

Policy Paper 02/2011

# Kapitalanlage von Lebensversicherern, Pensionskassen und Pensionsfonds - Grafikpapier



Dr. Christian Christen

Referent für Wirtschaftspolitik  
Bundestagsfraktion DIE LINKE.

## Einführung

---

Fragt man, wie die Bevölkerungen in Europa von einer weiteren Zuspitzung der Finanzkrise direkt betroffen sein könnten, steht an oberster Stelle die **kapitalgedeckte Altersvorsorge**. In allen Varianten werden individuelle Beiträge von Finanzdienstleistern gesammelt, um sie in unterschiedlichen Formen in Finanz- und Sachvermögen anzulegen. Es werden dabei primär Finanzwerte ge-/verkauft und so sollen Überschüsse erwirtschaftet werden, um die vertraglich kodifizierten Zahlungen nach Alterseinkommen (als Einmalzahlung oder monatliche Überweisung) zu erfüllen. Die größten Anbieter dieser Altersvorsorgeprodukte sind die Lebensversicherer, die Pensionskassen und Pensionsfonds.

Nun liegt es bereits in der ökonomischen Logik, dass eine prognostizierte Verzinsung der Kapitalanlage unsicher bleibt und neben der vagen Rentabilität stets das Risiko des Verlustes existiert. Trotz allen Aussagen in den bunten Verkaufsprospekten der Finanzdienstleister, den meist eindrucksvoll präsentierten Tabellen und Charts gibt es schlicht nicht einmal die Sicherheit, die versprochenen Leistungen in nomineller Höhe jemals zu bekommen. Hier hilft bereits der Blick in die unzähligen Detailstudien und die mediale Berichterstattung über die tatsächliche Leistungsfähigkeit der erwähnten Finanzdienstleister, um die Substanz ihrer „Zusagen“ in normalen Zeiten einschätzen zu können. Spätestens seit 2007/08 sollte aber jedem klar geworden sein, dass sich die Situation auf den Finanzmärkten von Grund auf gewandelt hat. Normale Zeiten werden auf absehbare Zukunft nicht die Geschäftsgrundlage bilden können. Die Rede von der systemischen Krise hat durchaus einen wahren und harten Kern. In dieser Hinsicht kann das Verlustrisiko sehr schnell und stark zunehmen und/oder die Rentabilität der Anlageprodukte kann auch auf Dauer sinken (Anlagenotstand für die Akteure). Grundsätzlich werden daraus resultierende signifikante Abschreibungen bei den Vermögenswerten die Verzinsung der von den Lebensversicherern, Pensionskassen und Pensionsfonds verwalteten und angelegten Geldern senken. Inwieweit das über die Jahrzehnte kumulierte nominelle Altersvermögen abzuschreiben wäre und wie sich der „reale“ Wert der Vorsorgeprodukte und die Auszahlungen in naher Zukunft entwickeln, hängt letztlich vom Verlauf der Krise und der politischen Reaktionen ab. Eine stabile, hinreichende Finanzierung der Alterssicherung über das „kapitalgedeckte Verfahren“ für die Bevölkerungsmehrheit wird jedoch auch weiter unmöglich bleiben.<sup>1</sup>

Aktuell stellt sich aber die weit drängendere Frage, ob und wie die drei Finanzdienstleister von den Preisschwankungen an den Finanzmärkten betroffen sind und kurzfristig signifikante Abschreibungen aufgefangen werden können. Im Ernstfall (also schon vor dem Zerbrechen des Euro-Raums) könnte nämlich relativ schnell eine finanzielle und rechtliche Intervention zu Gunsten der Lebensversicherer, Pensionskassen und Pensionsfonds notwendig werden. Nicht zuletzt haben die Maßnahmen von Regierungen und Zentralbanken seit 2007/08 direkt wie indirekt auch diesem Ziel gedient. Denn das über die unterschiedlichen Instrumente zum Zwecke des Auf- und Ausbaus der kapitalgedeckten Altersvorsorge kumulierte „Vermögen“ war zentral für die inflationäre Preisentwicklung an den Finanzmärkten und die parallele Dynamik von Kreditausweitung und Verschuldung. Würde diese „Hyperinflation“ bei den Vermögenspreisen und die nicht in keiner Weise realwirtschaftlich gedeckten Ansprüche auf zukünftige Gewinne – nichts anderes ist der Zins/Rendite eines Vermögenswertes – abrupt beendet, müssen die Preise der fiktiven Finanzaktiva ebenso abrupt drastisch sinken.

---

<sup>1</sup> Vgl. Christian Christen (2011): Politische Ökonomie der Alterssicherung. Marburg

Nun ist im Detail nicht einfach zu klären, welche Struktur und damit auch welche Effekte diese kurz- bis langfristige Anpassung von Vermögenswerten und Schulden auslösen können und wie die Finanzdienstleister im Bereich der kapitalgedeckten Alterssicherung im Rahmen geltender Bestimmungen agieren. *Zweitens* sind Daten über die Struktur der Kapitalanlage der Lebensversicherer, Pensionskassen und Pensionsfonds nicht im Detail zu ermitteln. Auch deshalb lassen sich nicht alle Risiken und mögliche Effekte hinreichend abbilden und einschätzen. Zur Kapitalanlage gibt es oft nur aggregierte Daten und die Risikoeinschätzung wird von den privatwirtschaftlichen Akteuren, Prüfgesellschaften und den öffentlichen Aufsichtsstrukturen vorgenommen.<sup>2</sup> *Drittens* liegen im Detail unterschiedliche aggregierte Daten verschiedener Institutionen (z.B. OECD, EZB, BuBa und private Agenturen) vor und es differieren u.a. Definitionen und Erhebungsmethoden. *Viertens* wirken Forderungsausfälle wie Preisänderungen bei den Vermögenswerten direkt und zugleich stets indirekt (u.a. Zweit-, Drittrundeneffekte). Real- und finanzwirtschaftliche Effekte können sich kumulieren, dynamisieren und lassen sich nicht separieren, was die Bewertung erschwert.

Generell wirkt sich jeder Forderungsausfall und die sinkende Rentabilität der Kapitalanlage bei den Anbietern kapitalgedeckter Vorsorgeprodukte durchaus unterschiedlich aus. Da die Lebensversicherer (LV) beispielsweise einen hohen Anteil von Staatsanleihen halten (bis dato als Risikolos definiert und mit bester Bonität – AAA – belegt), würde ein signifikanter Schuldenschnitt etwa für Staatsanleihen der Eurozone direkt wirken. Desweiteren halten die LV stets einen hohen Anteil an Anleihen aus dem Unternehmenssektor, von Banken und sind wiederum beteiligt an Investmentfonds und Geldmarktfonds und an Hedge-Fonds, Private Equity Gesellschaften usw. Gerade seit Ende der 1990er Jahre ist dieses Segment für die Refinanzierung der kapitalgedeckten Alterssicherung stetig ausgebaut worden. Denn ansonsten hätten jenseits der aktuellen Finanzkrise die bereits angelaufenen Forderungen der Kunden kaum mehr in der vertraglich zugesicherten Höhe bedient werden können. Jeder signifikante Schuldenschnitt und die Änderung der Preise der Finanzanlagen gehen deshalb stets mit Abschreibungen und eben auch Ausfällen über alle Bereich der kapitalgedeckten Alterssicherung einher. Betroffen sind nicht allein die LV, denn wie die folgenden Grafiken zeigen, stehen alle Anbieter von Altersvorsorgeprodukte vor identischen Problemen. Das ist ein zentrales Charakteristikum der systemischen Finanz- und Wirtschaftskrise, in der sich die Weltwirtschaft seit 2007/08 befindet.

---

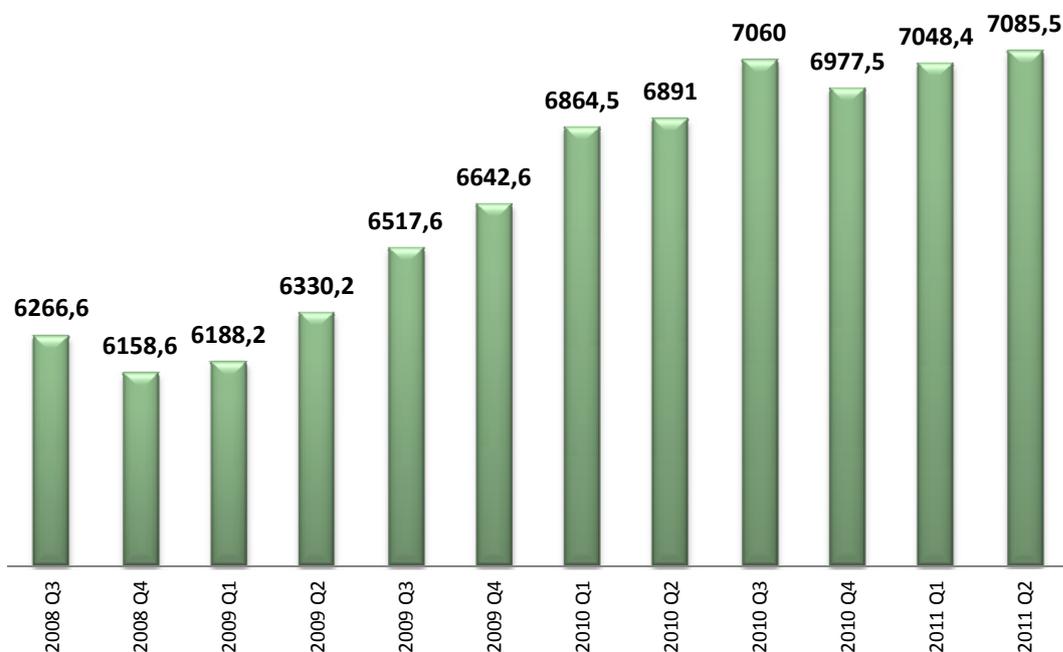
<sup>2</sup> Angesichts der Erfahrungen in den letzten Jahren ist hier Skepsis angesagt: Denn (i) wird diese Einschätzung objektiv durch die Dynamik der Preisentwicklung an den Finanzmärkten und der weitgehenden Intransparenz über Akteure, Produkte und komplexe Verflechtungen behindert. Zugleich haben (ii) die privatwirtschaftlichen Akteure wie auch die öffentlichen Institutionen und die Politik kein starkes, unmittelbares Interesse, die endogene Fragilität des Systems der privaten, kapitalgedeckten Altersvorsorge realistisch zu betrachten. Ansonsten stellt sich nämlich schnell die rationale Frage, warum eine nachhaltige Revision der zurückliegenden Wirtschafts-, Sozial- und Finanzpolitik nicht längst angegangen wird? Letztlich wird seit 2007/08 „gehofft“, die Situation möge nicht so schlimm Enden und der Crash signifikanter Teile des Geld- und Kapitalmarktes würde abgewendet.

## (I) Lebensversicherer und Pensionskassen im Euro- raum

---

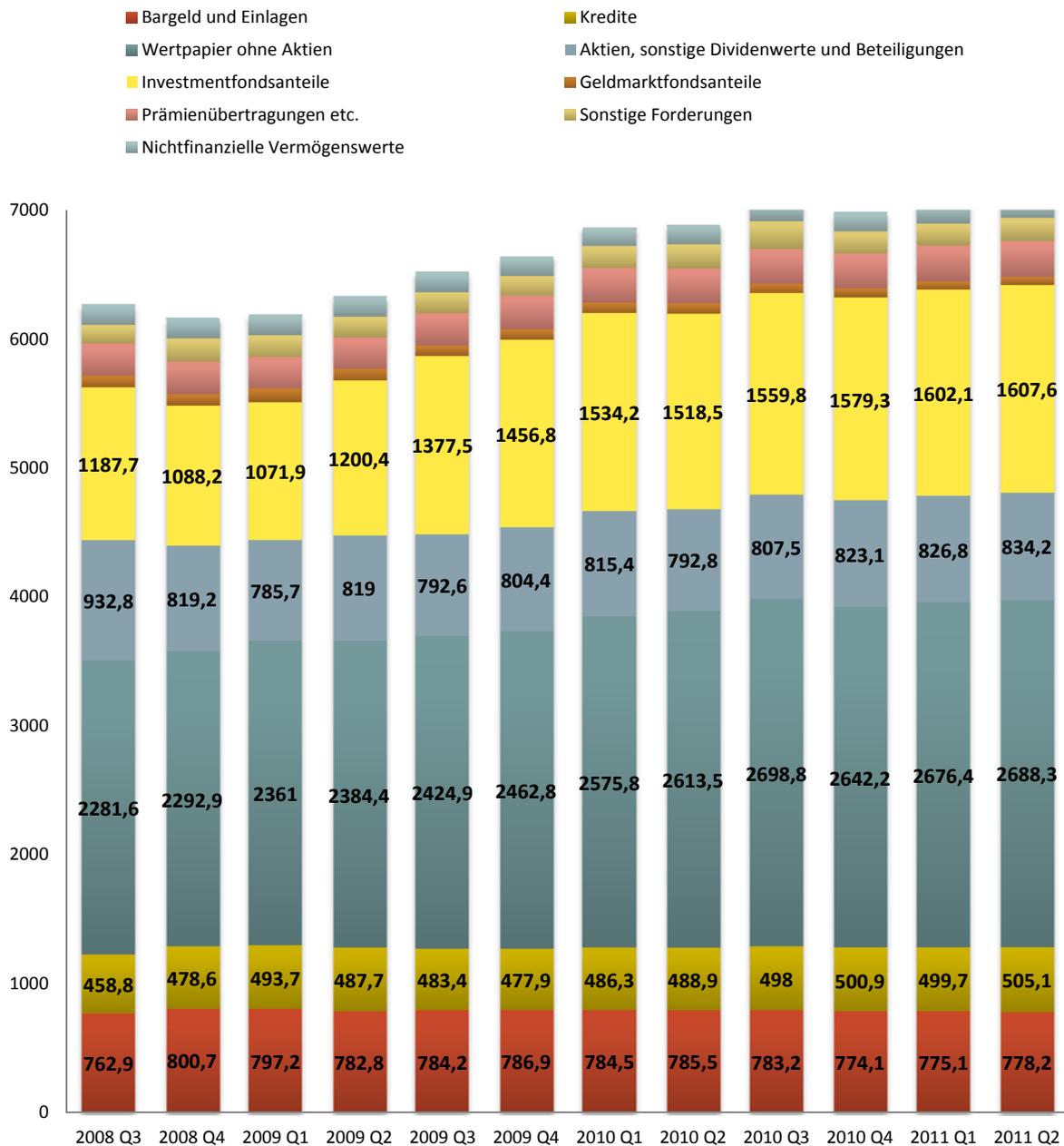
Datengrundlage der im ersten Teil erstellten Grafiken und die entsprechenden Definitionen der Struktur der Kapitalanlage sind aktuelle Veröffentlichungen der Europäischen Zentralbanken (EZB) und geben einen ersten Überblick über die Situation im Euroraum. Der preisliche Wert der Vermögensanlagen der Lebensversicherer und Pensionskassen (Pensionsfonds wurden nicht ausgewiesen) allein im Euroraum betrug im letzten Quartal rund 7,1 Billionen Euro.

**Grafik 1) Summe der Aktiva (Quartale, in Mrd. Euro)**

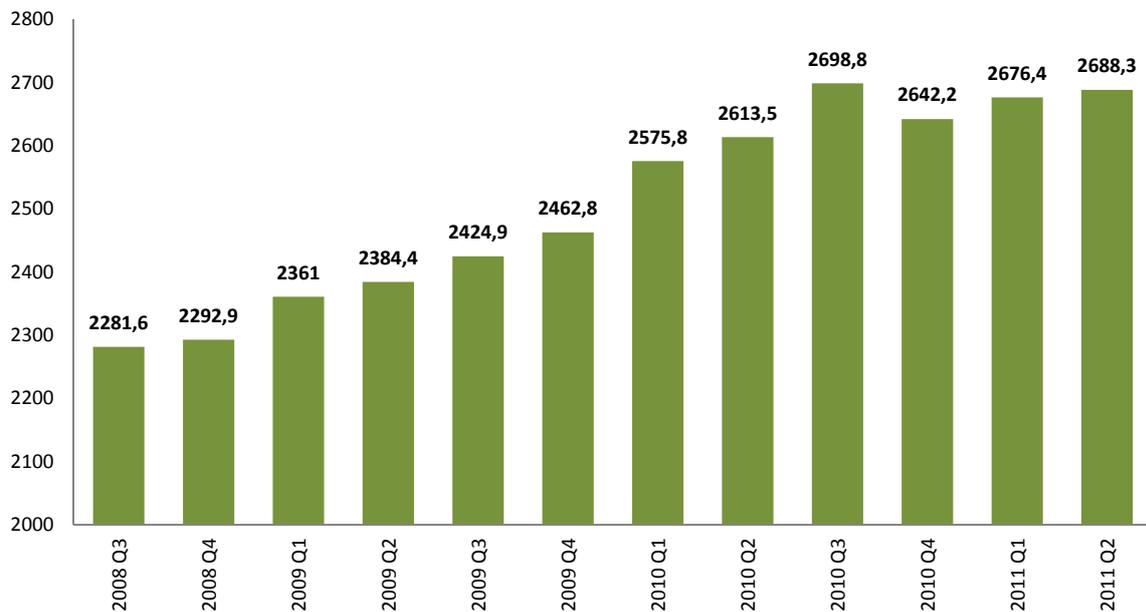
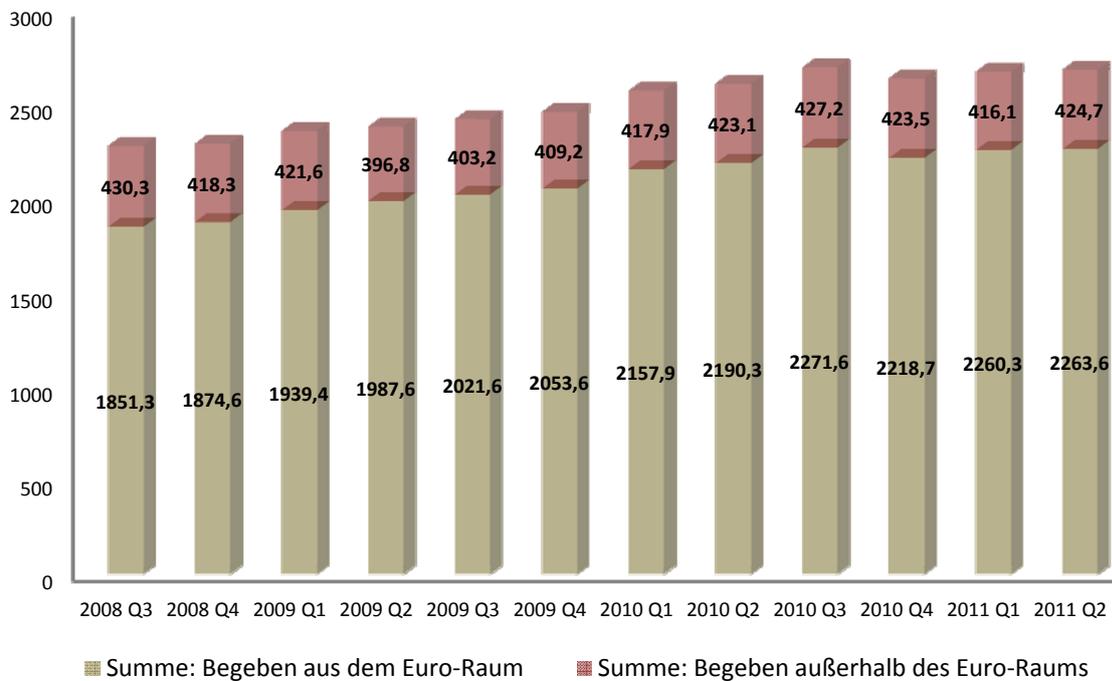


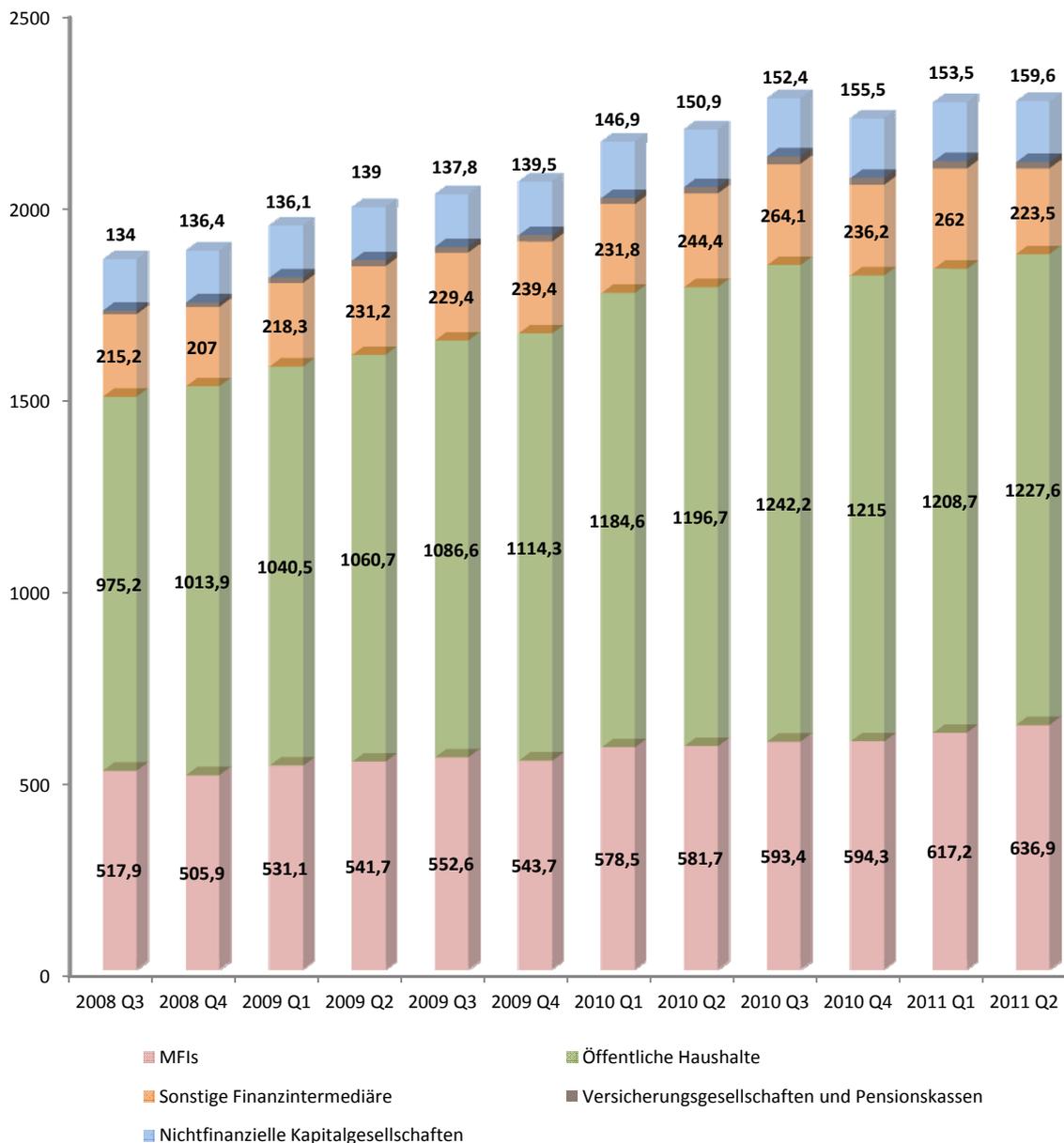
Die Struktur der Kapitalanlage in Höhe von rund 7,1 Bill. Euro setzt sich wie in Grafik 2 dargestellt zusammen:

Grafik 2) Aktiva von Versicherungen und Pensionskassen (aufgeschlüsselt; Mrd. Euro)



Das Segment *Wertpapier ohne Aktien* ist mit Abstand das größte Anlagesegment und beinhaltet die Staats- wie die Unternehmens- und Bankanleihen. In der Summe werden bei diesen klassischen „Rentenpapieren“ von den europäischen Lebensversicherern und Pensionskassen entsprechende Vermögenswerte von rund 2,7 Billionen Euro gehalten.

**Grafik 3) Bestandsgrößen des Segments Wertpapier ohne Aktien (Mrd. Euro)****Grafik 4) Wertpapier ohne Aktien geographisch aufgeschlüsselt (Mrd. Euro)**

**Grafik 5) Wertpapiere ohne Aktien sektorale Differenzierung (nach Emittent in Mrd. Euro)**

Der Bereich öffentliche Haushalte beinhaltet u.a. die Staatsanleihen. Mit MFIs (monetary financial institutions/monetäre Finanzinstitute) sind laut EZB gemeint die Zentralbanken, die Kreditinstitute im Sinne des EU-Rechts, Geldmarktfonds und andere ähnlich geregelte Institute (u.a. Bankanleihen). Das Segment nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften beinhaltet u.a. die Unternehmensanleihen.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Weitere internationale Daten finden sich unter:  
[http://www.oecd.org/topic/0,3699,en\\_2649\\_37411\\_1\\_1\\_1\\_1\\_37411,00.html](http://www.oecd.org/topic/0,3699,en_2649_37411_1_1_1_1_37411,00.html)  
<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/?start=10>

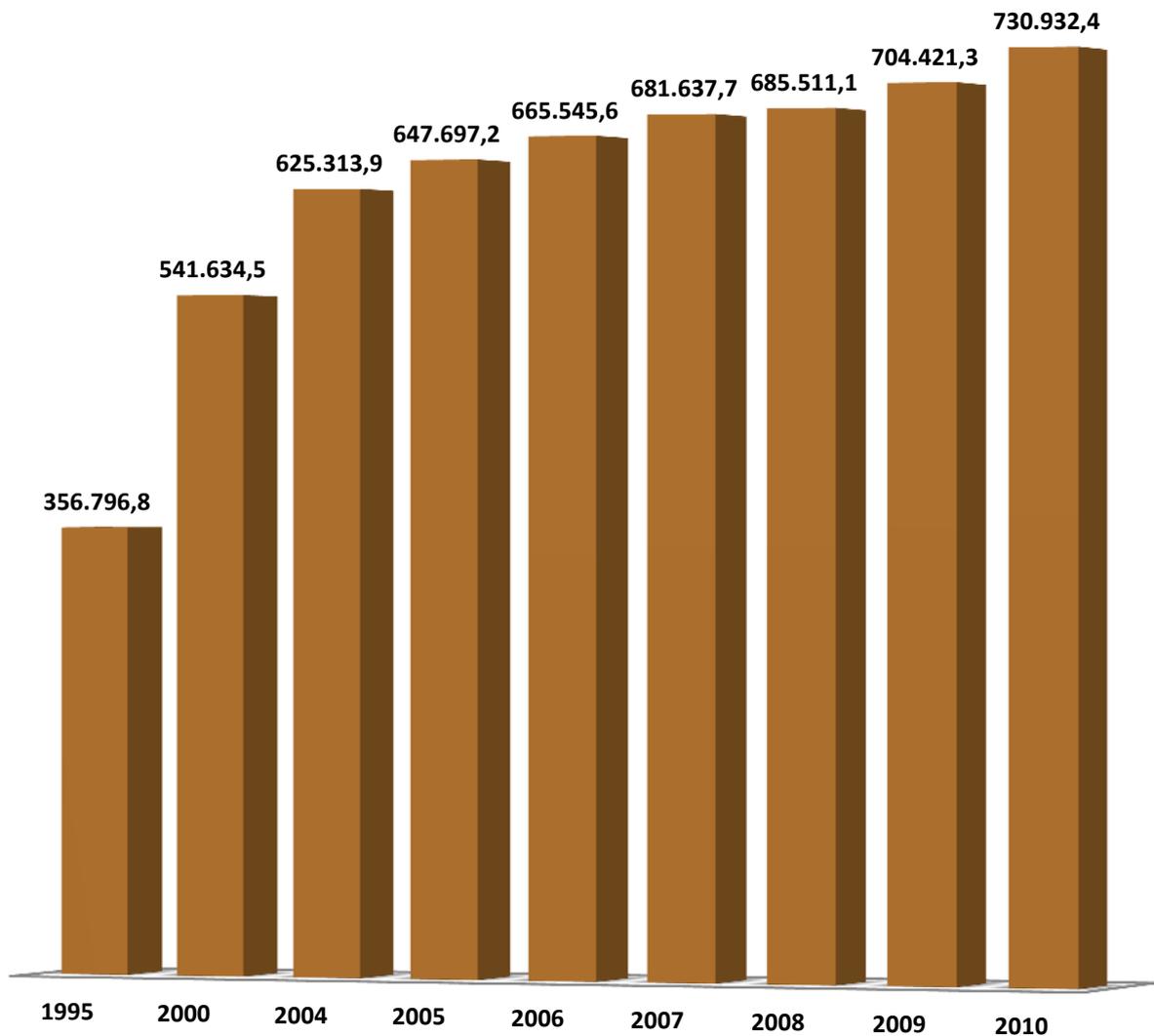
## (II) Kapitalanlage deutscher Lebensversicherer

---

Die folgenden Daten und Definitionen basieren – wenn nicht anders ausgewiesen – auf aktuelle Veröffentlichungen des Gesamtverbands der Deutschen Versicherer (GDV). Wenn von einer massenhaften Partizipation der Bevölkerung an den „Finanzmärkten“ gesprochen werden kann, dann auf dem Feld der privaten Altersvorsorge. In der Mehrheit sind in diesem Bereich Beschäftigte, Angestellte, Beamte und deren Angehörige über unterschiedliche Distributionswege und Produkte (Riester- und Rürup-Rente, betriebliche Alterssicherung, Pensionskassen und Pensionsfonds, Lebensversicherungen etc.) in das System integriert.

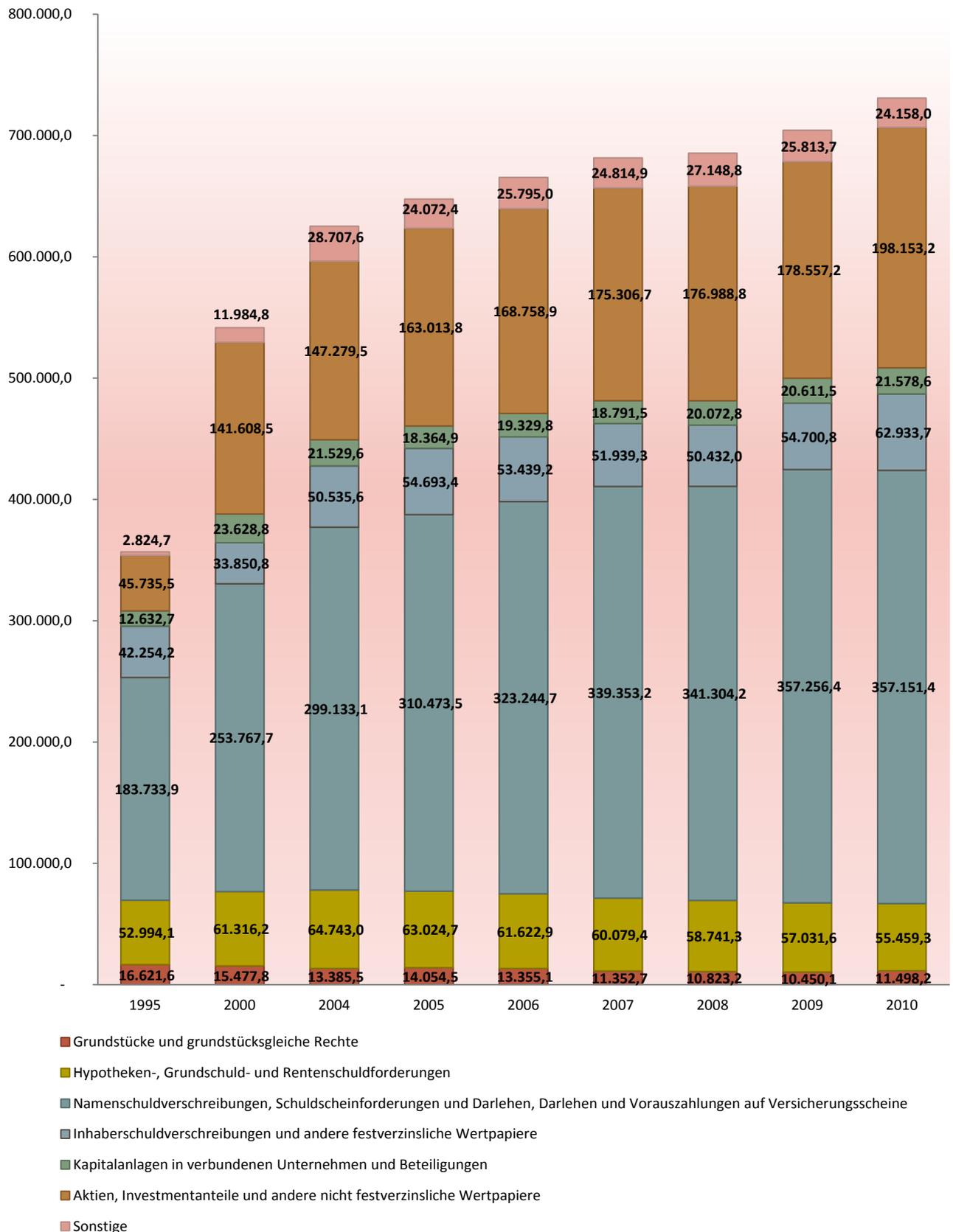
Die Einkommenshöhe der Mehrheit mit diesen „Verträgen“ wird im unteren und mittleren Einkommen liegen. Vom GDV werden dazu zwar keine dezidierten Zahlen geliefert, aber diese Feststellung lässt sich aus den unzähligen branchenüblichen Umfragen und Analysen zur Partizipation der Bevölkerung an der privaten Altersvorsorge valide begründen. Personen im untersten Einkommenssegment und mit prekärer Erwerbsbiografie verfügen schlicht nicht über die Finanzmittel, um langfristige Beitragszahlungen zu leisten und die Verträge bis zum Vertragsende (Renteneintritt) zu bedienen. Beispielsweise ist es lange vor der jüngsten Krise bereits Normalität, dass mehr als 2/3 der LV-Verträge nicht bis zum Vertragsende gehalten werden können, beitragsfrei gestellt oder mit hohen Verlusten gekündigt werden. Schließlich werden mit dem Anstieg der Einkommen die angeführten Vorsorgeformen abnehmen. Bei höchsten Einkommensgruppen und Vermögenden wird die Partizipation ohnehin sehr gering ausfallen. Für diese Klientel sind Lebensversicherungen und ähnliche Vorsorgeformen für das Alter nie attraktiv, sind sie doch selbst unabhängig von akuten Finanzkrisen kaum rentabel. Sie lohnen sich nicht, zudem stehen dieser Klientel weit bessere (rentablere) und exklusivere Anlageprodukte zur Verfügung. Angesichts dessen werden sich wie bisher alle negativen Finanzeffekte u.a. bei einem Schuldenschnitt, dem Zerschneiden der Euro-Währungsunion und/oder einer langfristig Stagnation mit Abschreibungen und Preiskorrekturen bei den Kapitalanlagen bei der Mehrheit im unteren und mittleren Einkommenssegment kumulieren. Sie werden durch Abschläge bei ihrer privaten Altersvorsorge diese „Kosten“ stets mittragen.

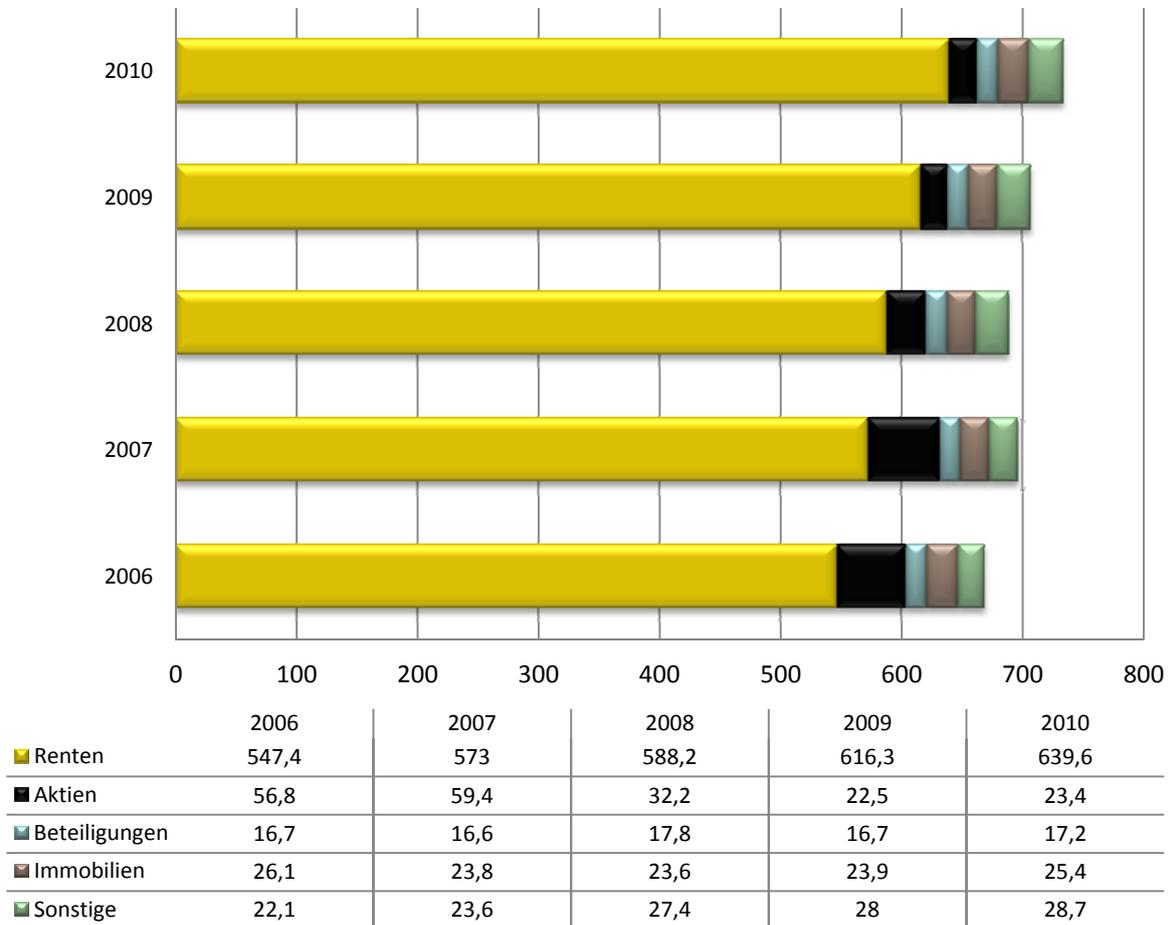
**Zur Orientierung über die quantitativen Dimensionen:** Ende 2010 gab es rund 90 Millionen LV Hauptverträge. Der Bestand an Riester-Rentenverträge bei der Versicherungswirtschaft lag bei 10,3 Millionen Verträgen, bei Basisrenten-Verträgen (Rürup-Rente) bei 1,3 Millionen. Schließlich spielen die Lebensversicherer eine große Rolle in der betrieblichen Alterssicherung (bAV) und verbucht direkt rund 13,2 Millionen Verträge - hiermit sind auch Verträge wie auf Fraktionsebene gemeint, die mit dem Instrument der Entgeldumwandlung operieren und den Mitarbeitern zur Verfügung stehen. Insgesamt gab es im Jahr 2010 im Segment der bAV 36 Millionen Verträge. Davon entfielen rund 15,3 Millionen auf die neuen betrieblichen und privaten Vorsorgeformen, die mit der Riester- und Rürup-Rentenreform eingeführt wurden: Pensionskassen- und -fonds umfassten hier rund 3,7 Millionen Rentenverträge; Riester- und Basisrentenverträge ca. 11,6 Millionen Verträge. Der Rest (20,7 Millionen Verträge) ist dem Bereich Privatrenten sowie Direkt- und Rückdeckungsversicherungen zuzuordnen.

**Grafik 6) Summe der Aktiva der Lebensversicherer i.e.S. 1995-2010 (Mio. Euro)**

Ende 2010 weist der GDV ein Kapitalanlagevolumen der LV von rund 731 Mrd. Euro aus, was von den Angaben der Bundesbank abweicht (hier werden rund 800 Mrd. ausgewiesen) und sich u.a. aus unterschiedlichen Definitionen und Stichtagen der Bewertung erklärt.

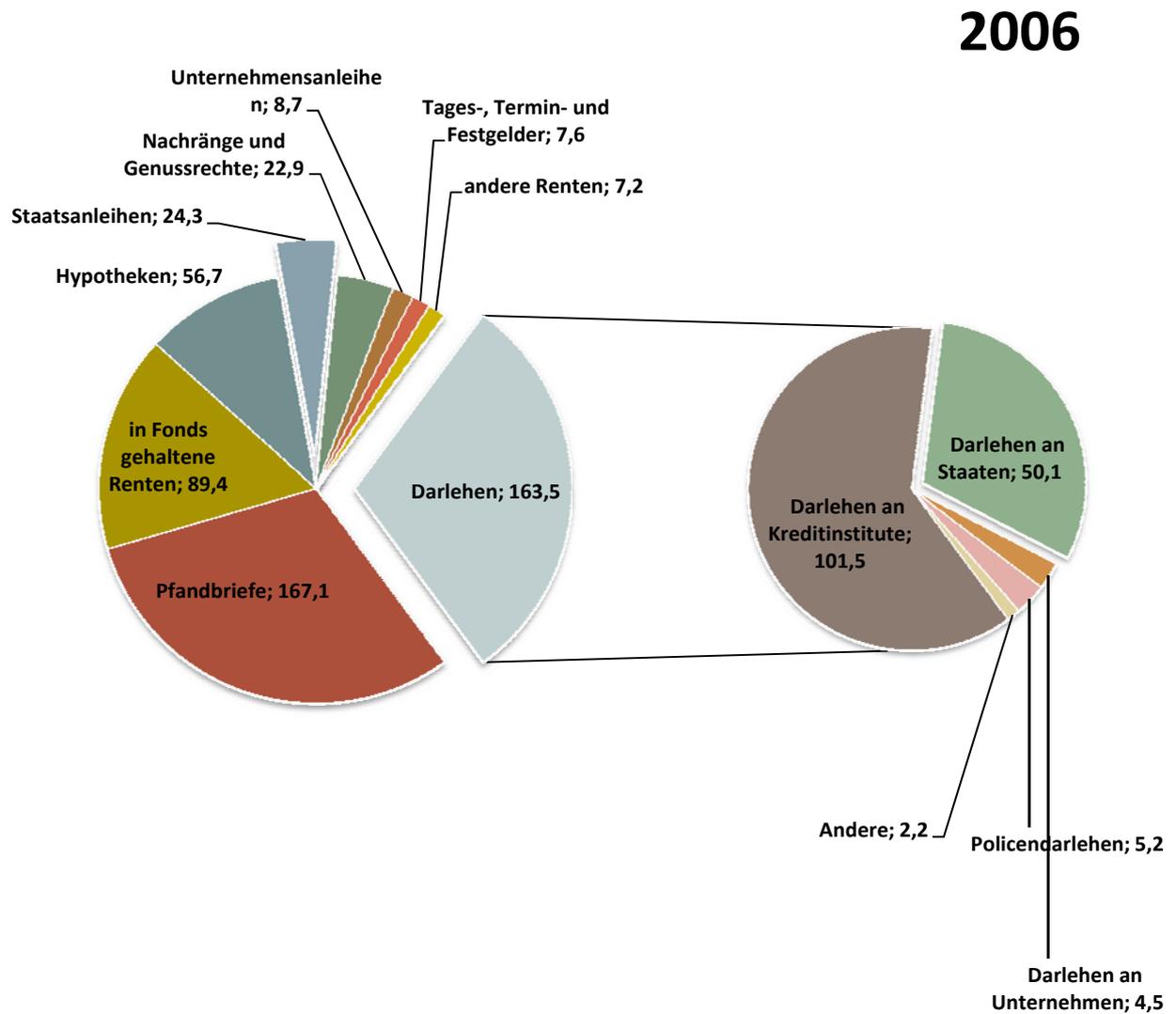
Grafik 7) Aktiva der deutschen Lebensversicherungen i.e.S. 1995 bis 2010 (Mio Euro)



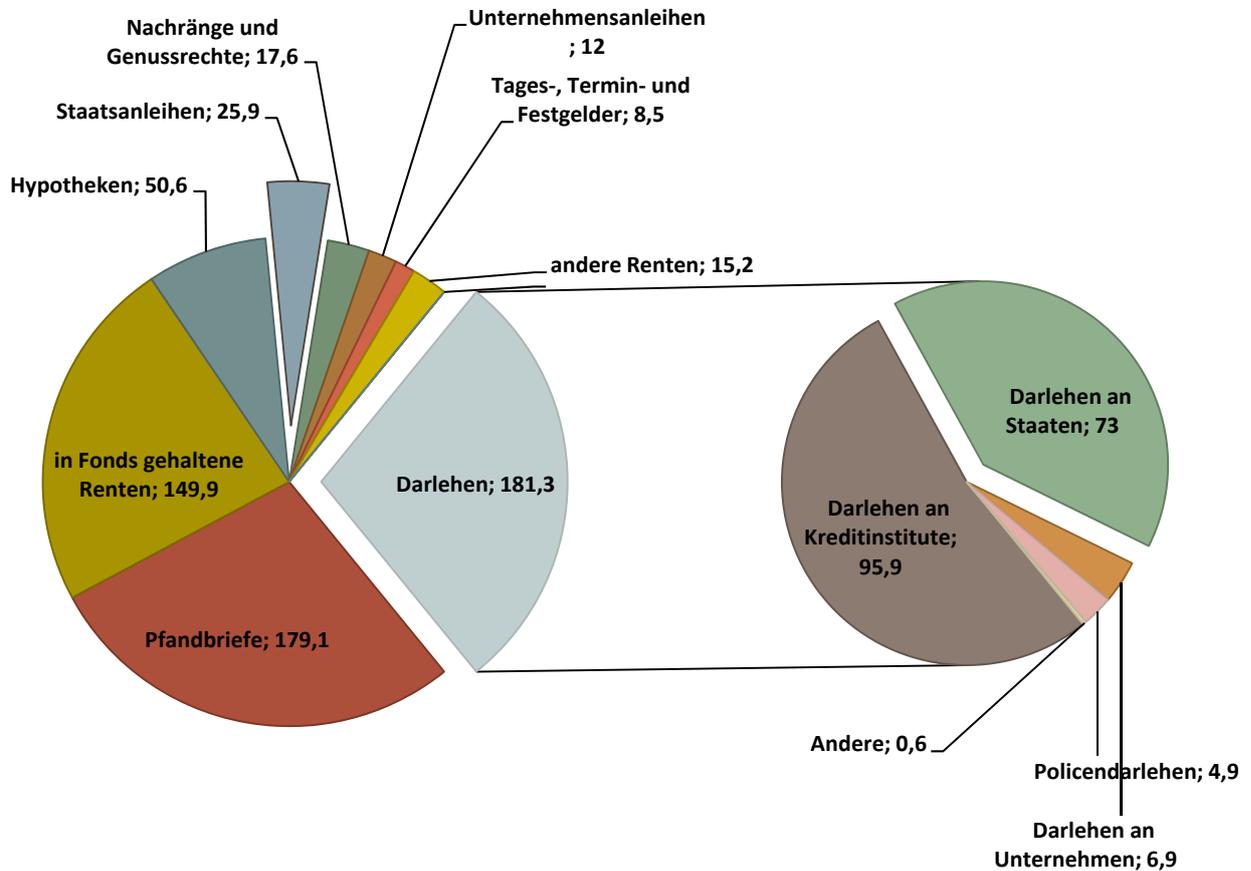
**Grafik 8) Hauptklassen der Kapitalanlage der Lebensversicherer i.e.S.**

Mit „Renten“ sind *festverzinsliche Wertpapier* gemeint u.a. Staatsanleihen. Bei Aktien und Immobilien gibt es eine direkte und eine indirekte Komponente, die hier nicht differenziert ausgewiesen wird.

Grafik 9) Kapitalanlage der Lebensversicherer i.e. S. für 2006 und 2010 (Mrd. Euro)



2010

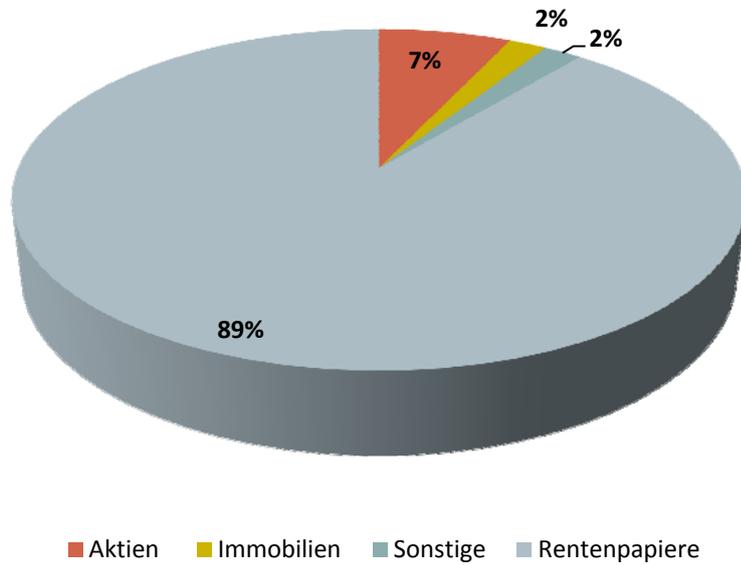


Staatsanleihen werden vom GDV in zwei Bilanzpositionen ausgewiesen: Einmal direkt als Staatsanleihe, einmal unter der Rubrik Darlehen. Differenzierungen nach einzelnen Ländern werden nicht geliefert. Hier ist in die Einzelbilanzen zu blicken, aber auch dort wird es große Erkenntnisprobleme geben. *Erstens* ist das Anlageverhalten jedes Versicherers ein relatives „Betriebsgeheimnis“, *zweitens* hat sich die Haltezeit auch für Staatsanleihen schon vor der jüngsten Finanzkrise stark reduziert. Staatsanleihen sind zunehmend ein handelbares Asset mit kurz- bis mittelfristiger Haltezeit. International lag die Haltedauer von Staatsanleihen bei Versicherern, Pensions- und Investmentfonds zur Finanzierung der Alterssicherung vor 2007/08 zwischen 2-5 Jahren.

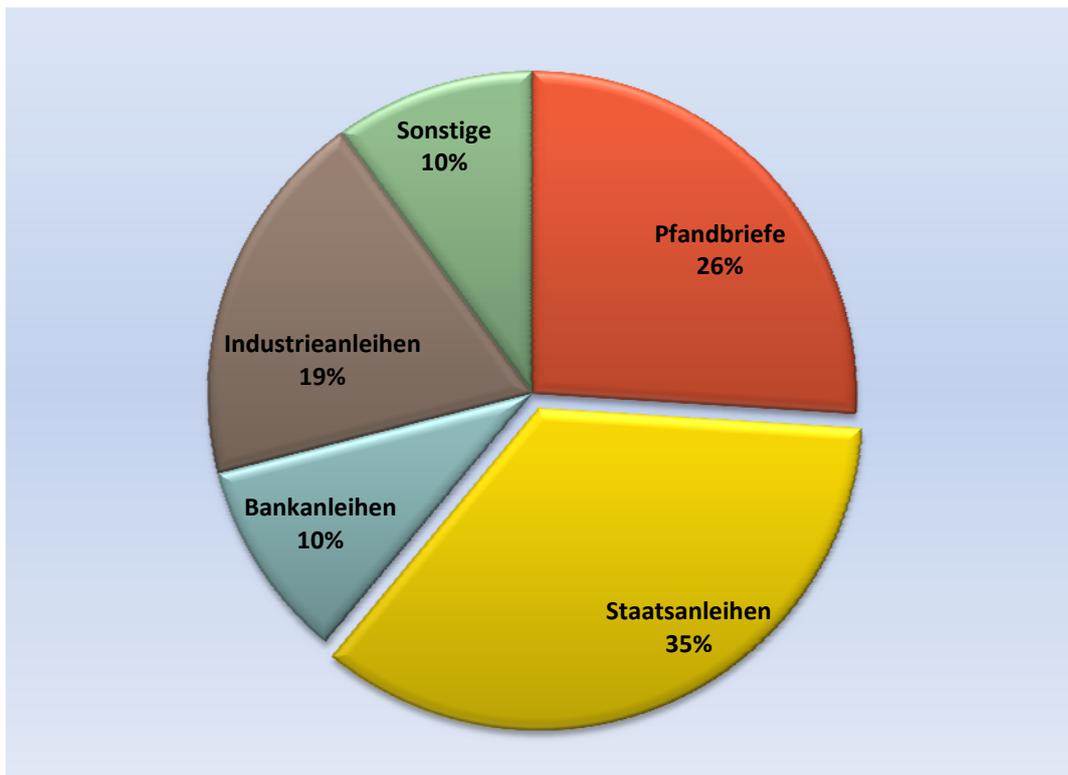
### Grafik 10) Anlagestruktur einiger Versicherungsgesellschaften (in Prozent)

Quelle der folgenden Grafiken: Die WELT 11.1.2011

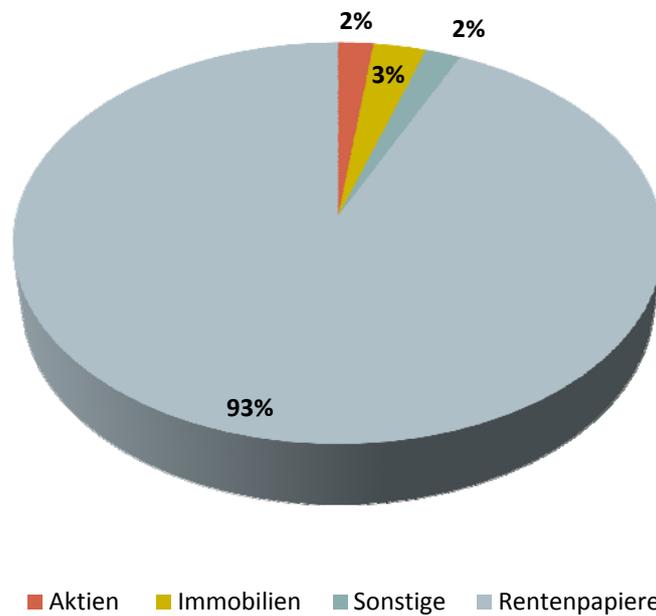
## Allianz



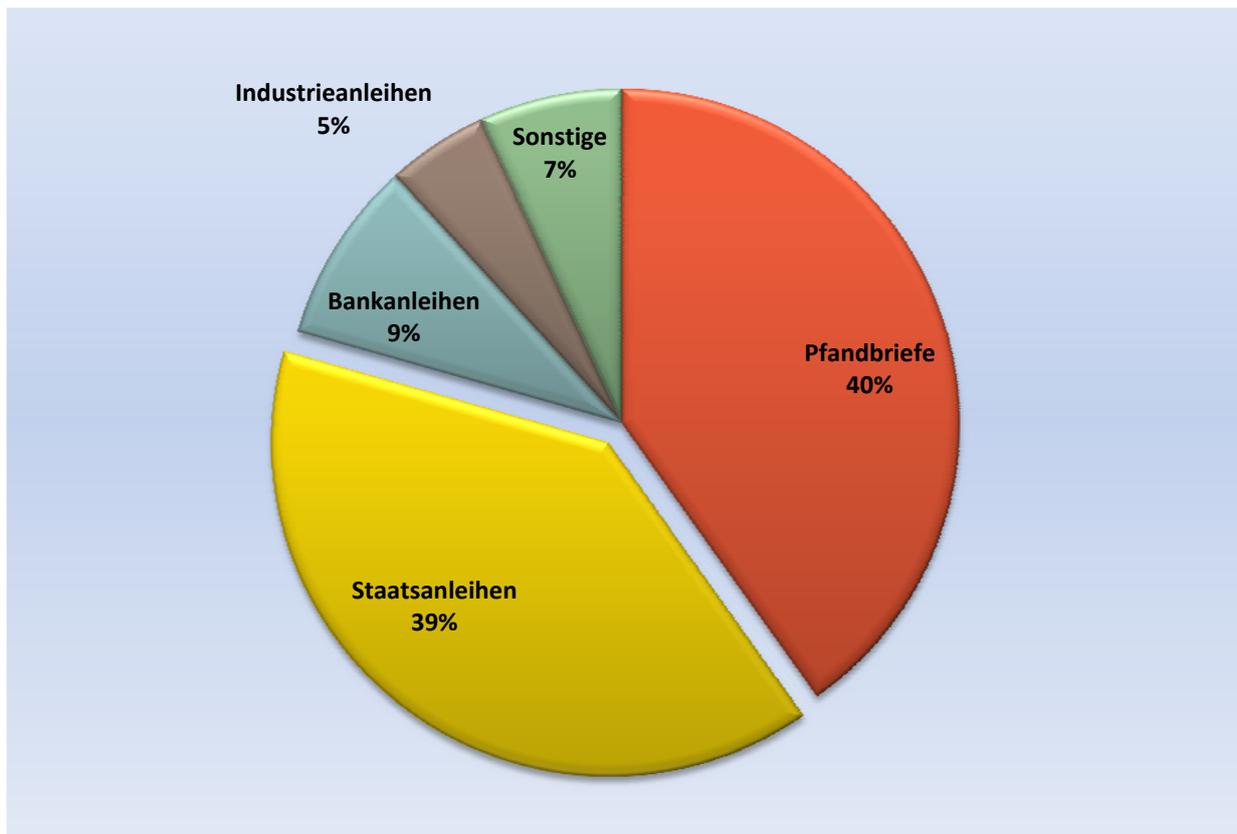
Rentenpapiere Allianz aufgeschlüsselt:



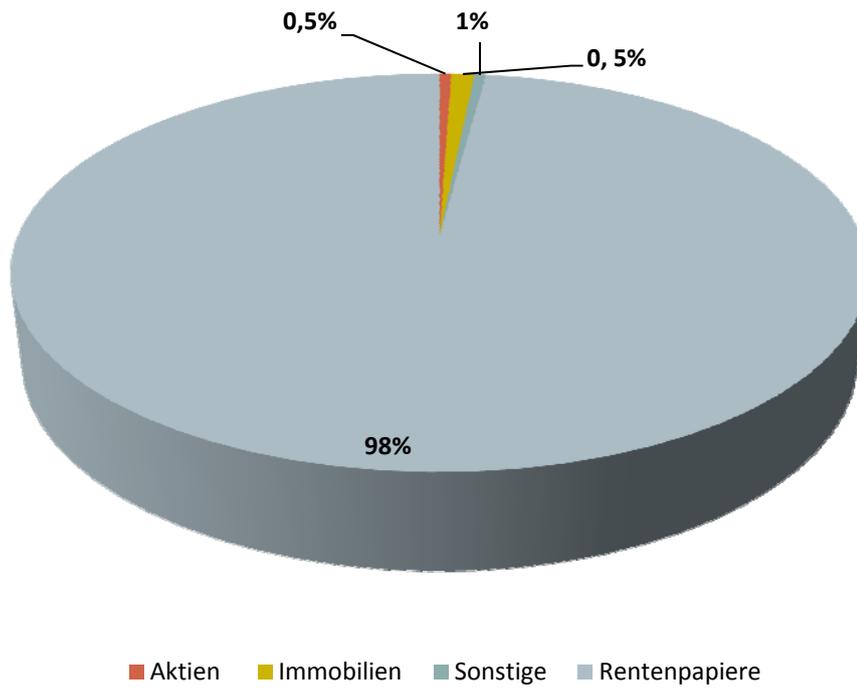
## ERGO



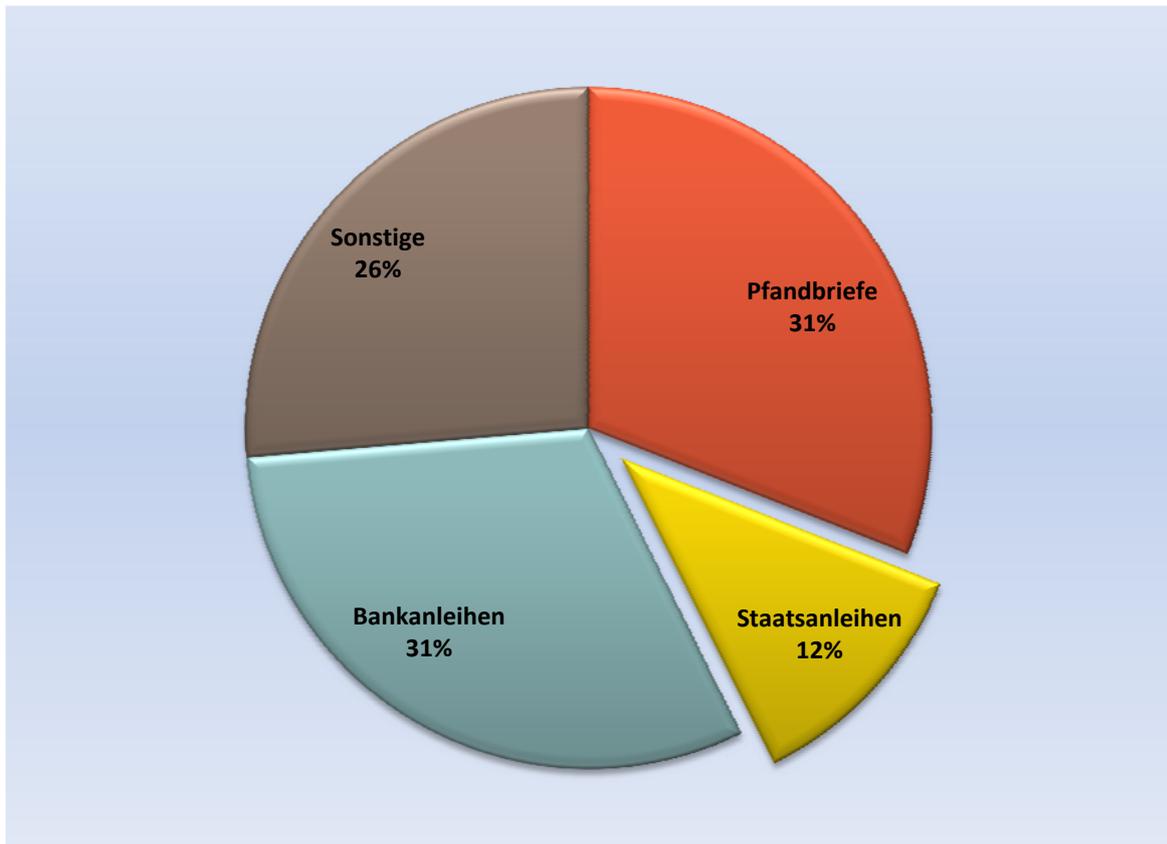
*Rentenpapiere ERGO aufgeschlüsselt:*



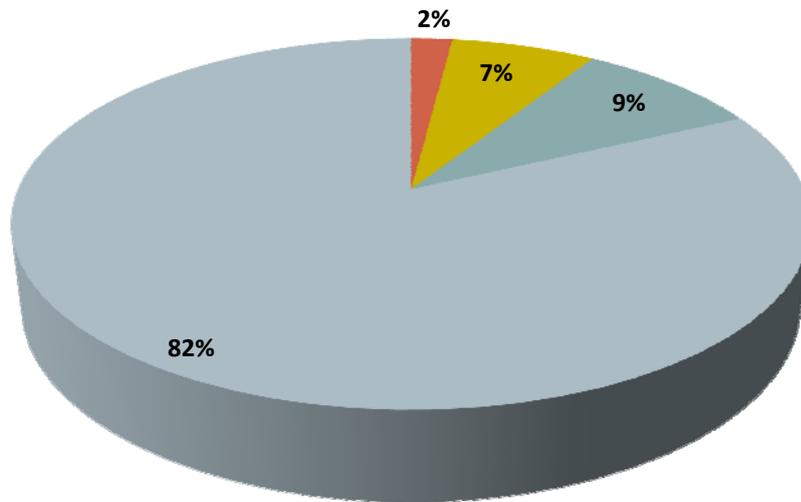
# Debeka



*Rentenpapiere Debeka aufgeschlüsselt:*

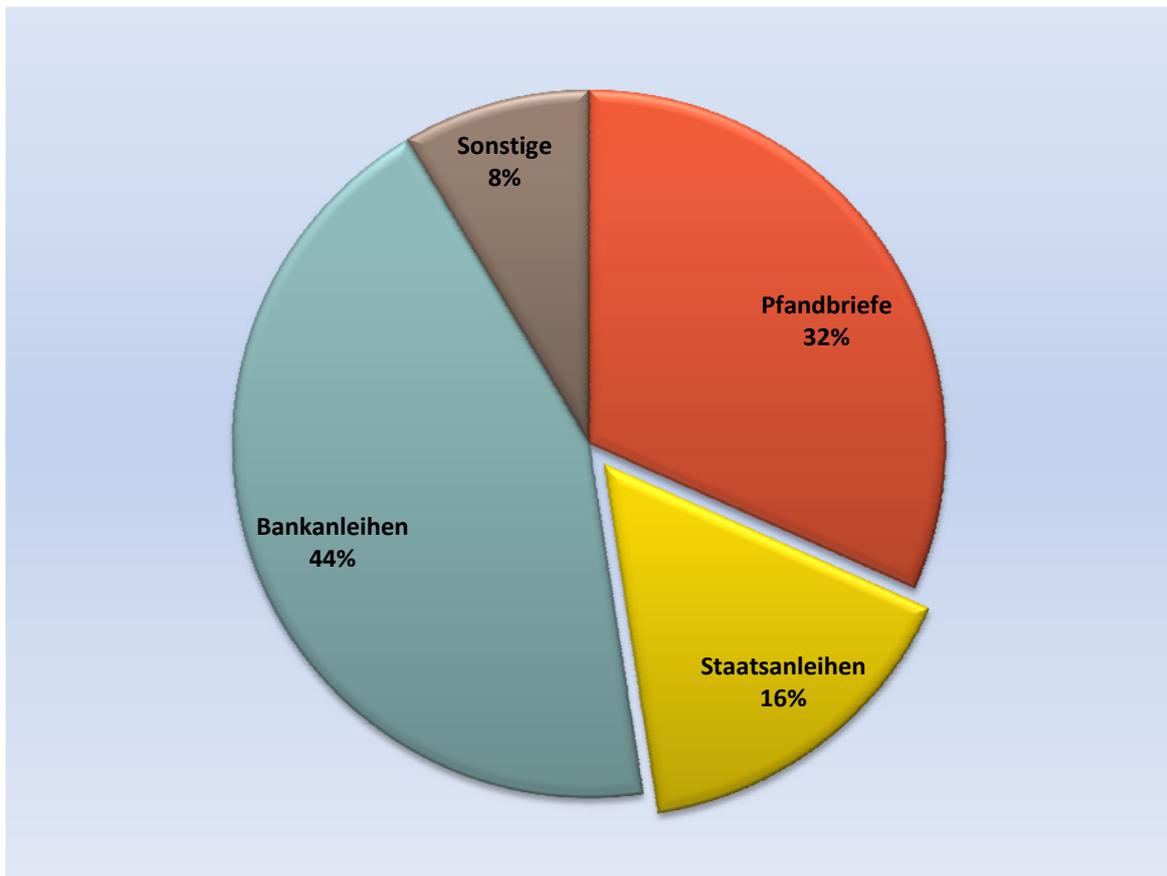


## Volkswahl Bund

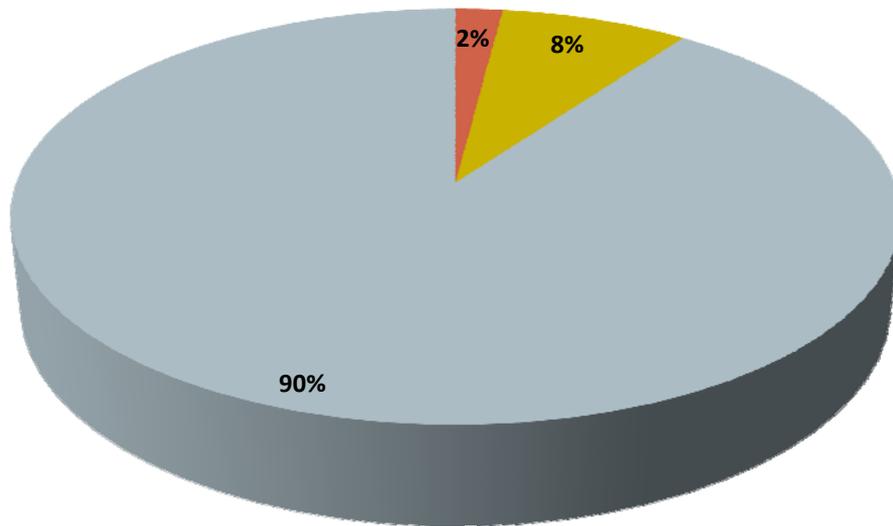


■ Aktien ■ Immobilien ■ Sonstige ■ Rentenpapiere

*Rentenpapiere Volkswahl Bund aufgeschlüsselt:*

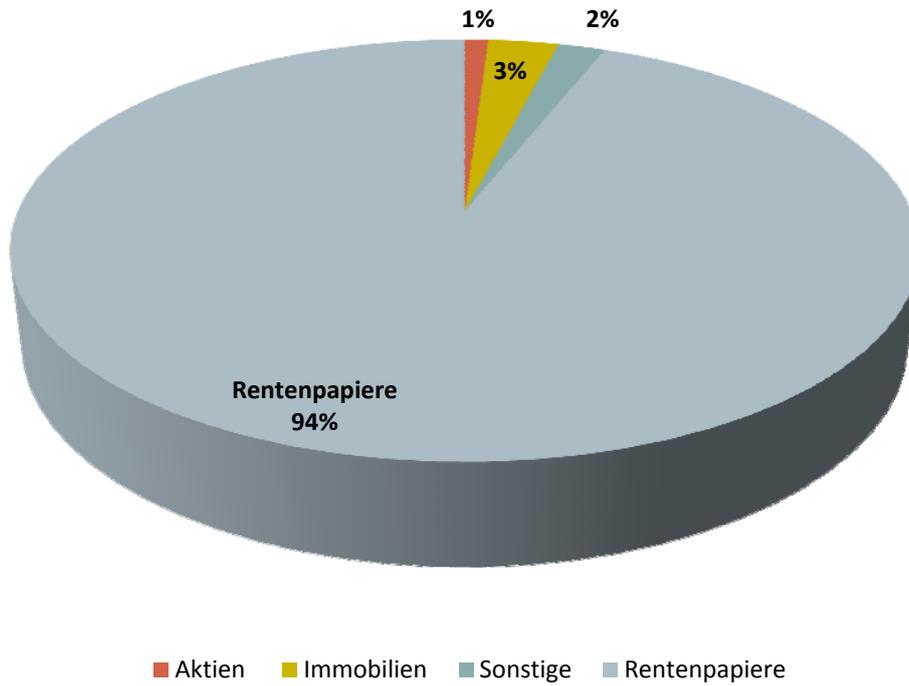


## wüstenrot württembergische

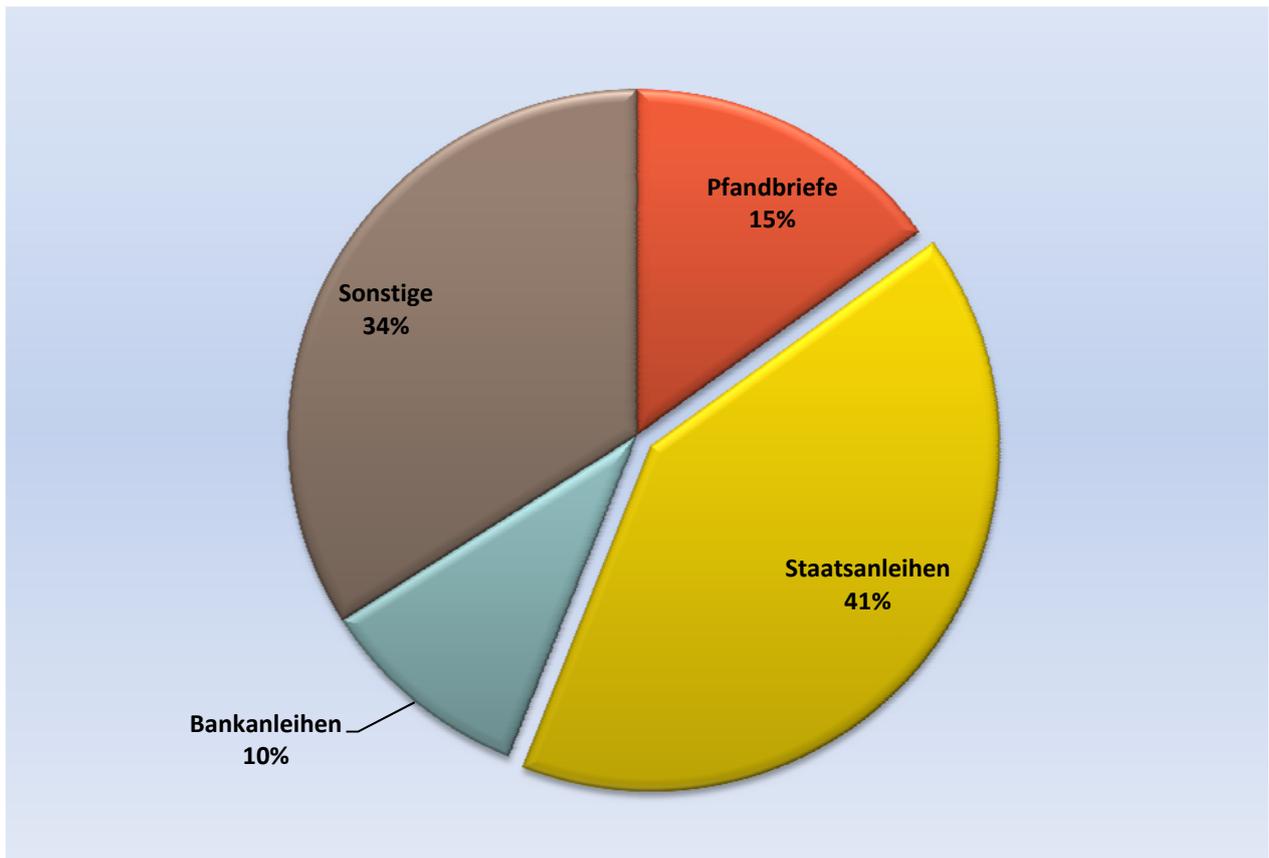


■ Aktien ■ Immobilien ■ Rentenpapiere

## Zurich



Rentenpapiere der ZURICH aufgeschlüsselt:



### (III) Kapitalanlage deutscher Lebensversicherer, Pensionskassen, Pensionsfonds und deren Sicherung

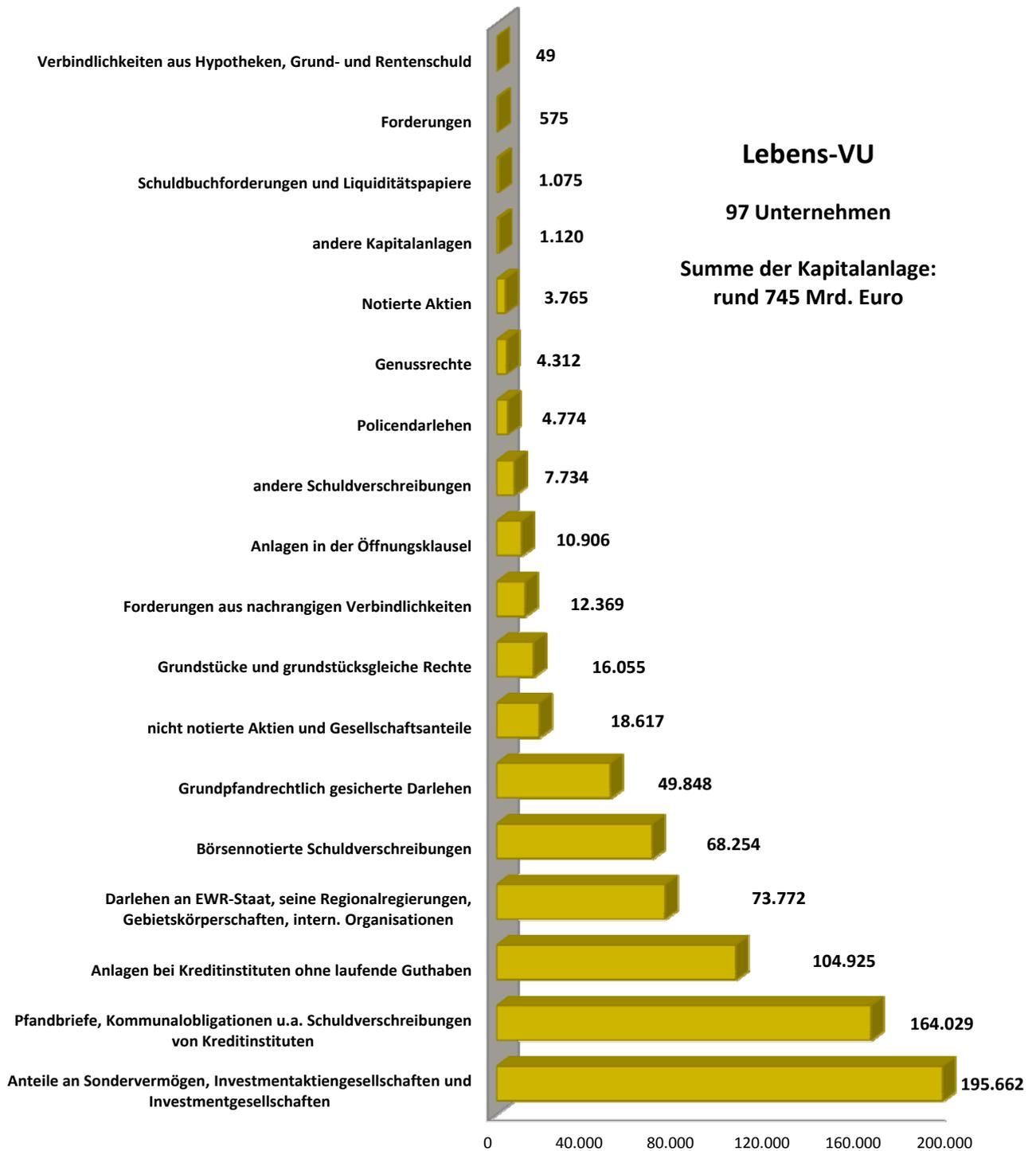
Grundlage der folgenden Darstellungen sind aktuelle Veröffentlichungen der *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) und die Berichte des Pensions-Sicherungs-Vereins (PSVaG) und des Sicherungsfonds der Lebensversicherungen (PROTEKTOR) von 2010. Die entsprechenden Berichte für das Jahr 2011 erscheinen erst im Frühjahr 2012.

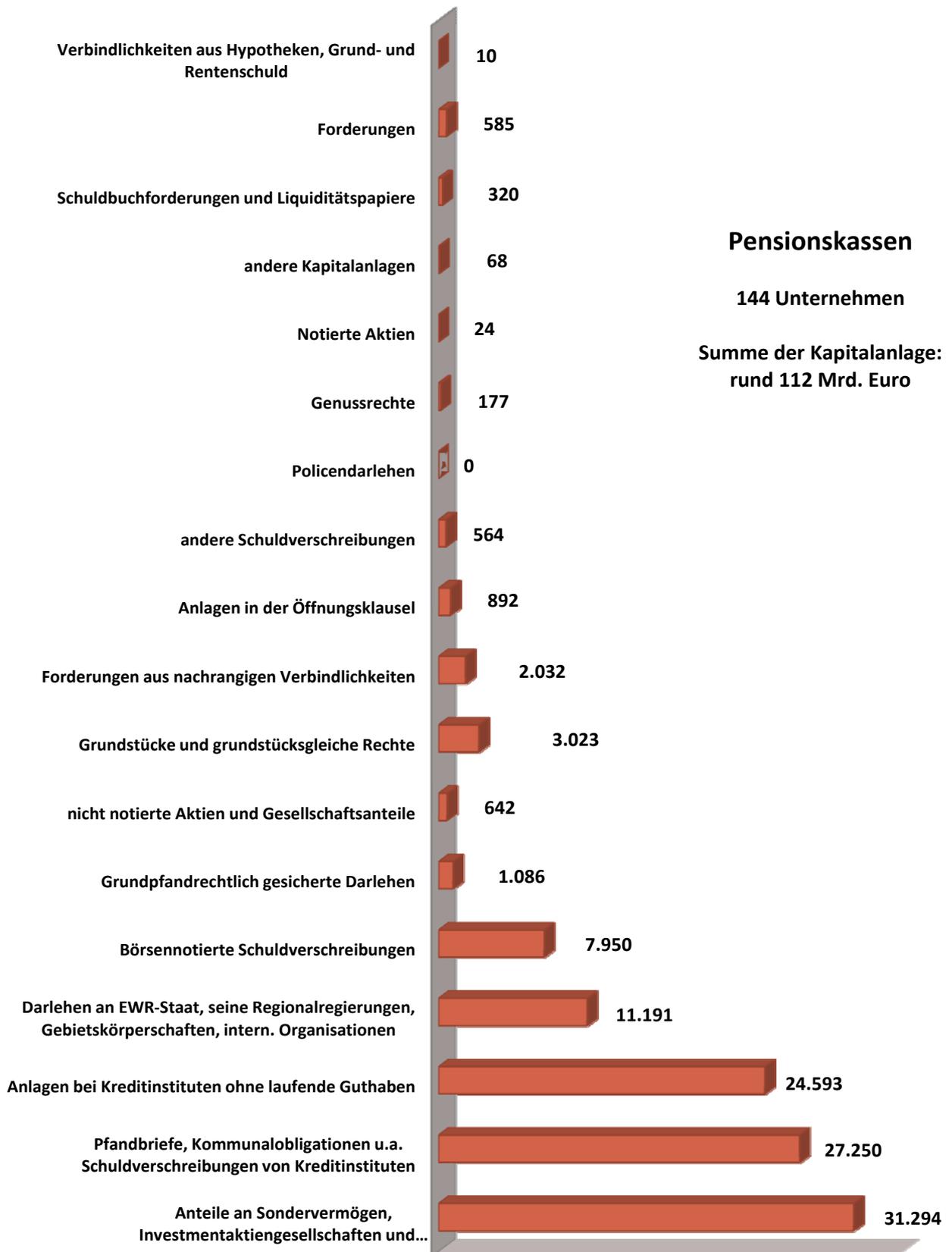
Zu Beginn ist bereits angemerkt worden, dass die Daten der Bundesbank (BuBa), des Gesamtverbande der Versicherungswirtschaft (GDV) und der BaFin voneinander abweichen. Dennoch bleiben Grundstruktur und Trend des Anlageverhaltens über die unterschiedlichen Publikationen weitgehend identisch.

Die BaFin Rohdaten (in Mio. Euro; Ende 2010):

<i>Anlageart</i>	<i>Lebens-VU</i>	<i>Pensionskassen</i>
<b>Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte</b>	<b>16.055</b>	<b>3.023</b>
in der Bebauung befindlich oder zur alsbaldigen Bebauung bestimmt	1.096	25
selbstgenutzt	2.133	117
gewerblich genutzt	10.823	2.080
mit Wohnbauten	1.998	810
übrige	5	0
abgesetzte Belastungen	49	10
<b>Anteile an Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentgesellschaften</b>	<b>195.662</b>	<b>31.294</b>
inländisches Sondervermögen	186.429	30.659
inländische Investment-AG mit veränderl. Kapital	k.A.	27
ausländische Investmentanteile	9.232	607
<b>Grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen</b>	<b>49.848</b>	<b>1.086</b>
gewerblich genutzt	4.856	86
mit Wohnbauten	44.292	990
<b>Forderungen</b>	<b>575</b>	<b>585</b>
Guthaben oder Wertpapiere ohne Aktien	k.A.	422
aufgrund von Aktien	k.A.	k.A.
<b>Darlehen an EWR-Staat, seine Regionalregierungen, Gebietskörperschaften, intern. Organisationen</b>	<b>73.772</b>	<b>11.191</b>
Unternehmensdarlehen und ABS	7.165	349
Unternehmensdarlehen	6.464	344
ABS	700	5
<b>Policendarlehen</b>	<b>4.774</b>	<b>0</b>
<b>Pfandbriefe, Kommunalobligationen u.a. Schuldverschreibungen von Kreditinstituten</b>	<b>164.029</b>	<b>27.250</b>
<b>Börsennotierte Schuldverschreibungen</b>	<b>68.254</b>	<b>7.950</b>
organisierter Markt im EWR	67.781	7.909
amtlicher Handel außerhalb d. EWR	474	42

<b>andere Schuldverschreibungen</b>	<b>7.734</b>	<b>564</b>
<b>Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten</b>	<b>12.369</b>	<b>2.032</b>
<b>Genussrechte</b>	<b>4.312</b>	<b>177</b>
mit Notierung in einem organisierten Markt des EWR oder amtl. Handel außerhalb des EWR	346	17
ohne Notierung in einem org. Markt des EWR oder amtl. Handel außerhalb des EWR oder ohne Notierung	3.965	160
<b>Schuldbuchforderungen und Liquiditätspapiere</b>	<b>1.075</b>	<b>320</b>
<b>Notierte Aktien</b>	<b>3.765</b>	<b>24</b>
<b>nicht notierte Aktien und Gesellschaftsanteile</b>	<b>18.617</b>	<b>642</b>
nicht notierte Aktien	5.526	377
Geschäftsanteile an einer GmbH, Kommanditgesellschaft	11.562	259
Beteiligungen als stiller Gesellschafter	1.528	6
<b>Anlagen bei Kreditinstituten ohne laufende Guthaben</b>	<b>104.925</b>	<b>24.593</b>
Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen	96.182	22.493
Termingeld	8.734	2.059
sonstige	0	42
<b>Anlagen in der Öffnungsklausel</b>	<b>10.906</b>	<b>892</b>
<b>andere Kapitalanlagen</b>	<b>1.120</b>	<b>68</b>
<b>Verbindlichkeiten aus Hypotheken, Grund- und Rentenschuld</b>	<b>49</b>	<b>10</b>
<b>Summe der Kapitalanlage</b>	<b>745.005</b>	<b>112.063</b>
<i>in Prozent aller Erst-VU</i>	<i>63</i>	<i>10</i>
<i>Anzahl der Unternehmen</i>	<i>97</i>	<i>144</i>

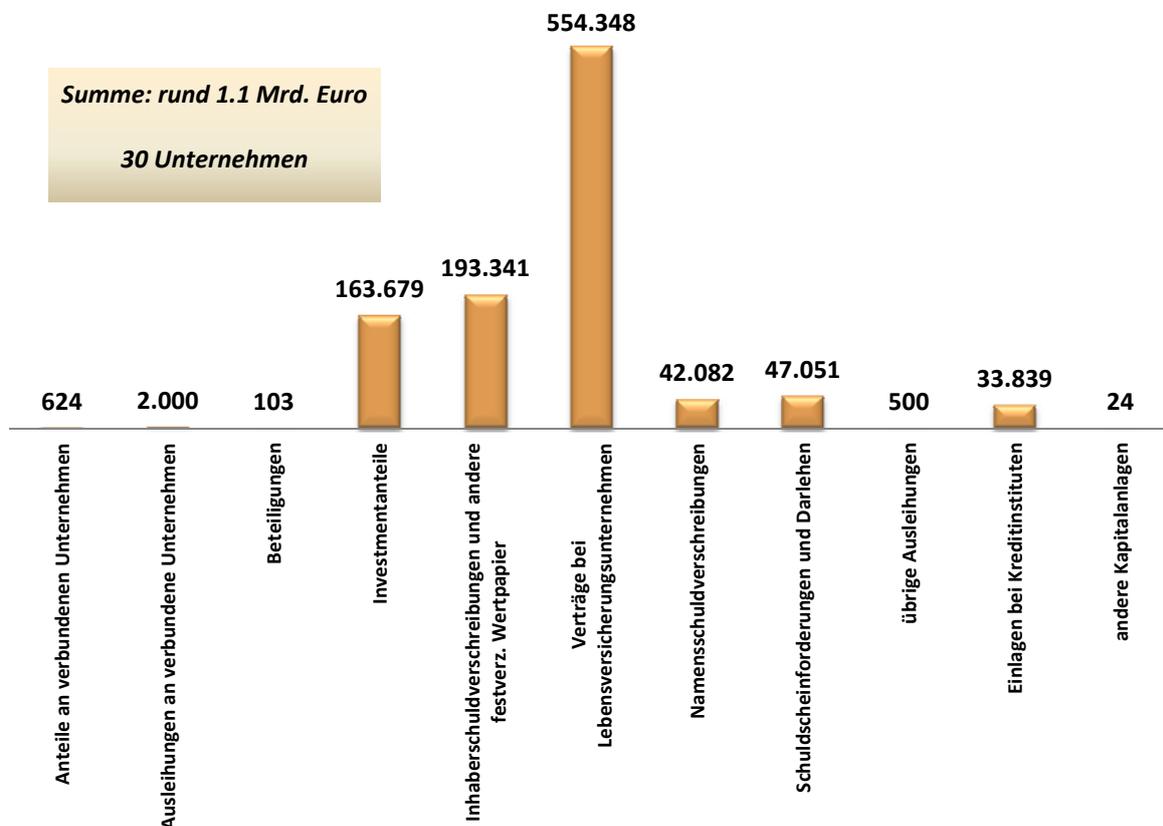
**Grafik 11: Grundstruktur der Kapitalanlage (Lebensversicherer)**

**Grafik 12: Grundstruktur der Kapitalanlage (Pensionskassen)**

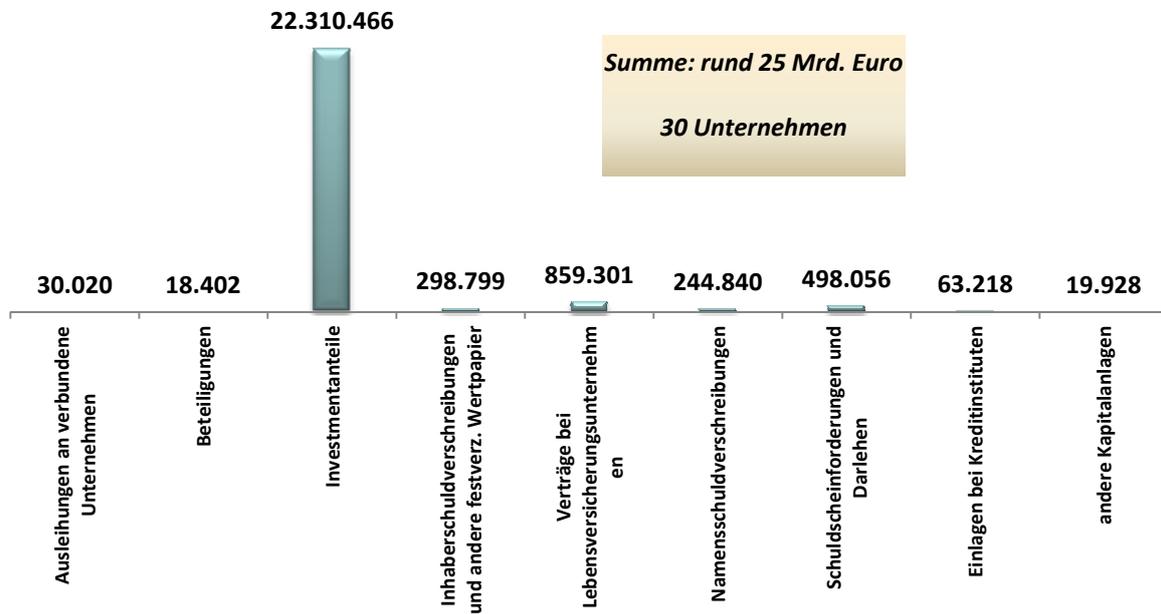
## Pensionsfonds

Laut BaFin ergibt sich der grundlegende Unterschied zwischen einem deutschen Pensionsfonds und einem Lebensversicherungsunternehmen aus § 112 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG). Ein Pensionsfonds darf demnach die Höhe der Altersversorgungsleistungen oder Höhe der für diese Leistungen zu entrichtenden künftigen Beiträge nicht alle im Pensionsplan vorgesehenen Leistungsfälle durch versicherungsförmige Garantien zusagen. Ein Pensionsfonds kann also, anders als ein Versicherungsunternehmen, nicht sowohl die Höhe der Beiträge, als auch die Höhe der Leistungen für alle Fälle garantieren. Anders ausgedrückt ist das Verlustrisiko damit vollends auf den Beitragszahler übertragen worden, womit wiederum – nach allgemeiner Auffassung – dann auch die Absicherung des „Altersvermögens“ reduziert werden kann und die Pensionsfonds in ihrem Anlageverhalten flexibler agieren. Im Umkehrschluss soll dann eine höhere Verzinsung der Kapitalanlage resultieren, womit das Verlustrisiko überkompensiert werden könne – so die Idee. Im Umfeld der Veränderung der betrieblichen Alterssicherung (Entgeltumwandlung) und der „Riester-Rentenreform“ sind zahlreiche betriebliche Pensionskassen umgewandelt worden zu Pensionsfonds. Ein Vorteil für die Unternehmen/Betriebe lag in der Veränderung der bilanziellen Bewertung der Rückstellungen für die Alterssicherung und Übertragung des Managements an Finanzdienstleister. Die großen Aktiengesellschaften im Produktionsbereich wählten zumeist diesen Weg, um sich eben auch vor Ansprüchen nach Beitragszahlungen zu schützen. Dieser Trend der Auslagerung der betrieblichen Alterssicherung an Pensionsfonds war international schon sehr lange zu beobachten. In Deutschland wurden damit lediglich die Entwicklungen in der betrieblichen Alterssicherung mit allen ihren negativen Konsequenzen nachvollzogen.

**Grafik13) Kapitalanlagen der deutschen Pensionsfonds 2010 (in Tsd. Euro)**



**Grafik 14) Kapitalanlage deutscher Pensionsfonds für Rechnung und Risiko von Arbeitnehmern und Arbeitgebern 2010 (in Tsd. Euro)**

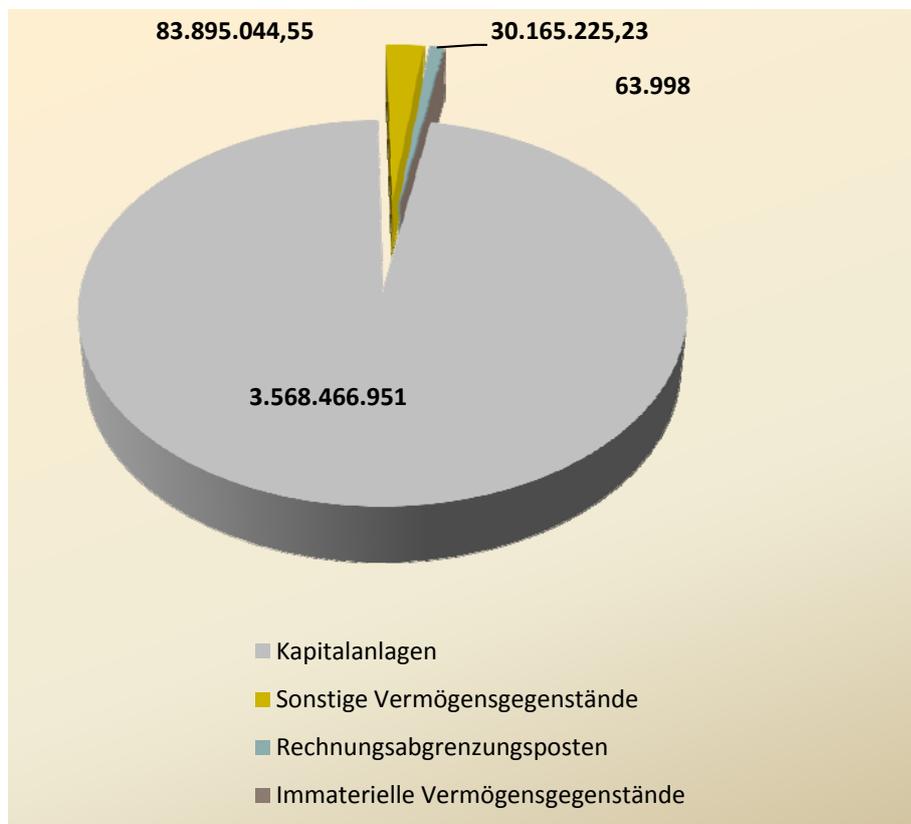


Die von den Pensionsfonds für die Unternehmen angelegten Gelder sowie die eigene Kapitalanlage konzentrieren sich auf den Kauf von Investmentanteilen bei entsprechenden Fonds. Weit weniger als Lebensversicherer und Pensionskassen sind die Pensionsfonds dagegen in festverzinslichen Wertpapieren engagiert.

### Privatwirtschaftliche Sicherungslinien

Als marktkonforme Sicherungsmechanismen für die Kapitalanlage gelten (i) alle rechtlichen Bestimmungen zur „sorgfältigen“ Anlage der Gelder für die private Altersvorsorge. Die entsprechenden Finanzdienstleister sind demnach nicht völlig frei in ihrem Anlageverhalten. Vielmehr sind sie bereits rechtlich gehalten, primär solide (also mit AAA bewertete/geratet) Anlagen (zumeist Rentenwerte; Anleihen) zu wählen und „langfristig“ zu planen. Folglich ist der Anteil von Staats-, Bank- und Unternehmensanleihen wie besicherten Vermögenswerten (u.a. Pfandbriefe) bei Lebensversicherern und Pensionskassen stets hoch. Darüber hinaus gibt es unterschiedliche gesetzliche, freiwillige Regeln zur „Absicherung“ des Verlustrisikos für die jeweiligen Durchführungswege der kapitalgedeckten Altersvorsorge (Lebensversicherung, Pensionsfonds, Pensionskasse etc.), sodass sich im Detail die Anlagestruktur und das Verhalten der Akteure auch deshalb unterscheiden. Schließlich wird (ii) auf institutionelle, privatwirtschaftliche Sicherungslinien abgestellt, die für die **betriebliche Alterssicherung** über den *Pensions-Sicherungs-Verein auf Gegenseitigkeit (PSVaG)* organisiert ist. „In der Insolvenzsicherung sind diejenigen Durchführungswege einbezogen, bei denen die Erfüllung der erdienten betrieblichen Versorgungsansprüche durch die Insolvenz des Arbeitgebers in Frage gestellt ist. Das sind unmittelbare Versorgungszusagen, auch Direktzusagen genannt [und] mittelbare Versorgungszusagen über Unterstützungskassen, Direktversicherungen und Pensionsfonds.“ (PSVaG 2010)

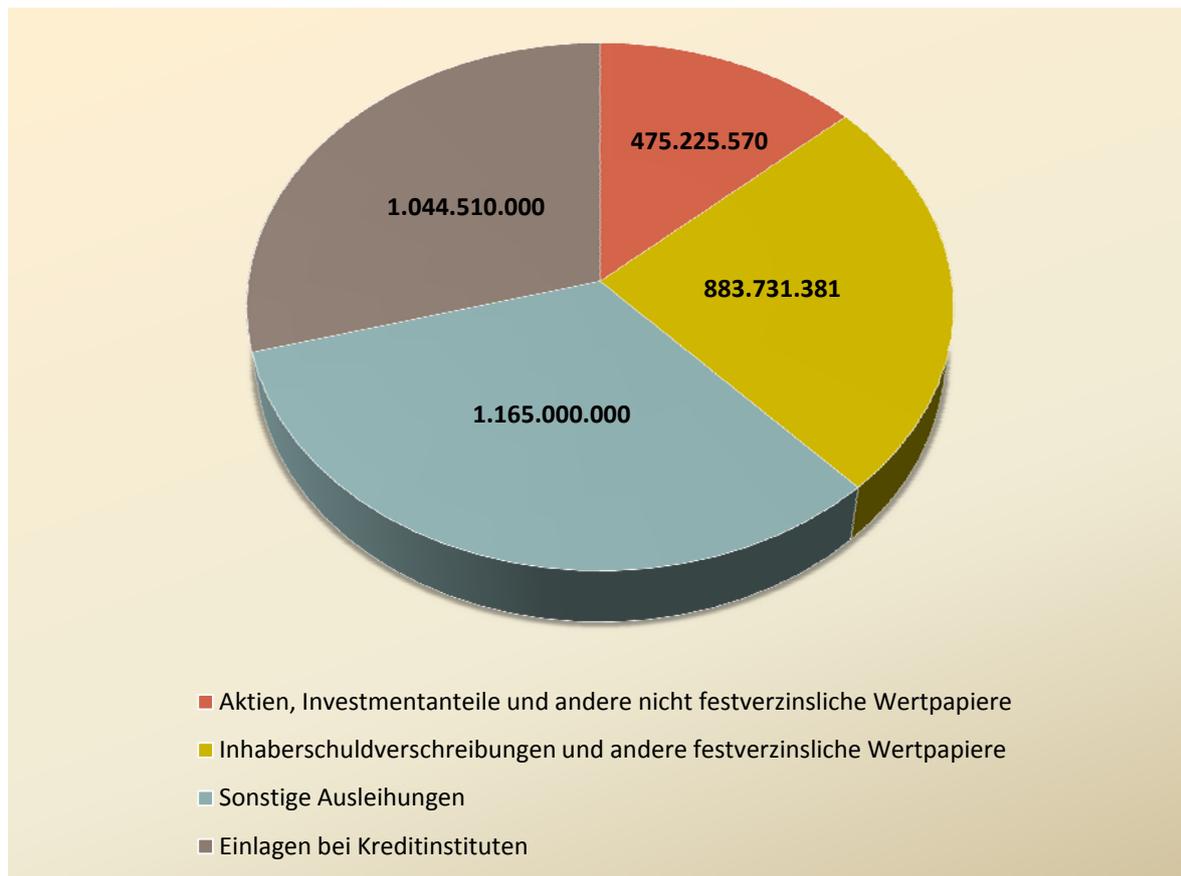
**Grafik 3: Aktiva der PSVaG (in Mio. Euro; Summe rund 3,8 Mrd. Euro)**



Hierüber sollen Zahlungsausfälle und Insolvenzen von einzelnen Unternehmen/Betrieben aufgefangen werden, die eine betriebliche Absicherung für ihre Mitarbeiter anbieten und/oder

der Ausfall von Pensionskassen (etwa durch fehlerhafte Kapitalanlage und daraus resultierende Abschreibung) kompensieren sollen. Die im Umlageverfahren von den Mitgliedern des PSVaG aufbrachten Beiträge werden ebenso auf dem Kapitalmarkt angelegt – wie sollte es anders sein:

**Grafik 14: Struktur der Kapitalanlage des PSVaG**



Für die Lebensversicherer ist der Sicherungsfonds PROTEKTOR zuständig. „Der Gesetzgeber hat im Dezember 2004 eine Schutzeinrichtung für deutsche Lebensversicherer geschaffen, den Sicherungsfonds für die Lebensversicherer. Mit den Aufgaben und Befugnissen dieses Sicherungsfonds hat das Bundesministerium der Finanzen im Mai 2006 die Protektor Lebensversicherungs-AG, Berlin, betreut. Protektor ist die 2002 gegründete freiwillige Auffanggesellschaft der deutschen Lebensversicherungsbranche.“ (Geschäftsbericht 2010). Aktuell verfügt Protektor über ein Anlagevermögen und damit Netto-Rückstellungen zur „Sicherung“ von rund 722 Mio. Euro. Das Sicherungsvermögen ist zum Stichtag mit 14,1% in Aktien und Investmentanteilen, mit 76,1% in festverzinslichen Wertpapieren und mit 9,8% in Bankguthaben und Termingeldern angelegt (die Kapitalanlage beträgt insgesamt rund 703 Millionen Euro)

Die Mitglieder des Sicherungsfonds haben zudem *freiwillige* Zusagen in Höhe von rd. 7,2 Mrd. Euro in Aussicht gestellt. Mit dem Management und der Verwaltung des Vermögens sind die *Allianz Global Investors* Kapitalanlagegesellschaft mbH (Frankfurt a.M.), die *MEAG*

*MUNICH ERGO* Kapitalanlagegesellschaft mbH (München), die *Oppenheim Capital Management* GmbH (Köln), die *Union Investment Institutional* GmbH (Frankfurt a.M.) und die *Warburg Invest* Kapitalanlagegesellschaft mbH (Hamburg) betraut.

**Grafik 15: Struktur der Kapitalanlage von Protektor (in Mio. Euro)**



## Bewertung der Sicherungslinien

---

Angesichts des skizzierten Anlagevolumens der deutschen Lebensversicherer (ca. 745 Mrd. Euro) ist der Sicherungsfonds Protektor offenkundig nicht hinreichend, um signifikante Kurskorrekturen bei den Vermögenswerten und/oder Abschreibungen überhaupt aufzufangen. Die freiwilligen Zusagen der Branche dürften bei Zuspitzung der Finanzkrise und den bislang weitgehend ausstehenden Korrekturen der Vermögenswerte – und hier eben auch bei den Lebensversicherern – schnell zur Makulatur werden. Ähnlich ist die Situation des PSVaG zu werten, auch wenn das Sicherungsvermögen höher liegt als bei den Lebensversicherern.

In dieser Hinsicht wird die Politik – bei Zuspitzung der Krise - nicht darum herum kommen, die Sicherung der kumulierten Altersvermögen massiv durch Interventionen und Finanzmittel abzusichern. Es wird dabei ähnlich wie bei der „politischen Garantie“ der Sparguthaben agiert werden. Ob beides gelingen kann, bleibt mehr als fraglich. Es sollte mit den bisherigen drei Kurzpapieren deutlich geworden sein, dass, wenn überhaupt von einer Integration und Teilhabe an den Finanzmarktentwicklungen der Bevölkerung in den letzten Jahrzehnten gesprochen werden kann, dies primär auf den Bereich der kapitalgedeckten Altersvorsorge zutrifft. Die Bevölkerung wird also mehrheitlich von einem „Crash“ in der Eurozone oder dem Zerfall des Währungsraums unmittelbar über zwei Effekte betroffen werden: *Erstens* über die Organisation der Geldversorgung und Bewertung der Sichtguthaben (Sicherung der Sparguthaben). *Zweitens* über die Verluste im Anlagevermögen ihrer Lebensversicherer, der betrieblichen Alterssicherung, den Riester- und Rürup Renten etc.. Langfristig werden dabei signifikante Teile des heutigen und zukünftigen „Altersvermögens“ reduziert werden müssen und zugleich schon heute reagiert (u.a. sinkender Garantiezins, späterer Beginn des Auszahlungszeitraums, höhere Beiträge, sinkende nominelle Auszahlungen und Reduktion der Überschussbeteiligung)