



Rente nach der Krise

29. Dezember 2009

Kapitalgedeckte Vorsorge unverzichtbar

Als Folge der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise steht die kapitalgedeckte Altersvorsorge in der Kritik. Aber weder sind alle kapitalgedeckten Vorsorgeprodukte gleich stark von der Krise betroffen worden, noch geht diese spurlos an den umlagefinanzierten staatlichen Systemen vorbei.

Länder wie Deutschland mit einem kräftig steigenden Bevölkerungsanteil der Rentner brauchen starke Säulen ergänzender kapitalgedeckter Vorsorge, weil die herkömmliche Umlagefinanzierung der Renten an Kostengrenzen stößt.

Im Fokus der Kritik stehen beitragsbezogene (individuelle) Rentenpläne ohne Garantien, wie die 401 (k)-Pläne in den USA. Bei diesen Plänen können ältere, kurz vor dem Renteneintritt stehende Arbeitnehmer damit konfrontiert sein, dass ihr Altersvermögen infolge krisenbedingter Wertminderungen geringer ist, als erwartet.

Die hohe Volatilität an den Aktienmärkten spricht aber nicht per se gegen renditeorientierte, beitragsbezogene Rentenpläne. Schließlich steht dem Risiko kurzfristiger Einbußen die Chance längerfristig günstiger Renditen gegenüber. Allerdings sollte bei solchen Plänen auf eine am Lebensalter der Vorsorgesparer orientierte Anlagestrategie hingewirkt werden, ohne dabei deren Wahlfreiheit bei Vorsorgeprodukten prinzipiell einzuschränken.

Hinsichtlich der Auszahlphase erscheint ebenfalls eine Regulierung des Produktmarktes angebracht, die unterschiedlichen Wünschen der Bürger (Inflationsschutz, Vererbbarkeit) Rechnung trägt. Dazu gehört ein level playing field v.a. bei der Besteuerung für Rentenprodukte, Auszahlungspläne und integrierte Produkte.

Zudem gilt es, die Finanzkompetenz (financial literacy) der Bürger zu stärken. Möglichst viele Bürger sollten befähigt werden, gute Entscheidungen über ihre Altersvorsorge einschließlich der Anlage des Vorsorgevermögens zu treffen.

Bei leistungsbezogenen Rentenplänen hat die Krise in einzelnen OECD-Ländern je nach Anlagepolitik der Anbieter bzw. Trägereinrichtungen unterschiedlich tiefe Spuren hinterlassen. Während die private Vorsorge in Deutschland relativ gut durch die Krise gekommen ist, kam es bei leistungsbezogenen (betrieblichen) Rentenplänen etwa in den USA, den Niederlanden und Großbritannien teilweise zu erheblichen Verwerfungen. Notwendige Anpassungen treffen sowohl die begünstigten Arbeitskräfte als auch die Arbeitgeber.

Durch die Rezession der Weltwirtschaft bedingte Unternehmensinsolvenzen haben die staatlichen Auffangeinrichtungen verschiedener Länder erheblich belastet. Der Trend zu beitragsbezogenen betrieblichen Plänen dürfte sich beschleunigen.

www.
dbresearch.de

Autor

Dieter Bräuninger
+49 69 910-31708
dieter.braeuninger@db.com

Editor

Barbara Böttcher

Publikationsassistentz

Angelika Greiner

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management
Norbert Walter

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	3
A. Umlagefinanzierung versus Kapitaldeckung	3
Umlagefinanzierte Systeme nicht unbeschadet durch die Krise	3
Umlageverfahren bremst Wirtschaftsdynamik.....	5
Kapitalgedeckte Vorsorgesysteme fördern das Wirtschaftswachstum.....	6
B. Facettenreiches Bild bei kapitalgedeckten Systemen	8
Vielfalt ergänzender kapitalgedeckter Rentenpläne	8
Beitragsbezogene und leistungsbezogene Rentenpläne	10
Vorsorgesparen mit beitragsorientierten Plänen (individuellen Pensionsfonds) keineswegs obsolet.....	12
Förderung der Finanzkompetenz statt Überregulierung der Produktmärkte.....	14
Versicherungsförmige Rentenpläne – Gewinner der Krise?	15
Pensionsfonds (befristet) hart getroffen	17
Finanzlage vieler Pensionsfonds inzwischen verbessert	19
Unterschiedliche Anpassungserfordernisse	19
Unternehmensintern finanzierte Rentenpläne indirekt betroffen	22
Trend zur unternehmensexternen Anlage von Deckungsmitteln dürfte anhalten	23
Auffangeinrichtungen erheblich belastet	24
Fazit	26



Einleitung

Die jüngste globale Wirtschaftskrise hat die alte Debatte über die Architektur der Altersversorgung neu entfacht. Dabei melden sich nicht nur in Deutschland vor allem die Verfechter der umlagefinanzierten staatlichen Systeme zu Wort. Sie fordern einen Stopp des Ausbaus der privaten Altersvorsorge und eine wieder gewichtigere Rolle für die herkömmlichen Umlagesysteme. Der privaten, kapitalgedeckten Vorsorge haften nach Ansicht der Kritiker zu große Risiken an. Die kritischen Stimmen verweisen auf den zeitweise starken Kurseinbruch an den Aktienbörsen und die hohe Volatilität an den Finanzmärkten insbesondere in den letzten beiden Jahren.

Aber Schwarz-Weiß-Malerei ist bei einem Lagebericht über die Altersvorsorge nicht angebracht. Weder sind alle kapitalgedeckten Altersvorsorgeeinrichtungen und Vorsorgeprodukte unisono stark von der Krise betroffen, noch geht diese spurlos an den umlagefinanzierten staatlichen Systemen vorbei. Vielmehr geraten Letztere wegen der steigenden Arbeitslosigkeit und bestenfalls nur moderater Lohnsteigerungen in Probleme. In Deutschland, wo die gesetzlichen Renten (modifiziert durch den Nachhaltigkeitsfaktor) der Entwicklung der Bruttolöhne folgen, ist daher einige Jahre mit stagnierenden oder nur wenig steigenden gesetzlichen Renten zu rechnen.

Die kapitalgedeckten Alterssicherungssysteme erfordern eine differenzierte Bewertung. Das gebietet die enorme Vielfalt, die sich hier weltweit zeigt. Zu beachten ist auch, dass bei den einzelnen Systemen unterschiedliche Gruppen von Akteuren involviert sind. Im Mittelpunkt des Interesses stehen dabei natürlich die Bürger, die je nach Alter und Art des Rentenplanes ganz unterschiedlich betroffen sein können. Folgen der Krise spüren grundsätzlich aber auch die Anbieter von individuellen Vorsorgeverträgen sowie bei der betrieblichen Altersvorsorge vor allem die Arbeitgeber. Die Folgen der Krise für die einzelnen Gruppen unterscheiden sich deutlich von Land zu Land sowie nach Art der Vorsorgeprodukte.

Im Folgenden wird zunächst die strittige Frage – umlagefinanzierte oder kapitalgedeckte Altersvorsorge – im Licht der jüngsten Erfahrungen aufgegriffen. Im zweiten Teil zeigt die Studie anhand von Beispielen aus einzelnen OECD-Ländern auf, welche Spuren die Krise auf wesentlichen Produktmärkten der privaten Vorsorge hinterlassen hat und erörtert daraus resultierende Herausforderungen.

A. Umlagefinanzierung versus Kapitaldeckung

Umlagefinanzierte Systeme nicht unbeschadet durch die Krise

Vor der jüngsten Krise bestand nach langer Debatte weithin Konsens, dass ein tragfähiges Alterssicherungssystem am besten aus einem Mix umlagefinanzierter und kapitalgedeckter Systeme bestehen sollte. In Deutschland führte diese Erkenntnis zum Aufbau der staatlich geförderten privaten Altersvorsorge als Ergänzung zur gesetzlichen Rente. Auch viele andere Länder setzen auf einen System-Mix aus staatlicher und privater Vorsorge.¹

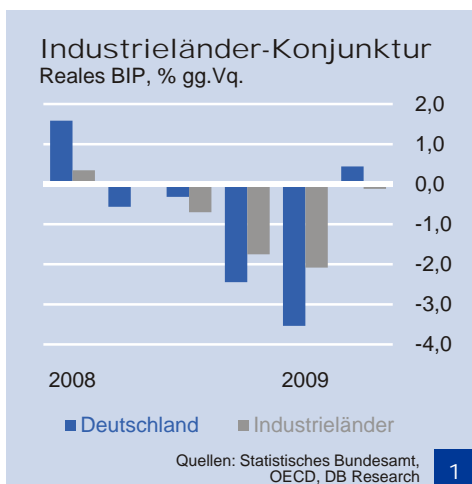
¹ Zudem finden sich zwischen den beiden Grundformen ausschließlicher Umlagefinanzierung und 100%iger Kapitaldeckung viele Systeme mit teilweiser Kapitaldeckung. Z.B. bilden mehrere Länder wie Dänemark, Frankreich, Schweden,

Indes ist das Kapitaldeckungsverfahren infolge der Krise erneut in die Kritik geraten. So mehren sich etwa in Deutschland die Stimmen, die einen weiteren Ausbau der privaten Vorsorge für falsch halten. Sie monieren zum einen die vermeintlich sehr starke Anfälligkeit kapitalgedeckter Sicherungssysteme gegenüber Turbulenzen an den Finanzmärkten. Zum anderen verweisen Kritiker auf das Problem der nur geringen Sparfähigkeit vieler Bürger, das bei einer längeren wirtschaftlichen Flaute mit hoher Arbeitslosigkeit verstärkt werde. Die Diskussion ist auch deshalb relevant, weil viele Experten für die gesetzliche Kranken- und Pflegeversicherung ebenfalls eine Kapitalfundierung fordern.

Die Forderung nach einer (wieder) gänzlich dominanten Rolle der umlagefinanzierten Rentenversicherung ist jedoch verfehlt. Der starke Einbruch der Konjunktur weltweit und insbesondere in den OECD-Ländern im 2. Halbjahr 2008 und im ersten Halbjahr 2009, von dem sich die Industrieländer nur allmählich erholen, wird bei den Umlagesystemen wie der gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland längerfristig erkennbare Spuren hinterlassen. Wenn die Umlage wie hierzulande auf die Arbeitseinkommen der Erwerbstätigen erhoben wird, hängt die Höhe der Renten (mit einer zeitlichen Verzögerung) prinzipiell von der Entwicklung der Lohn- und Gehaltssumme ab. Die jährliche Lohnsumme ergibt sich letztlich als Produkt aus drei Faktoren: der durchschnittlichen Zahl der Arbeitskräfte, der Zahl der im Durchschnitt pro Arbeitskraft geleisteten (beitragspflichtigen) Arbeitsstunden und der Höhe des durchschnittlichen Lohnsatzes. Ein starker Konjunkturerinbruch kann alle drei Faktoren beeinträchtigen.

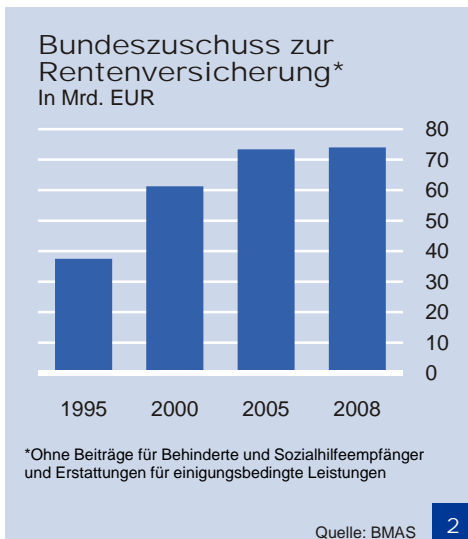
Derzeit ist in Deutschland noch nicht klar abzusehen, ob die Löhne und Gehälter im Gesamtjahr 2009 sinken², was im Prinzip 2010 zu Rentenkürzungen führen müsste. Dazu wird es aber wegen der von der früheren Bundesregierung im Sommer 2009 eingeführten Rentengarantie nicht kommen. Allerdings kann auch die Garantie mehrere Jahre geringer oder nur wenig steigender Renten nicht verhindern. Ein solches Szenarium ist infolge der Krise deutlich wahrscheinlicher geworden, insbesondere wenn die 2008 und 2009 ausgesetzten Dämpfungsmaßnahmen bei den Rentenanpassungen (Aussetzung des Riester-Faktors) tatsächlich nachgeholt werden. Längerfristig kann ein Durchwirken der wirtschaftlichen und demografischen Trends auf das System ohnehin nicht verhindert werden.

Die Krise könnte sich auch längerfristig negativ auf die gesetzliche Rentenversicherung in Deutschland und andere umlagefinanzierte Systeme auswirken. Das ist dann der Fall, wenn die jüngste schwere Rezession bei der Lohn- und Gehaltsentwicklung mehr als nur eine Delle hinterlässt, der vormalige Trendpfad also auch nach dem nächsten Aufschwung nicht mehr erreicht werden kann. Berechnungen des Mannheim Research Institute for the Economics of Aging (MEA) zeigen in diesem Fall erhebliche Einbußen für die gesetzlichen Rentner. Das gilt vor allem für die Angehörigen der Babyboom-Generation aus den 1960er Jahren. Deren gesetzliche Rente könnte



Schweiz und Norwegen im Rahmen der staatlichen Alterssicherung Vorsorgekapital, um das Umlageverfahren zu ergänzen und eine nachhaltige Finanzierung der Renten zu sichern. Andererseits sind keineswegs alle privaten Rentenpläne in vollem Umfang mit Kapital unterlegt. In Frankreich etwa basieren die Betriebsrenten auf dem Umlageverfahren, und auch in Deutschland sind nicht alle betrieblichen Systeme voll ausfinanziert.

² Konkret relevant ist in der komplexen deutschen Rentenanpassungsformel die Veränderung der Bruttolöhne und Gehälter je Arbeitnehmer. Die Veränderung der Zahl der Arbeitskräfte wird implizit über die im Nachhaltigkeitsfaktor erfasste Veränderung des Rentnerquotienten berücksichtigt.



Verlässliche Alterssicherung braucht Wirtschaftsdynamik

Sowohl bei kapitalgedeckten als auch bei umlagefinanzierten Systemen kommt es entscheidend auf die Akkumulation von Kapital als Antriebskraft für wirtschaftliche Dynamik an. Dabei fungiert bei einer als Steuer bzw. Beiträge auf die Erwerbseinkommen gestalteten Umlage das Humankapital, d.h. die Zahl der verfügbaren Arbeitskräfte und deren Kenntnisse und Fähigkeiten, als Motor. Je stärker die Zahl der Arbeitskräfte wächst und je produktiver diese sind, desto dynamischer wachsen die Wirtschaftsleistung, die Einkommen und folglich auch die Spielräume für die Einkommensumverteilung von den Aktiven hin zu den Ruheständlern. Hingegen sind bei der Kapitaldeckung die Akkumulation von Sachkapital und dessen Produktivität die entscheidenden Faktoren.

Beide Antriebskräfte sind interdependent. Auch eine Wirtschaft mit gut ausgebildeten Arbeitskräften benötigt einen hinreichenden Kapitalstock, um expandieren zu können; und sie expandiert umso mehr, je stärker der Kapitalstock wächst. Ein wachsender Kapitalstock fördert die Produktivität, was sich positiv auf die Arbeitseinkommen und über die Umlage auch auf die Renten auswirken sollte. Auf der anderen Seite lässt sich in einem Land, dem es an qualifizierten Arbeitskräften mangelt, in der Regel mit der Ansammlung von Kapital keine angemessene Rendite erwirtschaften.

um 6–9% unter dem Wert liegen, der bei einem stetigen Konjunkturverlauf zu erwarten gewesen wäre.³

Zweifellos haben sich die Umlagesysteme in der jüngsten schwierigen Zeit in vielen Ländern bewährt. In Deutschland resultierte das u.a. aber auch aus den umfänglichen Hilfen für den Arbeitsmarkt (Kurzarbeitergeldregelung) und dem hohen Bundeszuschuss zur Rentenversicherung (2008: EUR 78 Mrd.). Natürlich kann der Staat einem Umlagesystem in einer Krise immer unter die Arme greifen, indem er direkt oder indirekt Mittel zur Verfügung stellt und die Rentenzahlungen sicherstellt. Ein gesichertes Einkommen der Rentner ist nicht nur sozialpolitisch wünschenswert. Es kann auch die Konjunktur mit stabilisieren. Freilich hat ein solcher „automatischer“ Stabilisierungseffekt auch eine Kehrseite. Die direkten oder indirekten Subventionen der Renten erhöhen die Staatsverschuldung. Das ist umso problematischer, je mehr einzelne Länder durch aktives „deficit spending“ zur Stärkung der Konjunktur die Staatshaushalte belasten. Die krisenbedingt steigenden Staatsschulden akzentuieren in vielen Ländern die längerfristigen Finanzierungsprobleme, die aus der demografischen Alterung für die Umlagesysteme resultieren.

Umlageverfahren bremst Wirtschaftsdynamik

Vor allem darf das Finanzierungsverfahren nicht nur mit Blick auf die jüngste Wirtschafts- und Finanzmarktkrise beurteilt werden. Der aktuelle Bewährungstest besagt wenig über die langfristige Tauglichkeit des Finanzierungsverfahrens. Langfristig betrachtet bleibt der demografische Wandel in vielen Ländern, gerade auch in Deutschland, das Topthema. Die Alterung der Bevölkerung hat durch die Krise nichts an Brisanz verloren. Deswegen sind starke Säulen privater kapitalgedeckter Altersvorsorge für eine nachhaltige Finanzierung der Altersvorsorge unverzichtbar.

Die Schwächen des Umlageverfahrens in alternden Gesellschaften sind bekannt. Sie sind untrennbar mit dem Verfahren der staatlichen Einkommensumverteilung von den Aktiven hin zur Rentnergeneration verbunden. Das Umlageverfahren impliziert, dass die Aktivengeneration in einer alternden Gesellschaft auf einen wachsenden Anteil am erwirtschafteten Volkseinkommen verzichten muss, wenn den Rentnern ein auskömmlicher Ruhestand ermöglicht werden soll. Bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge ist das zwar ähnlich. Auch hier müssen die Leistungen, die die ältere Generation beansprucht, von den Aktiven erwirtschaftet werden. Beide Finanzierungsverfahren brauchen wirtschaftliche Dynamik (siehe Box).

Das Trendwachstum einer Volkswirtschaft entwickelt sich indes nicht unabhängig vom Verfahren der Finanzierung der Alterssicherung. Vieles deutet darauf hin, dass die Umlagefinanzierung in alternden Bevölkerungen die Wachstumsperspektiven beeinträchtigt, während vom Kapitaldeckungsverfahren tendenziell positive Impulse ausgehen. Ein Grund dafür sind negative Anreizeffekte des Umlageverfahrens. So können insbesondere die jüngeren Aktiven in einer alternden Gesellschaft, in der immer weniger Aktive für immer mehr Rentner aufkommen müssen, für das eigene Alter keine adäquate Gegenleistung für ihre Beiträge erwarten. Über die Generationengrenzen hinweg betrachtet, wird damit das Prinzip der Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung verletzt. Je stärker dies der Fall ist,

³ Börsch-Supan, Axel, Martin Gasche und Christina Benita Wilke (2009). Auswirkungen der Finanzkrise auf die Gesetzliche Rentenversicherung, ihre Beitragszahler und ihre Rentner. meastudies 09. Mannheim.

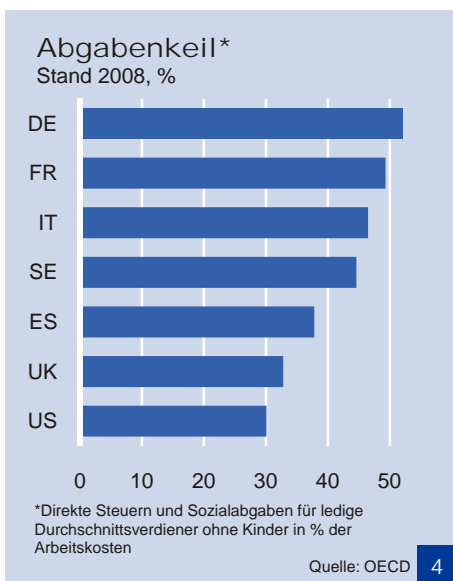


desto mehr nimmt die Umlage den Charakter einer Steuer auf die Erwerbseinkommen an.⁴ Eine solche Steuer wirkt jedoch tendenziell negativ auf die Leistungsbereitschaft der Aktiven. Diese schränken ihr Arbeitsangebot ein (vermehrte Nachfrage nach Teilzeit- statt Vollzeitbeschäftigung, Trend zum Vorruhestand) und arbeiten tendenziell weniger produktiv. Alternde Gesellschaften, die bei der Alterssicherung zu sehr auf das Umlagesystem bauen, laufen Gefahr auf Sand zu bauen. Sie müssen den Aktiven hohe, steigende Finanzierungslasten auferlegen, ohne die Perspektive entsprechender Renten geben zu können. Das aber mindert das in der offiziellen Wirtschaft verfügbare Humankapital und schwächt die Wirtschaftsdynamik.⁵

An der negativen Rückkoppelung ändert sich prinzipiell nichts, wenn die Umlage nicht wie in Deutschland primär durch Beiträge auf die Arbeitseinkommen, sondern in Form einer allgemeinen Steuer auf die Einkommen der Aktiven erhoben wird. Die verschiedentlich geforderte stärkere Beteiligung der Unternehmen bei der Umlagefinanzierung staatlicher Renten etwa durch eine generelle Wertschöpfungssteuer bietet ebenfalls keine Lösung, da eine solche Steuer die Investitionstätigkeit beeinträchtigen würde.

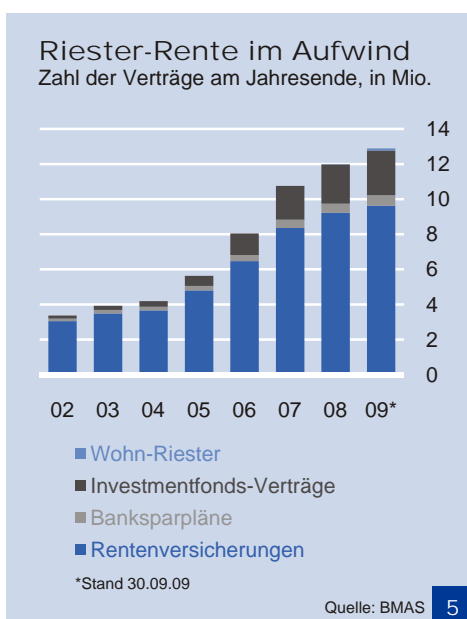
Kapitalgedeckte Vorsorgesysteme fördern das Wirtschaftswachstum

Im Gegensatz dazu können kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme positiv auf die Kapitalbildung und das Wachstum wirken, und zwar sowohl auf der mikro- als auch der makroökonomischen Ebene. Auf der Mikroebene sind positive Effekte zu erwarten, weil bei der privaten Altersvorsorge – anders als bei staatlichen Systemen – prinzipiell das marktwirtschaftliche Äquivalenzprinzip gilt. Diese trifft ganz offenkundig bei individuellen Vorsorgeverträgen zu – z.B. bei der Riester-Rente in Deutschland oder den 401 (k) Plänen in den USA. Hier besteht prinzipiell ein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Höhe der während des Erwerbslebens eingezahlten Beiträge und dem im Alter verfügbaren Vorsorgekapitalstock. Wer während der Erwerbstätigkeit mehr anspart, kann im Alter höhere Leistungen erwarten. Ähnlich hängt auch bei betrieblichen Rentenplänen in aller Regel die Höhe der Altersrente von der individuellen Leistung im Betrieb ab. Dieser Zusammenhang signalisiert den Bürgern: Vermehrte Spartätigkeit während des Erwerbslebens, die in der Regel entsprechende Bereitschaft zu vermehrter Leistung am offiziellen Arbeitsplatz voraussetzt, macht sich im Alter bezahlt. Dabei kommt es wegen des Zinseszinses darauf an, in einem möglichst jungen Alter mit dem Vorsorgesparen zu beginnen.



⁴ Systeme, bei denen eine solche Äquivalenz besteht, heißen aktuarisch fair. Bei der gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland ist der Grad der aktuarischen Fairness prinzipiell relativ hoch. Allerdings wird das der Berechnung der individuellen Renten (System der Entgeltpunkte) zugrundeliegende Äquivalenzprinzip durch die demografische Entwicklung zunehmend konterkariert.

⁵ Manche Experten machen die Umlagesysteme sogar für die niedrigen Geburtenraten in Deutschland und anderen Ländern und damit für die elementarste Form der Vernachlässigung der Humankapitalbildung mit verantwortlich. Nach ihrer Ansicht ist mit dem Ausbau der staatlichen Alterssicherung ein traditionell wichtiges Motiv für die Erziehung von Kindern entfallen. Für die Altersvorsorge bedarf es keiner Kinder mehr, wenn sich der Staat um diese Aufgabe kümmert. Mehr noch, die umlagefinanzierten, kollektiven Sicherungssysteme sozialisieren Teile des Nutzens der Kindererziehung, indem sie die späteren Einkommen der Kinder belasten, während die vielfältigen, hohen Kosten, insbesondere auch der Verzicht auf Arbeitseinkommen und damit auch auf Rentenansprüche, privat, d.h. von den Eltern, getragen werden müssen.



5

Freilich müssen die Bürger auch davon überzeugt sein, im Alter tatsächlich eine adäquate, faire Gegenleistung zu erhalten. Hier spielen die Eigentumsrechte und die Verlässlichkeit eine wichtige Rolle. In Deutschland und vielen anderen Ländern verfügen die privaten Systeme dabei über den Vorteil eines starken Schutzes durch die Eigentumsordnung. Hingegen sind staatliche Systeme grundsätzlich stärker der Gefahr politischer Eingriffe ausgesetzt.⁶

Ein klar definierter und geschützter Anspruch auf Gegenleistung ist indes nur eine notwendige Bedingung für die Bereitschaft der Bürger zu privater Vorsorge. Hinzu kommen muss die Perspektive einer nachhaltig angemessenen Rendite des angesparten Kapitals, mithin Vertrauen in die Stabilität des Systems. An dieser Stelle könnte die Krise die private Vorsorge beschädigt haben. In Deutschland besteht dazu allerdings keine klare Evidenz. Einer Umfrage des Deutschen Instituts für Altersvorsorge (DIA) zufolge machten sich in Deutschland im 3. Quartal 2009 29% der Befragten aufgrund der Finanzkrise und der schlechten Konjunktur mehr Sorgen als vorher um ihre Ansprüche aus der privaten Altersvorsorge. Zudem schoben 27% der Befragten wegen der Unsicherheit den Erwerb von Altersvorsorgeprodukten hinaus.⁷ Diese Stimmungslage schlägt sich aber beim Absatz der Produkte nicht erkennbar nieder. So zählte die Zertifizierungsstelle Ende September 2009 12,9 Mio. Riester-Verträge, 6,1% mehr als Ende 2008. Wie das bereits zitierte MEA in einer aktuellen Studie betont, sind verlässliche Aussagen über längerfristige Kriseneinflüsse auf das Sparverhalten derzeit noch nicht möglich. Der Studie zufolge gaben in Deutschland 20% der (in H1 2009) untersuchten Haushalte an, Vermögensverluste durch die Krise erlitten zu haben (im Durchschnitt knapp EUR 2.500).⁸

Eine anhaltende Beschädigung des Vertrauens in die private Vorsorge könnte aber auch entstehen, wenn die Krise in eine Phase deutlich erhöhter Preissteigerungsraten mündet. Dieses Risiko sehen manche Beobachter wegen der deutlich ausgeweiteten Zentralbankbilanzen. Demnach werde es den Notenbanken angesichts der noch fragilen Lage der Finanzmärkte und der Weltkonjunktur schwer fallen, die Liquidität wieder rechtzeitig abzubauen. Als Inflationsrisiko gilt auch die in vielen Ländern hohe Staatsverschuldung. Allerdings halten wir die Inflationsgefahren für beherrschbar. Voraussetzung dafür ist indes, dass die in vielen Ländern umfangreichen Programme zur Stabilisierung der Konjunktur und der Finanzmärkte rechtzeitig wieder zurückgefahren werden.

In alternden Gesellschaften könnte die private Vorsorge hierbei eine hilfreiche Rolle spielen. Gerade in Ländern, in denen das private Vorsorgesparen verbreitet ist und viele (ältere) Bürger bereits über nennenswertes Vorsorgevermögen verfügen, besteht ein entsprechend ausgeprägtes Interesse an Preisstabilität. Da die älteren, besonders inflationsaverseren Bürger in diesen Ländern einen wachsenden Teil der Wählerschaft stellen, dürften ihre Interessen wohl auch Gehör in der Politik finden.

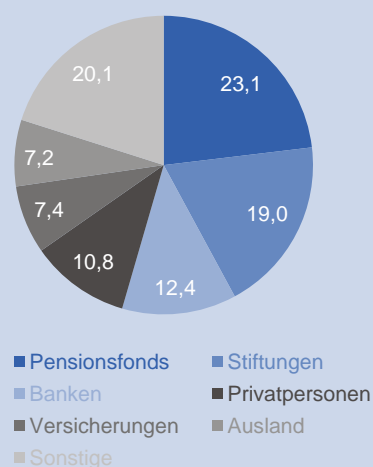
Diese Überlegung führt zu den positiven makroökonomischen Effekten der kapitalgedeckten Altersvorsorge. Auf der Makroebene wirken kapitalbildende Alterssicherungssysteme grundsätzlich positiv, weil sie für ein verbessertes Kapitalangebot sorgen und die Effizienz der Kapitalmärkte steigern können. In vielen Ländern sind die kapitalba-

⁶ Auch die Leistungen der GRV sind verfassungsrechtlich geschützt.

⁷ Deutsches Institut für Altersvorsorge (2009). Der DIA-Deutschland-Trend-Vorsorge. 7. Befragungswelle 3. Quartal 2009.

⁸ Börsch-Supan, Axel et. al. (2009). Deutsche Privathaushalte in der Finanz- und Wirtschaftskrise - Betroffenheit und Reaktionen. meaStudies 10. Mannheim.

Kapital der US-Private-Equity-Fonds
Nach Herkunftsquellen, 2000-07, in %



Quelle: SONECON

6

sierten Sicherungssysteme aus der notwendigen Versorgung der Wirtschaft mit Risikokapital nicht mehr wegzudenken. Das trifft vor allem für die Länder wie die USA oder die Niederlande zu, in denen Pensionsfonds, die grundsätzlich keinen quantitativen Anlagerestriktionen unterliegen, verbreitet sind. Die Aktienmärkte, aber auch die Märkte für Private Equity und für verbrieftete Produkte haben in der Vergangenheit viel von den Anlagen der Pensionsfonds profitiert. Das hat Investitionen und Innovationen und damit die Produktivität sowie das Wirtschaftswachstum in den betreffenden Volkswirtschaften gefördert.

Freilich hat die Krise gezeigt, dass die Kapitalmärkte einer adäquaten, guten Regulierung bedürfen. Das verstärkte Auftreten institutioneller Anleger per se sorgt nicht für mehr Stabilität. Hier mögen die Erwartungen mancher Verfechter der kapitalgedeckten Vorsorge in der Vergangenheit zu hoch gewesen sein. Gute Regeln sind gerade an den Finanzmärkten unverzichtbar.

B. Facettenreiches Bild bei kapitalgedeckten Systemen

Vielfalt ergänzender kapitalgedeckter Rentenpläne

Die kapitalbasierten privaten Alterssicherungssysteme gehören ohne Frage zu den von der jüngsten Finanzmarktkrise und der Rezession in der Weltwirtschaft betroffenen Institutionen. Allerdings verbieten sich hier Pauschalurteile. Dafür ist international die Vielfalt der Produkte der privaten Altersvorsorge und der Trägereinrichtungen zu groß. Wie facettenreich die Landschaft der Produkte und Institutionen der Alterssicherung ist, lässt alleine schon ein Blick auf Deutschland erahnen. Hier bieten die betrieblichen und die individuellen Systeme ein breites Spektrum an Vorsorgemöglichkeiten. Allein die betriebliche Altersversorgung umfasst fünf elementare Finanzierungsformen bzw. Durchführungswege, die teilweise weitere Unterformen aufweisen. Bei der privaten Vorsorge bestehen mit der Rürup-Rente sowie der Riester-Rente zwei unterschiedliche, staatlich geförderte Systeme, wobei die berechtigten Bürger bei der Riester-Rente grundsätzlich unter vier Gattungen von Produkten sowie drei betrieblichen Durchführungsweegen wählen können.⁹

Blickt man über die Grenzen, kommen noch weitere, anders strukturierte Institutionen und Produkte hinzu. So unterscheiden sich die betrieblichen Pensionsfonds, die vor allem in Großbritannien, den Niederlanden und den USA eine Hauptrolle bei der Altersvorsorge innehaben, von den in Deutschland zugelassenen grundsätzlich versicherungsähnlichen Pensionsfonds. Mit den sogenannten 401(k)-Plänen sind in den USA zudem Rentenpläne verbreitet, für die es in Deutschland kein entsprechendes Pendant gibt.

Die Krise hat die kapitalbasierte Altersversorgung je nach der konkreten Ausgestaltung der Systeme bzw. Rentenpläne unterschiedlich stark getroffen. Dies resultiert daraus, dass die Turbulenzen an einzelnen Segmenten der Finanzmärkte in ganz unterschiedlicher

⁹ Private Versicherungsverträge einschließlich fondsgebundener Lebens- bzw. Rentenversicherungen, Fondssparpläne und Banksparpläne, sofern sie mindestens die eingezahlten Beiträge garantieren und eine Restverrentung von 10% der auszahlfähigen Summe ab dem 85. Lebensjahr vorsehen, sowie Bausparverträge oder Bauspardarlehen nach Maßgabe des Eigenheimrentengesetzes (Wohn-Riester), Beiträge des Arbeitnehmers für eine betriebliche Altersversorgung über eine Pensionskasse, einen Pensionsfonds oder eine Direktversicherung, soweit sie lebenslange Leistungen garantieren.



Stärke aufgetreten sind. So stürzten die Aktienmärkte vom Herbst 2007 bis zum Frühjahr 2009 kräftig ab. In dieser Zeit verloren z.B. der S&P 500 Index in den USA 57%, der FTSE in Großbritannien 49% und der DAX-30 in Deutschland 55% ihres Wertes. Seither haben die Aktien-Indices jedoch wieder deutlich zugelegt. Bei den strukturierten Produkten trockneten die Märkte teilweise gänzlich aus. An den Aktien- sowie auch an den Bondmärkten zeigte sich zudem eine hohe Volatilität. In den USA, Großbritannien, Spanien und einigen anderen Ländern kamen kräftige Einbrüche an den Immobilienmärkten hinzu.

Gegenüber diesen Turbulenzen sind die einzelnen Systeme in unterschiedlicher Weise exponiert. Dies hängt zum einen eng mit der Anlagestruktur des Vorsorgevermögens zusammen. Angesichts des erwähnten Marktgeschehens liegt es auf der Hand, dass stärker in Aktien, strukturierte Produkte oder in wertgeminderte Immobilien investierte Rentenpläne eher in Probleme geraten sind als konservativ investierte. Zum anderen ist eine hohe Volatilität an den Bondmärkten aber grundsätzlich auch ein Störfaktor für Rentenpläne, die den Bürgern für das Alter bestimmte Leistungen garantieren.

Bei der Altersvorsorge spielen verschiedene Akteure eine Rolle. Dementsprechend sind nicht immer die Vorsorgesparer bzw. Begünstigten der Rentenpläne betroffen, wenn (befristete) Wertminderungen des Vorsorgevermögens und/oder Probleme bei der Finanzierung der Pläne auftreten. Bei der individuellen Vorsorge können die Risiken für Vorsorgesparer je nach Art des Planes relativ eng begrenzt sein. Am weitesten reicht der Schutz bei versicherungsförmigen Plänen. Dasselbe gilt für betriebliche Pläne. Anders als bei der individuellen Vorsorge können Finanzmarkturbulenzen bei der betrieblichen Vorsorge nicht nur die Begünstigten und die Anbieter der Rentenpläne treffen, sondern vor allem auch die Sponsoren, also die Arbeitgeber. Die Insolvenz des Sponsors ist daher ein weiteres Risiko, das bei betrieblichen Systemen beachtet werden muss. Dieses Risiko wiederum ist in verschiedenen Ländern durch eigenständige Versicherungssysteme oft unter staatlicher Regie abgesichert.

Die Verteilung der relevanten Risiken auf die einzelnen Akteure, insbesondere die Begünstigten, die Sponsoren und die Anbieter des Planes, ist ein wesentliches Kriterium für die Unterscheidung von Rentenplänen. Nach diesem Kriterium ist generell zwischen beitragsbezogenen und leistungsbezogenen Plänen zu unterscheiden.

Rein beitragsbezogene Pläne, bei denen die Begünstigten alle Risiken tragen, sind im Gefolge der Krise in die Kritik geraten. Sie gelten vielen Kritikern als zu riskant und damit ungeeignet zum Aufbau von staatlich gefördertem Vorsorgekapital. Freilich bieten diese Pläne auch nennenswerte Vorzüge, wie ein hohes Maß an Flexibilität und – bei entsprechend professioneller Anlage der Mittel – längerfristig günstige Renditeperspektiven. Diese Vorteile dürfen nicht übersehen werden.

Bei **leistungsbezogenen Plänen** gibt es zahlreiche unterschiedliche Varianten. Das gilt sowohl hinsichtlich der Anlagestruktur als auch der Verteilung der Risiken. Bei rein leistungsbezogenen Plänen tragen die Begünstigten grundsätzlich keine bzw. nur relativ geringe Risiken. Das gilt vor allem für Pläne in Form der klassischen kapitalbildenden Lebens- bzw. Rentenversicherung. Bei diesen Plänen nehmen grundsätzlich die Anbieter die Risiken. Freilich sind die Risiken hier von vornherein durch staatliche Vorgaben für die Solvabilität und die Kapitalanlage eng begrenzt. Damit korrespondieren

jedoch auf längere Frist geringere Renditechancen. Versicherungsförmige Pläne findet man sowohl bei der individuellen als auch bei der betrieblichen Alterssicherung.

Weltweit werden gerade die betrieblichen Pläne aber vor allem durch Pensionsfonds finanziert. Diese unterscheiden sich je nach nationaler Regulierung mehr oder minder stark von Versicherungen. Pensionsfonds genießen i.d.R. größere Freiheitsgrade bei der Anlage des Vorsorgevermögens. In der Vergangenheit haben sie die damit verbundene Möglichkeit einer stärker renditeorientierten Vermögensanlage erfolgreich genutzt. Freilich hat die jüngste Krise entsprechend investierte Pensionsfonds stärker erschüttert als Versicherungen.

Treten bei Pensionsfonds Finanzierungsprobleme auf, so greifen in den einzelnen Ländern unterschiedliche Anpassungs- oder Sanierungsmaßnahmen. Je nach arbeits-, aufsichts-, bilanz- und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen können die beteiligten Akteure zu Sanierungsbeiträgen verpflichtet sein. Grundsätzlich gilt jedoch – und das ist ein weiterer, wesentlicher Unterschied zu Versicherungen –, dass in diesem Fall für die Sponsoren, also die Arbeitgeber, eine Nachschusspflicht besteht. Sponsoren nehmen hier je nach Ausgestaltung der Pläne beträchtliche Risiken auf sich.

Die Krise hat damit vielerorts die Debatte über hohe Kosten der Unternehmen durch leistungsbezogene betriebliche Rentenpläne befeuert. In Folge dürfte sich der ohnehin bestehende Trend weg von (umfangreichen) betrieblichen Leistungszusagen beschleunigen.

Diese Aspekte sollen im Folgenden näher beleuchtet werden.

Beitragsbezogene und leistungsbezogene Rentenpläne

Bei kapitalbasierten Alterssicherungssystemen kommt es – wie erwähnt – wesentlich mit darauf an, ob es sich um beitragsbezogene (defined contribution, DC) oder um leistungsbezogene (defined benefit, DB) Rentenpläne handelt. Zunehmend finden sich auch Hybridpläne, die Elemente beider Grundformen enthalten. Rentenpläne der Typen DB und DC unterscheiden sich darin, wie die Risiken der Altersvorsorge (siehe Box) auf die einzelnen Akteure verteilt sind. Diese Risikoverteilung beeinflusst zusammen mit (nationalen) rechtlichen Vorgaben die Anlagestruktur des Vorsorgevermögens und hat damit starken Einfluss darauf, inwieweit die Pläne gegenüber Finanzmarkturbulenzen exponiert sind.

Bei rein beitragsbezogenen Plänen tragen die Begünstigten bzw. Vorsorgesparer die Risiken der Alterssicherung in vollem Umfang selbst. Wie der Name besagt, steht bei diesen Plänen lediglich die Höhe der Beiträge fest, die vom Sparer und/oder dessen Arbeitgeber (bei betrieblichen Plänen) geleistet werden müssen, um einen Anspruch auf Leistungen (Auszahlungen) im Alter zu erwerben. Wie hoch die späteren Leistungen ausfallen, bleibt hingegen offen. Die Höhe der Auszahlungen hängt bei gegebenen Einzahlungen allein vom Erfolg bei der Kapitalanlage, also der Rendite ab. Je höher die Renditen während der einzelnen Jahre der Laufzeit des Planes sind, desto höher fällt die Leistung (Auszahlung) aus. Bei DC-Plänen tragen also allein die Begünstigten das Anlagerisiko. Sie profitieren voll von jedem Aufschwung an den Kapitalmärkten, müssen aber auch die Folgen schwieriger Phasen in Kauf nehmen. Zudem sind die Begünstigten mit dem Problem des Realwertverlustes durch Inflation konfrontiert.

Risiken kapitalbasierter Altersvorsorge

Entsprechend der Funktion der Alterssicherungssysteme, (finanzielle) Ressourcen von der Phase der Erwerbstätigkeit hin in die Zeit des Alters und damit in die Zukunft zu transferieren, sind mit der (kapitalbasierten) Altersvorsorge insbesondere drei Arten von Risiken verbunden:

1. **Langlebigkeitsrisiko.** Es muss in hinreichendem Umfang für die Zeit des Alters vorgesorgt werden, wobei deren Dauer ungewiss ist. Ein unerwartet langes Leben, das natürlich prinzipiell erfreulich ist, bedeutet, dass mehr Ressourcen gebraucht werden als geplant.
2. **Rendite- bzw. Wertänderungsrisiko.** Die Leitidee der kapitalbasierten Anlage ist die Ansammlung und rentierliche Anlage der Vorsorgebeiträge am Kapitalmarkt. Dank des Zins- und Zinseszins-effektes wächst der Kapitalstock im Laufe der Jahre wesentlich stärker als die Summe der eingezahlten Beiträge. Bei einem Zinssatz von 5% und monatlicher Einzahlung eines festen Betrages kann der Kapitalstock nominal schon nach knapp 26 Jahren das Doppelte des Nominalwertes der aufsummierten Beiträge erreichen. Einbrüche an den Finanzmärkten mit der Folge negativer Renditen können den Kapitalstock aber auch nennenswert schmälern. Am Beginn der Einzahlungsphase, also bei jungen Vorsorgesparern, wirken sich solche Einbrüche nur sehr begrenzt auf das im Alter verfügbare Vorsorgevermögen aus. Hingegen können sie bei Rentenplänen, die kurz vor der Ausschüttung stehen, zu schmerzhaften Einbußen führen.
3. **Inflationsrisiko.** Altersvorsorge hat einen weiten Zeithorizont. Meist geht es um Jahrzehnte. Während einer langen Laufzeit der Verträge können selbst relativ geringe Preissteigerungsraten den Realwert der im Alter anstehenden Auszahlungen aus einem Rentenplan beträchtlich mindern. Wird für Preissteigerungen nicht vorgesorgt, können sich in jüngeren Jahren gehegte Hoffnungen auf eine angemessene Altersversorgung als Illusion erweisen. Eine Inflationsrate von 3% halbiert den Realwert eines gegebenen Kapitalstocks bereits nach 23 Jahren.

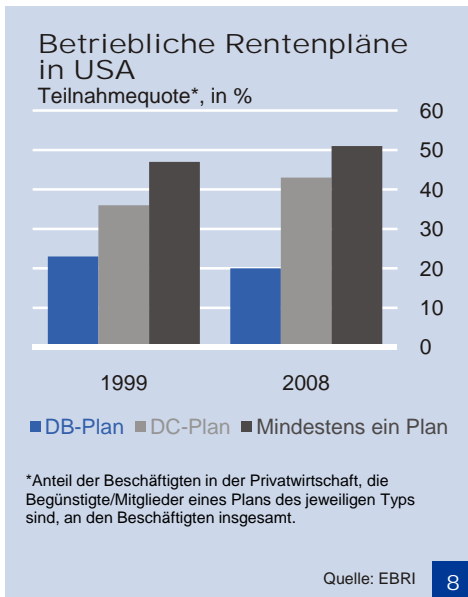


Darüber hinaus tragen die Begünstigten auch das „Langlebigkeitsrisiko“. Bei einem beitragsbezogenen Rentenplan sind die Auszahlungen nämlich unabhängig davon, wie lange der Vorsorgesparer lebt. Vielmehr steht am Beginn der Auszahlungsphase, i.d.R. also beim Renteneintritt, immer der aus den Beiträgen und den Erträgen aus der rentierlichen Kapitalanlage angesammelte Kapitalstock zur Verfügung. Diesen Betrag können die Sparer dann auf unterschiedliche Weise nutzen, etwa zur Umwandlung in eine Annuität, d.h. zum Kauf einer Leibrente, zum Erwerb einer Immobilie oder zur weiteren Anlage am Kapitalmarkt z.B. durch den Erwerb von Investmentfondsanteilen (siehe auch S. 14).

Reine DC-Rentenpläne sind in Deutschland bei der staatlich geförderten privaten Altersvorsorge nicht zugelassen, in anderen Ländern aber durchaus verbreitet. So haben in der EU verschiedene Länder in jüngerer Zeit im Zuge von Reformen der Alterssicherung ergänzende kapitalgedeckte Systeme in Form von beitragsbezogenen Plänen eingeführt, die zumindest für die jüngeren Erwerbstätigen obligatorisch sind. Das gilt für die Baltischen Staaten, die Slowakei, Polen und Ungarn sowie für Schweden. In einigen Partnerländern, insbesondere Großbritannien, gewinnen DC-Pläne zudem bei der (freiwilligen) betrieblichen Altersvorsorge seit geraumer Zeit an Bedeutung. Eine größere Rolle spielen Systeme mit alleiniger Beitragszusage in den USA, wo die entsprechenden Individual Retirement Accounts (IRAs), insbesondere die 401 (k)-Pläne, seit Jahren populär sind.

Bei der Reinform eines DB-Planes (Leistungszusage) besteht im Prinzip eine entgegengesetzte Risikostruktur. Hier liegen die Leistungen (vertraglich) fest und die Beiträge sind so bemessen, dass sie zur Finanzierung der verbindlich festgelegten Leistungen ausreichen. Die entsprechenden Verträge haben den Charakter eines Versicherungsvertrages. Bei der individuellen Altersvorsorge sind dementsprechend private Versicherungsunternehmen die Versicherungsgeber solcher Pläne. Die Risiken liegen hier grundsätzlich beim Versicherungsgeber.

Bei der betrieblichen Altersversorgung tragen hingegen grundsätzlich die Arbeitgeber die Risiken reiner Leistungszusagen. Hier sagen die Arbeitgeber den Mitarbeitern eine klar definierte Leistung für das Alter, etwa die Zahlung einer lebenslangen Rente, bereits bei Abschluss des Vorsorgevertrages fest zu.¹⁰ Die Arbeitgeber sind damit nicht nur Financiers bzw. Sponsoren des Rentenplanes. Sie übernehmen darüber hinaus prinzipiell auch noch die Funktion einer Versicherung. Die Finanzierung der Leistungen kann dann auf verschiedenen Wegen erfolgen. Der traditionelle Weg in einigen Ländern, vor allem in Deutschland, ist die unternehmensinterne Finanzierung durch Bildung von Rückstellungen in der Unternehmensbilanz. Dabei verbleiben die Risiken grundsätzlich beim Unternehmen (siehe S. 22f). Eine andere Möglichkeit ist die Verlagerung der Risi-



¹⁰ Bei den traditionellen betrieblichen DB-Plänen orientiert sich der Umfang der Leistungen bzw. Rentenzahlungen i.d.R. an individuellen Leistungskriterien insbesondere der Dauer der Betriebszugehörigkeit und der Höhe des Arbeitslohns des Begünstigten, wobei der Lohn der einzelnen Jahre, der Durchschnittslohn während der gesamten (betriebsrentenrechtlich relevanten) Zeit der Betriebszugehörigkeit oder der in aller Regel höhere Lohn im letzten Jahr, als Bezugsbasis dienen können. Unter Risikoaspekten wichtig ist dabei vor allem, wie der definierte Leistungsanspruch während der Auszahlungsphase, also der Rentenlaufzeit fortgeschrieben wird. Üblicherweise finden sich hier die Bindung an die Entwicklung der Löhne, der Verbraucherpreise, an Indices aus beiden Aggregaten oder an vorab vereinbarte fixe Raten. Die entsprechenden Regelungen legen fest, wer im Alter das Risiko einer Entwertung des Vorsorgekapitals durch die Inflation trägt.

ken hin zu Versicherungsunternehmen. Dabei beschränkt sich der Arbeitgeber faktisch auf die Rolle des Sponsors. Er schließt mit einer Versicherung einen Vorsorgevertrag zugunsten seiner Mitarbeiter und bezahlt die Beiträge bzw. einen Teil davon. Dies geschieht in Deutschland bei der Pensionskasse oder der Direktversicherung. Eine weitere Möglichkeit der Risikoverlagerung bildet hierzulande die Rückdeckungsversicherung von Direktzusagen oder von Unterstützungskassen.¹¹ International verbreitet ist indes die Finanzierung über Pensionsfonds.

Umfangreiche Leistungszusagen herrschten in der Vergangenheit bei der betrieblichen Altersvorsorge vieler Länder vor. Allerdings zeigt sich seit Jahren vielerorts ein Trend zu weniger umfangreichen Rentenplänen (Hybridplänen und reinen DC-Plänen), bei denen die Arbeitgeber weniger (bzw. keine) Risiken tragen. Umfangreiche leistungsbezogene betriebliche Pläne dominieren derzeit etwa noch in den Niederlanden, der Schweiz und Deutschland. Hingegen ist in Großbritannien und vor allem den USA die Zahl dieser Pläne bereits deutlich zurückgegangen. Allerdings bieten gerade in den USA viele große private Unternehmen insbesondere in der Industrie sowie vor allem auch viele Kommunen und die Bundesstaaten ihren Mitarbeitern nach wie vor umfangreichere kapitalbasierte DB-Pläne an.

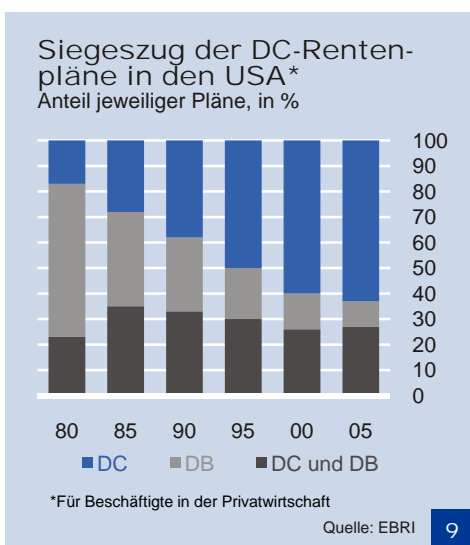
Vorsorgesparen mit beitragsorientierten Plänen (individuellen Pensionsfonds) keineswegs obsolet

Beitragsbezogene Pläne sind in einigen Ländern erheblich von der Krise betroffen worden. Das gilt vor allem für die Länder, in denen Beitragszusagen in Reinform zugelassen sind und das über solche Pläne angesammelte Vorsorgevermögen traditionell relativ stark in Aktien angelegt ist. Dafür stehen etwa die 401 (k)-Pläne in den USA, deren Name von dem für die steuerliche Förderung relevanten Paragraphen des US-Steuergesetzes herrührt.

Betriebliche DC-Pläne können sowohl vom Arbeitgeber als auch von den Arbeitnehmern (Entgeltumwandlung) dotiert werden. Diese Pläne sind in den USA weit verbreitet. Dort verfügen mehr als 60% der in der Privatwirtschaft tätigen Arbeitnehmer, die Mitglied eines privaten Rentenplanes sind, ausschließlich über eine Beitragszusage – meist in Form eines 401 (k)-Planes. Die Attraktivität dieser Pläne resultiert nicht nur aus ihrer großzügigen steuerlichen Förderung. Sie sind grundsätzlich auch kosteneffizient und bieten ein hohes Maß an Flexibilität. Insbesondere können die Arbeitnehmer mit über die Anlage des Vorsorgevermögens entscheiden. So haben die Planbegünstigten meist die Möglichkeit, unter Anlagevehikeln (i.d.R. Investmentfonds) mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten (Aktien, Anleihen, Geldmarktpapiere, gemischte Anlagen) und damit unterschiedlichen Chance/Risiko-Profilen auszuwählen. Die getroffene Entscheidung kann zudem jederzeit revidiert werden.

Bislang haben sich die Arbeitnehmer in den USA überwiegend für renditeorientierte Planvarianten mit hohem Aktienanteil entschieden. Viele (ältere) Arbeitnehmer und Rentner konnten damit stark von den Boomphasen am US-Aktienmarkt in den 1980er und den 90er Jahren sowie zur Mitte dieses Jahrzehnts profitieren. Freilich hat der Absturz der Märkte Anfang des Jahrzehnts sowie im vergangenen Jahr das Aktienvermögen der Pläne jeweils entsprechend vermindert.

¹¹ In Deutschland gehört es allerdings zu den konstitutiven Elementen der betrieblichen Altersvorsorge, dass letztlich immer der Arbeitgeber für die Erfüllung der Zusagen haftet.



Solche Baissephasen treffen insbesondere ältere Vorsorgesparer, die in dieser Phase in die Rente eintreten wollen oder müssen. Ihr angespartes Vorsorgevermögen ist beim Rentenbeginn deutlich geringer, als sie erwartet hatten. Hier manifestiert sich das Renditerisiko. Hinzu kommt ein weiteres Problem: Wenn, wie zeitweise während der jüngsten Krise, eingebrochene Aktienkurse mit relativ geringen Anleiherenditen einhergehen, verteuert sich die oft praktizierte Umwandlung des angesparten Vermögens in eine Leibrente. So erworbene Renten sind damit von zwei Seiten geschmälert. Die Höhe der Rente aus den kapitalbasierten Plänen kann folglich sehr stark davon abhängen, in welchem Jahr die Planbegünstigten in die Rente eintreten. Dies gilt als sozialpolitisch problematisch, insbesondere wenn die ergänzende private Vorsorge als Quelle eines wesentlichen Teils der Alterseinkommen fungiert. Die entsprechenden Rentenpläne sind deswegen in die Kritik geraten.¹²

Diese Probleme sprechen indes nicht gegen beitragsorientierte Rentenpläne (individuelle Pensionsfonds) mit dynamischer Anlagepolitik. Sie resultieren primär aus individuellen Fehlern bei der Anlage des Vorsorgevermögens. Dabei geht es um mehr als den bekannten Grundsatz, nicht alle Eier in einen Korb zu legen. Vielmehr gilt es, das Vermögen in sachgerechter Weise an Veränderungen an den Finanzmärkten und im Zeitablauf insbesondere auch an das zunehmende Alter der Vorsorgesparer anzupassen. Jüngere Sparer sollten das Vorsorgevermögen grundsätzlich mehr chancenorientiert anlegen. Das gilt vor allem für die Jüngeren in den alternden Ländern, in denen die staatlichen Renten künftig oft kaum noch vor Altersarmut schützen werden. Mit fortschreitendem Lebensalter sollte dann der Anteil konservativer, risikoärmerer Investments zunehmen. Alternativ können risikoreichere Anlagen mit einem ergänzenden Schutz vor Wertverlusten (etwa durch geeignete Derivate) ausgestattet werden. Eine entsprechende Anlagestrategie verfolgen Lebenszyklusfonds (lifecycle funds), die in vielen Ländern – auch Deutschland – angeboten werden.

Anlagestruktur von 401(k)-Plänen

Nach dem Alter der Teilnehmer, 2008, in %

Altersgruppe	Aktienfonds	Lebenszyklusfonds	Mischfonds	Rentenfonds	Geld-(markt)-fonds	Garantiefonds (GICs)	Aktien d. Arbeitgebers	Andere	Unbekannt	Insgesamt
20-29	38,0	15,3	12,7	9,3	5,5	8,4	7,8	1,3	1,3	100
30-39	47,0	9,1	8,8	10,3	5,2	7,4	8,7	1,9	1,4	100
40-49	44,1	6,8	8,2	10,9	5,7	10,4	10,1	2,3	1,2	100
50-59	36,2	6,2	8,3	12,7	7,3	16,2	10,5	2,5	0,9	100
60+	28,0	5,5	7,7	14,5	9,4	23,2	8,4	2,6	0,7	100
Insgesamt	37,4	6,6	8,2	12,3	7,1	15,2	9,7	2,4	1,0	100

Quelle: EBRI 10

¹² Burtless, Gary (2009). Lessons of the Financial Crisis for the Design of National Pension Systems. CESIFO Working Paper No. 2735.

Freilich gibt es gerade bei der Altersvorsorge keine Einheitslösung, die für alle Bürger passt. Im Gegenteil. Die Bedürfnisse bei der Altersvorsorge sind im Grunde so verschieden wie die Lebensumstände und Charaktere der Bürger selbst. Daher wäre es verfehlt, die Wahlfreiheit der Bürger zwischen Produkten mit unterschiedlichen Chance/Risiko-Profilen einzuschränken. Viele Bürger setzen auch bei der Altersvorsorge mit Bedacht auf Produkte mit einem höheren Chance/Risiko-Profil, weil sie Chancen auf eine höhere Rendite für sich höher gewichten und die Risiken gegebenenfalls schultern können. Neben günstigen steuerlichen Rahmenbedingungen erklären die Wahlmöglichkeiten einen guten Teil des Erfolges der DC-Pläne in den USA. Generell sollte der Staat wünschenswerte Freiheiten nicht deswegen einschränken, weil ein Teil der Bürger in dem Freiraum falsche Entscheidungen trifft.

Förderung der Finanzkompetenz statt Überregulierung der Produktmärkte

Bei der Regulierung der Märkte für Vorsorgeprodukte stellt sich nicht nur die Frage, wie das Vorsorgevermögen während der Ansparphase angelegt werden soll. Wichtig sind auch die Anlagestruktur sowie vor allem die Auszahlungsmodalitäten im Rentenalter.¹³ Hier lassen sich – in Anlehnung an die grundsätzliche Klassifikation der Rentenpläne (DC-, DB-, Hybrid-Pläne) – drei Arten von Produkttypen unterscheiden, bei denen die Altersvorsorgerisiken in unterschiedlichem Umfang von den Anbietern abgedeckt werden (siehe Box). Gerade für die Auszahlungsphase halten manche Beobachter einen umfassenden Risikoschutz der Bürger für notwendig. In dieser Sicht eignen sich nur leistungsorientierte Pläne (Leibrentenpläne, siehe S. 15f), die das Vermögen konservativ anlegen und eine lebenslange Rente zahlen, für die ergänzende kapitalgedeckte Vorsorge. Und nur diese Pläne verdienen demnach staatliche Förderung etwa durch nachgelagerte Besteuerung.

Aber auch für die Auszahlphase gilt, dass eine ausschließlich konservative Kapitalanlage Sicherheit grundsätzlich nur zulasten längerfristig günstigerer Renditeperspektiven bieten kann. Gerade bei jüngeren Rentnern, die heute durchaus noch eine weitere Lebensdauer von über 20 Jahren genießen können, erscheint eine dynamische Anlage eines Teils des Vorsorgekapitals sinnvoll. (In Deutschland beträgt die durchschnittliche Lebensdauer 60jähriger Männer/Frauen 20,8 bzw. 24,7 Jahre.) Zudem spielt für viele Bürger die Verfügbarkeit und insbesondere auch die Vererbbarkeit des Vorsorgevermögens eine wichtige Rolle. Dies spricht für ein level playing field bei der Regulierung, insbesondere der steuerlichen Förderung der einzelnen Typen von Auszahlungsplänen.

Die Vielfalt sinnvoller Anlageprodukte ist natürlich eine Herausforderung für die Bürger. Sie bedarf einer Antwort: Möglichst viele Bürger sollten befähigt werden, gute, rationale Entscheidungen über ihre Altersvorsorge einschließlich der Anlage des Vorsorgevermögens treffen zu können. Das heißt, die Kenntnisse der Bürger über die Finanzmärkte (financial literacy bzw. Finanzkompetenz) und speziell die Altersvorsorgeprodukte müssen (weiter) verbessert werden.

Finanzkompetenz ist für die Altersvorsorge in Deutschland ebenfalls ein wichtiges Thema. Auch wenn rein beitragsbezogene Pläne hierzulande nicht gefördert werden, können die Vorsorgesparer aus einer breiten Palette an Vorsorgeprodukten auswählen. Riester-

Arten von Produkten für die Auszahlungsphase*

(Leib-)Rentenpläne. Diese sehen die Zahlung einer lebenslangen Rente vor, decken also das Langlebigerisiko ab und bieten eine gewisse Mindestrendite. Die Übernahme dieser Risiken durch die Anbieter impliziert eine eher konservative Anlagepolitik (siehe S. 15f). Zudem sind Leibrenten grundsätzlich nicht vererbbar, und sie schützen allenfalls begrenzt vor Inflation.

Entnahme- bzw. Auszahlpläne. Sie schütten das angesparte Vorsorgekapital in Form periodischer Zahlungen aus. Der Rentner behält erhebliche Kontrolle über das Vorsorgekapital. Er kann Teile davon seinen Erben überlassen und grundsätzlich über die Art der Anlage des Kapitals (renditeorientiert, konservativ u.a.) bestimmen. Durch entsprechende Investments (etwa Infrastruktur, Rohstoffe) lässt sich das Inflationsrisiko begrenzen. Allerdings trägt der Planbegünstigte das Langlebigerisiko.

Integrierte bzw. hybride Produkte. Sie vereinen wesentliche Eigenschaften von Leibrenten und Entnahmeplänen. Bei diesen Plänen wird i.d.R. ein größerer Teil des Kapitals zunächst flexibel gehalten. Mit zunehmendem Alter des Rentners steigt dann der Anteil, der in Leibrenten (Annuitäten) umgewandelt wird. Zu diesen Produkten zählen u.a. fondsgebundene Rentenversicherungen und variable Annuitäten sowie investmentbasierte Lösungen mit einer garantierten Mindestrendite (in Deutschland Nominalwertgarantie bei Riester-Investmentfondsverträgen).

*siehe Maurer, Somova (2009).

¹³ Vgl. dazu Maurer, Raimond und Barbara Somova (2009). Rethinking Retirement Income Strategies – How Can We Secure Better Outcomes for Future Retirees? Frankfurt.



Versicherungsverträge, Banksparrpläne, fondsgebundene-Rentenversicherungen, Fondssparpläne und die neuen Möglichkeiten der Förderung der Finanzierung selbstgenutzter Immobilien (Wohn-Riester) decken ein weites Feld unterschiedlicher Aspekte der Altersversorgung ab. Dabei variiert das Verhältnis von Sicherheit und Rendite bzw. die Chance/Risiko-Struktur nicht nur zwischen den einzelnen Produktkategorien. Auch innerhalb dieser Kategorien bestehen Unterschiede. Insbesondere Fondssparpläne können ganz unterschiedlich strukturiert sein. Dazu gehören u.a. Produkte, bei denen die Anbieter für ein professionelles Asset Liability Management, d.h. eine an den Chancen und Risiken der Märkte sowie am Alter der Sparer orientierte optimale Anlagestrategie, sorgen. All dieser Unterschiede sollten sich die Anleger bewusst sein. Ein Weiteres kommt hinzu: Die finanziellen Kenntnisse der Bürger und die Bereitschaft zum Vorsorgesparen sind positiv korreliert. Mit Finanzkompetenz ausgestattete Personen sparen mehr für das Alter vor.¹⁴

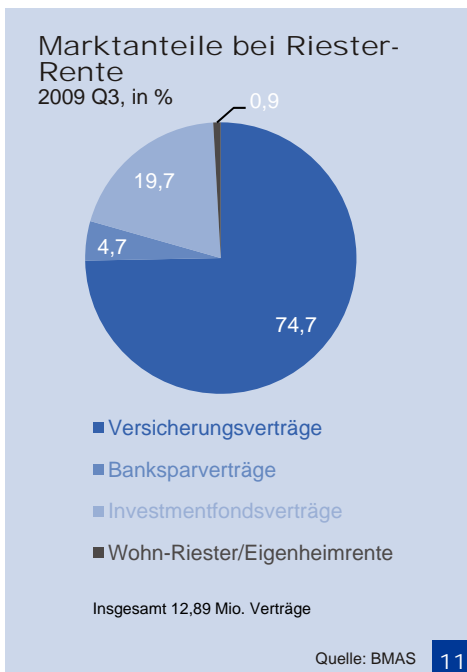
Versicherungsförmige Rentenpläne – Gewinner der Krise?

Leistungsbezogene Rentenpläne finden sich sowohl bei der individuellen Vorsorge als auch – mit abnehmender Bedeutung – bei der betrieblichen Vorsorge. Umfassende leistungsbezogene Rentenpläne, bei denen der Anbieter grundsätzlich die Risiken schultert, bieten traditionell Versicherungsunternehmen an.

Versicherungsförmige Rentenpläne sind vor allem bei der individuellen Altersvorsorge populär – z.B. in Frankreich und gerade auch in Deutschland. Hierzulande beträgt der Anteil der Versicherungsverträge (einschließlich fondsgebundener Versicherungen) an der Riester-Rente derzeit (Q3 2009) rd. 75%. Bei der betrieblichen Altersversorgung spielen Versicherungslösungen i.d.R. keine vergleichbar bedeutende Rolle. In Deutschland vereinen die Direktversicherung und die Pensionskassen rd. 11 bzw. 23% der Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung (2007 EUR 439 Mrd.) auf sich.

Versicherungsförmige Rentenpläne sind dadurch charakterisiert, dass in dem zugrundeliegenden Vertrag zwischen dem Versicherungsgeber und dem Versicherungsnehmer grundsätzlich sowohl die einzuzahlenden Beiträge als auch die vertraglich garantierten Leistungen festgelegt sind. Traditionellerweise werden die Verträge so kalkuliert, dass der Barwert der Beiträge dem Barwert der Auszahlungen, die für den einzelnen Versicherten nach versicherungsmathematischen Erwartungswerten zu leisten sind, entspricht. Mit dem Abschluss des Versicherungsvertrages übernimmt das Versicherungsunternehmen grundsätzlich die Risiken der Altersvorsorge, bei einem Rentenvertrag also insbesondere das Langlebigerisiko und die Risiken der Anlage des Vorsorgekapitals.

Zum Schutz der Versicherten unterliegen die Versicherungsunternehmen in vielen Ländern konsequenter staatlicher Aufsicht und Regulierung. Dazu gehören strenge Vorgaben für die Solvabilität sowie oft auch restriktive Regeln für die Anlage des Deckungskapitals. So gelten in Deutschland für das gebundene Vermögen von Versicherungsunternehmen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und der darauf basierenden Anlageverordnung eine Reihe quantitativer und qualitativer Vorgaben. An oberster Stelle stehen dabei die Anlagegrundsätze Sicherheit, Rentabilität, Liquidität sowie Mischung und Streuung. Des Weiteren darf z.B. der Anteil von Aktien und anderen mit höheren Risiken verbundenen Kapitalanlagen



11

¹⁴ Bucher-Koenen, Tabea (2009). Financial Literacy and Private Old-Age Provision in Germany – Evidence From Save 2008. MEA Discussion Papers 192-2009.

am gebundenen Vermögen insgesamt 35% nicht überschreiten. Diese Regeln gelten grundsätzlich auch für Pensionskassen. Bei den versicherungsförmigen Schweizer Pensionskassen beträgt die Höchstgrenze für Anlagen in Aktien 50%.

Zudem müssen die Versicherungsunternehmen zu jeder Zeit in der Lage sein, ihre Leistungen zu erbringen. Vereinfacht ausgedrückt müssen deshalb zu jedem Zeitpunkt der Vertragslaufzeit der bis dato verfügbare Kapitalstock sowie der Barwert der in Zukunft noch zu erwartenden Beiträge dem Barwert der laut Vertrag versicherungsmathematisch zu erwartenden Auszahlungen entsprechen.

Für die unternehmerische Kalkulation versicherungsförmiger Rentenpläne sowie für die Solvabilitätsanforderungen spielt daher der Diskontierungssatz eine zentrale Rolle. Er wird i.d.R. nach Vorgaben der Aufsichtsbehörden festgesetzt. Dabei besteht zwischen den Vorgaben und der Entwicklung relevanter Markttrenditen eine mehr oder minder enge Koppelung. So legt in Deutschland das Bundesministerium für Finanzen den Höchstrechnungszins fest, den Versicherungen für die nach handels- und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen zu bildenden Deckungsrückstellungen ansetzen können. Dessen Höhe orientiert sich an der Umlaufrendite von zehnjährigen Bundesanleihen.¹⁵ Seit 2007 beträgt der höchstzulässige Zins für neue Vertragsabschlüsse 2,25%. Für ältere Abschlüsse liegt er höher. Der Höchstrechnungszins entspricht i.d.R. zugleich der den Versicherten garantierten (jährlichen) Rendite auf die eingezahlten Beiträge.

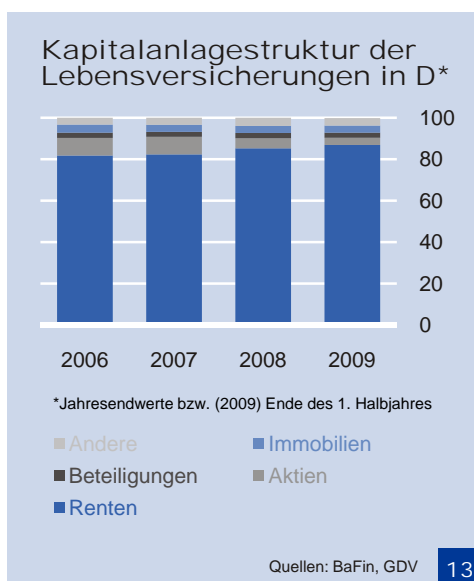
Bei der Anlage der Deckungsmittel erzielen die Versicherungsunternehmen i.d.R. Renditen, die oberhalb der garantierten Rendite bzw. des Höchstrechnungszinses liegen. Auf diese Weise können bei den Versicherungen während der (bei Rentenversicherungen oft langen) Laufzeit teilweise beträchtliche Überschüsse entstehen. Diese Überschüsse werden in Deutschland zu einem ganz überwiegenden Teil (gesetzlich vorgeschrieben ist ein „angemessener Teil“) an die Versicherten zurückgegeben (Überschussbeteiligung).

Die Überschussbeteiligung erhöht aus Sicht der Begünstigten die Attraktivität privater Rentenversicherungen. Allerdings sind die Überschüsse vom Anlageerfolg der Versicherungsunternehmen abhängig. Daher schwankt die Überschussbeteiligung grundsätzlich in der Höhe. Über die Überschussbeteiligung können sich Finanzmarkturbulenzen damit auch bei den Versicherten niederschlagen.

Speziell die deutschen Versicherungen legen das gebundene Vermögen traditionell sehr vorsichtig an. Nach Angaben des GDV lag die Aktienquote der deutschen Lebensversicherungsunternehmen Ende 2008 bei 4,8% (Ende 2007: 8,5%), wobei bei vielen Unternehmen ein großer Teil des Aktieninvestments zusätzlich abgesichert ist. Der überwiegende Anteil der Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen wird in sicheren festverzinslichen Anlagen getätigt. Versicherungen sind daher von Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten nur sehr eingeschränkt betroffen. Der relativen Stabilität in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen steht zwangsläufig gegenüber, dass die Begünstigten versicherungsförmiger Rentenpläne nicht in gleicher Weise von Aufschwungphasen an den Aktienmärkten profitieren können, wie Vorsorgesparer, die auf Aktienfonds oder fondsgebundene Versicherungen setzen.



12



13

¹⁵ Genau handelt es sich um den zehnjährigen Durchschnitt der Umlaufrendite von zehnjährigen Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 9–10 Jahren.



Ungeachtet der sicherheitsorientierten Anlagepolitik sind Versicherungen und die nach ähnlichen Prinzipien agierenden Pensionskassen der betrieblichen Altersvorsorge prinzipiell einem Insolvenzrisiko ausgesetzt, wenn auch einem geringen. Probleme können Versicherungen u.a. eine hohe Volatilität an den Anleihemärkten bereiten sowie ein unerwarteter Anstieg der Lebenserwartung der Rentenversicherten. Freilich ist das den Versicherten zustehende gebundene Vermögen strikt von den übrigen Anlagen der Versicherungsunternehmen getrennt und dem Zugriff anderer Gläubiger entzogen. Zudem besteht in Deutschland mit der Protaktor Lebensversicherungs-AG eine Sicherungseinrichtung der privaten Versicherungswirtschaft. Diese Einrichtung würde die Versicherungsverträge und das Sicherungsvermögen des betreffenden Unternehmens übernehmen und die Verträge weiter führen.

Bei der Riester-Rente in Deutschland haben die Versicherungsverträge in den vergangenen Jahren – von einem freilich sehr hohen Niveau von anfänglich über 90% ausgehend – kontinuierlich Marktanteile verloren. Es bleibt abzuwarten, ob sich dieser Trend ungeachtet der jüngsten Krise fortsetzt.

Bei der betrieblichen Vorsorge sind über Versicherungen finanzierte Rentenpläne (in Deutschland die Direktversicherung und die Pensionskassen sowie grundsätzlich auch der Pensionsfonds sowie die rückgedeckte Unterstützungskasse und die rückgedeckte Direktzusage) vor einer Insolvenz des Arbeitgebers geschützt. Das Vorsorgevermögen wird hier bei einer rechtlich selbständigen Trägereinrichtung verwahrt. Im Fall der Insolvenz des Arbeitgebers werden arbeitgeberfinanzierte Pläne beitragsfrei gestellt. Bisher erworbene (unverfallbare) Anwartschaften bleiben erhalten.

Pensionsfonds (befristet) hart getroffen

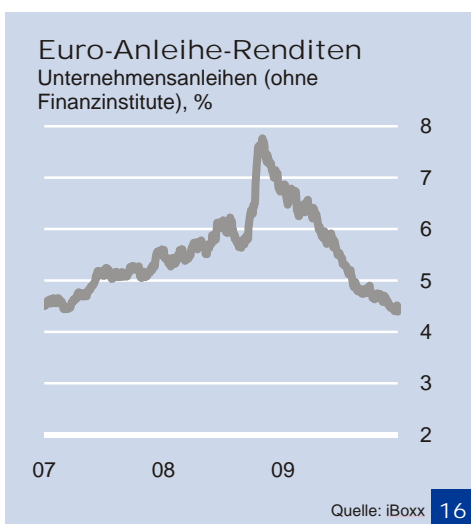
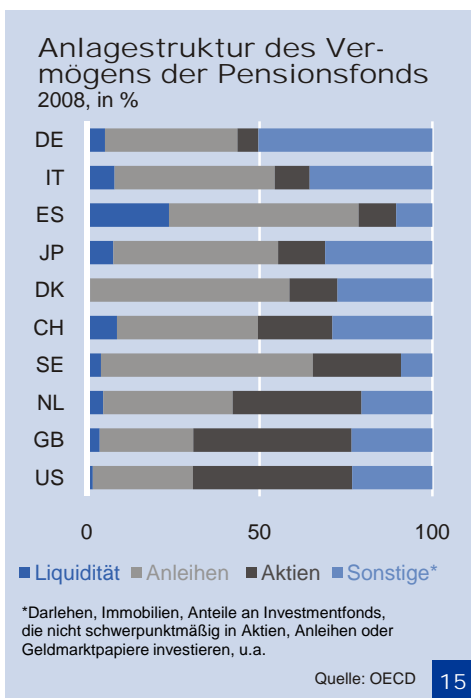
International erfolgt die Finanzierung betrieblicher Rentenpläne weithin über Pensionsfonds. Vor allem in den USA, den Niederlanden und Großbritannien basiert die betriebliche Altersvorsorge gänzlich oder ganz überwiegend auf diesem Vehikel. Bei einem Pensionsfonds handelt es sich um ein vom übrigen Vermögen des Unternehmens getrenntes Sondervermögen, das von Treuhändern gehalten wird.

Für Pensionsfonds nach internationalen Standards gilt im Grundsatz folgende Budgetgleichung: Das aus den Beiträgen und deren rentierlicher Anlage angesammelte Vorsorgekapital muss dem Barwert der bis dato von den Begünstigten erworbenen (bereits erdienten) Leistungs- bzw. Rentenansprüche entsprechen. Übersteigt das vorhandene Deckungskapital die diskontierten Rentenansprüche, also die Verbindlichkeiten des Pensionsfonds gegenüber den Begünstigten, so ist der Fonds überfinanziert. Er verfügt dann über Reserven. Im umgekehrten Fall besteht eine Finanzierungslücke bzw. Unterdeckung.

Pensionsfonds unterliegen i.d.R. staatlicher Aufsicht und Regulierung. Sowohl die Anlageregeln als auch die Solvabilitäts- bzw. Deckungserfordernisse sind jedoch meist weniger restriktiv als bei Versicherungen. So gelten für Pensionsfonds nach internationalen Standards grundsätzlich keine quantitativen Anlageregeln (eine Ausnahme sind v.a. die ohnehin eher versicherungsförmigen Schweizer Pensionskassen). Stattdessen gilt weithin das Vorsichtsprinzip (prudent person bzw. prudent expert rule). Dabei verzichtet der Gesetzgeber weitgehend auf konkrete quantitative Vorgaben für



14



Anlagen in einzelne Vermögensklassen.¹⁶ Das heißt aber nicht, dass das Vorsorgevermögen beliebig angelegt werden darf. Vielmehr verpflichtet die prudent expert rule die verantwortlichen Asset Manager zur Einhaltung bestimmter Leitprinzipien wie der Risikostreuung sowie zu einer perspektivischen Anlagepolitik, die u.a. die Altersstruktur der Planbegünstigten berücksichtigt. Daraus erwachsen in der Praxis ebenso gewisse Anlagerestriktionen wie aus Solvabilitäts- bzw. Deckungsvorschriften.

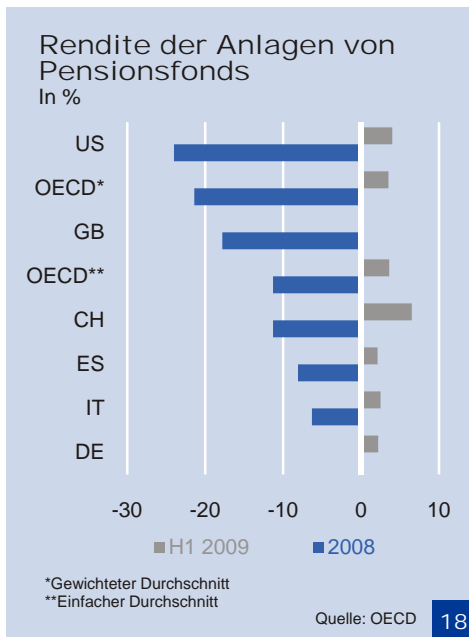
Dessen ungeachtet sind Pensionsfonds traditionell eher renditeorientiert und damit relativ stark in Aktien investiert. Darüber hinaus hielten die Fonds in den USA und Großbritannien in jüngerer Zeit in nennenswerten Maße auch in Immobilien und/oder mit Immobilienkrediten unterlegte strukturierte Wertpapiere, die von der Krise an den Immobilienmärkten dieser Länder stark betroffen waren. Das Vorsorgevermögen vieler Pensionsfonds ist daher im Verlauf der Krise deutlich geschmolzen, zumal die Assets der Pensionsfonds in vielen Ländern zu Marktpreisen bewertet werden müssen. Mit der Erholung an den internationalen Aktienmärkten konnten die Pensionsfonds im Durchschnitt 2009 aber wieder deutliche Zuwächse bei den Vermögenswerten erzielen.

Pensionsfonds bereiten aber auch Turbulenzen auf den Anleihemärkten Probleme. Die Fonds unterliegen nämlich auf der Passivseite ihrer Bilanz einem starken Zinsänderungsrisiko. Der Barwert ihrer Zahlungsverpflichtungen hängt wesentlich vom jeweiligen Diskontierungssatz (bzw. der gemäß der Fristigkeitsstruktur der Verpflichtungen relevanten Renditekurve) ab. Wenn der Diskontierungssatz (die Kurve) sinkt, dann steigt dieser Barwert. Bei einem unveränderten Wert des vorhandenen Kapitalstocks verschlechtert sich dadurch die finanzielle Lage des Rentenplanes. Sind dann keine Reserven vorhanden, kann es zu einer Unterdeckung des Rentenplanes kommen. Umgekehrt sinkt der Barwert der Leistungsverpflichtungen (und es steigt bei konstanten Vermögenswerten der Grad ihrer Deckung), wenn der Diskontierungssatz steigt.

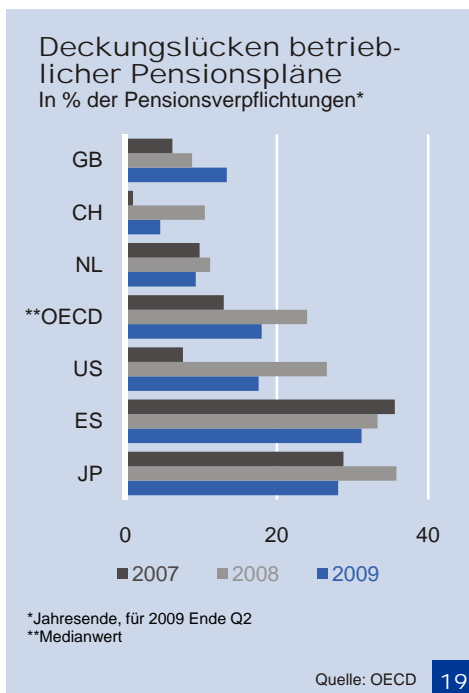
Für die von Pensionsfonds anzuwendenden Diskontierungssätze bestehen international unterschiedliche Regelungen. In den USA und Großbritannien gilt die Rendite(kurve) erstrangiger Unternehmensanleihen (AA-Rating) als maßgebliche Größe. In den Niederlanden richten sich die Diskontierungssätze nach der Renditekurve sehr risikoarmer Anleihen, die nahe der Renditekurve von Staatsanleihen liegt. Für die versicherungsähnlichen Pensionsfonds in Deutschland ist bei leistungsorientierten Plänen hingegen der vom BMF festgelegte Höchstrechnungszins (derzeit 2,25%), wie er auch für Versicherungen gilt, maßgeblich. Ähnlich sind in der Schweiz die Zahlungsverpflichtungen der Pensionsfonds mit dem Mindestzinsatz zu diskontieren, den der Bundesrat als obligatorischen Garantiezins für die betrieblichen Rentenpläne festlegt. Derzeit beträgt dieser Satz 2%.

Veränderungen des Diskontierungssatzes können kräftig auf den aufsichtsrechtlich relevanten Barwert der Pensionsverpflichtungen durchschlagen. So kann ein Rückgang des Satzes um 1 Prozentpunkt die Verbindlichkeiten eines typischen Planes um bis zu 20% erhöhen. Bei versicherungsförmigen Plänen, wie sie für die Pensionsfonds in Deutschland und die Pensionskassen in der Schweiz üblich sind, entstehen indes insoweit keine Probleme, wie bei den

¹⁶ In der Regel bestehen lediglich Begrenzungen für Investitionen in einzelne Unternehmen, insbesondere auch das Sponsorunternehmen des Planes.



18



19

einzelnen Pensionsplänen der Diskontierungssatz der garantierten Mindestverzinsung entspricht.

Finanzlage vieler Pensionsfonds inzwischen verbessert

Im Verlauf der Finanzmarkturbulenzen der letzten beiden Jahre haben sich die Aktienmärkte und die Bondmärkte teilweise unterschiedlich entwickelt. So schnellten in den USA die Renditen der relevanten Unternehmensanleihen im September 2008 kräftig nach oben (um rd. einen Prozentpunkt gegenüber dem Durchschnitt von Januar bis September 2008). Seit dem Spätherbst 2008 sind sie jedoch deutlich gefallen. In Großbritannien lässt sich eine ähnliche Entwicklung beobachten. In beiden Ländern wurden die Bilanzen der Pensionsfonds daher seitens der Verbindlichkeiten 2008 zunächst entlastet. Hingegen wirkt sich der Rückgang der Anleiherenditen 2009 negativ auf die finanzielle Lage der Fonds aus. In den Niederlanden sind die relevanten Renditen angesichts der geringen Risiken der Referenzpapiere von Mitte 2008 (kräftige Ausweitung der Spreads von Unternehmens- gg. Staatsanleihen im Eurogebiet im Herbst 2008) bis Herbst 2009 zurückgegangen, mit negativen Folgen für die niederländischen Fonds.

Im Ergebnis haben die Effekte der Turbulenzen auf Seiten des Vorsorgevermögens einerseits und der Verbindlichkeiten andererseits in vielen Ländern zu beträchtlichen Finanzierungsproblemen der Pensionsfonds geführt. Nach Berechnungen der OECD nahm der Median des Deckungsgrades leistungsbezogener Rentenpläne börsennotierter Unternehmen in den Industrieländern von 87% Ende 2007 auf 76% Ende 2008 ab. Bis Mitte 2009 stieg der Finanzierungsgrad dann wieder leicht auf 82% an. Überdurchschnittlich stark hat sich die Krise demnach u.a. auf die finanzielle Lage betrieblicher Rentenpläne in Japan und Spanien ausgewirkt. Dort waren diese Rentenpläne Mitte 2009 noch immer um 28% bzw. 31% unterfinanziert. Auffällig ist zudem, dass sich in einigen Ländern die Finanzierungssituation der Betriebsrenten im ersten Halbjahr 2009 noch kaum verbessert hat. In Großbritannien ist der Deckungsgrad sogar weiter gefallen von rd. 91% Ende 2008 auf 86,6%. Dies resultiert aus einem deutlichen Rückgang der Renditen sowie auch aus der Entwicklung beim Immobilienvermögen. Hingegen ist etwa der Deckungsgrad der Pensionsfonds in den USA im ersten Halbjahr 2009 um 9 Prozentpunkte auf gut 82% gestiegen. In der Zwischenzeit sollte sich die Lage international weiter verbessert haben.

Unterschiedliche Anpassungserfordernisse

Eine (nach aufsichtsrechtlichen Kriterien bestehende) Unterfinanzierung betrieblicher Pensionsfonds löst in den einzelnen Ländern unterschiedliche Anpassungserfordernisse aus.¹⁷ Diese reflektieren die Gewichtung des Schutzes der Planbegünstigten einerseits sowie der Interessen der Unternehmen als Plansponsoren an einer Begrenzung der Kosten der betrieblichen Vorsorge andererseits, aber auch den Stand der Umsetzung internationaler Standards.

In den **USA** genügte in der Vergangenheit eine Ausfinanzierung der Rentenpläne von 90%. Zudem hatten die Fonds erheblichen Spielraum hinsichtlich der aktuarischen Annahmen und Methoden zur Berechnung ihrer Verbindlichkeiten. Nach dem Pension Protection Act von 2006 müssen inzwischen höhere Standards einschließlich

¹⁷ Vgl. auch Blome Sandra et al. (2007). Pension Fund Regulation and Risk Management: Results from an ALM Optimisation Exercise. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 8.

der genannten Vorgaben für den Diskontierungssatz eingehalten werden. Zudem sind die Unternehmen seit 2008 grundsätzlich verpflichtet, ihre Verbindlichkeiten aus Pensionszusagen zu 100% auszufinanzieren. Dafür besteht eine siebenjährige Übergangsfrist bis 2015. Als Zielmarke für 2009 gilt dabei ein Finanzierungsgrad von 94%.

Pensionsfonds in den **Niederlanden** müssen ihre nominalen Verbindlichkeiten zu 100% ausführen und eine Kapitalreserve von 5% halten. Zudem darf die Wahrscheinlichkeit eines Unterschreitens der 100%-Marke nicht mehr als 2,5% betragen. Nach Berechnungen der Aufsichtsbehörden resultiert daraus ein (von der Anlagestruktur des Fonds abhängiger) Zieldeckungsgrad von bis zu 130%. Wenn die Solvabilität zwischen dem Mindest- und dem Zieldeckungsgrad liegt, müssen die Fonds der Aufsicht genehmigungspflichtige Anpassungspläne vorlegen, die zeigen, wie das Deckungsziel längerfristig erreicht werden kann.

In **Großbritannien** schreibt die Aufsichtsbehörde keine generellen quantitativen Ziele für den erforderlichen Finanzierungsgrad vor. Stattdessen gelten (je nach Art des Pensionsplans unterschiedliche) qualitative Regeln. So müssen die Fonds über ausreichendes Vorsorgekapital verfügen, um die aufgelaufenen Verbindlichkeiten decken zu können. Im Fall einer Unterdeckung müssen die verantwortlichen Treuhänder einen Sanierungsplan ausarbeiten. Grundsätzlich schaltet sich die Aufsichtsbehörde ein, wenn der Deckungsgrad unter 100% liegt und/oder eine Erholung nicht innerhalb von 10 Jahren zu erwarten ist.

Ebenfalls grundsätzlich voll auszufinanzieren sind die leistungsbezogenen Pläne in der **Schweiz**. Eine zeitlich begrenzte Unterdeckung ist hier nur dann zulässig, sofern sichergestellt ist, dass die Leistungen bei Fälligkeit erbracht werden können und die Vorsorgeeinrichtung Maßnahmen ergreift, um die Unterdeckung in einer angemessenen Frist zu beheben.¹⁸

Anders als in den genannten Ländern gibt es in **Deutschland** kein generelles Gebot zur Ausfinanzierung betrieblicher Rentenpläne. Vielmehr richten sich die Erfordernisse nach dem Durchführungsweg sowie der Art der Zusage. Während bei der Direktzusage und der Unterstützungskasse keine Ausfinanzierung erforderlich ist, gelten für die Pensionskasse, den Pensionsfonds (zumindest für die Auszahlphase) und die Direktversicherung als versicherungsförmige Durchführungswege strikte Regeln. Die garantierten Leistungen müssen hier jederzeit gedeckt sein. Die Erfüllung dieser Bedingung ist bei versicherungsartigen Plänen grundsätzlich in deren Design angelegt (siehe oben).

So unterschiedlich die Regeln hinsichtlich der Solvabilität der Rentenpläne sind, so unterschiedlich sind international auch die Maßnahmen, die die Trägereinrichtungen und Sponsoren bei einer Unterdeckung ergreifen können oder müssen. Grundsätzlich bestehen drei Möglichkeiten, die Problemlagen zu beheben:

Änderung der Solvabilitätsanforderungen einschließlich der (aktuarischen) Kalkulations- bzw. Bewertungsgrundsätze

Zu den Ländern, die die Finanzprobleme von Pensionsfonds bzw. der Sponsorunternehmen auf diese Weise entschärft haben, gehören die USA und Dänemark. So kann in den USA bei der Bewertung der Pensionsfondsvermögen u.U. vom Marktwertprinzip abgewichen

¹⁸ Peter, Erich (2009). Unterdeckung und Sanierung – Rechte und Pflichten der Vorsorgeeinrichtung. In Aktuelle Juristische Praxis (AJP) 7/2009, S. 783ff.



werden, ebenso sind die Freiheitsgrade bei der Diskontierung der Verbindlichkeiten erweitert worden. Ähnlich können Pensionsfonds und Versicherungen in Dänemark ihr Deckungsvermögen statt zu aktuellen Marktwerten mit den Werten ansetzen, die sie bei einer Entspannung der Marktlage erwarten. Zudem können beim Diskontierungsfaktor ergänzend zu den niedrigen Sätzen erstklassiger Anleihen auch die höher liegenden Hypothekenzinsen berücksichtigt werden.

Erhöhung der Beiträge einschließlich der Verpflichtung der Sponsoren, Mittel nachzuschießen

Die Sponsoren mittels Pensionsfonds finanzierter DB-Rentenpläne sind grundsätzlich dazu verpflichtet, eine Unterdeckung des Planes durch zusätzliche Beiträge (Nachschüsse) zu beseitigen. Dies reflektiert das Renditerisiko, das die Sponsoren tragen. (Bei Plänen, die von Arbeitgebern und Arbeitnehmern gemeinsam finanziert werden, wie etwa in den Niederlanden, können auch beide Gruppen zu zusätzlichen Beiträgen verpflichtet sein.) Dem stehen auf der anderen Seite aber auch Chancen gegenüber: Die Unternehmen können von günstigen Marktentwicklungen nachhaltig profitieren. In vielen Ländern gestatten die zuständigen Aufsichtsgremien Beitragspausen, wenn die Rentenpläne dank kräftiger Zuwächse des Planvermögens hinreichend ausfinanziert sind. Das hat dort in der Vergangenheit die Kosten der Arbeitgeber für die betrieblichen Rentenpläne deutlich gesenkt. Bei den Pensionsfonds in Deutschland sind solche Beitragspausen indes grundsätzlich nicht möglich.

Die Nachschusspflicht der Unternehmen ist nicht unproblematisch, vor allem wenn, wie in der jüngsten Krise, Finanzmarkturbulenzen mit einem Konjunkturabsturz zusammentreffen. Die Finanzierungsprobleme konjunkturell geschwächter Unternehmen können dadurch akzentuiert und u.U. sogar existenzbedrohend werden. Das erklärt in manchen Ländern die Lockerung restriktiver Bewertungsregeln. Darüber hinaus gelten für Krisensituationen mancherorts auch besondere, entlastende Solvabilitätsanforderungen. So haben die USA Sponsoren bestimmter unterfinanzierter Rentenpläne befristet davon entpflichtet, Fortschritte bei der Ausfinanzierung zu erzielen. In den Niederlanden wurde die Frist, innerhalb derer unterfinanzierte Pläne zu der Mindestfinanzierung von 105% hingeführt werden müssen, von 3 auf 5 Jahre verlängert.

Kürzung von Leistungen

Die Kürzung von Leistungen ist vor allem dort eine Option, wo betriebliche Rentenpläne ausschließlich durch freiwillige Arbeitgeberbeiträge finanziert werden. Dabei erfolgen Eingriffe in bestehende Pläne meist aber erst als weitere Schritte in einer Reihe unvermeidbarer Anpassungsmaßnahmen. Davor steht i.d.R., dass umfangreichere Pläne für neue bzw. jüngere Mitarbeiter geschlossen werden. Auf diese Weise haben viele Unternehmen schon in der Vergangenheit auf längere Konjunkturflauten und insbesondere den aus der Globalisierung resultierenden Kostendruck reagiert. Dies erklärt den weltweiten Trend weg von DB-Plänen hin zu DC- oder Hybrid-Plänen. Es ist zu erwarten, dass die jüngste Krise diesen Trend akzentuiert.

Eingriffen in bestehende Betriebsrentenverträge stehen i.d.R. höhere Hürden entgegen. Sie dienen dazu, die Interessen der Arbeitnehmer an einer verlässlichen Alterssicherung zu wahren. In den USA können die Arbeitgeber nicht nur Beitragszahlungen aussetzen, sondern die Rentenpläne unter bestimmten Voraussetzungen beenden (siehe Box). In den Niederlanden kann die Anpassung

Beendigung von Rentenplänen in den USA

Das Gesetz sieht zwei Verfahren vor:

1. **Standardauflösung.** Diese setzt voraus, dass der Pensionsfonds über hinreichende Mittel verfügt, um alle bestehenden (bis dato verdienten) Verpflichtungen zu decken. In diesem Fall muss das Sponsorunternehmen die Anwartschaften entweder als einmalige Kapitalauszahlung an die Planbegünstigten oder durch Kauf eines wertgleichen Rentenplanes bei einer Versicherung entgelten.
2. **Auflösung wegen einer Notlage.** Dieses Verfahren kann greifen, wenn ein Plan unterfinanziert ist und der Arbeitgeber sich in einer schwierigen finanziellen Lage (Notlage) befindet und den Plan nicht weiterführen kann. In diesem Fall übernimmt eine staatliche Auffangeinrichtung, die Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC), den Plan sowie das vorhandene Vorsorgevermögen (siehe auch S. 25).

Mögliche Anpassungen betrieblicher Rentenpläne in Deutschland

Das Thema Anpassung bzw. Änderung betrieblicher Versorgungszusagen in Deutschland ist komplex. Deswegen können hier nur einige Grundprinzipien für arbeitgeberfinanzierte Pläne unverbindlich skizziert werden. Dabei muss zwischen Eingriffen während der Anwartschaftsphase und in der Auszahlphase unterschieden werden. Während es für Eingriffe in laufende Renten nur sehr eng begrenzte Möglichkeiten gibt, können Arbeitgeber ihre zugesagten Leistungen in der Anwartschaftsphase unter bestimmten Bedingungen kürzen oder einstellen. Die Änderung von Versorgungszusagen erfordert aber i.d.R. die Mitwirkung des Betriebsrates. Zudem besteht ein nach der Intensität der Eingriffe abgestufter Bestandsschutz (3 Stufen-Theorie des Bundesarbeitsgerichts). Demnach rechtfertigen drei Arten von Gründen, nämlich zwingende, triftige und sachlich proportionale, unterschiedlich intensive Eingriffe in den Bestandsschutz. Bereits erworbene, auf vergangene Tatbestände bezogene Anwartschaften genießen hingegen vollen Schutz.

Laufende Renten sind grundsätzlich unantastbar. Die Arbeitgeber haben hier lediglich die Möglichkeit, unter bestimmten Bedingungen die – je nach Zusageart bzw. Durchführungsweg – gesetzlich vorgeschriebene Anpassung aufzuschieben oder (befristet) auszusetzen. Dies ist etwa im Fall einer Substanzgefährdung des Unternehmens möglich.

Nach § 16 Abs. 1 des Betriebsrentengesetzes sind die Arbeitgeber verpflichtet, alle 3 Jahre eine Anpassung ihrer laufenden Leistungen zu prüfen. Diese Pflicht gilt (gemäß Abs. 2) als erfüllt, wenn die Leistungen mindestens entsprechend dem Anstieg des Verbraucherpreisindex für Deutschland oder der Nettolöhne vergleichbarer Arbeitnehmergruppen des Unternehmens angepasst werden. Alternativ kann sich der Arbeitgeber verpflichten (Abs. 3), die Leistungen alljährlich um mindestens 1 % zu erhöhen. Bei der Direktversicherung und der Pensionskasse entfällt die Anpassungspflicht grundsätzlich, wenn ab Rentenbeginn sämtliche auf den Rentenbestand entfallende Überschussanteile zur Erhöhung der laufenden Leistungen verwendet werden. Ebenfalls keine Anpassungspflicht besteht bei einer Beitragszusage mit Mindestleistung.

der betrieblichen Renten an die Inflation befristet ausgesetzt werden. Im Notfall können zudem sogar bereits erdiente Anwartschaften herabgesetzt werden. In der Schweiz sind „wohlerworbene“ Rechte grundsätzlich geschützt. Einschnitte können nur zukunftsgerichtet erfolgen. Infrage kommen etwa eine Herabsetzung der Verzinsung der Altersguthaben, eine Reduktion der künftigen Rentenzahlungen an die noch Aktiven sowie auch eine Verminderung des versicherten Lohnes und/oder noch nicht fälliger Risikoleistungen (Invalidität und Tod).

In Deutschland sind im Krisenfall ebenfalls Begrenzungen der Leistungen möglich (siehe Box). So haben die Arbeitgeber das Recht, die Dotierung betrieblicher Rentenpläne zu kürzen oder (befristet) einzustellen. Damit fallen die späteren Betriebsrenten geringer aus. Solche Maßnahmen bedürfen aber i.d.R. einer Betriebsvereinbarung, d.h. der Beteiligung des Betriebsrates.

Unternehmensintern finanzierte Rentenpläne indirekt betroffen

Die unternehmensinterne Finanzierung über die Bildung von Rückstellungen findet sich in Europa u.a. in Italien, Österreich und Schweden. Größere Bedeutung hat sie aber vor allem in Deutschland bei der Direktzusage (einer Betriebsrente). Dieser Durchführungsweg bietet den Arbeitnehmern den Vorteil der vollen nachgelagerten Besteuerung von Arbeitgeberbeiträgen. Allerdings können die Arbeitnehmer die staatliche Riester-Förderung bei einer Direktzusage nicht in Anspruch nehmen. Möglich ist jedoch die Entgeltumwandlung.

Bei der Direktzusage bildet das Unternehmen zur Finanzierung der aus der Zusage resultierenden Leistungsverpflichtungen Pensionsrückstellungen. Die Bildung von Rückstellungen vermindert den (ausgeschütteten) Gewinn und die Steuerlast des Unternehmens. Auf diese Weise erlangt das Unternehmen Mittel, die für Investitionen zur Verfügung stehen. Soweit diese Mittel im Betrieb investiert werden, sind Rückstellungen ein Instrument zur Unternehmensfinanzierung. In der Leistungsphase werden die Pensionsrückstellungen dann sukzessive gewinnerhöhend aufgelöst, während die laufenden Pensionszahlungen als steuerlich anerkannter Aufwand gleichzeitig gewinnmindernd wirken.¹⁹ Bezahlt werden die Leistungen an die Betriebsrentner bei der Innenfinanzierung letztlich aus dem Cashflow der Unternehmung. Von krisenhaften Entwicklungen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft ist diese Art der Finanzierung insoweit betroffen, wie (krisenbedingt) die Solvenz des Unternehmens insgesamt gefährdet ist. Umfangreiche Leistungsverpflichtungen gegenüber einer relativ großen Zahl von Betriebsrentnern können das Insolvenzrisiko des Sponsors erhöhen. Gegen dieses Risiko sind die Direktzusagen beim Pensions-Sicherungs-Verein (PSVaG) bis zu einer bestimmten Höhe (2009 maximal EUR 7.500 pro Monat) abgesichert (siehe auch S. 24f).

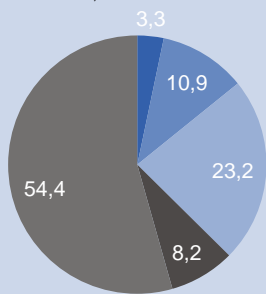
Kritiker vergleichen solche innenfinanzierten Rentenpläne mit Umlagesystemen. Richtig ist, dass diese Pläne für die Arbeitgeber problematisch sind. Sie übernehmen hier umfängliche Kosten und Risiken, die auf dem Unternehmen lasten. Die Pensionsrückstellungen müssen in der Bilanz ausgewiesen werden. Dies kann das Rating der betreffenden Unternehmen negativ beeinflussen, da vor allem

¹⁹ Im Ergebnis kommt es in der Anwartschaftsphase zu einer Steuerstundung (und zum Aufschub von Ausschüttungen). Der Finanzierungseffekt für das Unternehmen resultiert letztlich aus den Zinsvorteilen, die es damit während der Anwartschaftsphase erwirtschaften kann.



Deckungsmittel in betrAV in Deutschland 2007, in %

Insgesamt EUR 438,8 Mrd.



- Pensionsfonds
- Direktversicherungen
- Pensionskassen
- Unterstützungskassen
- Direktzusagen

Quelle: aba 20

Pensionsrückstellungen

Die Höhe der steuerlich anerkannten Pensionsrückstellungen richtet sich nach dem Barwert (Teilwert) der Leistungsverpflichtung, der nach Steuerrecht (§ 6 a EStG) mittels des so genannten modifizierten Teilwertverfahrens zu berechnen ist. Demnach muss die Finanzierung grundsätzlich über den Zeitraum der Dienststätigkeit vom Eintritt in die Firma bis zum Pensionierungsalter bzw. Versorgungsfall erfolgen, und die zukünftigen Leistungsansprüche müssen nach Steuerrecht mit einem Rechnungszinssatz von (derzeit) mindestens 6 Prozent abdiskontiert werden. Pensionsrückstellungen für Versorgungsverpflichtungen aus Entgeltumwandlung können u.U. mit einem höheren Wert als dem Teilwert, dem so genannten Anwartschaftsbarwert, angesetzt werden. Die Rückstellungen der Steuerbilanz spiegeln die Pensionsverpflichtungen wegen des hohen Diskontierungssatzes sowie der fehlenden Möglichkeit, künftige Gehalts- und Preissteigerungen zu erfassen, nur unzureichend wider.

Nach dem Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz, BilMoG) ist für den Ansatz der Pensionsrückstellungen in der Unternehmensbilanz künftig nicht mehr das Steuerrecht maßgeblich, sondern es gelten die neuen Gesetzesregeln. Der Rechnungszins ist marktnah und fristenkongruent zu wählen. Zudem sind künftige Gehalts- und Rentensteigerungen in die Bewertung einzubeziehen. Bei erstmaliger Anwendung können die neuen Vorgaben zu einem kräftigen Anstieg der auszuweisenden Pensionsverpflichtungen führen. Falls es durch die erstmalige Anwendung des BilMoG zu einer Steigerung der Pensionsrückstellungen kommt, kann der dadurch entstandene Mehraufwand auf 15 Jahre verteilt werden. Das BilMoG nähert die deutschen Bilanzierungsregeln internationalen Standards (IAS 19) an, wie sie Großunternehmen seit geraumer Zeit anwenden.

Finanzanalysten und Ratingexperten heute Rückstellungen als Fremdkapital interpretieren.

Trend zur unternehmensexternen Anlage von Deckungsmitteln dürfte anhalten

Die Unternehmen können die aus der Rückstellungsbildung resultierende Liquidität jedoch auch unternehmensextern am Kapitalmarkt investieren. Es wird geschätzt, dass in Deutschland etwa 50% des Deckungsvolumens der Direktzusagen von insgesamt rd. EUR 240 Mrd. (2007) unternehmensextern angelegt sind. Bei den großen Unternehmen liegt die Quote im Durchschnitt noch höher. Soweit Deckungsmittel extern an den Finanzmärkten investiert werden, partizipieren die betreffenden Unternehmen je nach Art der Anlage an den Chancen günstiger Marktentwicklungen. Je höher die dabei erzielte Rendite ist, umso geringer fällt die spätere finanzielle Belastung der Unternehmen aus. Entsprechend können sich Schwächephasen an den Finanzmärkten natürlich befristet negativ auswirken.

Für die unternehmensexterne Anlage von Deckungsmitteln der Direktzusage stehen mehrere Wege offen. Bedeutsam sind zum einen das Asset Funding und zum anderen Treuhandmodelle:

- Beim **Asset Funding** erwirbt das Sponsorunternehmen Wertpapiere oder Investmentfondsanteile. Diese verbleiben im Betriebsvermögen und fungieren als „interner Deckungsstock“ für die Pensionsrückstellung. Bei höheren Anlagevolumen (ab mehreren Millionen Euro) können Pensionsrückstellungen mit Spezialfonds gesichert werden. Spezialfonds werden von Kapitalanlagegesellschaften, die einer strikten staatlichen Aufsicht unterliegen, gleichwohl aber unter liberalen Anlageregeln agieren können, professionell verwaltet.
- Bei den **Treuhand-Modellen** wird ebenfalls Deckungsvermögen gebildet. Dieses ist jedoch zugunsten der Planbegünstigten verpfändet oder auf einen Treuhänder übertragen und darf nur zur Erfüllung von Pensionsverpflichtungen verwendet werden. Diese so genannten Pension-Trust-Modelle (auch Contractual Trust Arrangement, CTA) ermöglichen es damit, Arbeitnehmeransprüche privatrechtlich gegen Insolvenz des Arbeitgebers zu schützen.

Treuhandlösungen sind vor allem für große Unternehmen Mittel der Wahl. Presseberichten zufolge haben inzwischen rd. die Hälfte der MDAX- und fast alle DAX-Unternehmen einen mehr oder minder großen Teil ihrer Pensionsrückstellungen in ein CTA ausgelagert. Bei einem CTA legt der Treuhänder die ihm übertragenen Mittel nicht selbst an, sondern überträgt diese Aufgabe (in Übereinstimmung mit dem Sponsor) i.d.R. an einen professionellen Vermögensverwalter, etwa eine Kapitalanlagegesellschaft. CTAs unterliegen grundsätzlich nicht der Finanzaufsicht. Für die Sponsorunternehmen bzw. die beauftragten Asset Manager bestehen daher bei der Kapitalanlage grundsätzlich keine aufsichtsrechtlichen Restriktionen. Die Sponsorunternehmen können auch entscheiden, in welchem Umfang sie ihre in ein CTA ausgelagerten Pensionsverpflichtungen decken. Eine Nachschusspflicht bei Unterdeckung entsteht hier – anders als bei Pensionsfonds – nicht, zumal das Sponsorunternehmen weiterhin voll für die Erfüllung der Zusagen haftet.

Die Vermögenswerte eines CTA werden nach internationalen Rechnungslegungsstandards als Planvermögen anerkannt und können deshalb mit den Verbindlichkeiten aus der Pensionszusage saldiert werden. So lässt sich die Bilanz des Unternehmens verkürzen, der Fremdkapitalanteil sinkt, und die Eigenkapitalquote steigt mit prinzi-

Vorteile von CTAs*

- Die Verrechnung von Pensionsverpflichtungen mit ausgelagertem Planvermögen ermöglicht eine Bilanzverkürzung und damit insbesondere eine Erhöhung der Eigenkapitalquote des Sponsorunternehmens.
- Das Planvermögen ist im Fall der Insolvenz des Sponsors zugunsten der Planbegünstigten vor einem Zugriff anderer Gläubiger geschützt.
- Die Pensionsverpflichtungen können grundsätzlich voll ausfinanziert werden.
- Weitgehende Freiheiten bei der Kapitalanlage ermöglichen ein flexibles Management des Planvermögens.
- Das Vermögen kann bilanz- und anderen unternehmenspolitischen Zielen entsprechend angelegt werden.
- Das schließt die Möglichkeit ein, das Planvermögen entsprechend der Entwicklung der Pensionsverpflichtungen (z.B. hinsichtlich der Fristigkeit) anzulegen.
- Mit einer professionellen, renditeorientierten Anlagestrategie lassen sich Aufschwungphasen an den Finanzmärkten sowie insbesondere die längerfristig tendenziell günstigere Rendite an den Kapitalmärkten nutzen.
- Generell kann das Planvermögen nach den Methoden des modernen Asset Liability Managements (ALM) investiert werden. Dabei geht es darum, die Vermögensanlage auf ein Bündel unterschiedlicher Ziele hin zu optimieren.
- Der zukünftige Cashflow des Unternehmens lässt sich von den Pensionszahlungen entkoppeln.

* Vgl. dazu Küting, Karlheinz und Marco Keßler (2009). Bilanzuelle Auslagerung von Pensionsverpflichtungen nach HGB und den IFRS durch ein Contractual Trust Arrangement. In Der Betrieb, H. 33, Seite 1717-1723.

piell positiven Folgen für dessen Rating. Nach neuen deutschen Standards (BilMoG) besteht eine Pflicht zur Verrechnung und damit zum Ausweis der Nettoverbindlichkeiten.²⁰

Nach internationalen und neuen deutschen Rechnungslegungsstandards gelten für die Bewertung der Leistungsverpflichtungen und des Planvermögens von CTAs ähnliche Regeln wie sie für den Fall einer Finanzierung der DB-Pläne durch Pensionsfonds skizziert wurden. Die Verpflichtungen müssen mit ihrem (nach versicherungsmathematischen Grundsätzen zu ermittelnden) Barwert bewertet werden. Dabei ist der Diskontierungssatz vom Zins erstrangiger Unternehmensanleihen mit AA-Rating mit entsprechender Fristigkeitsstruktur und gleicher Währung abzuleiten.²¹ Die Planvermögen sind zum Fair Value, d.h. zeit- und marktnah, zu bewerten.

Die Bewertungsregeln tragen prinzipiell mit dazu bei, dass aus Schwankungen an den Finanzmärkten eine hohe Volatilität der bilanzierten Nettoverpflichtungen resultiert. Infolge der Marktturbulenzen auch im Eurogebiet stieg 2008 einerseits der relevante Diskontierungssatz, und der Barwert der Verpflichtungen nahm ab. Andererseits traten bei Planvermögen Verluste auf. 2009 dürfte die Entwicklung bei vielen Unternehmen umgekehrt verlaufen sein. Entstehen bei den CTAs Deckungslücken, so müssen die Sponsorunternehmen die in einem Rechnungsjahr neu aufgetretenen Differenzen zwischen Pensionsverpflichtungen und Planvermögen in Form von Rückstellungen in der Bilanz berücksichtigen. Dies kann wahlweise auch zeitversetzt erfolgen, was die Volatilität der Rückstellungen mindert, aber die Aussagekraft des Abschlusses einschränkt (stille Lasten). Letztlich erfolgen die Rückstellungen aber zulasten des Eigenkapitals.

Presseberichte über Verluste beim Planvermögen einzelner Unternehmen haben Kritik an dieser Form der unternehmensexternen Finanzierung der Betriebsrenten geweckt. Diese Kritik ist wenig verständlich, denn wesentliche Vorteile der CTAs gelten ungeachtet des Risikos befristeter Werteinbußen beim Planvermögen weiter (siehe Box). Deswegen dürfte grundsätzlich auch der Trend zur Auslagerung von Pensionsverpflichtungen in CTAs sowie in die (versicherungsförmigen) deutschen Pensionsfonds (vgl. oben) anhalten.

Auffangeinrichtungen erheblich belastet

Betriebliche Rentenpläne, insbesondere über Pensionsfonds und mehr noch unternehmensintern finanzierte Pläne, sind grundsätzlich einem Risiko der Insolvenz des Sponsorunternehmens ausgesetzt. In verschiedenen Ländern bestehen deshalb Auffangeinrichtungen, die in einem solchen Insolvenzfall die betroffenen Rentenpläne übernehmen und die bis dato aufgelaufenen Ansprüche mit gewissen Abstrichen bedienen. Dabei handelt es sich i.d.R. um halbstaatliche Institutionen. Die Sponsorunternehmen sind verpflichtet, die einem Insolvenzrisiko unterliegenden (DB- oder Hybrid-)Pläne dort abzusichern und dafür Beiträge zu entrichten.

Diese Sicherungseinrichtungen gerieten in den vergangenen zwei Jahren ebenfalls in schwere See. Das zeigt sich etwa an den Bei-

²⁰ Nach dem BilMoG wird betriebsnotwendiges Anlagevermögen, d.h. die Rückanlage von Mitteln des CTAs im Sponsorunternehmen, nicht als saldierungsfähiges Planvermögen anerkannt.

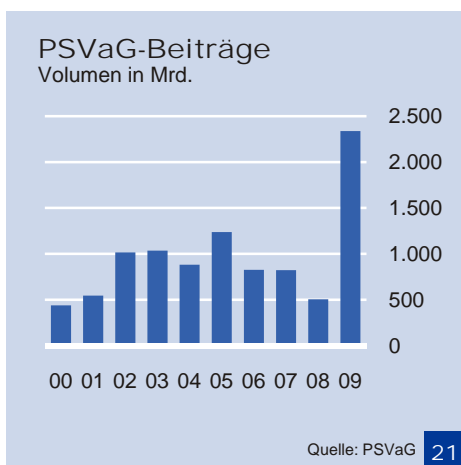
²¹ Vereinfachend kann nach dem BilMoG von einer 15-jährigen Laufzeit ausgegangen werden. Der Rechnungszins entspricht dem 7-Jahres-Durchschnitt des beobachteten Zinses. Der zu verwendende Zinssatz wird künftig regelmäßig von der Deutschen Bundesbank verbindlich festgesetzt und veröffentlicht.



spielen der Pension Benefit Guaranty Corporation (PBGC) in den USA oder dem deutschen Pensions-Sicherungs-Verein (PSVaG). Die PBGC war schon zuvor durch den anhaltenden Strukturwandel vor allem in der US-Industrie und der US-Luftfahrt belastet. Nun sind die Belastungen weiter gestiegen. So registrierte die PBGC im Fiskaljahr 2009 die Beendigung von 144 einzelbetrieblichen Plänen (single-employer plans; kleinere Unternehmen bieten DB-Pläne, wenn überhaupt, i.d.R. gemeinsam mit anderen Arbeitgebern an). Diese Pläne waren durchschnittlich nur zu 63% finanziert. Daraus resultierte eine Gesamtbelastung von netto USD 5,8 Mrd. Insgesamt belief sich die Finanzierungslücke der PBGC Ende September 2009 auf rd. USD 22 Mrd. und war damit USD 10,8 Mrd. höher als ein Jahr zuvor. Die PBGC finanziert sich nicht nur durch die Beiträge der Sponsorunternehmen, sondern sie übernimmt auch die vorhandenen Vermögenswerte der übertragenen Pläne.

In Deutschland meldete der PSVaG kürzlich für 2009 das bisher höchste Schadensvolumen seit seiner Gründung (1974/75). Insgesamt beträgt der zu finanzierende Aufwand EUR 4,05 Mrd. Die Finanzierung der Verbindlichkeiten erfolgte in der Vergangenheit ausschließlich im Umlageverfahren (Rentenbarwertumlageverfahren).²² Seit Ende 2006 findet eine Umstellung auf Kapitaldeckung statt, die innerhalb von 15 Jahren abgeschlossen sein soll. Dies wirkt kurz- und mittelfristig tendenziell beitragssteigernd. Bemessungsgrundlage für die Beiträge der rd. 76.000 Mitgliedsunternehmen sind deren Pensionsrückstellungen in den Bilanzen, die sich auf EUR 285 Mrd. summieren. Für 2009 beträgt der (volle) Beitragssatz 14,2‰. Angesichts des außerordentlich hohen Volumens können die Arbeitgeber einen Teil der Beiträge für 2009 in den Folgejahren bis 2013 entrichten. Gleichwohl muss für 2009 ein Beitragsvolumen von EUR 2,34 Mrd. aufgebracht werden. Dies entspricht einer Liquiditätsbelastung von 8,2‰. 2008 betrug der Beitragssatz nur 1,8‰, und im Durchschnitt der 34 Jahre seit der Gründung 2,3‰.

Die Auffangeinrichtungen tragen mit dazu bei, dass die betriebliche Altersvorsorge auch in schwierigen Zeiten verlässlich bleibt. Das ist wichtig für das Vertrauen der begünstigten Bürger, auf das es gerade bei der Altersvorsorge ankommt. Gleichwohl resultieren aus der hohen Beanspruchung der Systeme auch Probleme. Die kräftig gestiegenen Beiträge belasten die betroffenen Unternehmen erheblich. In Deutschland ist das umso problematischer, als die Unterschiede in der Beitragspflicht bzw. der Höhe der Beitragssätze für die einzelnen Durchführungswege der betrieblichen Vorsorge durchaus strittig sind.²³ Das gilt vor allem für die volle Beitragspflicht von Direktzusagen, die mittels CTA unternehmensextern finanziert sind. Generell besteht ein gewisses Moral-Hazard-Problem darin, dass die Insolvenz eines Unternehmens mit einer extern finanzierten Beitragszusage den PSVaG und damit die Gesamtheit der Unternehmen weniger stark belastet als im Fall der internen Finanzierung ohne, dass sich dies im Beitragssatz niederschlägt. In den USA wird neben der hohen Beitragsbelastung der Unternehmen auch die Frage diskutiert, ob die PBGC längerfristig nicht durch öffentliche Mittel gestützt werden muss.



²² Die Beiträge deckten nur die Ansprüche der jeweiligen aktuellen Betriebsrentner. Dementsprechend bemaßen sich die Beiträge im Wesentlichen nach dem Barwert der im Insolvenzfall übernommenen bereits laufenden Renten. Für die künftigen Ansprüche, die aus den übernommenen (unverfallbaren) Anwartschaften noch Aktiver resultierten, wurde nicht vorgesorgt.

²³ Vgl. BDA (Hrsg.) (2006). Dokumentation der BDA-Fachtagung: Weiterentwicklung der Beitragsgestaltung des PSVaG. Berlin.

Fazit

- Die globale Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise hat die Alterssicherungssysteme einem historischen Belastungstest unterzogen. Die kapitalgedeckten Sicherungssysteme haben diesen Test vielerorts besser überstanden, als es viele Kassandra noch Anfang 2009 prophezeiten. Freilich resultiert dies vor allem aus der deutlichen Erholung insbesondere der Aktienmärkte seit den Tiefständen im März 2009.
- So sprechen die jüngsten Erfahrungen nicht gegen den Aufbau von Altersvorsorgevermögen. Bei individuellen Vorsorgeverträgen sollten sich die bei manchen Plänen aufgetretenen befristeten Vermögenseinbußen in den nächsten Jahren weitgehend wieder ausgleichen. Allerdings hat die Krise manche Erwartungen auf dauerhaft hohe Renditen, wie sie in den 90er Jahren oder Mitte dieses Jahrzehnts zu erzielen waren, als Illusion entlarvt.
- Die private Altersvorsorge ist für die Sicherung eines angemessenen Lebensstandards im Alter unverzichtbar, gerade in den alternden Gesellschaften. Bei deutlich steigender Lebenserwartung bleibt aber für die Bürger die Notwendigkeit einer verstärkten bzw. längeren Erwerbstätigkeit im Lebenszyklus prinzipiell bestehen.
- Hier liegt auch ein wesentlicher Ansatz für die Bekämpfung des Problems der drohenden Altersarmut, das zunehmend Beachtung findet. Bürger, die derzeit nur geringere Vorsorgebeiträge leisten bzw. leisten können, sind gefordert, ihre Beiträge nach Möglichkeit in den kommenden Jahren bei voraussichtlich besserer Arbeitsmarktlage aufzustocken.
- Die Einsicht in die Notwendigkeit vermehrter privater Vorsorge dürfte auch in dem Maße weiter steigen, wie es gelingt, die Finanzkompetenz (financial literacy) der Bürger erfolgreich zu fördern.
- Moderne Altersvorsorge braucht eine gewisse Vielfalt der Produkte, um den unterschiedlichen Bedürfnissen der Vorsorgesparer gerecht zu werden. Bei den einzelnen Produkttypen tragen die Bürger in unterschiedlicher Weise Risiken, deren sie sich bewusst sein sollten. Auch das spricht für eine Verbesserung der financial literacy.
- Auch wenn bei manchen Produkten mit renditeorientierter, dynamischer Anlage durch die Finanzmarkturbulenzen befristet Vermögenseinbußen auftraten, hat die Krise diese Produkte keineswegs diskreditiert oder gar obsolet gemacht. Vielmehr sind insbesondere die jüngeren Vorsorgesparer in den alternden Ländern angesichts des anhaltenden Sparzwangs bei den staatlichen Renten auf die Perspektive rentierlicher privater Rentenpläne angewiesen.
- Bei der betrieblichen Altersversorgung dürfte sich als Folge der Krise der internationale Trend weg von umfangreichen leistungsbezogenen Rentenplänen und hin zu reinen Beitragszusagen oder Hybridplänen akzentuieren. Die Alternative zu den schlankeren, für die Unternehmen weniger riskanten und kostenintensiven Plänen könnte angesichts des anhaltend hohen Wettbewerbsdrucks für viele Unternehmen heißen, auf das Angebot betrieblicher Rentenpläne zu verzichten.

Dieter Bräuning (+49 69 910 31708, dieter.braeuning@db.com)

Asiens aufstrebende Mittelschicht: Eine Bevölkerungsgruppe mit wachsender Bedeutung Nr. 468	22. Dezember 2009
Obamas Agenda: Die Stabilisierung der Wirtschaft im ersten Amtsjahr Nr. 467	1. Dezember 2009
Afrikanische Kapitalmärkte: Mehr als ein Strohfeuer Nr. 466	19. November 2009
Die russischen Regionen: Moskau ist nicht alles Nr. 465	10. November 2009
Geothermie: Bauwirtschaft gewinnt wegen Klimawandel und Energieknappheit Nr. 464	5. November 2009
Klimakonferenz Kopenhagen: Erfolg ein politisches Muss Nr. 463	23. Oktober 2009
Mehrwertsteuer, ermäßigter Satz und Befreiungen: Darf es ein bisschen mehr sein? Nr. 462	15. Oktober 2009
Lebensmittel – Eine Welt voller Spannung Nr. 461	25. September 2009

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

© Copyright 2009. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.
Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.
In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.
Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg