

Bild: Stockphoto

**Zu wenig Risiko in der Kapitalanlage bedeutet zu viel Risiko für eine Pensionskasse und deren Trägerunternehmen. Um die Garantziele zu erreichen, braucht es die Zielrenditen von Aktien. Damit steigt zwar die Gefahr von Nachschüssen. Viel höher ist eine dauerhafte Nachschussgefahr allerdings bei Staatsanleihen.**

## Mehr Renditechancen für Pensionskassen

Von Patrick Eisele

**Dass Pensionskassen auf Grund ihrer Garantien im Niedrigzinsumfeld besonders leiden, ist bekannt. Doch was kann man dagegen tun? Freiheiten in der Kapitalanlage beziehungsweise höhere Quoten bei Aktien und Alternatives sind der Schlüssel für ausreichende Renditen. Dazu tragen Kollektive, Trägerunternehmen und lange Anlagezeiträume bei. Hilfreich könnte zudem die reine Beitragszusage sein. Ausreichende Renditen dienen auch der Mitarbeiterbindung und schützen vor aufsichtsrechtlichen Eingriffen.**

Absage an die reine Beitragszusage? Dieser Eindruck scheint sich zu konkretisieren, nachdem nun über ein Jahr seit der Einführung des Betriebsrentenstärkungsgesetzes (BRSG) verstrichen ist und es bislang nur Angebote, aber keine konkrete Nachfrage gibt. Dies ist zu bedauern, da der Sinn und Zweck des BRSG die Verbreitung von betrieblicher Altersvorsorge im Mittelstand zur Vorbeugung gegen Altersarmut ist und eine Umsetzung abseits eines versicherungsförmigen Weges bei niedrigen Zinsen sinnvoller wäre. Der Startschuss für diese als Sozialpartnermodell aufgesetzte Betriebsrente mit Garantieverbot fiel Anfang 2018. Dabei scheint allgemein kein Desinteresse an bAV zu bestehen – und dazu hat auch das BRSG beigetragen. Zum Beispiel meldet die Metallrente das „stärkste Wachstum in der Geschichte“. Mit 72.000 Neuverträgen hat sich der Zuwachs in 2018 fast verdoppelt. „Mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz hat die betriebliche Altersvorsorge einen unerwartet starken Schub erhalten“, freut sich Geschäftsführer Heribert Karch.

Die mäßige Resonanz bezüglich der reinen Beitragszusage selbst hat verschiedene Gründe. Einmal dürfte die Zurückhaltung in einer verfehlten Erwartungshaltung begründet sein. Unternehmen, die bereits

über eine bAV verfügen, erhofften sich vom BRSG nämlich vor allem eine Stärkung in Form einer Absenkung des steuerlichen Rechnungszinses sowie die Abschaffung der Doppelverbeitragung in der Sozialversicherung. Diese beiden Punkte wurden in zwei Umfragen (März 2017 und September 2018) von Willis Towers Watson von den befragten Unternehmen am häufigsten genannt. „Gerade diese Problemfelder packt das BRSG aber nicht an – sie stehen aktuell anderweitig im Fokus einer gesetzlichen beziehungsweise gerichtlichen Klärung“, erläutert Dr. Michael Karst, der bei Willis Towers Watsons im Bereich Pensions den Fachbereich Recht leitet. Vermarktet wurde das BRSG aber mit der Haftungsbefreiung des Arbeitgebers durch den Garantieverzicht. Hier scheint der Schuh in der Praxis aber auch zu drücken. Die Haftungsbefreiung wird zum Beispiel durch den Verband der Firmenpensionskassen ausdrücklich begrüßt. Dass der Arbeitgeber vollständig aus der Haftung genommen wird, ist aus Sicht des VFPK ein wichtiger Schritt für eine attraktivere bAV.

Das Garantieverbot ist für Arbeitnehmer auch kein Nachteil – erst recht nicht bei schrumpfenden Kapitalerträgen. Das Rentenwerk informiert, dass Beschäftigte von dem Sozialpartner-Modell voraussichtlich deutlich mehr als von bisherigen klassischen Angeboten profitieren. Die erwarteten Renten liegen im neuen Modell bis um das Vierfache höher. Das Konsortium der genossenschaftlich geprägten Versicherer Barmenia, Debeka, Gothaer, Huk-Coburg und Stuttgarter verglich für diese Analyse das eigene neue Angebot mit Daten eines großen Anbieters aus der alten Welt der betrieblichen Altersvorsorge. So erhält ein 25-Jähriger, der monatlich 100 Euro einzahlt, bisher garantierte 170 Euro Rente – im neuen Modell hingegen bis zu 765 Euro oder mit einem stark auf Sicherheit ausgerichteten Anlage-Mix 421 Euro. Ein Kunde, der mit 35 Jahren das Sparen beginnt, könnte

statt 130 Euro künftig zwischen 259 und 416 Euro erreichen, je nach gewähltem Risikoprofil. Möglich wird das, weil das neue Betriebsrentenstärkungsgesetz (BRSG) einen Verzicht auf Garantien erlaubt, weshalb sich Gelder der Versicherten ertragreicher investieren lassen. Das Problem, das auch das Rentenwerk erkannt hat: In den Genuss der reformierten betrieblichen Altersvorsorge kommen Arbeitnehmer allerdings nur, wenn sich die Sozialpartner tarifvertraglich darauf einigen – das ist bisher nicht geschehen. Das Konsortium bleibt aber optimistisch. „Wir hoffen, dass die Reform in diesem Jahr in der Praxis ankommt“, sagte Dr. Normann Pankratz, Mitglied der Vorstände der Debeka.

Der Firmenpensionskassen-Verband bezeichnet die Abschaffung von Garantien als Paradigmenwandel, der den Weg frei für zeitgemäße bAV-Produkte macht, die den Gegebenheiten auf den Finanzmärkten gerecht werden. „Denn Garantien sind teuer und kosten die Sparer Rendite und damit bares Geld, da ein hoher Anteil der eingezahlten bAV-Beiträge in festverzinslichen (und damit niedrigverzinslichen) Anlagen investiert werden muss“, so der Verband. Garantien hätten bei Lebensversicherern und Versorgungseinrichtungen zu einem ungesunden Asset Mix mit weniger als zehn Prozent in wertschöpfender Kapitalanlage geführt. „Eine bAV ohne Garantien kann mehr leisten und damit zu einer besseren Altersversorgung für Arbeitnehmer führen.“ Bereits 2016 monierte der damalige Vorstandsvorsitzende der Kölner Pensionskasse und der Pensionskasse der Caritas, Christof Heinrich, in einem Interview mit portfolio institutionell, dass der traditionelle Garantiemechanismus eine einseitige Kapitalanlage erzwingt. „Die Rückstellungen für Leistungsversprechen einer Pensionskasse müssen nach deutschem Aufsichtsrecht zu jedem Zeitpunkt vollständig mit Kapitalanlagen bedeckt sein, auch in der betrieblichen Altersversorgung. Das kostet ordentlich Ertrag. Garantien sind teuer.“ Aus Sicht von Heinrich ist es nicht erforderlich, in der bAV die Verpflichtungen in der Anwartschaft jederzeit und vollständig zu bedecken. Schon deshalb nicht, da schwankungsanfälliger Kapitalanlagen in der Regel ertragreicher sind. „Derzeit müssen Kapitalanlagen jedoch eher dazu optimiert werden, den Rechtsrahmen nicht zu verletzen, als langfristig gute Versorgungsleistungen zu ermöglichen.“ Wichtig sei, das Eigenkapital zu stärken. Die Regulierung war Heinrich in dem damaligen Interview aber noch in einem

anderen Punkt ein Dorn im Auge: Die Aufwendungen für Zinszusatzreserven seien in wenigen Jahren so hoch wie die gesetzlichen Eigenkapitalanforderungen. „Ironie der Regulatorik: Die Aufwendungen für die Zinszusatzreserven führen vermutlich eher zu Leistungseinbußen als der niedrige Kapitalertrag.“

Eine andere Ironie ist allerdings, dass Heinrich bereits vor drei Jahren die Probleme des garantieförmigen Durchführungswegs Pensionskasse offenbar sehr bewusst waren – die beiden Kassen mit Sitz in Köln trotzdem aber nun in solch großen wirtschaftlichen Schwierigkeiten stecken. Die Solvenzkapitalanforderungen wurden gerissen, Eingriffe in den Past Service stehen bevor und die Bafin untersagte das Neugeschäft.

Zu den schwierigen Rahmenbedingungen kamen offenbar handwerkliche Fehler hinzu. Für Heinrich kam Olaf Keese. Dies ändert aber nichts daran, dass Heinrich 2016 die Probleme von Pensionskassen zutreffend beschrieben hat. Insofern ist das Garantieverbot in der reinen Beitragszusage sehr zu begrüßen.

Das Gesetz sieht vor, dass die Verantwortung von den Arbeitgebern zu den Sozialpartnern wandert. Womöglich entpuppt es sich aber auch als Wunschdenken, die bAV im Mittelstand über ein Sozialpartnermodell zu fördern. Die Sozialpartner müssen die Verantwortung nämlich auch wollen. „Für die Gewerkschaften haben andere Themen wie Löhne und Arbeitszeiten derzeit Priorität – aber nicht die bAV“, hat Lucius beobachtet. Lucius vermutet

zudem, dass die Gewerkschaften mit einem Engagement für eine Betriebsrente mit Garantieverbot ein Reputationsrisiko verbinden, wenn das in Aussicht gestellte Rentenniveau nicht erreicht wird.

Dahinter steckt wiederum ein Kommunikationsproblem. Friedemann Lucius: „Die Vermittlung, dass die potenzielle Rendite und damit die Rentenleistung umso höher ausfällt, je niedriger die Garantie angesetzt wird, ist schwierig. Simulationsrechnungen zeigen aber, dass sich bei einer gut strukturierten Kapitalanlage Kapitalmarktschwankungen im Zeitablauf mit hoher Sicherheit ausgleichen und im mehrjährigen Durchschnitt eine positive Rendite deutlich oberhalb der sicheren Verzinsung erzielt werden kann.“ Der Umstand der jederzeitigen Bedeckung, die Schwankungen nur bei entsprechender Kapitalausstattung zulasse, mache dagegen den versicherungsförmigen bAV-Weg unnötig teuer.

## WELCHE FOLGEN HAT DER BREXIT FÜRS PORTFOLIO?

portfolio institutionell  
Awards und  
Jahreskonferenz  
11. April 2019  
Berlin

[portfolio-institutionell-awards.de](http://portfolio-institutionell-awards.de)



Der VFPK macht als Knackpunkt aus, dass durch das Sozialpartnermodell die BRSG-Neuerungen an Tarifverträge gekoppelt sind und somit nur für tarifgebundene Unternehmen gelten. Es bleibe offen, wie nicht-tarifgebundenen Unternehmen einbezogen werden sollen und ob diese bereit sind, sich tarifvertraglichen Regelungen anzuschließen. Davon werde der Erfolg des BRSG abhängen, denn es sind gerade die kleinen und mittleren Unternehmen, die selten tariflich organisiert sind. Auf Seiten der Arbeitgeber darf bei manchem Mittelständler als Problem vermutet werden, dass Patriarchen mit Gewerkschafts-Phobie sich grundsätzlich nicht damit anfreunden können, sich tarifvertraglichen Regelungen auch nur anzuschließen. Zudem vermutet Lucius auf Arbeitgeberseite das Hemmnis, dass diese von den Arbeitnehmern regelmäßig eine Beitragsbeteiligung erwarten.

### Reine Beitragszusage und Leistungszusage der Direktzusage

Möglicherweise bremsen auch nicht nur bereits bestehende bAV-Einrichtungen wie die Metallrente oder der HVB-Pensionsfonds die Umsetzung des BRSG, sondern auch die Vorteile eines urdeutschen Durchführungswegs: nämlich der Direktzusage. Aus Arbeitgeber-sicht liegt der große Vorteil der Direktzusage in der Flexibilität, diese auch für die im Normalfall rentablere Innenfinanzierung nutzen zu können. Allerdings erteilt der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer mit der Direktzusage auch eine Leistungszusage beziehungsweise quasi eine Mindestgarantieleistung. So verpflichtet sich der Arbeitgeber bei der beitragsorientierten Leistungszusage, bestimmte Beiträge in eine Anwartschaft umzuwandeln. Allerdings handelt es sich bei der Sozialpartnerrente lediglich um eine reine Beitragszusage. Interessant könnte es nun aus Sicht von Friedemann Lucius sein, Versorgungsleistungen nach Art der Sozialpartnerrente im Rahmen bestehender Direktzusagen zu nutzen. Damit beschäftige man sich laut Lucius auch bereits in der Praxis: „Es gibt Unternehmen, die sich damit auseinandersetzen, wie sich die Direktzusage so gestalten lässt, dass sie der reinen Beitragszusage sehr nahe kommt.“ Ein Knackpunkt ist aber, wie hoch die Mindestgarantieleistung bei der Direktzusage sein muss. Lucius: „Die Mindestgarantieleistung kann auch deutlich geringer als der reine Beitragserhalt sein. Fraglich ist, wie niedrig.“ Je niedriger, desto chancenreicher könnte angelegt werden, desto höher wären die Rendite- und damit Rentenerwartungen. „Bei einer Kollektivlösung würde eine Mindestgarantieleistung von 50 Prozent der eingezahlten Beiträge sicherlich ganz neue Möglichkeiten eröffnen, was das mit hinreichender Sicherheit erzielbare Rentenniveau angeht.“

Hindernisse für die BRSG-Nutzung mit Blick auf reine Beitragszusagen bei bestehenden Direktzusagen sind rechtlicher Natur. „Direktzusagen werden von der Bafin nicht beaufsichtigt. Der Gesetzgeber hat aber der reinen Beitragszusage und den darin auf die Sozialpartner und Arbeitnehmer verlagerten Verantwortlichkeiten nur unter der Voraussetzung zugestimmt, dass eine Aufsicht durch die Bafin erfolgt“, erläutert Dr. Michael Karst, der zudem betont, dass auch generell die Direktzusage im Rahmen des BRSG nicht berücksichtigt wurde. Die Risiken für den Arbeitgeber aus Direktzusagen könne

man auch dort durch risikoaverse Gestaltungen stark reduzieren. Voraussetzung für eine Nutzung der Direktzusage als reine Beitragszusage ist auch eine separierte Vermögenshinterlegung. Im September 2017 ermittelte WTW aber in einer Umfrage unter 47 Mittelständlern, dass 55 Prozent der KMU auf unternehmensinterne Pensionsrückstellungen setzen, also darauf vertrauen, die Pensionszahlungen aus dem operativen Ergebnis leisten zu können. Damit bilden also nur 45 Prozent spezifisch reservierte Vermögenswerte. Jedoch planen gut die Hälfte (52 Prozent), ihre bAV in den kommenden Jahren anzupassen. Grund für diese Überlegungen sei vor allem die Niedrigzinsphase.

### Chronologie des Siechtums

Dass die Niedrigzinsphase speziell Pensionskassen belastet, zeigte sich der breiteren Öffentlichkeit spätestens Mitte 2016, als sich mit dem BVV die größte Pensionskasse in Deutschland auf einer Mitgliederversammlung Kürzungen beim Future Service genehmigen ließ. Mitte 2016 gab auch die Pensionskasse Neue Leben bekannt, dass sie für die Beiträge eines Teilbestands ab 2017 nur noch eine verminderte Garantieverzinsung von 1,25 Prozent zusagen kann. Den betroffenen Teilbeständen garantierte die Pensionskasse bisher 3,25 beziehungsweise 2,75 Prozent auf die Sparbeiträge. Überraschen kann der Schritt nach einem Blick auf die Asset-Allokation kaum. Die Kapitalanlagen sind nämlich nahezu komplett festverzinslich investiert. Für das Geschäftsjahr 2017 teilte die Neue-Leben-PK mit, dass Investitionen vor allem in Inhaberschuldverschreibungen und Namensschuldverschreibungen guter Bonität erfolgten. Das durchschnittliche Rating der festverzinslichen Kapitalanlagen betrage AA-. Wie im Vorjahr sei die Gesellschaft keine Aktienengagements eingegangen.

Auch die Aufsicht sensibilisiert seit geraumer Zeit für die Problematik der Pensionskassen. Auf der Jahrespressekonferenz der Bafin informierte Versicherungsaufseher Dr. Frank Grund, dass Pensionskassen noch mehr als die Lebensversicherer unter dem niedrigen Zinsniveau litten. Einzelne könnten bald möglicherweise nicht mehr aus eigener Kraft ihre Leistungen in voller Höhe erbringen. „Mit ihnen besprechen wir aktuell, wie es weitergehen kann“, so Grund damals. Die Pensionsberechtigten stünden aber nicht ohne Schutzmechanismen da. Diese würden möglicherweise bald einem Praxistest unterzogen. Im Mai 2018 warnte die Bafin, dass einige Pensionskassen bald nicht mehr ihre vollen Rentenzusagen erbringen können, wenn sie kein Kapital von außen erhalten.

Ende des vergangenen Jahres kamen dann die Hiobsbotschaften aus Köln und Bonn: Bei der Kölner Pensionskasse und bei der Pensionskasse der Caritas steht „eine Herabsetzung der Leistungen im Raum“. Dabei handelt es sich laut Marktkennern um Herabsetzungen im Past Service. Sämtliche Maßnahmen der beiden Kassen werden nun von der Bafin eng begleitet. Zu diesen Maßnahmen gehört, dass die Bafin der Pensionskasse der Caritas das Neugeschäft untersagt. Dieses Verbot ist verständlich, da frische Einzahlungen bei einer Pensionskasse auch wieder neue Verbindlichkeiten bedeuten.

Bei der in Bonn ansässigen Pensionskasse des steuerberatenden Berufs VVaG endet eine Online-Übersicht zur Geschäftsentwicklung zum „erfolgreichen Wachstum mit Weitsicht“ im Jahr 2013 mit der Einführung von Unisex-Tarifen. Vergangenen Dezember teilte die Pensionskasse, deren Anlagevolumen eine Milliarde Euro beträgt, ad hoc mit, dass mit dem geänderten Jahresabschluss 2017 festgestellt wurde, dass per 31. Dezember 2017 die Solvabilitätskapitalanforderung nicht mehr bedeckt ist. Zum 31. Dezember 2017 beträgt die Solvabilitätskapitalanforderung knapp 40 Millionen Euro. Die Eigenmittel belaufen sich auf 55,3 Prozent der Solvabilitätskapitalanforderung. 2014 hat die Pensionskasse nachrangige Schuldverschreibungen im Gesamtnennbetrag von zehn Millionen Euro mit einer Laufzeit von zehn Jahren und einer jährlichen Verzinsung mit 4,375 Prozent begeben und gelistet. Belastend wirkt zudem, dass – im Gegensatz zur Solvabilität – die Vergütung des Vorstandsduos von 317.000 Euro in 2016 auf 324.000 Euro in 2017 gestiegen ist. Gegenüber portfolio institutionell schied sich die Pensionskasse zur Geschäftsentwicklung aus.

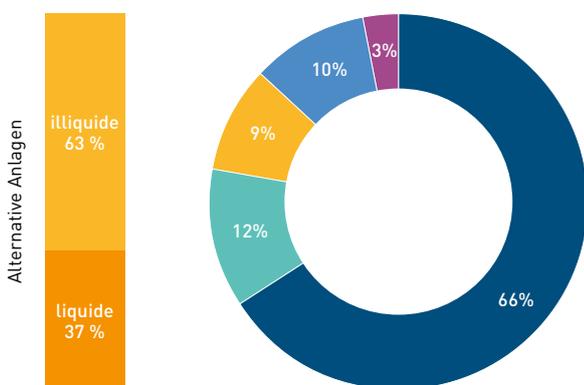
Vermuten konnte man, dass der Schritt des BVV als Branchenprimus auch als ein ermutigendes Signal für kleinere Pensionskassen zu deuten ist, eine Senkung zumindest der künftigen Verbindlichkeiten als Möglichkeit zu betrachten. Dieses Signal blieb offenbar nicht unbeachtet. Die FAZ berichtete vergangenen März über eine entsprechende Anfrage der Grünen im Bundestag. Diese ergab, dass Pensionskassen in zunehmendem Maße seit 2014 ihre Verrentungsfaktoren senken. Im vergangenen Jahrzehnt baten Pensionskassen demnach in 27 Fällen ihre Versicherten darum, für künftige Beiträge

einen geringeren Rentenfaktor anzusetzen. Dabei waren es von 2007 bis 2013 zehn Fälle, seit 2014 aber bereits 17 Fälle. Insgesamt gibt es 134 Pensionskassen. Eine Absenkung des Future Service erfolgt also mit steigender Tendenz. Verstärkt wurde das BVV-Signal noch durch die bereits erwähnte Pressekonferenz der Bafin vom Mai 2018, in der Versicherungsaufseher Frank Grund anmahnte, dass es Kapital von außen brauche. Etwa ein Drittel der 137 Pensionskassen befinde sich bereits unter strenger Beobachtung. Grund, der sich „erhebliche Sorgen“ macht, appellierte an die betroffenen Pensionskassen, „bei ihren Trägern oder Aktionären rechtzeitig Unterstützung einzufordern“. Rechtzeitige Unterstützung könnte sinnvollerweise bedeuten, nicht nur erst dann nachzuschießen, wenn man dringend Solvenzkapitalanforderungen nachkommen muss und Leistungskürzungen vermeiden will. „Kassen, die über eine entsprechende Kapitalausstattung verfügen, können auch höhere Risiken in der Kapitalanlage eingehen. Das wiederum bedeutet höhere Ertragschancen, was den Kassen hilft, ihre eingegangenen Zinsverpflichtungen zu erfüllen“, erläutert Heubecks Friedemann Lucius. „Insofern ist frisches Eigenkapital sicherlich eine geeignete Maßnahme, um angeschlagenen Pensionskassen wieder auf die Beine zu helfen.“

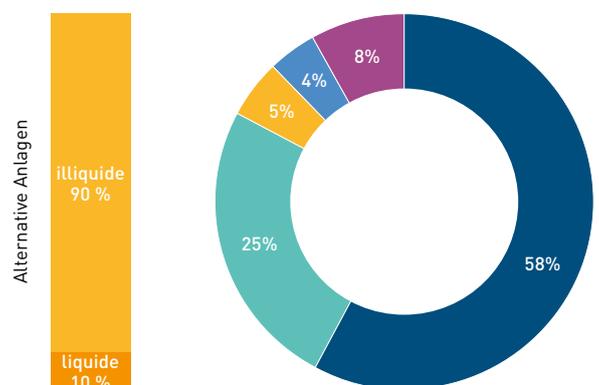
Sich auf stützende Maßnahmen zu verständigen ist bei einer geringen Zahl an Trägerunternehmen einfacher. Auch für den bAV-Berater Longial dürften reine Firmen-Pensionskassen, die Altersversorgungsleistungen ausschließlich für Mitarbeiter eines Unternehmens oder einer Unternehmensgruppe erbringen, einen etwas besseren Stand haben. Reine Firmenpensionskassen sind meist integraler Bestandteil

## Unregulierte Investoren haben doppelt so viel Aktien

Regulierte Investoren



Unregulierte Investoren



■ Anleihen ■ Aktien ■ Alternative Anleihen ■ Immobilien ■ Kasse

Die Kassenposition wurde im Vorjahr unter der Anlageklasse "Anleihen" zusammengefasst. Ergebnisse sind gewichtet. Durch Rundungen der Prozent-Anteile kann es zu Rundungsdifferenzen kommen.

Umfrage unter 36 Unternehmen/CTAs und regulierten Pensionseinrichtungen/Pensionskassen mit insgesamt 124 Milliarden Euro AuM; Dezember 2018

Quelle: Willis Towers Watson; © portfolio institutionell

der bAV-Policy des Unternehmens, sodass dort die Bereitschaft zur finanziellen Unterstützung tendenziell höher ausfällt, so Longial. Für überbetriebliche Kassen ist es eine größere Herausforderung, Einigkeit zu erzielen. Dem BVV kam entgegen, dass die Trägerschaft sehr homogen ist. Auf der Mitgliederversammlung stimmten über 90 Prozent für die Tarifkürzung. Nötig gewesen wären 75 Prozent.

### PK Berolina mit hoher Risikokapitalquote

Der Idealfall dürfte aber – auch im Sinne der Beitragszahler und Rentner – ein Trägerunternehmen sein, das hinter einer offensiveren Kapitalanlage steht. Beispiel Unilever: Deren Firmenpensionskasse Berolina, die das Herzstück der betrieblichen Altersversorgung für die Unilever Deutschland Gruppe ist, strebte für das Jahr 2018 inklusive der Öffnungsklausel eine Risikokapitalquote von etwa 35 Prozent an. Trotz rückgehender Werte bei der Anzahl der Beitragspflichtigen und beim Anlagevolumen (etwa 965 Millionen Euro in 2017) hat die Pensionskasse seit 2014 ziemlich konstant etwa 330 Millionen Euro vornehmlich in Aktienfonds investiert. Eine solche Strategie macht sich langfristig bezahlt. Berolina-Vorstand Michael Hahn verweist auf das „Glück der Trägergarantie“, welches nur wenigen Pensionskassen hold sei. „Somit können wir bei der aus der ALM abgeleiteten strategischen Asset-Allokation auch ohne hohes Eigenkapital stärker in risikobehaftete Assets investieren.“ Eine solche risikoaffine Allokation innerhalb eines versicherungsförmigen Durchführungsweges bedarf jedoch der langfristigen Betrachtung. Es gibt einzelne Jahre, wo dies nicht als optimal bezeichnet werden kann und bei jedem Trägerunternehmen dürfte die „Freude an Einschüssen“ zur obligatorischen Bedeckung der Solvabilitätskapitalanforderung begrenzt sein. Einen Rechnungszins von circa 3,5 Prozent mit Staatsanleihen zu finanzieren, wäre momentan nicht nur schwierig, sondern unmöglich. Die Zahl

der Einschüsse hält sich aber in Grenzen. Unilever musste zur Sicherstellung der Bedeckung das letzte Mal vor etwa zehn Jahren zur Finanzkrise einschließen. „Alle bisherigen Einschüsse hat die Kasse auch schon längst wieder aus übermäßigen Erträgen zurückgezahlt“, erklärt Michael Hahn. Alle haben davon profitiert, denn aus den übermäßigen Erträgen konnten auch die Versicherten und Pensionäre bedacht werden. Welche Asset-Allokation nun die richtige ist, ist wie immer eine „Glaubensfrage“. Michael Hahn spricht sich eher für einzelne größere Einschüsse bei risikoaffiner Allokation aus, die langfristig aus übermäßigen Erträgen zurückgezahlt werden können. Ansonsten drohen dauerhaft kleinere Einschüsse der Trägerunternehmen aufgrund der niedrigen Returns bei niedrigzinsbehafteten Staatsanleihen. Und bei dieser Alternative gibt es keine realistische Aussicht auf Rückzahlung. Trotz der insgesamt offenbar guten Erfahrung mit Aktien passe aber deren Volatilität nicht immer unbedingt zu bilanzsensitiven Trägern. Hahn: „Unsere letzte ALM-Studie ergab, dass wir durch die Beimischung von Infrastruktur, Immobilien und Unternehmensanleihen die Erträge stabilisieren und die Volatilität reduzieren können. Diese Umschichtungen sind nun im Gang.“

Umschichtungen sind aber nicht nur bei der Berolina im Gang. Eine WTW-Studie zur Allokation deutscher Pensionsanleger (siehe Grafik auf Seite 37) hat ermittelt, dass diese zunehmend mit Umschichtungen in illiquide respektive alternative Anlageklassen auf steigende Renditeanforderungen reagieren. Dies geht zu Lasten der klassischen Portfoliobestandteile wie europäische Staatsanleihen oder auch Unternehmensanleihen“, kommentiert Nigel Cresswell, Head of Investments Western Europe bei WTW. „Hierbei steht verstärkt ein ausgewogenes Rendite-/Risikoprofil im Fokus – also die Übernahme entsprechend kompensierter Risiken. Dennoch sind im Vergleich zu anderen Ländern weiterhin relativ konservative Allokationen zu beobachten.“ Interessant an der Studie 2018 ist eine Unterteilung der 36 Teilnehmer in regulierte und unregulierte Einrichtungen. Diese ergab nämlich, dass die unregulierten CTAs mit 2,9 Prozent eine um 20 Basispunkte höhere Renditeerwartung hegen dürfen als Pensionskassen, Pensionsfonds oder Versorgungswerke mit freiwilliger Anlehnung an das Versicherungsaufsichtsgesetz. In CTAs erfolgt die Vermögenshinterlegung von Direktzusagen. Unregulierte Anleger von Pensionsgeldern kommen in der WTW-Studie auf eine Aktienquote von 25 Prozent, regulierte Anleger auf nur 12 Prozent. Noch stärker ist mit 28 und zehn Prozent der Unterschied bei globalen Unternehmensanleihen. Dafür haben regulierte Anleger bei globalen Staatsanleihen mit 19 Prozent eine fast doppelt so hohe Quote als unregulierte Anleger mit zehn Prozent. Trotz dieser sehr unterschiedlichen Werte haben CTA-Anleger aber mit einer Standardabweichung von acht Prozent einen nur leicht höheren Wert als regulierte Anleger mit 6,7 Prozent.



Bild: Heubeck

*Dr. Friedemann Lucius von Heubeck will Versorgungsleistungen nach Art der Sozialpartnerrente im Rahmen bestehender Direktzusagen nutzen.*

Während CTAs ursprünglich in der Regel zur Bilanzverkürzung gegründet wurden, schätzen Unternehmen heute an ihnen vor allem die Flexibilität bezüglich Anlage und Timing von Nachschüssen sowie die fehlende Beaufsichtigung seitens der Bafin. „CTAs sind gerade unter den Dax-30-Unternehmen weit verbreitet. CTAs finden sich aber auch bei anderen Unternehmensgrößen oder bei Töchtern ausländischer Unternehmen“, so Karst, der hinzufügt, dass sich mit CTAs auch bestimmte Lücken in der gesetzlichen Insolvenzversicherung durch den Pensionssicherungsverein schließen lassen. Ein Beispiel für ein kleineres Unternehmen, das bereits früh auf den CTA-Zug aufgesprungen ist, ist Pfeiffer Vacuum. 2004 informierte das TecDax-Mitglied, 36 Millionen Euro in den Pfeiffer Vacuum Trust e. V. eingebracht zu haben. Über diesen Trust werde eine arbeitgeberfinanzierte Versorgungszusage teilweise ausfinanziert. Für den Trust besteht ein Spezialfonds, der bis zu 30 Prozent in Aktien anlegen kann.

### Kollektive Veranlagung erhöht Sicherheit

Die von WTW ermittelte höhere Renditeerwartung von CTAs ist regulatorisch bedingt. Eine Leistungszusage für spätere Dekaden erlaubt eben mehr Flexibilität und mehr Offensive in der Kapitalanlage und damit höhere Renditeziele als die versicherungsförmige Anlage, in der die Garantien sogar unterjährig zu decken sind. Die höchste Renditeerwartung sind aber mit der reinen Beitragszusage zu verbinden. Aber auch das größte Risiko? Für den Einzelnen besteht bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge die Gefahr, dass ihn kurz vor der Pensionierung mit dem Höchstwert an Ansprüchen ein Kapitalmarkt-

Crash ereilt. Asset Manager propagieren darum meist Lebenszyklusmodelle, Aktuarien wie Heubeck dagegen Kollektivanlagen. „Im BRSG ist eine kollektive Veranlagung möglich“, sagt Friedemann Lucius. „Kollektive vermeiden teure Umschichtungsprozesse und bieten vor allem mit hinreichender Sicherheit dem Einzelnen Renditekorridore, die über garantieförmigen Durchführungswegen liegen.“

Wie die Beispiele zeigen, sind Kapitalanlagefreiheiten beziehungsweise mehr Aktien und Alternatives der Schlüssel für ausreichende Renditen. Möglich wird dies durch Kollektive, Träger, Risikotragfähigkeit und lange Anlagezeiträume. Zwar schwanken Märkte, räumt auch Debeka-Vorstand Pankratz ein. „Angesichts der oft jahrzehntelangen, kollektiven Geldanlagen spielt das erwartungsgemäß aber kaum eine Rolle. Herkömmliche Anlagen gleichen dagegen kaum mehr die Inflation aus.“ Auch die Metallrente, die Abstriche bei der Gesamtverzinsung einer Direktversicherung von 3,65 auf 3,45 Prozent vornahm, betont die Vorteile des Kollektivs. „Die kollektive Kapitalanlage in der Sozialpartnerrente ist nicht nur die solidarischste Form des Altersvorsorge-Sparens für die Beschäftigten, sie ist zugleich die effektivste Form und wird sich auszahlen in guten Betriebsrenten“, sieht Karch perspektivisch für das Sozialpartnermodell enorme Chancen.

Ausreichende Renditen dienen der Mitarbeiterbindung und schützen vor aufsichtsrechtlichen Eingriffen. Wenn nämlich bei Schieflagen in der (vielköpfigen) Vertreterversammlung einer Pensionskasse keine Beschlüsse gefasst werden können, oder wie bei der Caritas die Solvabilitätskapitalanforderung nicht erfüllt werden und ein aus Sicht der Bafin unzureichender Sanierungsplan zur Beseitigung der Nichtbedeckung der Solvabilitätskapitalanforderung vorgelegt wird, kommt es zu aufsichtsrechtlichen Verfügungen. Im Fall der Caritas-PK war dies die Einstellung des Neugeschäfts. Zum regulatorischen Schutzmechanismus von Pensionskassen zählen auch Sanierungsklauseln. Diese sehen vor, dass eine Kasse die Beiträge erhöhen und/oder Leistungen senken kann. „Für den Arbeitgeber ist beim Ziehen der Sanierungsklausel durch Pensionskassen aber problematisch, dass er arbeitsrechtlich nicht enthaftet wird. Auf Grund seiner gesetzlichen Subsidiärhaftung muss er die Differenz selbst erfüllen“, erläutert Karst. Das Bundesarbeitsgericht hat 2012 geurteilt, dass Leistungskürzungen einer Pensionskasse auf der Grundlage einer satzungsmäßigen Sanierungsklausel durch den Arbeitgeber ausgeglichen werden müssen. Für Arbeitgeber, die schon einmal in Subsidiärhaftung genommen wurden, entfaltet die reine Beitragszusage besonderen Charme. In der Verantwortung sind bei der reinen Beitragszusage aber die Sozialpartner. Die Tarifvertragsparteien haften zwar nicht finanziell, sie stellen aber ihre Reputation zur Verfügung. Der Ruf ist allerdings ein rares Gut. Reputation lässt sich nämlich nicht nachschießen.

Sehr zu wünschen wäre zur Eindämmung von Altersarmut eine größere bAV-Verbreitung. Zu wünschen wäre auch, dass die betriebliche Altersvorsorge auf freiwilliger Basis wächst. Dafür ist womöglich die reine Beitragszusage die letzte Chance. Sollte diese auch nicht fliegen, dann droht – so unkt ein bAV-Experte – ein Obligatorium.



Bild: Willis Tower Watson

*Dr. Michael Karst, Willis Towers Watson: Wird die Sanierungsklausel gezogen, wird der Arbeitgeber nicht enthaftet.*