

# Systemischer Teufelskreis

Kapitalgedeckte Alterssicherung ist ein Motor der Verschärfung wirtschaftlicher Instabilität. Nach jeder Finanzkrise sind die Betreiber von Pensionsfonds genötigt, riskantere Geschäfte zum Ausgleich der Verluste zu tätigen. **Von Christian Christen**



**Solidarität mit Gewinn: Mit der »Riester-Rente« bewies die Regierung von Gerhard Schröder ihre Sympathie für die Finanzdienstleister und deren Profitstreben (mit Walter Riester (SPD), Berlin, 11.5.2001)**

Die Welt befindet sich 2008 in der schwersten Finanzkrise seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts. Seit Monaten wird die Funktionalität des »freien« Finanz-/Wirtschaftssystems nur durch massive staatliche Finanzhilfen und Interventionen gesichert, was alle Leitmedien begrüßen, denen bisher keine Reform marktradikal genug war. Ähnlich paradox agiert das politische Personal: Diejenigen, die alle Finanzmarktregulierungen abgebaut und die Aufsichtsstrukturen auf ein Minimum reduziert haben, fordern nicht weniger als ein zweites Bretton Woods, also eine neue globale Finanzarchitektur.<sup>1</sup> Allerdings werden mit der Ausarbeitung genau die Institutionen (IWF, Weltbank, OECD etc.) und »Experten« betraut, die keine der zahlreichen Währungs- und Finanzkrisen der 90er Jahre oder den Börsencrash 2000/2001 für möglich gehalten haben. Bezeichnenderweise sind auch in Deutschland die wesentlichen Gesetze noch in Kraft, mit der die Deregulierung und Liberalisierung des Finanzmarktes gefördert wurde.

Soviel zur realen Substanz der Wortmeldungen aus Politik, Wirtschaft und Medien. Ebenso offenkundig ist aber auch das weitgehende intellektuelle Versagen der tonangebenden Vertreter der modernen Sozial- und Wirtschaftswissenschaften, die jahrelang die neoliberalen Erklärungen der finanziellen Globalisierung als einzig objektive Wahrheit verkauften. Unzählige »Experten« sind abgetaucht, was eine Wohltat ist. Damit wird allerdings das mangelnde intellektuelle Niveau der offiziellen Debatte offenkundig, in der weder der

historische und sozioökonomische Kontext noch die systemischen Ursachen der Krise hinreichend reflektiert werden.

## Aufstieg entscheidender Akteure

Zweifelloso stieg die Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten, und es änderte sich generell deren Verhältnis zur sogenannten Realwirtschaft. Für die Jagd nach immer höheren Renditen bei der Kapitalanlage und Ausrichtung aller Aktivitäten auf die Bedürfnisse des Finanzsektors ist aber weniger die maßlose Gier und zweifelhaft Moral der Akteure verantwortlich. Neben der generellen Instabilität des Kapitalismus gibt es vielmehr strukturelle Gründe, aus denen systemische Ursachen resultieren, die erklären helfen, warum seit Mitte der 90er Jahre die Krisengefahr rapide gestiegen ist. Eine dieser Ursachen ist der Auf- bzw. Ausbau der kapitalgedeckten Alterssicherung in den Industrienationen seit nunmehr vier Jahrzehnten, wodurch entscheidende institutionelle wie ökonomische Weichen gestellt worden sind.

Die Entwicklung begann in den 70er Jahren, in der die Idee von der prinzipiellen Vorteilhaftigkeit der privaten Organisation und kapitalgedeckten Finanzierung der Alterssicherung für die Mehrheit der Lohnabhängigen erneut ins Zentrum der öffentlichen Debatte gerückt wird. Angesichts der realen historischen Erfahrungen war diese Position nach 1945 eher randständig gewesen; erst mit diesem Perspektivwechsel ließ sich jedes im Umlageverfahren, staatlich organisierte System diskreditieren.<sup>2</sup> Im gleichen Zeitraum hatte sich die Mittelschicht

von den Einkommens- und Vermögensverlusten der Kriegszeit erholt, und in Kombination mit den Lohnsteigerungen der 50/60er Jahre ließ sich für die individuelle Vorsorge und betriebliche Alterssicherung effektiv werben. Schließlich konnten sich die in diesem Geschäft seit jeher engagierten Pensions-/Investmentfonds und (Lebens-)Versicherer<sup>3</sup> neu positionieren, da sie mit der Abkehr vom Bretton-Woods-System internationaler agieren und weit riskantere Anlagestrategien wählen konnten.

Der Aufstieg dieser institutionellen Anleger und die Entwicklung ihres Finanzvermögens lassen sich leider nicht exakt abbilden. Einerseits wird dies durch die Preisbewegung bei den gehaltenen Finanzaktiva (Aktien, Anleihen etc.) verhindert, andererseits fehlen zusammengefaßte historische Daten. Erst seit wenigen Jahren erhebt die OECD systematisch Daten, dennoch ist die Entwicklung unumstritten: Ab den 70er Jahren stiegen kontinuierlich die Finanzmittel der Pensions-/Investmentfonds und (Lebens-)Versicherer, ab den 80er Jahren wuchs ihr Einfluß auf Politik und Unternehmen, deren Finanzaktiva sie zum Zwecke der Bedienung der Pensionszusagen erwerben. Bis heute entwickeln sie sich auf den zentralen Kapital- und Geldmärkten zu den dominanten Akteuren und bestimmen mit ihrem Verhalten maßgeblich die Preise der Finanzaktiva und Wechselkursrelationen. Der Aufstieg verlief zunächst relativ unspektakulär; den Wendepunkt markiert der Börsencrash von 1987. Danach verstärkte sich der Rückzug der Privatanleger von den Kapitalmärkten; deren Stabilität wurde, neben staatlichen Interventionen, durch den Zufluß der Gelder der Pensions-/Investmentfonds und

Versicherer gewährleistet. Logischerweise änderten sich damit auch die Besitzverhältnisse: Besaßen in den angelsächsischen Ländern die Privatanleger in den 50er Jahren rund 91 Prozent der Wertpapiere und die drei institutionellen Anleger nur zirka zwei Prozent, hielten sie vor Ausbruch der jüngsten Krise bereits 50 bis 60 Prozent der Wertpapiere. Addiert um die Finanzaktiva der staatlichen Pensionsfonds bezifferte die OECD 2007 den direkt zur kapitalgedeckten Alterssicherung angelegten Kapitalstock mit rund 30 Billionen US-Dollar.

## Dynamische Krisenverschärfung

Primäres Aktionsfeld der Pensions-/Investmentfonds und Versicherer waren (und bleiben) die Finanzmärkte der Industrienationen. Entsprechend verstärkte sich in den 90er Jahren ihre Lobbytätigkeit, um frisches Kapital zu erhalten. Hierzu wurden u.a. Forschungseinrichtungen und Thinktanks gegründet und gefördert, PR-Agenturen rekrutiert und/oder über Drittmittel und Beraterverträge »professorale Mietmäuler« akquiriert, um die Berichterstattung und politische Entscheidungsfindung zu beeinflussen. Die seit dem 19. Jahrhundert bekannten Schwächen und die Risikoanfälligkeit der kapitalgedeckten Altersvorsorge wurden meist vergessen und die aus der finanziellen Integration resultierenden neuen, systemischen Risiken ausgeblendet. Statt dessen setzte die Politik, in Eintracht mit der »Wirtschaft« und flankiert von den Medien und »Experten«, auf Leistungskürzung der umlagefinanzierten Systeme und Subvention der individuellen, betrieblichen kapitalgedeckten

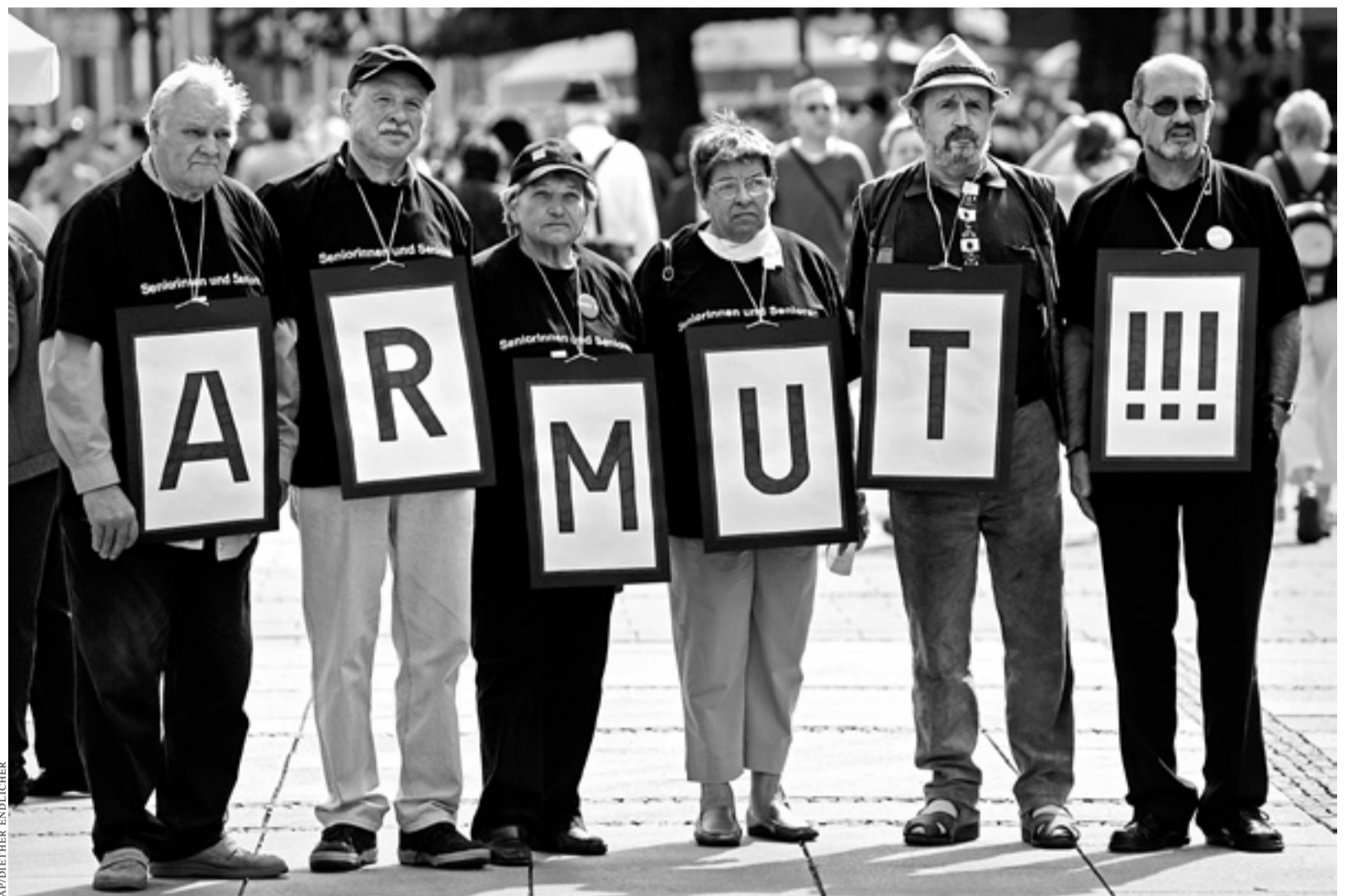
Vorsorge, womit eine Säule zur Stabilisierung von Konjunkturzyklen erodierte. Denn mit der zunehmenden Finanzierung der Alterssicherung über den Finanzmarkt verändert jeder starke Preiseinbruch bei den Wertpapieren bzw. jede Finanzmarktkrise den »Wert« des finanziellen Kapitalstocks der institutionellen Anleger, damit das verfügbare bzw. erwartete Einkommen der »Alten« und wirkt letztlich prozyklisch. Im Unterschied dazu minimieren umlagefinanzierte Systeme den Einbruch der effektiven Nachfrage.

Angesichts der politischen Weichenstellungen überrascht es nicht, daß in den 90er Jahren immer mehr Menschen aus Sorge vor Altersarmut und illusorischen Erwartungen über die Rendite der kapitalgedeckten Produkte die ihnen gebotenen Möglichkeiten verstärkt nutzten. Das erhöhte Engagement auf den Kapitalmärkten war für die institutionellen Anleger wiederum ökonomisch rational: Sie mußten Ende der 80er Jahre zur Bedienung der kumulierten, aber noch nicht vollends fälligen Pensionszusagen ständig rentablere Anlagemöglichkeiten finden. Zweitens mußten sie jeden zu starken Preisverfall der Finanzaktiva begrenzen, sonst wäre ihr finanzieller Kapitalstock entwertet worden. Durch die erfolgreiche Gewinnung neuen Kapitals und dem Ausbleiben einer systemischen Krise waren die institutionellen Anleger bis in die 90er Jahre in der Lage, die dafür notwendigen Umschichtungen durchzuführen. Drittens waren sie zur internationalen Expansion gezwungen, da die ihnen zufließenden Gelder national nicht hinreichend lukrativ angelegt werden konnten. Die hohe Liquidität, die bis Mitte der 90er Jahre in bestimmten Situationen den Kapitalmarkt stabilisierte, bewirkte zugleich aber eine rapide Preisinflation bei den Finanzaktiva – den Börsenboom, der 2000/2001 abrupt beendet war.

In den späten 90er Jahren förderten die »alten« Pensions-/Investmentfonds und Versicherer die Entwicklung »innovativer« Finanzprodukte und den Aufbau der weniger streng regulierten Hedge- und Investmentfonds sowie Private-Equity-Gesellschaften. Der strategische Wandel hin zu riskanteren Anlageformen und -produkten war ebenso ökonomisch rational, denn im Zuge der asiatischen Finanzmarktkrise 1997/98, der Krisen in Rußland und Lateinamerika und dem Absturz der »Technologieaktien« in den Jahren 2000 und 2001 mußten die drei erfolgsverwöhnten Großanleger hohe Wertberichtigungen verkraften. Konservative Schätzungen beziffern die Verluste mit rund zwei Billionen US-Dollar, die ab 2002 über aggressivere Strategien kompensiert werden sollten. Die anschließende Spekulation auf dem Immobilienmarkt, die explosionsartige Ausweitung der Kreditverbriefung und Ausgründung von Zweckgesellschaften war deshalb auch in weiten Teilen der verzweifelte Suchen nach rentablen, aber eben auch riskanteren Anlageformen der Gelder der privaten Altersvorsorge geschuldet. Die Probleme der Pensions-/Investmentfonds und Versicherer konnten so nicht gelöst werden, im Gegenteil. 2007 setzte schleichend, dann dynamisch die Wertberichtigung über alle Anlageformen ein, und ein Ende ist momentan nicht absehbar.

## Deutschland ist kein Ausnahmefall

Von der aktuellen Finanzkrise sind die Akteure in den Nationen unterschiedlich betroffen, je nach Anlageportfolio und Strategie. Entsprechend sind die Verluste bei den Pensions- und Investmentfonds hoch, da sie einen höheren Aktienanteil halten und in der Regel riskantere Anlageformen als die Versicherer wählen. Exemplarisches ist etwa die Situation des größten global agierenden privaten Pensionsfonds CalPERS, der die Gelder der Beschäftigten des öffentlichen Dienstes in Kalifornien/USA verwaltet. CalPERS hatte sehr früh Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften genutzt und verfügte vor der Krise über einen Kapitalstock von rund 260 Milliarden Dollar. Bis Oktober 2008 mußten davon bereits 50 Milliarden abgeschrieben und die Beitragszahler dringend um höhere Zuschüsse gebeten werden. Ähnliche zweistellige prozentuale Verluste sind momentan bei Versicherungsverträgen aus dem angelsächsischen Raum die Regel; flächendeckend müssen schon seit Jahrzehnten hohe Abschläge bei der betrieblichen Alterssicherung in Kauf genommen werden, wenn es nicht zum Totalverlust durch Insolvenz der Unternehmen gekommen ist. Mit den aktuellen Krisenerscheinungen bei General Motors, Chrysler und Ford wird sich die ohnehin fragile Situation der



Am Ende der privaten Rentenversicherung steht Armut: Seniorendemonstration in München, 28.8.2008

Alterssicherung für die Beschäftigten noch einmal verschärfen.

Allerdings sollte jedem Beobachter mittlerweile klargeworden sein, daß es keine »Insel der Glückseligkeit« gibt. Die gehandelten Finanzprodukte sind wie das Verhalten der Akteure relativ homogen, die strukturellen Bedingungen nach Jahren der finanziellen Integration gleich, und die Anbieter kapitalgedeckter Vorsorgeprodukte agieren international identisch. Entsprechend naiv ist die Position deutscher Akteure, die stets die vermeintlichen Unterschiede zu den angelsächsischen Verhältnissen betonen – eine Strategie, die allein der Beruhigung der eigenen Kunden oder »Bauernfängerei« dient. Der konventionelle Bereich der kapitalgedeckten Alterssicherung ist im »Normalbetrieb« auch bei uns kostenintensiv, rechnet sich für die Mehrheit nicht und ist ebenso von der Krise betroffen: Beispielsweise hielten die deutschen Lebensversicherer und Pensionskassen ein knappes Drittel ihrer 690 Milliarden Euro Anlegergelder in Bankanleihen, dazu summieren sich Schuldschein-/Darlehensforderungen gegen Banken und Aktienpakete. Etwa 6,5 Milliarden Euro waren direkt in Private-Equity-Gesellschaften und acht Prozent in Unternehmensanleihen angelegt. Über Details schweigt die Branche ebenso wie über die Kostenstruktur der Verträge und Verluste.

Interessant ist ihr Engagement im deutschen Pfandbriefmarkt (Gesamtvolumen von 842 Milliarden Euro, global zwei Billionen Dollar), von dem rund vier Fünftel (zirka 673,6 Milliarden Euro) die Versicherer, Pensionskassen und Versorgungswerke hielten. Bis zur Rettungsaktion der Hypo-Real-Estate-Tochter Depfa (Deutsche Pfandbriefanstalt) galt der Markt als »bombensicher«. Angesichts der Summe erklärt sich auch das 50 Milliarden Euro Rettungspaket für HRE, da mit dem Kollaps des Pfandbriefmarktes ein weitgehender Zahlungsausfall der hierüber finanzierten Altersvorsorge möglich gewesen wäre. In dieser Hinsicht ist das Paket, wie insgesamt der »Schutzschirm« für den Finanzsektor als indirekte Subvention der kapitalgedeckten Altersvorsorge zu werten.

Eine andere Form der indirekten Subvention findet bei der betrieblichen Alterssicherung statt, an der Ende 2007 rund 17,5 Millionen Beschäftigte über verschiedene Wege partizipierten. Hier konnten sich beispielsweise die DAX-Konzerne mit der Zulassung von Pensionsfonds im Jahr 2002 in Deutschland von der bilanziellen Rückstellung über die Pensionskassen trennen und die Aufgaben an die ihnen zugehörigen, eigenständig agierenden Pensionsfonds ausgliedern. Damit wurde die betriebliche Alterssicherung im Kernbereich des deutschen Industrie- und Dienstleistungssektor stärker als bisher an die Fluktuation des Finanzmarktes gekoppelt.

Mit jeder Krise steigt also die Notwendigkeit

zum Ausgleich der Verluste, wozu die jeweiligen Unternehmen aber nicht immer in der Lage sind. So wird, wie international seit Mitte der 90er Jahre zu beobachten, auch in Deutschland die Unterfinanzierung der betrieblichen Alterssicherung weiter zunehmen bzw. der Druck nach aggressiver Kapitalanlage steigen. Zugleich wird die betriebliche Alterssicherung neben tariflichen Vereinbarungen primär über die Entgeltumwandlung finanziert. D. h. bis zu vier Prozent des Bruttolohns können abgeführt werden, werden nicht versteuert und sind sozialabgabenfrei. Folglich verringern sich die Einnahmen über alle Zweige der Sozialversicherung jährlich um mehrere Milliarden Euro, und es wird so die individuelle Berechnungsgrundlage für die gesetzliche Rente und alle Entgeltersatzleistungen reduziert. Im Bedarfsfall wird also weniger Arbeitslosengeld I, Krankengeld, Übergangsgeld, Krankengeld bei Betreuung eines kranken Kindes, Mutterschaftsgeld oder Elterngeld gezahlt.

Schließlich wird die private kapitalgedeckte Alterssicherung seit kurzem über die »Riester-Rente« (abhängig Beschäftigten) und »Rürup-Rente« (Selbständige) organisiert und gefördert. Im Juni 2008 waren bereits 11,5 Millionen »Riester-Verträge« bei Banken und Versicherungen abgeschlossen und Zulagen in Höhe von insgesamt 3,4 Milliarden Euro gezahlt. Für die »Rürup-Rente« liegen keine aktuellen Daten vor. Hier können maximal 20 000 Euro jährlich angespart und steuerliche Vorteile genutzt werden. In beiden Varianten belastet die Förderung das Kollektiv der Steuerzahler mit unterschiedlich starken Verteilungswirkungen. Besonders die »Riester-Verträge« rechnen sich für die Kunden (ähnlich wie die Kapitallebensversicherung) nicht, und über beide Varianten werden letztlich die Finanzdienstleister subventioniert.

## Weiter so in den Abgrund?

Werden aus der bisherigen Entwicklung keine Konsequenzen gezogen, wird nach der akuten Finanzkrise erstens der Druck nach massiver finanzieller Intervention zur Garantie der angelaufenen Verbindlichkeiten gegenüber den Pensionären steigen. Bei Insolvenz wird über die bestehenden staatlichen bzw. halbstaatlichen Sicherungsinstrumente und neue Auffanglösungen »einfach« das Kollektiv der Steuerzahler bzw. die Gesellschaft belastet. Zweitens steht die weitere, umfassende Privatisierung der Alterssicherung an, da nur so neue Beitragszahler für das System der kapitalgedeckten Vorsorge mobilisiert und mit ihnen frisches Kapital in das einem Kettenbriefschema ähnelnde System integriert werden können. Drittens werden die Anlagestrategien aggressiver, und die Jagd nach immer höheren Kapitalrenditen wird verstärkt. Dabei werden aber auch ohne Krisen die zukünftigen Pensionszusagen der Finanzdienstleister drastisch

reduziert. Warum? Seit den 50er Jahren war der Nettozufluß von Kapital auf den Finanzmärkten positiv, was sich nach 2010 umkehrt. Dann werden die geburtenstarken Jahrgänge in »Rente« gehen und die Pensionszusagen in ganzer Breite erstmals fällig – der eigentliche Realitätstest steht also noch bevor.

Soll also eine systemische Ursache zukünftiger Finanzkrisen minimiert werden, steht ein radikaler Paradigmen- und Politikwechsel an, der auf breiten Widerstand stoßen wird. Widerstände aus der Finanzbranche, Wirtschaft und Politik, aber auch aus der Gewerkschaften, von Betriebsräten und unzähligen Beschäftigten, die in das System der kapitalgedeckten Alterssicherung auf unterschiedliche Weise integriert sind. So verlockend aber die in Aussicht gestellten Renditen der kapitalgedeckten Vorsorge sind, für die Mehrheit wird dies weiterhin nur eine teure Illusion bleiben. Jenseits der Überwindung des Kapitalismus geht es hier und heute um den Abschied von der Idee, die Alterssicherung für die Mehrheit der Beschäftigten in signifikanter Größe kapitalgedeckt stabil und gerecht finanzieren zu wollen. Schon im 19. und zu Beginn des 20. Jahrhunderts sind weniger ambitionierte Versuche grandios gescheitert. Geändert hat sich im 21. Jahrhundert nur, daß die kapitalgedeckte Alterssicherung ein Risiko für die wirtschaftliche Stabilität ist. Der radikale Kurswechsels mag utopisch klingen, weitaus verrückter ist es aber, weiterhin anzunehmen, daß der finanzielle und fiktive Kapitalstock der kapitalgedeckten Alterssicherung nicht inflationär oder in den kommenden Finanzkrisen in weiten Teilen schlagartig entwertet wird.

- 1 In Bretton Woods (New Hampshire/USA) wurden 1944 der Internationale Währungsfonds und die Weltbank gegründet und internationale Regeln für das Finanzsystem der Nachkriegszeit mit einem festen Wechselkursystem mit zugehöriger Regulierung der Geld- und Kapitalmärkte etabliert, in dem der US-Dollar als Leitwährung fungierte. Das System wurde in den 70er Jahren aufgekündigt, die Wechselkurse freigegeben, und eine umfassende Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte setzte ein.
- 2 Die entsprechenden Reformen wurden in den Ländern unterschiedlich durchgesetzt, und in den 90er Jahren wurde die Dynamik erhöht, indem immer hysterischer vor der »demographischen Krise« und mangelnden »Generationengerechtigkeit« gewarnt und zugleich die Rentabilität und Stabilität der kapitalgedeckten Vorsorge überzeichnet wurde. Vgl. Christian Christen: Marktgesteuerte Alterssicherung, in: Christoph Butterwegge u. a. (2008): Neoliberalismus – Analysen und Alternativen
- 3 Je nach gesetzlicher Regulierung sind die Funktionen Verwaltung und Kapitalanlage getrennt oder werden in einer Institution gebündelt. Entsprechend können Pensionsfonds und Versicherer auf autonome oder ihnen zugehörige Investmentfonds zurückgreifen, um über sie die Beiträge ihrer Kunden anzulegen.

◆ Christian Christen ist Mitglied der Memorandum-Gruppe und des wissenschaftlichen Beirats von ATTAC-Deutschland