

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V.¹⁾

Betriebliche Altersversorgung mit Pensionsrückstellungen oder Pensionsfonds – Analyse unter finanzwirtschaftlichen Gesichtspunkten

I. Einleitung – Aktuelle Probleme der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland

Der Verbreitungsgrad der betrieblichen Altersversorgung unter westdeutschen Arbeitnehmern nimmt seit Jahren tendenziell ab¹⁾. Dieser Abwärtstrend wird vor dem Hintergrund des tiefgreifenden Wandels im unternehmerischen Denken verständlich. Die Globalisierung der Finanzmärkte hat viele Unternehmen unter dem Einfluß international operierender Großanleger in den vergangenen Jahren zu kapitalmarktorientiertem Renditedenken veranlaßt²⁾. Zudem ist angesichts des bisherigen Niveaus der gesetzlichen Altersversorgung und der Arbeitsmarktlage die personalpolitische Bedeutung der betrieblichen Altersversorgung offensichtlich zurückgegangen. Deshalb ist es nicht verwunderlich, daß kostenträchtige Altersversorgungswerke³⁾ auf dem Prüfstand stehen. Allerdings werden nicht nur die Wettbewerbsverhältnisse auf den Arbeits- und Kapitalmärkten für das Siechtum der betrieblichen Altersversorgung verantwortlich gemacht. Auch die arbeits- und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen hätten dazu beigetragen, die Zusage von Altersversorgungsleistungen für die Unternehmen weniger attraktiv zu machen⁴⁾.

Die Kritik erschöpft sich jedoch nicht in der Forderung, die über die Jahre erfolgten Änderungen des Ordnungsrahmens zurückzunehmen. Es ist im Gegenteil ein wahrer reformatorischer Eifer entbrannt, der sich insbesondere an der Vorstellung von dem „angelsächsischen Pensionsfonds“ entzündet hat. Im Zusammenhang damit sind die traditionellen Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland und vor allem die über Pensionsrückstellungen finanzierte Direktzusage unter Beschuß geraten: Der Pensionsfonds als Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland wurde in jüngerer Zeit erstmals von der DB Research, einem Tochterunternehmen der Deutschen Bank, propagiert. In ihrer Studie mit dem programmatischen Titel „Von der Pensionsrückstellung zum Pensionsfonds: Eine Chance für den deutschen Finanzmarkt“ legen die Autoren dem Leser das Urteil nahe, der Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“ sei sowohl in gesamt- als auch in einzelwirtschaftlicher Perspektive der effizienteste Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung⁵⁾. Die DB Research hat – wohl vor allem für die Wahl des Titels ihrer Studie – viel Kritik einstecken müssen. Nicht zuletzt wird auf das Absatzpotential verwiesen, das die Kreditwirtschaft bei ihrem Plädoyer für eine Auslagerung der betrieblichen Altersversorgung im Auge haben könnte⁶⁾. Vor kurzem hat jedoch eine Institution, die sicherlich nicht so leicht in den Verdacht gerät, der Absatzförderung deutscher Großbanken dienen zu wollen, noch deutlich weiterreichende Vorschläge geäußert: Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft hat im Juni dieses Jahres ein Gutachten zum Thema „Wagniskapital“ vorgelegt. Während die DB-Research ein „level playing field“⁷⁾ für alle Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung fordert, schlägt der Beirat vor, „die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zuführungen zu Pensionsrückstellungen aufzuheben und durch eine einheitliche Abzugsfähigkeit betrieblicher Pensionsprämienzahlungen an spezialisierte Finanzintermediäre, wie Pensionsfonds und Lebensversicherungen, zu ersetzen“⁸⁾. Von dieser Vorgehensweise versprechen sich die im Beirat vertretenen namhaften Wirtschaftswissenschaftler eine nachhaltige Belebung der Beteiligungsfinanzierung insgesamt, insbesondere aber eine verstärkte Bereitstellung von Risikokapital für junge und innovative Unternehmen⁹⁾.

Angesichts einer derartigen Fürsprache drängt sich die Frage auf, welche Vorteile Pensionsfonds „angelsächsischer Prägung“ gegenüber der in Deutschland vorherrschenden Direktzusage bieten sollen. Um den Kern der Argumentation mit einigen Strichen nachzuzeichnen, könnte man folgende Thesen formulieren:

- Die Direktzusage ist zu teuer und begünstigt eine Fehlallokation der Deckungskapitalien der betrieblichen Altersversorgung – Pensionsfonds können dieselben Versorgungsleistungen billiger erbringen und bewirken eine gesamtwirtschaftlich effizientere Kapitalallokation¹⁰⁾.
- Pensionsrückstellungen erlauben dem Management, bei der Mittelverwendung eigene Interessen zu verfolgen – Pensionsfonds zwingen die Unternehmensführung zur Orientierung am Kapitalmarkt¹¹⁾.
- Pensionsrückstellungen lähmen die Entwicklung des deutschen Finanzmarkts – Pensionsfonds fördern den Finanzmarkt, insbesondere den Markt für Risikokapital¹²⁾.

¹⁾ Unter Mitarbeit von Dr. H. Balzer, Mannesmann Demag AG, Duisburg; Dipl.-Ök. W. Beynio, Henkel KGaA, Düsseldorf; Dipl.-Kfm. F. Dippel, VEB IMMOBILIEN AG, Bochum; Dipl.-Kfm. W. Fenselau, Stinnes AG, Mülheim/Ruhr; Dipl.-Volksw. B. Hohmann, Ruhrgas AG, Essen; Dr. H. W. Kohl, BAYER AG, Leverkusen; Dipl.-Ök. Ch. Odenthal, Ruhr-Universität Bochum; Prof. Dr. W. Paul, Universität Mannheim; Dr. R. Pohlig, VEB AG, Düsseldorf; Dr. H. Sage, Marl; Dipl.-Kfm., Dipl.-Volksw. B. Schippers, GERLING-Konzern Gesellschaft für Vermögens-Management GmbH, Köln; Dipl.-Volksw. C. Schmidt, Westfalenbank AG, Bochum; Prof. Dr. U. Steins, Hochschule Wismar; Prof. Dr. J. Süchting, Ruhr-Universität Bochum; Dipl.-Kfm. H. R. Tacke, Wuppertal; Dipl.-Kfm. K. Tamschick, Thyssen AG, Düsseldorf. Die Veröffentlichung entstand auf Basis der Präsentation der Ergebnisse des Arbeitskreises durch Prof. Dr. W. Paul am 30. 9. 1997 auf dem 51. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tag in Berlin. Der Arbeitskreis ist Herrn Dipl.-Ök. Ch. Odenthal insoweit zu besonderem Dank verpflichtet, als er die Vorlagen für die Diskussionen in den Sitzungen und auch das Manuskript für die Veröffentlichung entworfen hat. Dadurch ist die Effizienz der Arbeit sehr gefördert worden.

²⁾ Hatten nach Informationen des ifo Instituts in den achtziger Jahren noch bis zu 72% der westdeutschen Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe Anspruch auf eine Betriebsrente, so waren es 1996 nur noch 65%; vgl. o.V., Informationsdienst des IDW, Nr. 17/97, S. 2.

³⁾ Vgl. AK Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft, ZfbF 1996 S. 543 ff.

⁴⁾ Immerhin haben die westdeutschen Unternehmen 1996 für betriebliche Altersversorgung 7,1% (verarbeitendes Gewerbe), 14,3% (Kreditgewerbe) bzw. 15,0% (Versicherungsgewerbe) des Entgelts für geleistete Arbeit aufgewendet. Nur im Groß- und Einzelhandel ist die Bedeutung der durch betriebliche Altersversorgungszusagen bedingten Personalzusatzkosten mit 3,3% bzw. 1,8% deutlich geringer; vgl. IDW, Zahlen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland, 1997, Tab. 54.

⁵⁾ Kritisiert werden vor allem die (nachholende) Betriebsrentenanpassung an die Geldentwertung (§ 16 des Gesetzes zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung), die Höhe des vorgeschriebenen Kalkulationszinsfußes zur Ermittlung der Pensionsrückstellungen (§ 6a Abs. 3 EStG), die auf die Zuwendungen des Arbeitgebers an Pensionskassen oder Lebensversicherungsunternehmen erhobene Lohnsteuer sowie das in den arbeits- und steuerrechtlichen Vorschriften begründete Fehlen von echten defined-benefit Plänen; vgl. zum Beispiel o. V., Wirtschaft: Betriebsrenten müssen attraktiver werden, Handelsblatt vom 16. 7. 1997, S. 3.

⁶⁾ Vgl. DB Research, Von der Pensionsrückstellung zum Pensionsfonds: Eine Chance für den deutschen Finanzmarkt, 1995, S. II f. und S. 15 ff.

⁷⁾ Vgl. Schanz, Börsenzeitung vom 3. 5. 1996, S. 11.

⁸⁾ DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. III.

⁹⁾ Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft, Gutachten „Wagniskapital“, 1997, S. 21.

¹⁰⁾ Vgl. Wissenschaftlicher Beirat, a.a.O. (Fn. 8), S. 20.

¹¹⁾ Vgl. z. B. Wissenschaftlicher Beirat, a.a.O. (Fn. 8), S. 21; DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. 11 und 16.

¹²⁾ Vgl. Davis, in: Stell (Hrsg.), The European Equity Markets, 1996, S. 198.

¹³⁾ Vgl. z. B. Rosen, Börsen-Zeitung vom 27. 2. 1997, S. 6.

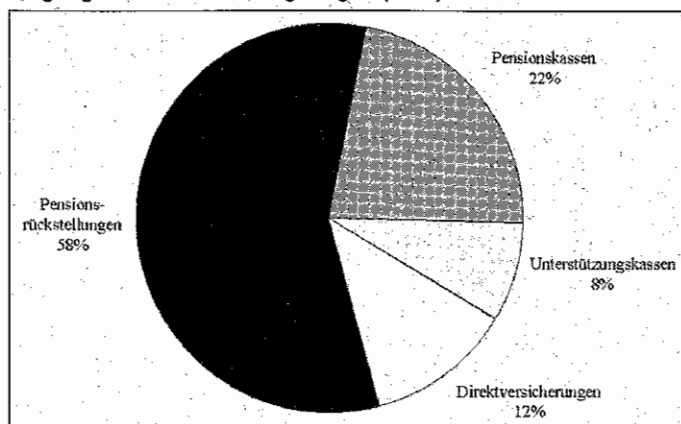
- Die Direktzusage birgt bisher nicht genügend beachtete Risiken für die Unternehmen – Pensionsfonds können diese Risiken mindern oder ganz ausschließen¹³⁾.

Die Argumentation der Neuerer zerfällt bei näherer Betrachtung in zwei Bestandteile: Einerseits werden spezifische Mängel der Direktzusage kritisiert und andererseits spezifische Vorteile der Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“ herausgestellt. Um ihre Thesen zu würdigen, ist also nicht nur eine Auseinandersetzung mit den Durchführungswegen Direktzusage und Pensionsfonds erforderlich. Auch Pensions- und Unterstützungskasse müssen in die Überlegung einbezogen werden, um zu einem Urteil über die Vorteilhaftigkeit der Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“ auch gegenüber diesen externen Trägern der betrieblichen Altersversorgung gelangen zu können.

II. Pensionsrückstellungen und Pensionsfonds als typische Instrumente der betrieblichen Altersversorgung

Die in Deutschland üblichen Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung werden üblicherweise unter dem Gesichtspunkt des „make or buy“ gegliedert. Unterschieden wird zwischen der unmittelbaren Versorgungszusage (synonym: Direktzusage) auf der einen und den mittelbaren Versorgungszusagen, dazu zählen Unterstützungskassen- und Pensionskassenzusagen sowie die Direktversicherungen, auf der anderen Seite. Während bei der unmittelbaren Versorgungszusage das arbeitgebende Unternehmen selbst die Deckungsmittel ansammelt und die Versorgungsleistungen erbringt, geschieht dies bei den mittelbaren Versorgungszusagen durch rechtlich selbständige Einrichtungen. Gemessen an den akkumulierten Deckungsmitteln ist die Direktzusage mit einem Anteil von fast 60% an der Summe der Deckungsmittel in Deutschland ganz eindeutig dominierend. Mit weitem Abstand folgen die Pensionskassen, die knapp 1/4 der Deckungsmittel auf sich vereinigen.

Abb. 1: Verteilung der Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung nach Durchführungsweisen (1995)¹⁴⁾



In einer Reihe von Volkswirtschaften, z. B. in den USA oder in Großbritannien, sind unmittelbare Versorgungszusagen unüblich. Dort dominieren mittelbare Versorgungszusagen, die entweder durch Lebensversicherungsunternehmen oder (und überwiegend) durch andere externe Versorgungsträger, die sog. Pensionsfonds, erbracht werden.

1. Begriff und Bedeutung der Pensionsrückstellungen in Deutschland

Die unmittelbare Versorgungszusage bezeichnet die vertragliche Verpflichtung eines Unternehmens, einem Arbeitnehmer eine Alters-, Invaliden- oder Hinterbliebenenversorgung zu gewähren und die zugesagten Leistungen im Versorgungsfall selbst zu erbringen. Der Arbeitnehmer erwirbt also einen Versorgungsanspruch ähnlich dem aus einer Lebensversicherung unmittelbar gegen den Arbeitgeber, der gewissermaßen als Le-

bensversicherer seiner Beschäftigten tätig wird. Direktzusagen werden durch den Arbeitgeber über Dotierung von Pensionsrückstellungen (zwingend für Neuzusagen ab dem 1.1.1987; vgl. Art. 28 EGHGB) finanziert. Die Pensionsrückstellung dient dazu, in der Bilanz Vermögen zu reservieren, aus dem in Zukunft die Versorgungszahlungen an den Mitarbeiter geleistet werden sollen¹⁵⁾. Die Höhe dieses Deckungskapitals entspricht dem versicherungsmathematischen Barwert der gegenüber dem Arbeitnehmer eingegangenen Versorgungsverpflichtungen. Die Zuführungen zu Pensionsrückstellungen mindern als Betriebsausgaben die Bemessungsgrundlagen der Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbeertragsteuer, wenn sie nach dem steuerrechtlich vorgeschriebenen Teilwertverfahren berechnet werden. Bei Ermittlung des Teilwerts einer Pensionsverpflichtung ist ein Rechnungszinsfuß von 6% anzuwenden (vgl. § 6a EStG).

Bei dem Arbeitnehmer erfolgt die Besteuerung erst während der Rentenphase. Dann gezahlte Versorgungsbezüge sind unter Abzug eines Versorgungsfreibetrags als Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit lohnsteuerpflichtig (sogenannte „nachgelagerte Besteuerung“; vgl. § 19 EStG).

Während die dem Fremdkapital zugehörigen Pensionsrückstellungen 1971 erst ca. 4% der Bilanzsumme und ca. 15% des Eigenkapitals der westdeutschen Unternehmen des Produzierenden Gewerbes, des Handels und des Verkehrs ausmachten, hat ihre Bedeutung seitdem kontinuierlich zugenommen: Bis 1995 ist ihr Anteil an der Bilanzsumme auf immerhin 9% gewachsen. Bemerkenswert ist insbesondere, daß die Pensionsrückstellungen mit fast 280 Mrd. DM ein Volumen von ungefähr 50% des Eigenkapitals erreicht haben¹⁶⁾.

2. Begriff und Erscheinungsformen von „Pensionsfonds“

„Pensionsfonds“ ist eine international übliche Bezeichnung für externe Träger betrieblicher Altersversorgung. In diesem Sinne wird – z. B. bei internationalen Vergleichen von Altersvorsorgesystemen – auch die deutsche Pensionskasse als Pensionsfonds bezeichnet¹⁷⁾. Von besonderer Bedeutung sind Pensionsfonds als Träger der betrieblichen Altersversorgung in angelsächsischen Volkswirtschaften (USA, Großbritannien). Dort bezeichnet der Name Pensionsfonds eine nach dem Trust Law organisierte Vermögensmasse, die nach bestimmten steuerlichen und arbeitsrechtlichen Vorschriften der Altersversorgung eines Kollektivs dient.

a) Pensionskassen

Die Pensionskasse ist eine rechtsfähige Versorgungseinrichtung, die Leistungen der betrieblichen Altersversorgung erbringt und dem Arbeitnehmer oder seinen Hinterbliebenen einen Rechtsanspruch auf diese Leistungen gewährt (vgl. § 1 Abs. 3 BetrAVG). Dieser Rechtsanspruch auf Versorgungsleistung bewirkt, daß die Pensionskasse als Versicherungsunternehmen der Versicherungsaufsicht unterliegt. Sie wird wie ein Lebensversicherungsunternehmen behandelt. Insbesondere sind die versicherungsaufsichtsrechtlichen Anlagevorschriften der §§ 54 und 54a des VAG zu berücksichtigen. Die Deckungsmittel sind so anzulegen, „daß möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird“ (§ 54 Abs. 1 VAG). Deshalb ist auch die Anlage der Deckungsmittel im Trägerunternehmen nur in eng begrenztem Um-

¹³⁾ Vgl. DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. 15; Baumann, Börsen-Zeitung vom 10. 12. 1996, S. 13.

¹⁴⁾ Angaben der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e. V. Neuere Daten liegen nicht vor.

¹⁵⁾ Vgl. Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., S. 357.

¹⁶⁾ Vgl. Deutsche Bundesbank, Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1991, 1993, S. 20 f.; dies., Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1990 bis 1995, 1997, S. 1. In diesem Zusammenhang ist allerdings zu berücksichtigen, daß erst für Neuzusagen nach dem 1.1.1987 eine handelsrechtliche Passivierungspflicht besteht.

¹⁷⁾ Vgl. z. B. Davis, a.a.O. (Fn. 11).

fang möglich¹⁸⁾. Der Gesetzgeber geht offensichtlich davon aus, daß die Beaufsichtigung der Pensionskassen ausreichend ist, um Insolvenzen zu vermeiden. Daher sind Pensionskassenzusagen, wie grundsätzlich auch Direktversicherungszusagen, von der Insolvenzschutzpflicht befreit (vgl. § 8 BetrAVG).

Die Finanzierung erfolgt durch Zuwendungen des Arbeitgebers (ggf. unter Beteiligung der Arbeitnehmer) im Wege des Anwartschaftsdeckungsverfahrens, so daß die Pensionskasse bei Eintritt des Versorgungsfalles aus den angesammelten Deckungsmitteln die Pensionsleistung erbringen kann¹⁹⁾. Die Zuwendungen des Arbeitgebers an die Pensionskasse mindern im Regelfall die Bemessungsgrundlagen der Körperschaft- und der Gewerbeertragsteuer (vgl. § 4c EStG).

Im Unterschied zu den international üblichen und in Deutschland für Direktzusage und Unterstützungskasse geltenden steuerlichen Vorschriften sind jedoch die Zuwendungen des Arbeitgebers an die Pensionskasse während der Anwartschaftsphase beim Arbeitnehmer grundsätzlich lohnsteuerpflichtig (sogenannte „vorgelagerte Besteuerung“). Unter bestimmten Bedingungen kann allerdings ein Pauschalsteuersatz von 20 v. H. angewendet werden (vgl. § 40b EStG). Während der Rentenphase wird der Ertragsanteil einer Rente besteuert, einmalige Kapitalleistungen bleiben steuerfrei²⁰⁾. Die Pensionskasse selbst ist regelmäßig von der Körperschaft- und der Gewerbeertragsteuer befreit (zu den Voraussetzungen vgl. § 5 Abs. 1 Nr. 3 KStG).

b) Unterstützungskassen

Die Unterstützungskasse ist eine rechtsfähige Versorgungseinrichtung, die der Durchführung der betrieblichen Altersversorgung dient, jedoch dem Arbeitnehmer oder seinen Hinterbliebenen (pro forma) keinen Rechtsanspruch auf ihre Leistungen gewährt (vgl. § 1 Abs. 4 BetrAVG). Der fehlende Rechtsanspruch auf die Gewährung der Versorgungsleistung ist das konstitutive Merkmal der Unterstützungskasse. Allein deshalb sind Unterstützungskassen keine aufsichtspflichtigen Unternehmen i. S. des VAG²¹⁾. Dementsprechend unterliegen Unterstützungskassen auch keiner Anlagerestriktion, so daß eine Kreditierung der zugewendeten Mittel an das Trägerunternehmen ohne weiteres möglich und in der Praxis auch üblich ist²²⁾. Arbeitsgerichtliche Entscheidungen haben jedoch in der Vergangenheit dafür gesorgt, daß der Versorgungsanspruch des Leistungsberechtigten bei Einschaltung einer Unterstützungskasse dem bei anderen Durchführungswegen gleichwertig ist²³⁾. Ist die Unterstützungskasse zahlungsunfähig, muß das Trägerunternehmen aufgrund seiner arbeitsrechtlichen Subsidiarhaftung einspringen²⁴⁾.

Die Finanzierung der Unterstützungskasse erfolgt ausschließlich durch Zuwendungen des Arbeitgebers. Die steuerlich abzugsfähigen Zuwendungsmöglichkeiten reichen allerdings regelmäßig nicht aus, um die Versorgungszusage vollständig im Anwartschaftsdeckungsverfahren zu finanzieren²⁵⁾.

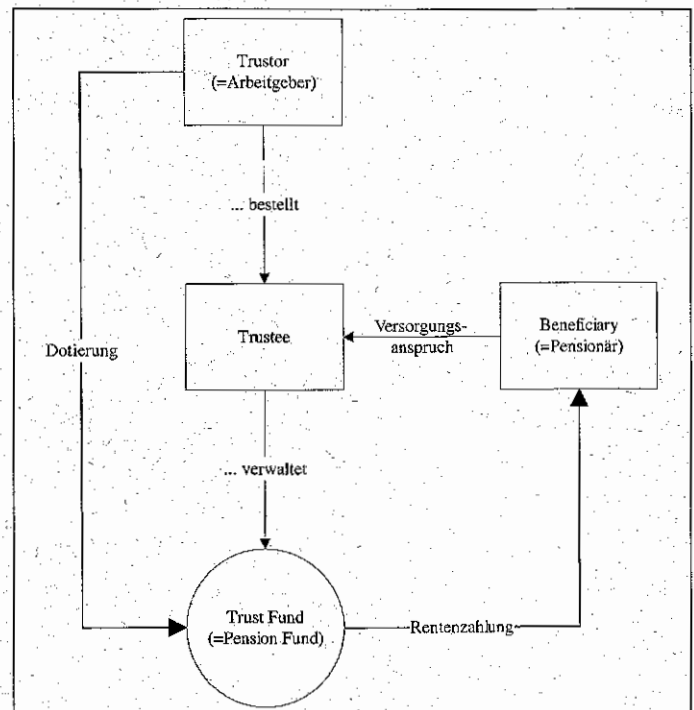
Die steuerrechtliche Behandlung des Arbeitnehmers gleicht der im Fall einer Direktzusage, ist also wie international üblich nachgelagert. Die Unterstützungskasse selbst ist bei Vorliegen bestimmter Bedingungen analog denen, die für die Pensionskasse gelten, von der Körperschaft- und der Gewerbeertragsteuer befreit (vgl. § 5 Abs. 1 Nr. 3 KStG).

c) Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“

Pensionsfonds sind das dominierende Instrument der betrieblichen Altersversorgung in den angelsächsischen Volkswirtschaften. Die Vorherrschaft und die Kapitalkraft der angelsächsischen Pensionsfonds beruhen im wesentlichen auf zwei Gründen: Zum einen ist die Versorgungslücke, also die Diskrepanz zwischen der staatlichen Altersrente und dem letzten Arbeitseinkommen, deutlich höher als (bisher) in Deutschland. Zum anderen legen es die in den USA und in Großbritannien geltenden arbeits- und insbes. steuerrechtlichen Vorschriften nahe, die betriebliche Altersversorgung im Wege des Pensionsfonds durchzuführen²⁶⁾.

Angelsächsische Pensionsfonds basieren auf dem im kontinentaleuropäischen Rechtsraum unbekannten Rechtsinstitut des Trust. Unter einem Trust wird generell ein Treuhandverhältnis verstanden, wobei eine Person oder Organisation (der sogenannte Trustee) zwar Eigentümer einer Sache ist, aber die Pflicht hat, die Sache zum Nutzen einer anderen Person (oder Personenmehrheit), dem sogenannten Beneficiary, zu verwalten²⁷⁾. Das im angelsächsischen Rechtsraum verbreitete Institut des Trust hat also eine gewisse Ähnlichkeit mit der im kontinentaleuropäischen Rechtsraum üblichen Rechtsform der Stiftung. Diese Gemeinsamkeit insbesondere hinsichtlich der Einsatzmöglichkeiten wird bereits dadurch angedeutet, daß – allerdings nur in seltenen Fällen – auch in Deutschland die Rechtsform der Stiftung für die Unterstützungskasse gewählt wird²⁸⁾.

Abb. 2: Strukturmodell eines Pension Trust



In den USA sind verschiedene Gestaltungsformen der treuhänderischen Verwaltung von Pensionsfonds gebräuchlich. Die Funktion des Trustees kann z. B. übernehmen:

- Der Unternehmer bzw. der Chairman des Unternehmens,
- die Trust-Abteilung einer Bank oder
- ein Verwaltungsausschuß (Board of Trustees).

¹⁸⁾ Eine Pensionskasse darf nach § 54a Abs. 2 Nr. 5 i. V. mit Nr. 5a VAG Aktien, sonstige Beteiligungen, nachrangige Verbindlichkeiten und Genußrechte eines Emittenten nur bis zu einer Grenze von insgesamt 10% des Grundkapitals dieser Gesellschaft erwerben.

¹⁹⁾ Vgl. Schwab, Die betriebliche Altersversorgung, 1988, S. 210.

²⁰⁾ Einmalige Kapitalleistungen sind nach § 20 Abs. 1 Nr. 6 EStG steuerfrei, wenn die Voraussetzungen des § 10 Abs. 1 Nr. 2 Buchst. b EStG erfüllt sind. Rentenleistungen werden nach Maßgabe des § 22 EStG besteuert.

²¹⁾ Vgl. Klingebiel, Die Weiterentwicklung der betrieblichen Altersversorgung aus alterssicherungspolitischer und steuersystematischer Sicht, 1994, S. 65.

²²⁾ Vgl. KPMG, Betriebliche Altersversorgung und Jahresabschluß, 1991, S. 44; Spengel/Schmidt, Betriebliche Altersversorgung, Besteuerung und Kapitalmarkt, 1997, S. 187.

²³⁾ Vgl. KPMG, a.a.O. (Fn. 22), S. 42.

²⁴⁾ Vgl. Hanau/Arteaga, BB 1997 Beil. 17 S. 4.

²⁵⁾ Vgl. Esser/Sieben (Hrsg.), Betriebliche Altersversorgung: Eine betriebswirtschaftliche Analyse, 1997, S. 80; Spengel/Schmidt, a.a.O. (Fn. 22), S. 111 ff.

²⁶⁾ Vgl. Davis, a.a.O. (Fn. 11), S. 211.

²⁷⁾ Vgl. Hay, Einführung in das amerikanische Recht, 1987, S. 103 f.; Parker, Privatrecht der Vereinigten Staaten von Amerika, 1980, S. 97 ff.

²⁸⁾ Vgl. KPMG, a.a.O. (Fn. 22), S. 42.

Teilaufgaben der Treuhandverwaltung können anderen Personen oder Institutionen übertragen sein. So kann es die Funktion eines Plan Administrators geben, der typischerweise die Auslegung der Versorgungsordnung übernimmt und über die Bestimmung der Leistungshöhe im Einzelfall entscheidet. Darüber hinaus ist es üblich, die Vermögensanlageentscheidungen an einen Investment Manager zu delegieren²⁹⁾.

Neben den arbeitsrechtlichen Vorschriften, deren Einhaltung Voraussetzung für die steuerliche Anerkennung des Pension Plans sein können³⁰⁾, existieren weitere Vorschriften für US-amerikanische Pension Trusts, die insbesondere die Treuhandverwaltung des Trust Fund regeln³¹⁾. Dazu zählen: Verhaltensvorschriften für den Treuhänder (Fiduciary Duties), dem Treuhänder verbotene Geschäfte (Prohibited Transactions) und dem Treuhänder verbotene Handlungen (Prohibited Acts). Nach US-amerikanischem Recht haften Treuhänder persönlich für Schäden, die dem betrieblichen Altersversorgungswerk durch einen Verstoß gegen diese Treuhänderpflichten entstanden sind³²⁾.

Von überragender Bedeutung im Rahmen der Fiduciary Duties ist die Prudent Man Rule, die besagt, daß der Treuhänder bei der Verwaltung des Treuhandvermögens mit der Achtsamkeit, Umsicht, Fähigkeit und Sorgfalt verfahren muß, wie es ein einsichtig handelnder Fachmann in der gleichen Situation getan hätte³³⁾. Ähnlich wie deutsche Versicherungsunternehmen, die zur angemessenen Mischung und Streuung ihrer Vermögensanlagen aufsichtsrechtlich verpflichtet sind (§ 54 VAG), hat der Treuhänder auf die Streuung der Kapitalanlage zu achten (Diversification Rule). Schließlich darf die Kapitalanlage im Trägerunternehmen, insbesondere in Aktien und anderen börsennotierten Wertpapieren des Trüsters, nur maximal 10% des Trust-Vermögens ausmachen (Self-Investment)³⁴⁾.

Die Zuwendungen des Arbeitgebers an ein Altersversorgungswerk sind grundsätzlich als Betriebsausgaben von der Bemessungsgrundlage der Ertragsteuern abzugsfähig. Allerdings sind abhängig von der Art der Altersversorgungszusage (defined-benefit oder defined-contribution) bestimmte Höchstgrenzen zu berücksichtigen. Ähnlich wie es das deutsche Steuerrecht für Direkt- bzw. Unterstützungskassenzusagen vorsieht, wird der Arbeitnehmer erst dann steuerpflichtig, wenn ihm die Versorgungszahlungen zufließen. Eigenbeiträge des Arbeitnehmers sind mit Ausnahme der sog. 401 k-Pläne³⁵⁾ grundsätzlich aus dem versteuerten Einkommen zu leisten³⁶⁾.

Wenn der Begriff des Pensionsfonds „angelsächsischer Prägung“ in der Diskussion über die betriebliche Altersversorgung in Deutschland verwendet wird, soll er sicherlich nicht eine Institution kennzeichnen, die in allen – auch den juristischen Details – mit dem angelsächsischen Vorbild übereinstimmt. Er ist wohl vielmehr als eine Chiffre für ein bestimmtes Bündel ökonomischer Merkmale zu verstehen. Nach Auffassung des Arbeitskreises wird der Pensionsfonds angelsächsischer Prägung üblicherweise gleichgesetzt mit³⁷⁾

- steuerlich abzugsfähigen Zuwendungen des Arbeitgebers unter Berücksichtigung auch
- der zukünftigen Lohn- und Preistrends,
- die beim Arbeitnehmer nicht lohnsteuerpflichtig sind,
- an einen steuerbefreiten externen Versorgungsträger,
- der die Deckungsmittel frei von Anlagerestriktionen auf dem Kapitalmarkt anlegt,
- die Abwicklung der Altersversorgungszusage übernimmt und dessen Pensionszahlungen der Betriebsrentner zu versteuern hat.

3. Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“ und den traditionellen Durchführungswegen der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland

Der Pensionsfonds „angelsächsischer Prägung“ weist als mittelbare Versorgungszusage unverkennbare Ähnlichkeiten mit den in Deutschland üblichen Unterstützungs- bzw. Pensionskassen

auf. Insofern gilt für ihn wie generell für alle mittelbaren Versorgungszusagen, daß die Liquidität des Trägerunternehmens bereits während der Anwartschaftsphase belastet wird. Im Unterschied dazu fließen bei der Direktzusage Zahlungsmittel grds. erst in der Rentenphase aus dem Unternehmen ab. Die (nicht rückgedeckte) Unterstützungskasse nach geltendem Recht fällt etwas aus diesem Rahmen: Zum einen erzwingen die ungenügenden steuerlichen Dotierungsmöglichkeiten zumindest teilweise eine Finanzierung im Umlageverfahren, so daß die Unternehmung auch während der Rentenphase Liquiditätsabflüsse zu verzeichnen hat. Zum anderen werden die der Unterstützungskasse zugewendeten Deckungsmittel regelmäßig dem Trägerunternehmen kreditiert, so daß während der Anwartschaftsphase, sieht man von den Insolvenzsicherungsbeiträgen und Verwaltungsaufwendungen ab, die Liquidität der Unternehmung nur durch die Zinszahlungen für das Darlehen beeinträchtigt wird. Hinsichtlich der Möglichkeiten (nicht aber der Praxis) zur Anlage der Deckungsmittel ist der Pensionsfonds am ehesten mit der Unterstützungskasse vergleichbar, während die Pensionskasse in das Korsett der versicherungsaufsichtsrechtlichen Anlagevorschriften geschnürt ist.

Die Besteuerung der Pensionsfonds entspricht von der verfolgten Systematik derjenigen, die in Deutschland bei Direktzusagen und Unterstützungskassen üblich ist. Bei dieser nachgelagerten Besteuerung werden Leistungen der betrieblichen Altersversorgung erst während der Rentenphase der Einkommensteuer unterworfen. Regelmäßig wird dann aber der Grenzsteuersatz des Begünstigten niedriger liegen als während der Anwartschaftsphase. Im Unterschied dazu werden im deutschen Steuerrecht Pensionskasse und auch Direktversicherung tendenziell benachteiligt, da die Zuwendungen des Arbeitgebers an die Versorgungsträger gleichzeitig eine Lohnsteuerpflicht beim begünstigten Arbeitnehmer auslösen. Zwar unterliegen die Zuwendungen innerhalb eines Rahmens von derzeit 3408 DM per anno nur einer Pauschalbesteuerung von 20%; darüber hinausreichende Zuwendungen müssen jedoch mit dem individuellen Einkommensteuersatz des Begünstigten versteuert werden (vgl. § 40b EStG).

Tatsächlich weichen also alle der in Deutschland gebräuchlichen Durchführungswege in ihren ökonomischen Merkmalen mehr oder minder stark von dem Profil des angelsächsischen Pensionsfonds ab. Hält man ihn für ein nachahmenswertes Vorbild, wären mithin substantielle Änderungen in den für die externen Versorgungsträger geltenden Rahmenbedingungen erforderlich.

III. Mögliche Vor- und Nachteile von Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“ gegenüber Pensionsrückstellungen

Aufbauend auf diesem Überblick über die wesentlichen institutionellen Merkmale der verschiedenen Durchführungswege soll nun die Vorteilhaftigkeit der Pensionsfonds vor allem im Vergleich mit der rückstellungsfinanzierten Direktzusage diskutiert werden. Die Argumente „pro Pensionsfonds“ sind zum einen auf der gesamtwirtschaftlichen, zum anderen auf der einzelwirtschaftlichen Ebene angesiedelt. Naturgemäß spielen bei der hier gewählten Ana-

²⁹⁾ Vgl. Doetsch, Die betriebliche Altersversorgung in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland, 1986, S. 174 ff.

³⁰⁾ Vgl. OECD, Private Pensions in OECD Countries: The United States, 1993, S. 37 ff.

³¹⁾ Vgl. auch den Überblick bei Doetsch, a.a.O. (Fn. 29), S. 177 ff.

³²⁾ Vgl. Doetsch, a.a.O. (Fn. 29), S. 187 f.

³³⁾ Vgl. Wilkie, Pension Handbook, 1988, S. 202.

³⁴⁾ Vgl. SEC, Protecting Investors, 1992, S. 165.

³⁵⁾ Die nach der Ordnungsnummer des einschlägigen Abschnitts des US-amerikanischen Einkommensteuergesetzes (Internal Revenue Code, IRC) benannten 401 k-Pläne sind defined-contribution-Pläne, die einkommensteuerermindernd vom Arbeitnehmer und ggf. ergänzend vom Arbeitgeber dotiert werden. Der Arbeitnehmer hat die Wahl zwischen verschiedenen Anlagealternativen, die häufig von Investment Funds (Mutual Funds) angeboten werden.

³⁶⁾ Vgl. Spengel/Schmidt, a.a.O. (Fn. 22), S. 151 ff.

³⁷⁾ Vgl. Schwinger, in: FS für Stehle, 1997, S. 169.

Abb. 3: Synopse wesentlicher Merkmale der diskutierten Durchführungswege

		Direktzusage	Unterstützungskasse	Pensionskasse	Pension Fund
Begriffsmerkmale		Altersversorgungsleistungen werden durch den Arbeitgeber selbst erbracht; Rechtsanspruch des Begünstigten	Altersversorgungsleistungen werden durch externen Träger erbracht		
			kein Rechtsanspruch des Begünstigten	Rechtsanspruch des Begünstigten	
Finanzierung		Pensionsrückstellungen	Zuwendungen an den externen Träger		
Arbeitnehmerbeteiligung		nicht möglich			möglich
Regulierung		Insolvenzicherung durch den PSV		VAG (Anlagevorschriften, Solvabilitätsvorschriften)	Treuhandvorschriften; Begrenzung der Investition im Trägerunternehmen; Insolvenzversicherung
Besteuerung des Arbeitgebers		Zuführungen zu Pensionsrückstellungen abzugsfähig	Zuwendungen während der Anwartschaftsphase nicht in voller Höhe des versicherungsmathematisch Erforderlichen abzugsfähig	Zuwendungen/Prämien abzugsfähig	
Besteuerung des Arbeitnehmers	Anwartschaftsphase	Zuführungen zu Pensionsrückstellungen/Zuwendungen an Unterstützungskasse nicht lohnsteuerpflichtig		Pauschalbesteuerung der Zuwendungen	Zuwendungen des Arbeitgebers nicht lohnsteuerpflichtig
	Rentenphase	Besteuerung als Einkünfte aus unselbständiger Arbeit		Besteuerung des Ertragsanteils (Kapitalleistungen steuerfrei)	Besteuerung als „ordinary income“
Besteuerung des Trägers		Erträge i. H. der kalkulatorischen Zinsen steuerfrei	Träger unter bestimmten Bedingungen steuerbefreit		

lyse-Perspektive die einzelwirtschaftlichen Aspekte die größere Rolle. Für den Unternehmer, der über die Ausgestaltung eines betrieblichen Altersversorgungswerks zu befinden hat, sind allgemeine sozial-, arbeitsmarkt- und kapitalmarktpolitische Gesichtspunkte kaum von Bedeutung. Deshalb werden die in der Diskussion genannten gesamtwirtschaftlichen Vorteile des Pensionsfonds insbesondere daraufhin untersucht, wie sie sich auf die Situation des einzelnen Unternehmens auswirken.

1. Öffentlich diskutierte gesamtwirtschaftliche Vorteile von Pensionsfonds

Die Befürworter der Pensionsfonds behaupten, die Direktzusage begünstige eine Fehlallokation der Deckungskapitalien der betrieblichen Altersversorgung. Pensionsfonds dagegen bewirkten eine gesamtwirtschaftlich effizientere Kapitalallokation. Damit in unmittelbarem Zusammenhang steht die These, daß Pensionsrückstellungen dem Management freie Hand gewähren, im eigenen Interesse zu wirtschaften, während Pensionsfonds die Unternehmensführung zu einer Orientierung am Kapitalmarkt (und seinen Renditeforderungen) zwingen würden (vgl. Abschn. 1.). Die fehlende Marktkontrolle könne dazu verleiten, rein wachstumsorientiert in wenig rentable Objekte zu investieren, nur um in den Genuß des mit der schieren Unternehmensgröße verbundenen Einkommens und Prestiges zu gelangen³⁸⁾.

Betrachtet man Pensionszahlungen als (marktbestimmten) Entgeltbestandteil, unterstellt also, daß durch diesen Versorgungslohn ansonsten zu zahlender Barlohn ersetzt wird, dann werden die Eigentümerinteressen allein durch die Erteilung einer Direktzusage und der damit verbundenen Dotierung von Pensionsrückstellungen nicht verletzt³⁹⁾. Pensionsrückstellungen sind auch nicht kostenloses Kapital, sondern müssen – isoliert betrachtet – im Unternehmen mindestens den Rechnungszins von 6% erwirtschaften, ansonsten drohen Verluste⁴⁰⁾.

Eine Prüfung der Bonität bei Vergabe des Pensionskredits durch die Belegschaft findet allerdings i. d. R. wohl ebensowenig statt wie eine laufende Überwachung des „Kreditengagements“. Insofern muß davon ausgegangen werden, daß Banken oder insbes. institutionelle Kapitalmarktteilnehmer, die bei ihren Anlageentscheidungen ggf. durch Bonitätsurteile unabhängiger Rating-Agenturen unterstützt werden, ein wirksames „Monitoring“ der

Unternehmensführung und ihrer geschäftspolitischen Entscheidungen betreiben als die pensionsberechtigten Mitarbeiter⁴¹⁾. Zwar werden bisweilen die Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsräten als Repräsentanten des „Sozialkapitals“, also der Pensionsrückstellungen, gedeutet⁴²⁾, jedoch dürfte ihr Anreiz, eigenkapitalgeberähnliche Kontrollfunktionen auszuüben, allein deshalb schon gering sein, weil die Rentenzahlungen durch den Pensionssicherungsverein weitestgehend garantiert sind (vgl. § 7 BetrAVG). Darüber hinaus sind Pensionsrückstellungen außergewöhnlich langfristige Kredite, deren Zinsen während der Ansparphase obendrein im Unternehmen reinvestiert werden. Daraus mag die Gefahr resultieren, daß ebenso langfristige Investitionen alimentiert werden, die sich als unrentabel erweisen⁴³⁾. Indessen verliert diese Gefahr in dem Maße an Bedeutung, in dem die Unternehmen dazu übergehen, Investitionsprojekte über (risikoadjustierte) differenzierte Kapitalkostensätze zu beurteilen. Dennoch ist der Auffassung, daß Pensionsrückstellungen dem Management der Unternehmung größere Freiräume gewähren als externe Finanzierungsformen, vom Grundsatz her zuzustimmen. Die Frage ist jedoch: Wie intensiv werden Pensionsfonds die ihnen zugedachte Kontrollfunktion wahrnehmen?

Ihre Protagonisten behaupten, Pensionsfonds würden als machtvolle Großanleger das Management wirkungsvoll zu disziplinieren und eine Kapitalverschwendung zu verhindern wissen. Um diese Rolle ausfüllen zu können, wäre zum einen sicherzustellen, daß sich Pensionsfonds in ihrer Anlagepolitik ausschließlich von finanziellen Zielen leiten lassen. Immerhin verwalten sie Arbeitnehmervermögen und wären darüber hinaus in Deutschland wohl mitbestimmungspflichtige Sozialeinrichtungen im Sinne des Betriebsverfassungsgesetzes. Es ist also nicht a priori auszuschließen, daß sich Pensionsfonds als Eigenkapitalgeber die Belegschaftsinteressen ganz oder teilweise zu eigen

³⁸⁾ Vgl. Jensen, AEA Papers and Proceedings 1986 S. 323.

³⁹⁾ Vgl. Schwinger, a.a.O. (Fn. 37), S. 177.

⁴⁰⁾ Vgl. Schneider, a.a.O. (Fn. 15), S. 368.

⁴¹⁾ Vgl. zur Funktion der Bank als „delegated monitor“ Diamond, Review of Economic Studies 1984 S. 398 ff.

⁴²⁾ Vgl. Kübler, in: Baums/Buxbaum/Hopt (Hrsg.), Institutional Investors and Corporate Governance, 1994, S. 576.

⁴³⁾ Vgl. Schwinger, a.a.O. (Fn. 37), S. 177.

machen. Insbesondere bei (feindlichen) Unternehmensübernahmen könnte eine solche Affinität zu den Arbeitnehmerinteressen eine Rolle spielen. Das übernommene Unternehmen wird häufig mit anderen verschmolzen oder in kleinere Einheiten aufgespalten, mit dem Ziel, die attraktiven Teile zu veräußern und die defizitären Geschäftsbereiche zu schließen. Unter diesen Umständen wird das Interesse der Belegschaft an der Erhaltung von Arbeitsplätzen nicht immer gewahrt werden können. Gerade in den USA wird seit längerem über mögliche Probleme debattiert, die aus der Konzentration wirtschaftlicher Macht in den Händen der Pensionsfonds erwachsen könnten⁴⁴.

Zum anderen stellt sich die Frage, welches Einflußpotential Pensionsfonds überhaupt haben und wie sie es ggf. nutzen werden. Nachhaltige Eingriffsmöglichkeiten bieten nur die an den Aktienbesitz anknüpfenden Eigentümerrechte. Pensionsfonds könnten sich bei der Sanktionierung einer mißliebigen Unternehmenspolitik auf den passiven Verkauf der Aktie (ggf. mit deutlichen Folgen für den Aktienkurs) beschränken oder darüber hinausgehend auch aktiv auf das Management Einfluß nehmen. Das kann durch bloße Stimmrechtsabgabe auf der Hauptversammlung geschehen. Im Extremfall kann auch versucht werden, das Management eines Unternehmens mit schlechter Performance auszuwechseln bzw. auf eine Änderung der Geschäftspolitik hinzuwirken, um zukünftig Kurssteigerungen und höhere Dividendenzahlungen realisieren zu können. Bislang sind angelsächsische Pensionsfonds in ihrer Anlagepolitik überwiegend der sog. „Wallstreet Rule“ („We do not buy a company, we buy shares that we sell as soon as they no longer offer good prospects for capital gains over a fairly short time“⁴⁵) gefolgt. Dementsprechend haben sie ihre Kontrollfunktion eher passiv interpretiert und auf eine unmittelbare Einflußnahme auf die Unternehmensführung verzichtet. Gerade die schiere Größe und der hohe Anteil am Aktienbesitz zwingen besonders die US-amerikanischen Pensionsfonds allerdings mehr und mehr, sich von dieser Leitlinie zu verabschieden: „If one can't sell, one must care“⁴⁶, denn ein Verkauf würde oftmals einen Kurseinbruch provozieren, der den Erlös erheblich schmälern könnte. Z. B. hat CalPERS (California Public Employee's Retirement System) angekündigt, im Rahmen einer Corporate Governance Initiative zukünftig verstärkt auch im Ausland Einfluß auf die Geschäftspolitik und die Besetzung von Vorstandspositionen der Unternehmen, an denen eine Beteiligung besteht, nehmen zu wollen⁴⁷. Inwiefern die These Bestand hat, Pensionsfonds würden zu einer wirksameren Manager-Kontrolle beitragen, hängt also vor allem von dem Umfang ihres Aktienengagements und ihrer Bereitschaft ab, Eigentümerinteressen auch gegen Arbeitnehmerinteressen durchzusetzen.

Ob die Behauptung zutrifft, Pensionsfonds würden eine effizientere Kapitalallokation bewirken, hängt wesentlich von der Qualität der Anlageentscheidungen ihres Managements ab. Maßstab eines solchen Qualitätsurteils können nur die Rendite-Risiko-Präferenzen der Angehörigen des Altersversorgungswerks sein. Versteht man den wettbewerblich organisierten Markt in der Tradition v. Hayeks als ein Verfahren zur Aufdeckung von unter den Marktteilnehmern ungleich verteiltem Wissen⁴⁸, dann verspricht tatsächlich nur die Anlage der Deckungsmittel des Altersversorgungswerks am organisierten Kapitalmarkt eine bestmögliche Ausnutzung des gesellschaftlichen Wissensbestands. Und nur dann erscheint eine optimale Allokation der Deckungsmittel i. S. dieser Rendite-Risiko-Präferenzen möglich. Inwiefern es den Investment-Managern der Pensionsfonds allerdings gelingt, stets eine Performance zu erzielen, die sowohl die Benchmark-Vorgabe des Markts als auch die der Unternehmung schlägt, darf bezweifelt werden. Eine britische Studie hat z. B. vor kurzem erhebliche Bedenken gegen das Kosten-Nutzen-Verhältnis eines aktiven Managements der Portfolios von Pensionsfonds geäußert und sich für ein passives Index-Tracking ausgesprochen⁴⁹.

Das dritte wesentliche Argument, das aus gesamtwirtschaftlicher Sicht für die Pensionsfonds ins Feld geführt wird, ist die (erhoffte) Förderung des Finanzmarkts (vgl. Abschn. I.). Gedacht ist dabei

insbes. an den Aktienmarkt, der durch die renditeorientierte Anlagepolitik von Pensionsfonds mit einem Nachfrageschub konfrontiert würde. Die bei wachsender Nachfrage c. p. steigenden Aktienkurse würden eine Ermäßigung der Eigenkapitalkosten bewirken. Insofern könnte der Einsatz von Pensionsfonds zu einer Verbesserung der Eigenkapitalbasis der deutschen Unternehmen beitragen, indem sie durch sinkende Eigenkapitalkosten zu einer stärkeren Emissionstätigkeit angeregt würden⁵⁰. Eine damit evtl. verbundene Verringerung des Verschuldungsgrads könnte die Unternehmen und damit die Volkswirtschaft insgesamt unempfindlicher gegen Konjunkturschwankungen machen. Dieser Themenkomplex wird an späterer Stelle durch die betriebswirtschaftliche Brille betrachtet, indem der Frage nachgegangen wird, ob sich die Unternehmen von der Einführung der Pensionsfonds tatsächlich eine Ermäßigung der Eigenkapitalkosten bzw. der Kapitalkosten insgesamt versprechen können.

2. Öffentlich diskutierte einzelwirtschaftliche Vorteile von Pensionsfonds

a) Kosten- und Risikominderung in der betrieblichen Altersversorgung

Das im gesamtwirtschaftlichen Kontext bereits vorgetragene Argument, Pensionsfonds würden für eine effizientere Allokation der Deckungskapitalien der betrieblichen Altersversorgung sorgen (vgl. Abschn. III. 1.), hat auch eine betriebswirtschaftliche Nuance: Da Pensionäre in Deutschland ganz überwiegend Festbetragsansprüche auf betriebliche Rentenzahlungen (defined-benefit plan) innehaben, ist die Nettobelastung einer Unternehmung bei einer suboptimalen Anlagerendite der Deckungsmittel höher als sie sein müßte und ihr Gewinn entsprechend niedriger. In diesem Sinne wären Direktzusagen zu teuer, wenn feststünde, daß Pensionsfonds eine systematisch höhere Rendite auf die Deckungskapitalien erzielen.

Neben diesem Rentabilitätsaspekt führen die Befürworter der Pensionsfonds angelsächsischer Prägung besondere Risiken der Direktzusage als Argumente für eine Reform des betrieblichen Altersversorgungssystems in Deutschland an. Pensionsfonds, so wird behauptet, könnten diese Risiken vermeiden helfen (vgl. Abschn. I.). Im folgenden werden diese Problemstellungen diskutiert, indem von den Verhältnissen ausgegangen wird, wie sie sich bei der Direktzusage darstellen.

aa) Rentabilitätswirkungen

Zunächst ist in groben Zügen das Rentabilitätskalkül darzustellen, das das Finanzmanagement einer Unternehmung aufzustellen hat, will es über die Vorteilhaftigkeit einer externen im Vergleich zu einer internen Verwendung des Deckungskapitals der betrieblichen Altersversorgung befinden.

Die Attraktivität der Direktzusage für die Unternehmen beruht vor allem auf dem Finanzierungsbeitrag, den die Pensionsrückstellungen unter bestimmten Voraussetzungen leisten können. Innenfinanzierung aus der Dotierung von Pensionsrückstellungen ist deshalb möglich, weil das Unternehmen heute Aufwand verrechnet, der erst später (in der Rentenphase) zu Auszahlungen führt. Wichtig ist aber, daß der unbare betriebliche Aufwand für Altersversorgung in die Kalkulation der Absatzpreise eingeht

⁴⁴ Vgl. z. B. Drucker, Die unsichtbare Revolution, 1977. Vor diesem Hintergrund muß die Warnung erstaunen; Unternehmen, die weiterhin Pensionsrückstellungen im bisherigen Umfang bildeten, könnten sich mehr und mehr in die Hände der Arbeitnehmer begeben; vgl. Rosen, in: 6. Deutscher Börsentag, 1997, S. 45.

⁴⁵ Drucker, Harvard Business Review, 1991, Nr. 2, S. 107.

⁴⁶ Drucker, a.a.O. (Fn. 45), S. 108.

⁴⁷ Vgl. Fehr, FAZ vom 8. 7. 1997, S. B 10. Allerdings stoßen CalPERS' Bemühungen, bestimmte 'boardroom practises' vorzuschreiben, in den USA offenbar auf erheblichen Widerstand; vgl. Waters, Financial Times vom 3. 9. 1997, S. 4.

⁴⁸ Vgl. Hayek, The American Economic Review 1945 S. 519.

⁴⁹ Vgl. Klumpes, in: Office of Fair Trading (Hrsg.), Report of the Director General's Inquiry into Pensions, Vol. 3, App. F, 1997, S. 123 ff.

⁵⁰ Vgl. DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. 16.

und diese Preise tatsächlich auch am Markt durchgesetzt werden können⁵¹⁾. Nur dann fließen der Unternehmung Zahlungsmittel zu, die sie befristet für Investitionszwecke nutzen kann. Betrachtet man die Pensionszusage für einen einzelnen Mitarbeiter und unterstellt, die entsprechenden Rückstellungsraten werden am Markt verdient, so steht der Finanzierungsbeitrag außer Zweifel. Anders mag es bei dem Blick auf ein ganzes Kollektiv aussehen. Baut die Unternehmung Personal ab oder schließt sie ihr Versorgungswerk für neu eintretende Arbeitnehmer, wird sich die Relation zwischen den Zuführungen zu Pensionsrückstellungen einerseits und den gezahlten Renten andererseits und damit auch der Finanzierungsbeitrag der betrieblichen Altersversorgung verschlechtern. Kurz: In dem Maße wie der Reifegrad eines Versorgungswerks zunimmt, d. h. die Zahl der Pensionäre im Vergleich zu der der Anwärter wächst, nimmt der Finanzierungsbeitrag ab oder wird sogar negativ.

Der nach der Zahlung von gegebenenfalls fälligen Renten verbleibende Cash-flow aus der unmittelbaren betrieblichen Altersversorgungszusage kann in der Unternehmung auf verschiedene Art und Weise eingesetzt werden:

- Er kann der Finanzierung von Investitionen in Sach- oder Finanzanlagevermögen dienen oder
- er kann zur Tilgung von Fremdkapital verwendet werden.

Die wesentlichen Variablen des Entscheidungsproblems „Direktzusage oder Pensionsfonds“ sind vor diesem Hintergrund

- die Anlagerendite des externen Versorgungsträgers,
- die Gesamtkapitalrentabilität der Unternehmung sowie
- der Fremdkapitalkostensatz der Unternehmung.

Zu dem Datenkranz gehören die allgemeinen steuerlichen Vorschriften über die Aufwandsverrechnung bei betrieblichen Altersversorgungszusagen ebenso wie die lohnsteuerliche Behandlung betrieblicher Altersversorgungszusagen bei dem Arbeitnehmer. Auch die (steuerlich zulässigen) Rechnungszinsfüße, mit denen der externe Versorgungsträger bzw. das Unternehmen bei der Ermittlung des Verpflichtungsumfanges aus der Pensionszusage zu kalkulieren haben, sind zu berücksichtigen. Zwar gebietet die ökonomische Vernunft, daß unabhängig vom Durchführungsweg nur ein einheitlicher Rechnungszinsfuß existieren sollte, der sich grundsätzlich an dem (Opportunitäts-)Kostensatz für langfristiges Fremdkapital zu orientieren hätte⁵²⁾. In der Realität sind jedoch je nach Durchführungsweg unterschiedlich hohe Rechnungszinsfüße vorgeschrieben, die zwischen 4% und 6% und damit i. d. R. deutlich unter den Marktsätzen liegen.

Um die grundlegenden finanzwirtschaftlichen Problemstellungen zu illustrieren, die sich bei einem Vergleich verschiedener Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung ergeben, kann ein stark vereinfachendes 2-Perioden-Modell hilfreich sein, das an *Krahen/Meran*⁵³⁾ angelehnt ist. Das Modell stellt die Wirkung alternativer Durchführungsweg zur Finanzierung einer einmaligen Pensionszahlung auf den Gegenwartswert der Auszahlungsansprüche der Eigentümer dar.

Sagt das Unternehmen seinen Arbeitnehmern eine einmalige Pensionszahlung am Ende der zweiten Periode in Höhe von P unmittelbar zu (Direktzusage), so ist zunächst zu entscheiden, ob die am Ende der ersten Periode zu bildende Pensionsrückstellung $\frac{1}{1+r}P$ zur Finanzierung von Investitionen mit der Rendite $\hat{r}$ oder zur Tilgung von Fremdkapital mit dem Zinssatz i verwendet werden soll. Im ersten Fall ergibt sich für den Gegenwartswert der Auszahlungsansprüche

$$(1) \quad GW_{da} = \left[X - \frac{1}{1+r}P \right] \cdot (1-t) + \frac{\left[X + \hat{r} \cdot \frac{1}{1+r}P - P + \frac{1}{1+r}P \right] \cdot (1-t)}{1+r(1-t)}$$

im zweiten Fall

$$(2) \quad GW_{db} = \left[X - \frac{1}{1+r}P \right] \cdot (1-t) + \frac{\left[X + i \cdot \frac{1}{1+r}P - P + \frac{1}{1+r}P \right] \cdot (1-t)}{1+r(1-t)}$$

- mit GW = Gegenwartswert d. Auszahlungsansprüche d. Eigentümer,
 $\hat{r}$ = Rendite einer Investition im Unternehmen,
 i = Zinssatz für Kreditkapital,
 $\bar{r}$ = steuerlicher Rechnungszinssatz zur Ermittlung der Pensionsrückstellungen ($\bar{r} = 6\%$),
 r = Alternativrendite der Eigentümer,
 P = Pensionszusage,
 $\frac{P}{1+\bar{r}}$ = Zuführung zu Pensionsrückstellungen,
 t = Grenzeinkommensteuersatz der Eigentümer und
 X = Bruttoerfolg vor Steuern und betrieblicher Altersversorgung.

Der Unterschied zwischen den beiden alternativen Verwendungsmöglichkeiten des Cash-flow besteht also nur in der Annahme über den Erfolgsbeitrag der Pensionsrückstellung: Im ersten Fall erbringt die Investition des durch die Pensionsrückstellung reservierten Vermögens einen zusätzlichen Ertrag in Höhe von

$\hat{r} \cdot \frac{1}{1+\bar{r}}P$, im zweiten Fall führt der Ersatz von sonstigem Fremdkapital durch die Pensionsrückstellung zu einer Einsparung von Zinsaufwendungen in Höhe von $i \cdot \frac{1}{1+\bar{r}}P$. Welche dieser Alternativen eine Unternehmung wählt, hängt sowohl von ihrem Kapitalbedarf als auch von ihrer bisherigen Kapitalstruktur ab. Vereinfachend wird man folgende Regel aufstellen können: Bieten sich der Unternehmung Investitionsgelegenheiten, deren Gewinnbeitrag höher ist als der einer alternativ denkbaren Schuldentilgung, wird in zusätzliche Aktiva investiert. Ansonsten werden Schulden getilgt. Dementsprechend ist die höhere der beiden Renditegrößen $\hat{r}$ bzw. i als Maß k für die Verzinsung der Pensionsrückstellung im Unternehmen anzusetzen: $k = \max \{ \hat{r}; i \}$.

Schaltet die Unternehmung zur Finanzierung ihrer Pensionsverpflichtung einen Pensionsfonds ein, sind am Ende der ersten Periode Zuwendungen an diesen externen Versorgungsträger i. H. von $\frac{1}{1+\bar{r}}P$ zu zahlen. Die Anlage des mit dem Kalkulationszinsfuß $\bar{r}$ berechneten Deckungskapitals am Kapitalmarkt erbringt eine Rendite von $\hat{r}$. Entstehen daraus Überschüsse ($\hat{r} > \bar{r}$), sollen sie – entgegen der gängigen Praxis bei Pensionskassen und Direktversicherungen – dem Unternehmen zufließen, um Direktzusage und Pensionsfondszusage vergleichbar zu machen. Für den Gegenwartswert der Auszahlungsansprüche der Eigentümer ergibt sich

$$(3) \quad GW_2 = \left[X - \frac{1}{1+\bar{r}}P \right] \cdot (1-t) + \frac{\left[X + (\hat{r} - \bar{r}) \cdot \frac{1}{1+\bar{r}}P \right] \cdot (1-t)}{1+r(1-t)}$$

Unter Rentabilitätsgesichtspunkten ist derjenige Durchführungsweg vorzuziehen, der den höheren Gegenwartswert der Auszahlungsansprüche der Eigentümer verspricht. Um zu zeigen, wie sich alternative Ausprägungen der Variablen auf die Vorteilhaftigkeit der betrachteten Durchführungswege auswirken, wird die Differenz zwischen GW_1 und GW_2 gebildet:

$$(4) \quad \Delta GW = GW_1 - GW_2 = \left[\frac{1}{1+\bar{r}} - \frac{1}{1+r} \right] \cdot P \cdot (1-t) + \frac{\left[\frac{P}{1+\bar{r}} \cdot (k - \bar{r}) - \frac{P}{1+\bar{r}} \cdot (\hat{r} - \bar{r}) \right] \cdot (1-t)}{1+r(1-t)}$$

Ist ΔGW positiv, wäre eine Direktzusage der Pension im Interesse der Eigentümer, umgekehrt würde eine negative Differenz die Vorteilhaftigkeit einer Pensionsfonds-Lösung anzeigen. Eindeutige Ergebnisse ergeben sich, wenn vereinfachend von einer Identität der Rechnungszinsfüße $\bar{r}$ und r ausgegangen wird: In

⁵¹⁾ Vgl. *Süchtling*, Finanzmanagement, 6. Aufl. 1995, S. 264.

⁵²⁾ Vgl. *Schneider*, a.a.O. (Fn. 15), S. 376.

⁵³⁾ ZbF 1991 S. 119 ff.

diesem Fall verschwindet der erste Term in Gleichung (4). Allein die Höhe der Renditen $\hat{z}$ und k entscheidet darüber, welcher Durchführungsweg unter Renditeaspekten vorzuziehen ist. Wenn $k > \hat{z}$, dann ist der Erfolgsbeitrag der Direktzusage größer als der eines Pensionsfonds – und umgekehrt. Wenn unterschiedliche Kalkulationszinsfüße anzusetzen sind, kann die Frage, ob die Direktzusage oder der Pensionsfonds unter Rentabilitäts Gesichtspunkten vorzuziehen ist, nur fallweise entschieden werden.

bb) Risikowirkungen

Es wird behauptet, Unternehmungen, die Direktzusagen auf betriebliche Altersversorgungsleistungen geben, würden besondere, bisher nicht genügend beachtete Liquiditätsrisiken eingehen⁵⁴. Eine solche Sicht der Dinge erscheint dem Arbeitskreis verfehlt.

Ein Liquiditätsrisiko der Direktzusage ist – wenn überhaupt – nur in einer Erhöhung des Financial-Leverage Risikos zu sehen, das bei jedem Finanzierungsvertrag schlagend werden kann, der zu erfolgsunabhängigen Auszahlungen in der Zukunft verpflichtet. Die bei der Direktzusage unerläßliche Rückstellungsbildung hat – wie alle Formen von (erfolgsunabhängig zu verzinsendem) Fremdkapital – eine Hebelwirkung auf die Eigenkapitalrendite, die c. p. umso stärker ist, je größer die Differenz zwischen Gesamtkapitalrendite und (durchschnittlichem) Fremdkapitalzinssatz bzw. je höher der Verschuldungsgrad ist⁵⁵. Der Verschuldungsgrad der Unternehmung und damit ihr Financial-Leverage Risiko ändert sich jedoch erstens dann nicht, wenn davon ausgegangen werden muß, daß rentable Investitions-Projekte (kredit-)finanziert worden wären, wenn der Cash-flow aus den Zuführungen zu Pensionsrückstellungen nicht zur Verfügung gestanden hätte. Auch wenn zweitens ein Kredit (die Pensionsrückstellung) einen anderen (z. B. einen Bankkredit) ablöst, bleibt der Verschuldungsgrad konstant. Nur in einem dritten Fall, wenn nämlich die Innenfinanzierung aus Pensionsrückstellungen weder zur Tilgung von Fremdkapital noch zur Finanzierung ertragreicher Investitionen in Realvermögen verwendet werden kann, sondern vielmehr in liquiditätsnahe, weniger ertragreiche und nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte investiert werden muß, kommt es zu einer Erhöhung des Financial-Leverage Risikos.

Die Tatsache, daß für die Unternehmung aus der Direktzusage kein von anderen Fremdkapitalformen verschiedenes Liquiditätsrisiko resultiert, darf jedoch nicht zu der Annahme verleiten, die Zusage von betrieblichen Altersversorgungsleistungen generell sei für das arbeitgebende Unternehmen gänzlich risikolos. Welche Risikowirkungen von einer betrieblichen Altersversorgungs zusage ausgehen können, hängt ganz wesentlich vom Typus des Leistungsplans ab. Zu unterscheiden sind Leistungs zusage (defined-benefit plans) und Beitragszusagen (defined-contribution plans). Das Unterscheidungsmerkmal ist in den Bestimmungen des Leistungsplans über die Leistungshöhe zu suchen: Verpflichtet sich der Arbeitgeber, eine bestimmte (bzw. nach dem Regelwerk des Leistungsplans bestimmbare) zukünftige Versorgungsleistung zu erbringen, handelt es sich um eine Leistungs zusage. Verpflichtet er sich dagegen nur, einen bestimmten Beitrag zu leisten und bleibt die Höhe der späteren Versorgungsleistungen unbestimmt, handelt es sich um eine Beitrags zusage⁵⁶.

Wird ein defined-contribution Plan vereinbart, entstehen zusätzliche Kosten und Auszahlungen, die sich auf die Risikoposition des Unternehmens genauso wie ein Barlohn gleicher Höhe auswirken. Abhängig davon, ob die defined-contributions ganz oder teilweise an den Unternehmenserfolg gekoppelt sind, vermindert oder erhöht sich die Fixkostenlast, die das Unternehmen zu tragen hat. Dementsprechend variiert der Operating-Leverage, also die Hebelwirkung absatz- bzw. produktionsmengenunabhängiger Aufwandspositionen im Leistungsbereich auf die Eigenkapitalrentabilität. Je länger dieser Hebel ist, desto stärker schlagen Schwankungen der Absatzmengen und damit verbun-

den der Umsatzerlöse im Zeitablauf auf die Eigenkapitalrentabilität durch⁵⁷.

Komplexer wird es, wenn Unternehmen ihren Mitarbeitern betriebliche Altersversorgungszusagen vom Typ „defined-benefit“ geben, wie es in Deutschland derzeit üblich ist. In diesem Fall bieten sie eine Leistung an, die einem Lebensversicherungsschutz vergleichbar ist. Umfang und Struktur des Versicherungsschutzes werden durch die generell gültigen arbeitsrechtlichen Vorschriften und die im Einzelfall in der Versorgungsordnung vereinbarten Leistungen und Bedingungen bestimmt. Wie bei jedem Lebensversicherungsgeschäft, so kann auch bei der Produktion von Leistungen der betrieblichen Altersversorgung zwischen einem Risikogeschäft einerseits und einem Spargeschäft andererseits unterschieden werden⁵⁸.

Unter dem Risikogeschäft versteht die Versicherungsbetriebswirtschaftslehre die Übernahme vieler Wahrscheinlichkeitsverteilungen von „Schäden“ (hier also altersbedingte Erwerbslosigkeit, ggf. Invalidität und Hinterbliebenenversorgung) durch den Versicherer und den Ausgleich der übernommenen Schadenverteilungen im Kollektiv und in der Zeit⁵⁹. Aus dem Risikogeschäft resultiert ein versicherungstechnisches Risiko. Dieses versicherungstechnische Risiko ist jedoch (bei unveränderter Zusammensetzung des Kollektivs) unabhängig von der Wahl des Durchführungswegs. Insofern ist es irreführend, das Langlebkeitsrisiko als Problem der Direktzusage zu bezeichnen⁶⁰.

Das Spargeschäft besteht in der planmäßigen und verzinslichen Ansammlung von Sparbeträgen, mit dem Ziel, dem Versicherungsnehmer in der Zukunft einen bestimmten Kapitalbetrag oder eine bestimmte Rente zu zahlen⁶¹. Das Spargeschäft wird insbesondere durch das Kapitalanlagerisiko bedroht, das spätestens dann schlagend wird, wenn die Verzinsung des Deckungskapitals den Kalkulationszinsfuß unterschreitet⁶².

Die durch die Rückstellungsbildung in der Unternehmensbilanz reservierten Vermögenswerte sind grds. dem spezifischen Geschäftsrisiko der Unternehmung ausgesetzt. Insofern weist die Direktzusage insbesondere aus Arbeitnehmersicht ein Konzentrationsrisiko auf, das aus mangelnder Diversifikation der Vermögensanlagen resultiert. Es beschreibt die vollständig positive Korrelation der Rendite der Deckungsmittel mit der Gesamtkapitalrendite der Unternehmung. Das Geschäftsrisiko der Unternehmung wird tendenziell um so größer sein, je weniger die Aktivitäten der Unternehmen über eine Vielzahl von (voneinander unabhängigen) Geschäftsfeldern diversifiziert sind. Hinzu tritt, daß das Arbeitsplatzrisiko des Arbeitnehmers grundsätzlich ebenfalls positiv mit dem Geschäftsrisiko der Unternehmung korreliert ist.

Vergleicht man beide Alternativen – Pensionsfonds auf der einen, rückstellungsfinanzierte Direktzusagen auf der anderen

⁵⁴ Vgl. DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. 9 ff.

⁵⁵ Vgl. Süchting, a.a.O. (Fn. 51), S. 446 ff.

⁵⁶ Vgl. Hanau/Arteaga, a.a.O. (Fn. 24), S. 4 ff. Die Autoren nennen als dritten Zusagtyp die „beitragsorientierte Leistungs zusage“. Dieser Typ, bislang insbesondere bei Pensionskassen- und Direktversicherungszusagen gebräuchlich, soll nun auch explizit in das Betriebsrentengesetz aufgenommen werden (gültig ab 1. 1. 1999). Sein wesentliches Merkmal ist die von einer bestimmten Beitragshöhe ausgehende versicherungsmathematische Leistungskalkulation. Allerdings unterscheidet sich eine beitragsorientierte Leistungs zusage hinsichtlich der vom Arbeitgeber bzw. dem externen Versorgungsträger zu tragenden Risiken grundsätzlich nicht von einer „reinen“ Leistungs zusage.

⁵⁷ Vgl. Süchting, a.a.O. (Fn. 51), S. 460 ff.

⁵⁸ Vgl. Rößler/Dernberger/Schmandt, DB 1996 S. 1785.

⁵⁹ Vgl. Farny, Versicherungsbetriebslehre, 2. Aufl. 1995, S. 14, 31 ff.

⁶⁰ So aber DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. 9.

⁶¹ Vgl. Farny, a.a.O. (Fn. 59), S. 41 f.

⁶² Die Tragweite des Kapitalanlagerisikos wird deutlich, wenn man sich gegenwärtig, daß in den USA und in Großbritannien in den vergangenen zwei Jahrzehnten Lebensversicherer immer wieder vor allem deshalb in Bedrängnis geraten sind, weil sie vertraglich zugesicherte Renditen nicht erwirtschaften konnten; vgl. Gebhard, Gefahren für die finanzielle Stabilität der auf dem deutschen Markt vertretenen Lebensversicherer im Zuge des europäischen Binnenmarktes, 1995, S. 357 ff.

Seite – unter dem Gesichtspunkt des Kapitalanlagerisikos, so ist zuzustimmen, daß eine Anlage der Deckungsmittel am Kapitalmarkt über Pensionsfonds i. d. R. eine vergleichsweise bessere Streuung und Mischung ermöglicht. Das „Konzentrationsrisiko“ der Direktzusage wird also vermieden. Allerdings wird gerade gegen den Einsatz von überwiegend in Aktien investierten Pensionsfonds das Argument ins Feld geführt, ihre Erträge seien zu volatil, als daß sie die Grundlage eines betrieblichen Altersversorgungswerks sein sollten⁶³. Fraglich ist jedoch, inwiefern die Anlage der Deckungsmittel in einem Unternehmen mit all ihren Risiken (wie sie vor allem von den Aktionären dieses Unternehmens getragen werden) sicherer sein kann, als eine diversifizierte Anlage in Aktien mehrerer Unternehmen. Insofern trifft dieses Argument in noch stärkerem Maß auch die Direktzusage.

Über die bisher in Zusammenhang mit der „Produktion“ einer Versicherungsleistung diskutierten Risiken hinaus, sind bei defined-benefit Plänen zwei weitere Risikokomponenten zu berücksichtigen, die unabhängig vom Durchführungsweg auftreten.

Zum einen erhöht ein defined-benefit Plan ebenso wie eine Beitragszusage den Operating-Leverage, da sich die Unternehmung zusätzliche fixe Personalkosten aufbürdet. Während bei einer mittelbaren Versorgungszusage die Höhe dieser Kosten den zahlungswirksamen Zuwendungen an den externen Versorgungsträger entsprechen, sind die Gesamtkosten der Direktzusage aufzuspalten in Finanzierungskosten (Verzinsung des akkumulierten Kapitals) und Personalkosten (fiktive Versicherungsprämie in Form der betragsmäßig gleichbleibenden Jahresbeträge⁶⁴). Eine Ausnahme macht in diesem Zusammenhang die Unterstützungskasse, da sie keine regelmäßige, in der Höhe genau bestimmte Dotierung erfordert. Insofern führt die Einrichtung einer Unterstützungskasse nur bedingt zu einer Erhöhung des Operating-Leverage, denn die arbeitgebende Unternehmung kann die Zuwendungen an die Unterstützungskasse sehr weitgehend an ihre Erfolgssituation anpassen.

Zum anderen resultiert aus § 16 Betriebsrentengesetz und der darauf aufbauenden arbeitsgerichtlichen Rspr. ein „Inflationsrisiko“⁶⁵, das in der Rentenanpassungsüberprüfungspflicht und der Pflicht zur nachholenden Betriebsrentenanpassung besteht. Dieses Inflationsrisiko kann die Unternehmung unabhängig vom Durchführungsweg immer dann treffen, wenn eine betriebliche Altersversorgungszusage in Form einer Rente erteilt wird. Problematisch ist, daß für dieses Risiko bei einer Direktzusage keine (steuerlich anerkannte) Vorsorge getroffen werden kann. Ein etwas differenzierteres Urteil ergibt sich allerdings, wenn man sich – wie der Arbeitskreis – auf den Standpunkt stellt, daß grds. der (Opportunitäts-)Kostensatz für langfristiges Fremdkapital als Rechnungszinsfuß bei der Bestimmung der Höhe des Verpflichtungsumfanges heranzuziehen wäre. Da zumindest in den letzten 30 Jahren die Verzinsung z. B. langfristiger Bundesanleihen i. d. R. oberhalb von 6% lag, kann in der Vorgabe dieses Rechnungszinsfußes eine wettbewerbsverzerrende Subvention der Innenfinanzierung erblickt werden⁶⁶, die das Fehlen einer steuerlich anerkannten Vorsorge für künftige inflationsbedingte Rentenerhöhungen zumindest zum Teil ausgleichen kann.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß ausschließlich das Kapitalanlagerisiko spezifisch für den gewählten Durchführungsweg ist. Hier bietet der Pensionsfonds aufgrund der üblicherweise besseren Diversifikation seines Portefeuilles tatsächlich einen Vorteil gegenüber der Direktzusage. Die Behauptung, die Unternehmen würden mit einer Direktzusage ein spezifisches Liquiditätsrisiko eingehen, kann verneint werden.

b) Senkung der (Eigen-)Kapitalkosten

Die Befürworter der Pensionsfonds stellen nicht nur eine Belebung der Finanzmärkte in Aussicht, sondern behaupten auch, daß die Einführung derartiger Finanzintermediäre zu einer verbesserten Kapitalstruktur der deutschen Unternehmen führen könne. Insbes. soll die Bereitstellung von Wagniskapital verbessert werden (vgl. Abschn. I.). Unter sonst gleichen Umständen

werden die Unternehmen überhaupt nur dann bereit sein, Fremdkapital durch Eigenkapital zu substituieren, wenn Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital relativ billiger wird. Um die Finanzierungsprobleme von innovativen Unternehmensgründern zu lindern, müßten die Pensionsfonds stärker als andere Kapitalmarktteilnehmer bereit sein, sich in besonders risikobehafteten und vergleichsweise illiquiden Eigenkapitaltiteln zu engagieren.

Es ist allerdings zu bezweifeln, daß die prognostizierten Wirkungen tatsächlich in dieser Nachhaltigkeit eintreten. Zunächst einmal ist unsicher, in welchem Umfang deutsche Pensionsfonds überhaupt an den deutschen – und nicht an ausländischen – Kapitalmärkten als Nachfrager auftreten würden. Darüber hinaus muß berücksichtigt werden, daß bei Umstellung der betrieblichen Altersversorgung auf Pensionsfonds die Pensionsrückstellungen als Finanzierungsquellen der Unternehmen ausfallen würden. Dementsprechend würde der prognostizierte Nachfrageschub durch ein gleichzeitig zunehmendes Angebot an Kapitalmarktteilen neutralisiert, so daß die erhoffte Anregung der Emissionstätigkeit deutscher Unternehmen durch steigende (Aktien-)Kurse ausbleiben könnte. Fraglich ist ferner, ob die Unternehmen, die sich bislang durch Pensionsrückstellungen finanzierten, ihren Kapitalbedarf nunmehr über Eigenkapitaltitel und nicht durch Aufnahme von langfristigem Fremdkapital decken würden.

Bis hierher sind wir implizit davon ausgegangen, daß deutsche Pensionsfonds tatsächlich im gleichen Umfang wie die angelsächsischen in Aktien investieren würden. Verschiedene Indizien geben Anlaß, an der Gültigkeit dieser Hypothese zu zweifeln.

Zwar spricht unter theoretischen Gesichtspunkten einiges für einen vergleichsweise großen Aktienanteil im Portfolio eines idealtypischen Pensionsfonds⁶⁷. Der vergleichsweise lange Zeithorizont von Pensionsfonds wird generell zu einem hohen Anteil langfristiger Anlagen (also insbesondere Aktien, langlaufende Anleihen und Immobilien) am Fondsvermögen führen. Dieser weite Planungshorizont würde es grds. auch ermöglichen, in Beteiligungskapitaltitel junger Unternehmen zu investieren, in der Hoffnung auf einen adäquaten Return „in the long run“. Darüber hinaus erleichtert das üblicherweise große Volumen des Portefeuilles die Diversifikation von Risiken und entschärft die in regelmäßigen Zeitabständen stattfindende Anlage das Timing-Problem; weitere Gründe, die einen hohen Aktienanteil begünstigen. In dieselbe Richtung wirkt die Tatsache, daß die Verbindlichkeiten der Pensionsfonds, also die Pensionsversprechen, typischerweise mit der Geldentwertung bzw. der Lohnentwicklung wachsen. Diese implizite oder explizite Indexierung der zugesagten Versorgungsleistungen zwingt zur Anlage in inflationsresistenten Aktiva, und das sind nach verbreiteter – jedoch nicht in jedem Fall zutreffender – Meinung zunächst einmal Aktien.

Im Einzelfall entscheiden jedoch insbes. der Reifegrad des Versorgungswerks und die Art des Leistungsplans (und das damit verknüpfte Anreiz-System der Portfolio-Manager des Pensionsfonds) über die Attraktivität der Aktienanlage. Der Reifegrad des Versorgungswerks – damit ist wie bereits erläutert die Relation von bereits pensionierten zu noch aktiven Mitgliedern des Versorgungswerks gemeint – beeinflusst den Zeithorizont des Pensionsfonds. Generell wird ein wachsender Anteil von Pensionären zu einem tendenziell sinkenden Engagement in langfristigen Titeln

⁶³ Vgl. o. V., Förterer: Die Aktienanlage wird überschätzt, Börsen-Zeitung vom 19. 7. 1996, S. 19.

⁶⁴ Vgl. Rößler/Dernberger/Schmandt, a.a.O. (Fn. 58).

⁶⁵ Hanau/Arteaga (a.a.O. [Fn. 24], S. 11), sind allerdings der Auffassung, bei der Anpassungsüberprüfungspflicht aus § 16 BetrAVG ginge es „um die Zuweisung des Zinsrisikos zwischen den Vertragsparteien“. Der größeren Klarheit halber sollte jedoch getrennt werden zwischen Zinsänderungs-, Geldentwertungs- und Bonitätsrisiko; vgl. Süchting, a.a.O. (Fn. 51), S. 423 ff. Selbst wenn es eine Anpassungsüberprüfungspflicht nicht gäbe und die versprochene Leistung nominal fixiert wäre, hätte der Arbeitgeber bei einer Leistungszusage immer noch die der Kapitalanlage innewohnenden Zinsänderungs- und Bonitätsrisiken zu tragen.

⁶⁶ Vgl. Schneider, a.a.O. (Fn. 15), S. 371.

⁶⁷ Vgl. Davis, a.a.O. (Fn. 11), S. 187 ff.

(und damit auch in Aktien) zugunsten von Anleihen mit kurzer Duration und geringerem Risiko führen. Umgekehrt sollten gerade junge Versorgungswerke besonders stark in Aktien investiert sein. Die Art und Ausgestaltung des Leistungsplans kann ebenso Auswirkungen auf das Anlageverhalten des Pensionsfonds haben. Bei den in Deutschland bislang üblichen defined-benefit Plänen sieht sich das Pensionsfonds-Management i. d. R. einer nominell fixierten, auf der Basis des Stichtagsgehalts berechneten Verbindlichkeit gegenüber. Unter diesen Umständen wird in der Theorie eine vergleichsweise risikoscheue Anlagepolitik zu erwarten sein, die sich darauf konzentriert, eine Unterdeckung des Verpflichtungsumfangs zu vermeiden. Dies gilt umso mehr, als das deutsche Handelsrecht die Bilanzierung der Aktiva nach dem Niederstwertprinzip erzwingt. Deshalb können Kursverluste in einem diversifizierten Aktienportefeuille nicht durch Kurssteigerungen anderer Papiere, die über deren Anschaffungspreis hinausgehen, ausgeglichen werden⁶⁸). Neben diese Überlegungen zur Anlagepolitik der Pensionsfonds tritt die empirisch untermauerte Vermutung, daß die Deutschen insbes. was ihre Altersversorgung angeht, deutlich mehr Risikoscheu zeigen als z. B. die Angelsachsen. Sowohl die bisherige Anlagestruktur der deutschen Pensionskassen mit einem durchschnittlichen Aktienanteil von unter 10%⁶⁹) als auch die Ergebnisse einer Umfrage zur Altersvorsorge, die die Deutschen als „Fanatiker der Sicherheit“ erscheinen lassen⁷⁰), bestärken diese Vermutung.

Fassen wir zusammen: Während die Theorie generell einen vergleichsweise hohen Aktienanteil im Portefeuille von Pensionsfonds erwarten läßt und durch das Anlageverhalten der Manager von angelsächsischen Pensionsfonds auch bestätigt wird, sprechen doch einige Sachverhalte gegen die analoge Übertragung dieser Ergebnisse auf die deutschen Verhältnisse: Die hierzulande üblichen Leistungspläne, die Bewertungsvorschriften des Handelsrechts und die Sicherheitsvorliebe der Deutschen lassen vermuten, daß deutsche Pensionsfonds „angelsächsischen Typs“ wohl nur in geringerem Umfang in Aktien gehen würden als ihre Vorbilder. Dementsprechend sollten die Erwartungen nicht zu hoch gesteckt werden. Auch vor diesem Hintergrund erscheint es angebracht, das Schlagwort Finanzmarktförderung zu vermeiden und mit größerer Vorsicht von einer (erhofften) Erhöhung der Liquidität der Kapitalmärkte zu sprechen.

IV. Von der Pensionsrückstellung zum Pensionsfonds?

Die Misere der gesetzlichen Rentenversicherung macht augenfällig, daß in Zukunft stärker als bisher freiwillige Altersvorsorge Maßnahmen die staatliche Alterssicherung ergänzen müssen. Welche Konsequenzen sind aus dieser Erkenntnis für die betriebliche Altersversorgung zu ziehen? Sollen wir dem eingangs zitierten Vorschlag aus dem Gutachten des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft folgen (vgl. Abschn. 1.) und mit den Mitteln der Steuerpolitik das System der betrieblichen Altersversorgung umgestalten nach dem Motto „Von der Pensionsrückstellung zum Pensionsfonds“? Wir meinen: Nein! Dieses ablehnende Urteil folgt aus mehreren Gründen:

1. Die Gestaltung der Rahmenbedingungen der betrieblichen Altersversorgung ist Aufgabe staatlicher Sozialpolitik. Eine Stärkung der betrieblichen Altersversorgung erscheint – und daran zweifelt kaum jemand – wünschenswert, ist aber nur zu erreichen, wenn die Unternehmen bereit sind, diese Form des Arbeitsentgelts in größerem Umfang als bisher zu nutzen. Insofern erscheint es nicht angebracht, die Sozialpolitik in den Dienst der Kapitalmarktpolitik zu stellen, wie es der Beirat vorschlägt. Wenn die Förderung der betrieblichen Altersversorgung mit einer Belebung des Kapitalmarkts einher gehen kann, umso besser. Die Prioritäten müssen jedoch gewahrt bleiben.
2. Die Ausführungen haben gezeigt, daß aus Sicht des einzelnen Unternehmens eine mittelbare Versorgungszusage nach dem Muster eines Pensionsfonds „angelsächsischer Prägung“ nicht generell von Vorteil sein muß. Aus einer durch Pensionsrückstellungen finanzierten Direktzusage resultiert kein von anderen Fremdkapitalformen verschiedenes Liquiditätsrisiko. Pensionsfonds werden allerdings i.

d. R. eine bessere Mischung und Streuung bei der Anlage der Deckungsmittel bewerkstelligen können als es bei der Direktzusage der Fall ist. Die damit einher gehende Risikodiversifikation mag unter sozialpolitischen Gesichtspunkten begrüßenswert sein. Dennoch ist zu befürchten, daß ein „Verbot“ der Direktzusage – eine steuerliche Nichtabzugsfähigkeit der Zuwendungen zu Pensionsrückstellungen käme wohl einem Verbot gleich – durchaus nicht die Bereitschaft der Unternehmen, Versorgungsversprechen zu geben, fördern würde. Ganz abgesehen davon sollte auch der Grundsatz, „wer zahlt, bestimmt die Musik“ berücksichtigt werden: Wenn ein defined-benefit Plan vereinbart ist, trägt das Unternehmen die wirtschaftlichen Risiken der Altersversorgungszusage, insbes. auch das Kapitalanlage-Risiko. Deshalb sollte ihm auch die Entscheidung über die Verwendung der Deckungsmittel zustehen⁷¹).

3. Da u. E. auch die in Aussicht gestellten Wirkungen der Einführung von Pensionsfonds auf den Kapitalmarkt mit erheblichen Unsicherheiten belastet sind, spricht wenig dafür, Pensionsrückstellungen generell durch Pensionsfonds zu ersetzen.

Uneingeschränkt sprechen wir uns jedoch für die Schaffung eines Level Playing Field aus, d. h. für eine Angleichung insbes. der steuerlichen Rahmenbedingungen der verschiedenen Durchführungswege der betrieblichen Altersversorgung. Darüber hinaus wäre wohl eine generelle Verbesserung der Rahmenbedingungen unabdingbar, wenn eine Stärkung der betrieblichen Altersversorgung gewünscht wird. In einem solchen Szenario kann der Pensionsfonds „angelsächsischer Prägung“ durchaus seinen Platz haben. Es stellt sich allerdings die Frage, in welcher Form dies geschehen könnte. Verschiedene Vorschläge sind derzeit in der Diskussion:

Die DB-Research hat unter dem Schlagwort „Asset Funding“ empfohlen, die deutschen Unternehmen sollten als Zwischenschritt hin zu einer externen Finanzierung betrieblicher Pensionszusagen das in der Bilanz durch Pensionsrückstellungen reservierte Vermögen mit Wertpapieren unterlegen⁷²). Die Versicherungswirtschaft plädiert für eine „Euro-Pensionskasse“ und die Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung favorisiert die „Pensionsfonds-Unterstützungskasse“. Während der Gesetzgeber beabsichtigt, einem Vorschlag des Bundesverbands deutscher Investmentgesellschaften (BVI) folgend, mit den sogenannten „Pensions-Sondervermögen“ eine neue Gattung von Sondervermögen in das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften aufzunehmen (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz)⁷³), will der Bundesverband deutscher Banken zusätzlich einen „Betriebs-Pensions-Fonds“ verwirklicht sehen.

Im Sprachgebrauch der Studie der DB Research zur betrieblichen Altersversorgung in Deutschland wird die Unterlegung von Pensionsrückstellungen mit Wertpapieren als Asset Funding bezeichnet. Da sich in diesem Zusammenhang die Verwendung von Investmentfonds als Anlagevehikel anbietet, sah sich z. B. vor einiger Zeit die FAZ veranlaßt, in ihrem Wirtschaftsteil zu titeln: „Die Pensionsfonds kommen“⁷⁴). Ein solches Asset Funding stellt nichts weiter dar als die gedankliche Zuordnung bestimmter, vergleichsweise liquider Aktiva (z. B. Anteilsrechte an einem Wertpapierspezialfonds) zu bestimmten Passiva (den Pensionsrückstellungen) in der Bilanz. Dahinter steht die Überlegung, das durch die Pensionsrückstellung in der Bilanz reservierte Vermögen nicht im Unternehmen selbst, sondern am Kapitalmarkt zu investieren; also das Schicksal der Deckungsmittel

⁶⁸) Vgl. Rößler, Betriebliche Altersversorgung 1996, S. 319

⁶⁹) Vgl. Spengel/Schmidt, a.a.O. (Fn. 22), S. 183.

⁷⁰) Vgl. Schanz, Börsen-Zeitung vom 29. 10. 1996, S. 19.

⁷¹) Vgl. auch Schneider (a.a.O. [Fn. 15], S. 377), der eine steuerrechtliche Nichtanerkennung von Pensionsrückstellungen mit einer freihandlichen Wettbewerbsordnung nicht für vereinbar hält.

⁷²) Vgl. DB Research, a.a.O. (Fn. 5), S. 35.

⁷³) Vgl. BMF, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), Stand. 25. 3. 1997, S. 59 ff.

⁷⁴) Stelzner, FAZ vom 7. 3. 1996 S. 13. Als prominente Beispiele für eine solche Vorgehensweise werden dort Siemens und die Deutsche Bank genannt.

der betrieblichen Altersversorgung von dem des Unternehmens unabhängig zu machen. Daß eine solche Zuordnung nur eine Fiktion ist, zeigt sich spätestens im Konkurs der Unternehmung: Eine konkursfeste Gestaltung der Direktzusage kann durch eine Wertpapierunterlegung der Pensionsrückstellungen nicht erreicht werden (so daß in einem solchen Fall doch der Pensions-Sicherungsverein einspringen muß).

Vergegenwärtigt man sich noch einmal die Überlegungen zu den Rentabilitätswirkungen betrieblicher Altersversorgungswerke (vgl. Abschn. III. 2. a) aa)), zeigt sich, daß die Wertpapierunterlegung der Pensionsrückstellungen allein unter Rentabilitätsaspekten kaum eine Existenzberechtigung hat. Die Rendite der Assets müßte sowohl die Finanzierungskosten der teuersten Fremdkapitalform als auch die Rendite der besten unternehmensinternen Investitionsgelegenheit übersteigen. Es deutet sich an, daß ein Asset Funding wohl überhaupt nur für Unternehmen in Frage kommt, die vergleichsweise geringe Finanzierungskosten zu tragen haben (wie z. B. Banken) und gleichzeitig einen Mangel an rentablen Investitionsgelegenheiten aufweisen. Allerdings sollten derartige Unternehmen, sofern sie börsennotiert sind, in Zukunft ernsthaft die Frage prüfen, ob es nicht eher im Sinne der Eigentümer wäre, einen Teil des ausgegebenen Eigenkapitals zurückzukaufen⁷⁵⁾, was erfahrungsgemäß zu einer Kurssteigerung und (bezogen auf die schmalere Basis) zu einer höheren Rendite auf das eingesetzte Kapital führen würde.

Die Versicherungswirtschaft propagiert mit der sogenannten Euro-Pensionskasse eine Modifikation des bekannten Durchführungswegs Pensionskasse. Nach diesem Vorschlag sollen die derzeit für die Pensionskasse geltenden steuerlichen Rahmenbedingungen dahingehend geändert werden, daß eine nachgelagerte Besteuerung möglich wird⁷⁶⁾.

Auch die Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung schlägt die Weiterentwicklung eines bereits bestehenden Durchführungswegs vor: Die Unterstützungskasse soll zur sogenannten Pensionsfonds-Unterstützungskasse ausgebaut werden, indem durch eine Steuerrechtsänderung ausreichende Möglichkeiten zur Dotierung der Kasse nach versicherungsmathematischen Maßstäben bereits während der Anwartschaftsphase geschaffen werden⁷⁷⁾.

Vor allem zur Durchführung von Leistungszusagen scheinen diese klassischen Durchführungswege besonders geeignet. Das Modell der Pensionsfonds-Unterstützungskasse hat gegenüber dem der Euro-Pensionskasse den Vorteil der unreglementierten Kapitalanlage. Allerdings fehlen ihr Vorschriften, die das Treuhandverhältnis zwischen dem Management der Pensionsfonds-Unterstützungskasse und den bezugsberechtigten Arbeitnehmern bzw. dem Arbeitgeber regeln. Für die Euro-Pensionskasse würden dagegen weiterhin die dem Verbraucherschutz verpflichteten Regelungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes gelten. Ein Argument zugunsten der Euro-Pensionskasse wäre, daß die Zusage einer betrieblichen Altersversorgungsleistung grds. ein Lebensversicherungsgeschäft darstellt und insofern – um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden – die Versorgungsträger auch in einem gleichen Regulierungsumfeld agieren sollten. Nicht zuletzt wird auch die Frage eine Rolle spielen, welche Vorgehensweise zum Schutz der Pensionäre gegen Insolvenz des Versorgungsträgers bevorzugt werden soll: Ansprüche gegen eine Pensionsfonds-Unterstützungskasse würden wohl durch den Pensions-Sicherungsverein insolvenzgeschützt, während diese Aufgabe bei der Euro-Pensionskasse die Finanzaufsicht des Bundesamts für das Versicherungswesen übernehmen müßte.

Die Vorschläge des BVI⁷⁸⁾ und des Bundesverbands deutscher Banken, bei denen ein Investment-Sondervermögen im Mittelpunkt steht, eignen sich dagegen in besonderem Maße zur Abwicklung von Beitragszusagen. Will man also entgegen den bisherigen – und in Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung verankerten – Gepflogenheiten auch in

Deutschland echte defined-contribution Pläne verwirklichen, könnten diese Konzepte den Weg weisen.

Die Vorlage der Bundesregierung für das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz sieht die Aufnahme sogenannter Pensions-Sondervermögen als neuem Investmentfondstyp in das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vor. In der Begründung des Referentenentwurfs heißt es dazu, diese Sondervermögen seien „aus der öffentlichen Diskussion unter der Bezeichnung 'Pensionsfonds' bekannt“⁷⁹⁾. Dabei handelt es sich um einen thesaurierenden Zielfonds, der dem langfristigen Vorsorgesparen dienen soll. Diese Pensions-Sondervermögen sollen gesetzlich verpflichtet sein, mindestens 51% des Vermögens in Aktien, Immobilien und stille Beteiligungen zu investieren⁸⁰⁾. Nach Auffassung des BVI sind die Pensions-Sondervermögen durch ihre Struktur, die vorgesehenen Anlageformen und Anlagegrenzen als Instrument sowohl für die private als auch für die betriebliche Altersversorgung geeignet⁸¹⁾.

Abb. 4: Wesentliche Merkmale der Pensionssondervermögen (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz)

Zulässige Vermögenswerte

- Wertpapiere und Schuldscheindarlehen
- Grundstücke und Beteiligungen an Grundstücks-Gesellschaften
- stille Beteiligungen
- „Finanzinstrumente“ (nur zu Absicherungszwecken)

Anlagevorschriften

- Untergrenzen (in % des Gesamtvermögens):
 - „Substanzwerte“ (Aktien, Grundstücke, Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, Anteile an Grundstücks-Sondervermögen) müssen mindestens einen Anteil von 51% ausmachen
- Obergrenzen (in % des Gesamtvermögens):
 - Immobilienwerte nur bis zu 30%
 - Stille Beteiligungen nur bis zu 10%
 - Stille Beteiligungen und Aktien insgesamt nur bis zu 75%
 - Bankguthaben u. geldmarktnahe Titel insgesamt nur bis zu 9%
 - Maximal 30% der Vermögenswerte dürfen Währungsrisiken ausgesetzt sein

Schließlich ist auch der Bundesverband deutscher Banken mit einem Vorschlag, wie ein dem angelsächsischen Pensionsfonds nachempfundener Durchführungsweg der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland zu etablieren sei, an die Öffentlichkeit getreten: Der Betriebs-Pensions-Fonds soll ähnlich wie das Pensions-Sondervermögen in das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften integriert werden und zur Durchführung von sowohl beitrags- als auch leistungsorientierten Versorgungszusagen einzusetzen sein. Im Unterschied zum Vorschlag des BVI fordern die Bankenvertreter allerdings auch eine steuerliche Flankierung des Betriebs-Pensions-Fonds, die sich an den geltenden Regelungen für Direktzusagen orientieren soll⁸²⁾.

⁷⁵⁾ Der Gesetzgeber plant, die gegenwärtigen Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien zu lockern; vgl. o. V., Referentenentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes („Kontrag“), ZIP 1996 S. 2129.

⁷⁶⁾ Vgl. o. V., ZfGK 1997 S. 175 ff.

⁷⁷⁾ Vgl. Heubeck, ZfGK 1997 S. 168 f.

⁷⁸⁾ Im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung ist wohl am ehesten daran zu denken, Pensions-Sondervermögen als Spezialfonds zur Anlage der Deckungsmittel einzusetzen. Insofern könnte sich auch ein Berührungspunkt mit dem Asset Funding ergeben.

⁷⁹⁾ BMF, a.a.O. (Fn. 73), S. 144.

⁸⁰⁾ Allerdings ist fraglich, ob die Vorgabe einer Untergrenze von 51% für die Anlage in „Substanzwerte“ tatsächlich sachgerecht ist und nicht vielmehr in einem vergänglichen (Aktien-)Kursausch geboren wurde. Der Gesetzgeber täte wohl besser daran, die Entscheidung über die Zusammensetzung des Portfolios den begünstigten Arbeitnehmern zu überlassen.

⁸¹⁾ Vgl. Laux, ZfGK 1996 S. 462 f.

⁸²⁾ Vgl. o. V., Pensionsfonds sollen steuerneutral sein, Börsen-Zeitung vom 27. 11. 1997 S. 1.