking Error	555, 556
6. Information Ratio	557
VIII. Ausgewählte Downside-Performancemaße	558 – 568
1. Sortino Ratio	558, 559
2. Value at Risk	560 – 564
3. Conditional Value at Risk	565
4. Maximum Drawdown	566
5. Calmar Ratio	567
6. Omega Ratio	568
IX. Performance Presentation Standards	569 – 585
1. Motivation und Einführung	569 – 572
2. Bildung von Composites als Portfolio-Aggregationen	573 – 575
3. Performanceberechnung auf Composite-Ebene	576 – 578
4. Vorgaben im Zusammenhang der Präsentation	579 – 581
5. Prüfung und Bestätigung der DVFA-PPS	582
6. Fazit zu den Performance Presentation Standards	583 – 585
X. Besonderheiten der Performancethematik im Kontext der betrieblichen Altersversorgung	586
C. Kapitalanlageorganisation: Optimierung von Mandats- und Managementstrukturen	587 – 667
I. Elemente der Gestaltung der Mandatsstruktur	587 – 631
1. Internes und externes Management	587 – 593
2. Aktives vs. passives Management	594 – 603
3. Publikums- vs. Spezialfonds	604 – 608
4. Core-Satellite-Ansatz	609 – 613
5. Master-KAG-Konstruktion und Overlay Management	614 – 619
6. Taktische Anlagesteuerung, Rebalancierung und LDI-Konzepte	620 – 631
II. Auswahl von Asset Managern	632 – 659
1. Ausgangsüberlegungen und Prozessablauf	632 – 641

Kapitalanlage in der betrieblichen Altersversorgung

	Rdnr.
2. Kriterien und Mandatierung	642 – 652
3. Externe Akteure: Ratingagenturen und Investment Consultants	653 – 659
III. Kosten der Kapitalanlage	660 – 667
D. Kontrolle und Governance im Kapitalanlageprozess	668 – 719
I. Entwicklung der Governance auf Unternehmensebene	668 – 677
1. Rückwirkungen der jüngeren Kapitalmarktentwicklungen auf die Governance	669, 670
2. Initiativen des Gesetzgebers mit Blick auf kapitalmarkt-orientierte Unternehmen	671, 672
3. Anforderungen an Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung	673 – 677
II. Anforderungen an die Governance im Bereich der Kapitalanlage	678 – 686
1. Deutscher Corporate Governance Kodex für Asset Management-Gesellschaften	680 – 682
2. Governance in der Kapitalanlage von Versorgungseinrichtungen	683, 684
3. Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten in der Kapitalanlage von Versorgungswerken	685, 686
III. Aktuelle gesetzliche und regulatorische Anforderungen	687 – 698
1. Grundsätzlich Verantwortung des Vorstandes (§§ 64a und 55c VAG)	690 – 694
2. Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk VA)	695, 696
3. Anlagemanagement und interne Kontrollverfahren (Anlageverordnung i. V. m. Rundschreiben R 4/2011)	697, 698
IV. Umsetzung in der Praxis	699 – 719
1. Risikostrategie	701, 702
2. Risikotragfähigkeit	703 – 708
3. Risiko-Budgetierung	709, 710
4. Risikosteuerung	711 – 713
5. Risikoberichterstattung	714 – 719
E. Ausblick auf zukünftige Entwicklungen	720 – 722

Literatur

Stichwortverzeichnis