

## Betriebliche Altersversorgung

# Die Rückdeckung für Pensionszusagen



**Dr. Matthias Dworzack**

ist geschäftsführender Gesellschafter der Kanzlei für Wirtschaftsberatung an der Elbe in Hamburg und Betriebswirt für betriebliche Altersvorsorge. Sein Schwerpunkt ist die Sanierung und Kommunikation von Versorgungswerken.

**Pensionszusagen als ein wichtiges Instrument der Mitarbeiterbindung und der Altersvorsorge existieren in jedem zweiten mittelständischen Unternehmen. Allerdings sind die Zusagen und die damit verbundenen Rückstellungen in den Bilanzen nur zu einem geringen Teil gegenfinanziert.**

## 1 Bestandsaufnahme

Ein Viertel aller Unternehmen bildet überhaupt keinen Kapitalstock für die Zeit der Pensionszahlungen. Insgesamt die Hälfte der Betriebe mit Pensionszusagen hat diese Verpflichtungen nur zu 50 % ausfinanziert. Den in den Bilanzen inländischer Kapitalgesellschaften als Folge der erteilten Pensionszusagen gebildeten Rückstellungen von insgesamt 243 Mrd. Euro stehen zur Leistungserfüllung nur 60 Mrd. Euro an Deckungskapital gegenüber.

### Wichtig

Resultat dieser verfehlten Anlagestrategie: Hunderttausende Unternehmen stehen vor massiven Finanzierungslücken, manchmal sind gar die Existenz der Firma und das private Vermögen des Unternehmers bedroht.

Die Situation spitzt sich durch das neue Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) noch zu. Zukünftig stehen dem auf der Aktivseite der Handelsbilanz zur Rückdeckung der Zusage aufgebauten Vermögen Rückstellungen auf der Passivseite gegenüber, die realitätsnäher ermittelt sind als bisher: Dafür sorgt neben der Berücksichtigung von Gehalts- und Rententrends auch ein marktgerechterer Kalkulationszinssatz. Hierdurch wird viel klarer, welches Anlagevermögen denn tatsächlich zur nachhaltigen Erfüllung der erteilten Pensionszusage vorhanden sein muss, vgl. auch Jurk/Sprick, AuA 7/09, S. 392 ff.

### Info

#### Rückblende

Über Jahrzehnte betrachtete die herrschende Betriebswirtschaftslehre Pensionszusagen als Instrument der Binnenfinanzierung. Danach führten die hierdurch ausgelösten Gewinnrückstellungen zu willkommenen Erträgen aufgrund nicht gezahlter Steuern. Weitgehend blendete man die Kalkulation der Rentenphase sowie den damit einhergehenden Finanzierungszwang von entsprechendem Anlagevermögen aus. Denn die Zusage von Pensionsleistungen an Mitarbeiter ist rechtsverbindlich. Sie kann nur in extremen Ausnahmefällen widerrufen werden – faktisch muss diese Maßnahme dann eine ansonsten unabwendbare Insolvenz der Firma wirksam verhindern.

## 2 Aktuelle Situation

Aktuell zeigt sich, dass diese Rechnung vieler Mittelständler nicht aufgeht. Es fehlen entweder wachsende Erträge aus dem operativen Geschäft oder entsprechende Vermögenswerte bzw. – schlimmer noch – das vorhandene Anlagevermögen erweist sich als untauglich, weil trotz guter Absichten falsch investiert wurde.

Die im Mittelstand am häufigsten anzutreffende Finanzierungsform zur Erfüllung von Pensionszusagen – die sog. Rückdeckung – ist die Lebensversicherung. Dies resultiert aus der Tatsache, dass Zusagen in mittelständischen Kapitalgesellschaften während der letzten Jahrzehnte fast ausschließlich in das Beratungsfeld von Versicherungen fielen. Aus dieser Tradition sind zwei Problemfelder entstanden:

Die Finanzierungen kalkuliert man im Durchschnitt mit einer angenommenen jährlichen Versicherungsrendite von 6 %. Dieser Wert ist zu hoch angesetzt. Tatsächlich beträgt die jährliche Rendite von Lebensversicherungen im langjährigen Mittel nur 4,3 %.

Zur Gegenfinanzierung von Pensionszusagen sind Lebensversicherungen aufgrund einer weiteren, strukturellen Besonderheit ungeeignet: Im Anlagevermögen einer Kapitalgesellschaft werden sie besteuert. Die jährlichen Nettoerträge liegen dann nur noch bei 2,5 bis 3 %.

Es verwundert nicht, dass die Zufriedenheit mit dieser Form der Kapitalbildung gering ist – sie liegt bei unter 20 %.

Probleme treffen die Unternehmen auch nicht erst dann, wenn für die Rentenzahlungen kein Geld vorhanden ist: Inadäquat finanzierte Pensionsverpflichtungen können bereits heute die Bewertung des Unternehmens – etwa beim Verkauf – negativ beeinflussen oder verhindern. Auch im Unternehmensrating der Banken nach den Basel II-Richtlinien wirken sich ungenügend gegenfinanzierte Pensionsrückstellungen negativ aus. Zunehmend rächt es sich, dass Pensionszusagen vielfach pauschal erteilt und zugleich die Finanzierungsfragen ohne die erforderliche individuelle Konzeption behandelt wurden.

# überdenken

## 3 Rückstellungen für Pensionszusagen

Das Handelsgesetzbuch (HGB) regelt den Ansatz von Pensionsrückstellungen nicht explizit. Jedoch gelten sie als ungewisse Verbindlichkeit, für die nach § 249 HGB Rückstellungen zu bilden sind. Konkrete Vorschriften über deren Höhe finden sich nur in geringem Maße. Gemäß § 253 Abs. 1 HGB ist dafür die „vernünftige kaufmännische Beurteilung“ maßgeblich. Wer nach weiterer Konkretisierung sucht, wird beim Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) fündig. Eine bis heute unverändert gültige Stellungnahme aus dem Jahr 1988 regelt die Bildung der anzusetzenden Pensionsrückstellungen.

Danach sind zunächst die anerkannten Regeln der Versicherungsmathematik anzuwenden.

Für bereits laufende Rentenzahlungen muss der Barwert der Verpflichtung angesetzt werden.

Bei aktiven Anwärtern erfolgt eine geeignete Verteilung der Rückstellungsbildung über die gesamte Dienstzeit.

Das auch im Steuerrecht angewandte Teilwertverfahren wird ausdrücklich als geeignet genannt.

Die Stellungnahme des IDW ermöglicht es derzeit – also noch nach über 20 Jahren – in den meisten Fällen, Pensionsrückstellungen in der Handels- und der Steuerbilanz in gleicher Höhe anzusetzen. Allerdings treffen die Rechengrundlagen – Zinssatz und Sterbewahrscheinlichkeiten – in der Realität nicht zu. Für die Berechnung des steuerlichen Teilwerts sind ein Rechnungszins von 6 % und – wie in der Handelsbilanz – die anerkannten Regeln der Versicherungsmathematik zu berücksichtigen.

## 4 Steuerersparnis

An dieser Stelle beginnt das Problem mit der Finanzierung von Pensionszusagen: Die Ausgestaltung der Teilwertberechnung ist ausschließlich fiskalisch motiviert. Sie hat absolut nichts mit einem kaufmännisch vernünftig kalkulierten Kapitalbedarf zur Erfüllung der späteren Rentenlasten zu tun. Infolge der höheren Abzinsung der Pensionsansprüche werden diese regelmäßig zu niedrig bewertet, was überwiegend zu einem ungenügenden Finanzierungsaufwand in den Unternehmen führt.

### Beispiel 1

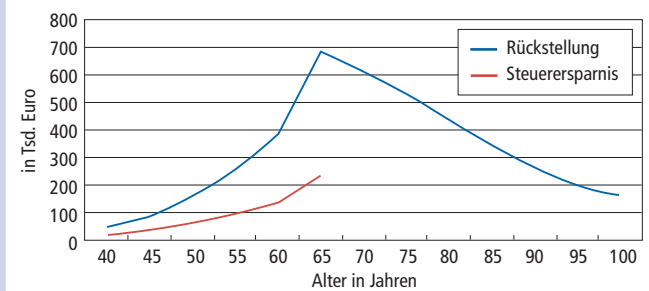
#### Altersrente

Einem 40 Jahre alten Gesellschafter-Geschäftsführer (GGF) wird eine Pensionszusage erteilt. Die Firma existiert seit 1990, er selbst ist seit fünf Jahren Geschäftsführer. Die Zusage umfasst ausschließlich eine Altersrente i. H. v. 5.000 Euro. Daraus ergibt sich ein Rückstellungsverlauf wie in **Grafik 1**.

Die Rückstellungen summieren sich zügig bis zum Rentenbeginn auf 691.000 Euro, um dann während des Rentenbezugs allmählich abzusinken. Die schrittweise Auflösung ist auf ein Endalter von 120 Jahren kalkuliert.

Grafik 1

#### Rückstellungen und Steuerersparnis



### Wichtig

Daraus resultiert ein ebenso erhebliches wie konsequent vernachlässigtes Bilanzsprung- und Liquiditätsrisiko, denn: Würde der GGF bspw. mit 90 Jahren versterben, müsste man die Rückstellungen in der Bilanz wegen Wegfall der Verbindlichkeit im betreffenden Wirtschaftsjahr auflösen. Das würde in unserem Beispiel eine Gewinnerhöhung von 260.000 Euro ausmachen, die ihrerseits eine Steuerzahlung i. H. v. 80.000 Euro auslösen würde. Aus einer Rückdeckungsversicherung wäre keine Zahlung mehr zu erwarten, so dass die Belastung bei der Firma bliebe – ein gravierender struktureller Mangel in der Liquiditätsplanung dieser Zusage mit Rückdeckungsversicherung.

Die aus den Rückstellungen bis zum Beginn der Rentenphase resultierende Steuerersparnis – i. d. R. Hauptmotivation für eine Pensionszusage – beträgt bis zum Beginn der Rentenzahlung 235.000 Euro. Weder der kumulierte Rückstellungsbetrag von 690.000 Euro zum Rentenbeginn noch der kumulierte Betrag der gesparten Steuern haben etwas mit dem tatsächlich benötigten Kapital zu tun, das zu Beginn der Rentenzahlung nach vernünftiger kaufmännischer Kalkulation zur Verfügung stehen sollt. Das Anlagevermögen der Firma muss dann tatsächlich 1,05 Mio. Euro betragen.

## 5 Liquiditätsaufwand

Häufig finden sich in Pensionszusagen Leistungen für den Fall von Tod oder Invalidität. Die Auswirkungen auf den Verlauf der Rückstellungen halten sich meist in überschaubarem Rahmen.

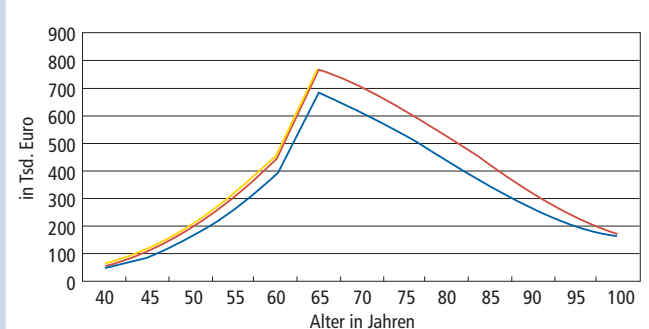
### Beispiel 2

#### Biometrische Risiken

**Grafik 2** zeigt die Auswirkungen für den Fall, dass die Zusage auch eine Witwenrente (WR) i. H. v. 60 % der Pension enthält, sowie eine Invalidenrente (BU), gleichfalls i. H. v. 60 % der Altersrente (AR).

Grafik 2

#### Rückstellungen für biometrische Risiken



## Beispiel 3

### Liquiditätsbetrachtung

Wenden wir uns wieder der Ausgangssituation zu, in der der GGF nur eine Altersrente zu erwarten hat. Damit der Firma zum Rentenbeginn alle Gestaltungsoptionen für die Rentenphase offenstehen, benötigt sie dann den sog. Versicherer-Rentenbarwert, mithin ein Anlagevermögen von 1,05 Mio. Euro. Wie gestaltet sich der Liquiditätsaufwand, wenn zur Ausfinanzierung eine klassische Rentenversicherung abgeschlossen wird?

Zunächst führen die 690.000 Euro Rückstellungen zu einem Liquiditätsertrag von 210.000 Euro.

An Beiträgen für die Versicherung sind insgesamt 638.000 Euro zu entrichten.

Die Beitragszahlungen sind aufwandswirksam und führen somit zu niedrigeren Steuern.

Im Gegenzug jedoch übersteigt der jährlich zu bilanzierende Aktivwert der Versicherung ab dem siebten Jahr den Finanzierungsaufwand, so dass insgesamt bis zum Rentenbeginn 125.000 Euro an Steuern fällig werden.

Per Saldo verursacht die Versicherung somit einen Liquiditätsaufwand i. H. v. 764.000 Euro.

Rechnet man hier abschließend den Liquiditätsertrag aus Rückstellung i. H. v. 210.000 Euro dagegen, ergibt sich ein gesamter Liquiditätsaufwand i. H. v. 554.000 Euro nach Steuern.

Tatsächlich hat man in der Vergangenheit – bei Bildung eines Rückdeckungsvermögens – häufig und wenig hinterfragt einen Versicherungsvertrag abgeschlossen, in den immerhin die Steuerersparnisse aus der Pensionszusage fließen. Aus einem solchen Klassiker würde der Firma im Beispiel zu Beginn der Rentenphase ein Anlagevermögen von nur 330.000 Euro zufließen. Das entspräche ziemlich genau lediglich einem Drittel des benötigten Kapitals.

## 6 BilMoG

Das fehlende Anlagevermögen zur Erfüllung von Pensionszusagen summiert sich im deutschen Mittelstand auf dreistellige Milliardenbeträge. Konnte diese Tatsache bislang noch in bestimmtem Maße ignoriert werden, heben die geänderten Richtlinien des BilMoG die tickende Zeitbombe ins Bewusstsein: Sowohl der tatsächliche Finanzierungsbedarf als auch der Grad der Zielerreichung sind in zukünftigen Bilanzen schärfer abzubilden als bisher.

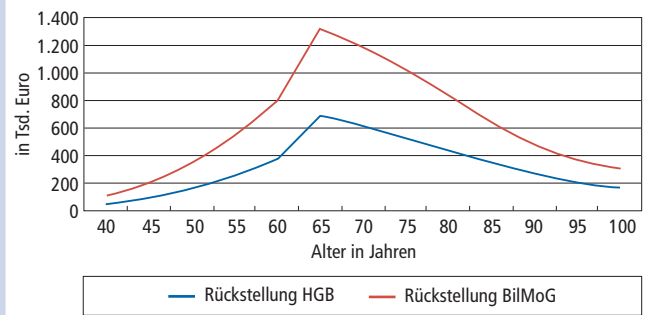
## Beispiel 4

### BilMoG-Richtlinien

Wäre in unserem Beispiel etwa eine auch nur unscharfe Koppelung der Rentenhöhe an das Gehalt des GGF formuliert, müsste dies in der Handelsbilanz kaufmännisch vernünftig berücksichtigt werden. Bei einem Gehaltstrend von jährlich +2,5 % ergäbe sich ein Rückstellungsverlauf wie in **Grafik 3**. Das nunmehr benötigte Anlagevermögen belief sich auf 1,9 Mio. Euro.

Grafik 3

### Rückstellungen mit Gehaltstrend



## 7 Bewertung

Die Versicherungswirtschaft stellt einen unverzichtbaren Bestandteil in der Welt der Pensionszusagen dar – dafür sorgt allein schon die eingangszitierte Stellungnahme des IDW. Sie ist ebenso bedeutend wegen ihrer finanz- und versicherungsmathematischen Infrastruktur. Versicherungsbausteine zur Darstellung von Hinterbliebenen- und Invalidenrenten sind unverzichtbar.

Der betriebswirtschaftlich sinnvollen Finanzierung mittels Versicherungen stehen jedoch strukturelle Merkmale mit eindeutig negativer Auswirkung entgegen. Dies sind insbesondere

- eine Nachsteuerrendite, die klar in den Bereich der Vermögenskonservierung und weniger in den der Vermögensmehrung weist, sowie

- die Tatsache, dass existenzielle Bilanzsprungrisiken nicht mit einer Rückdeckungsversicherung zu eliminieren sind.

Gleichwohl zeugt die nahezu reflexartige Wahl einer Rückdeckungsversicherung als Finanzierungsinstrument von geringem Interesse, aber auch von fehlender Kenntnis über Finanzierungskonzepte mittels innovativer Kapitalanlagen.

Dies ist insofern erstaunlich, als dass sich Versicherungen selbst ihre Kapitalanlagen innovativ organisieren: So war etwa der Marktführer nach dem Zweiten Weltkrieg der größte Investor der deutschen Handelsflotte. Oder: Mittelgroße Versicherungen betreiben bspw. erfolgreich eigene Private Equity-Engagements für ihre konservativ ausgewiesenen Überschüsse. Dabei sind die internen hoch rentierlichen Ziele durchaus ambitioniert gesteckt. Da liegt es nahe, dass die Finanzwirtschaft sich für den Bereich der Pensionszusagenfinanzierung gleichfalls um nachhaltige, innovative Finanzierungsmöglichkeiten zu kümmern beginnt.

## 8 Lösungsansätze

Seit einigen Jahren steigen die Finanzierungen von Rückdeckungen bestehender Pensionsverpflichtungen über alternative Anlageformen. Grundsätzlich gibt es keine Anlagevorschriften, jede Kapitalanlage ist denkbar. Der Aufbau eines Kapitalstocks zur Finanzierung von Pensionszusagen muss nach effizienten Kriterien erfolgen. Dazu gilt es, mehrere Aspekte der Kapitalanlage in ein ausgewogenes Verhältnis zu bringen.

### Checkliste

#### Kriterien für die Kapitalanlage

- attraktive Rendite nach Steuern
- kalkulierbares Risiko
- niedriger interner Verwaltungsaufwand
- fristgerechte Ausfinanzierung
- adäquate Liquidierbarkeit

Investments, die die geforderten Kriterien erfüllen, existieren im Bereich der Investmentfonds und der unternehmerischen Beteiligungen in Form von geschlossenen Fonds. Allerdings ist die Finanzierung von Pensionszusagen mit solchen alternativen Investments für deutsche Unternehmen noch weitgehend Neuland.

## 9 Rendite-/Risikobetrachtungen

Zum Annähern an konkrete alternative Lösungen diskutiert man in einem ersten Schritt die jeweiligen Renditeperspektiven unter Berücksichtigung des Anlegerrisikos. Dabei stellt sich die Frage, nach welchen gemeinsamen Kriterien so unterschiedliche Assetklassen wie Investmentfonds, Schiffsbeteiligungen, Immobilien- oder Private Equity-Fonds als geeignet einzustufen sind. Die Zielvorgabe für die erwartete Vorsteuerrendite eines Pensionszusagenportfolios liegt bei jährlich 7 %. Aufgrund der annähernd identischen Vor- wie Nachsteuerrenditen im Anlagevermögen sollte diese Vorgabe mit langfristigen, defensiv ausgerichteten Investments zu erreichen sein.

### Praxistipp

Für den Bereich der Investmentfonds erscheint es vertretbar, über einen langen Anlagehorizont – wie im Beispiel von 25 Jahren – von defensiv ausgerichteten Total Return Fonds oder aktiv gemanagten Vermögensverwaltungsportfolios eine entsprechende jährliche Wertentwicklung zu erwarten. Der Einsatz von passiv ausgerichteten Indexfonds, deren Charme in einer günstigen Kostenstruktur liegen kann, ist grundsätzlich in Erwägung zu ziehen, allerdings gibt es dabei keinerlei Einfluss auf die Kursstabilität des Investments.

Ein Index für den Schiffsfondsmarkt im eigentlichen Sinne existiert nicht. Nach Studien führender Analysten liefert der Markt eine langfristige Nachsteuerrendite für das Segment Schiffsfonds von 6,83 % p. a. Für das zukünftige Renditepotenzial für den Schiffbeteiligungsmarkt insgesamt wird eine jährliche Rendite von 6 bis 8 % nach Steuern genannt.

Diese Prognosen sind auch fundamental abgesichert: Das Institut für Seeverkehrswirtschaft und Logistik ISL nimmt – ausgehend vom Wirtschaftsjahr 2000 – bis 2015 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 7 % an. Das bedeutet in zehn Jahren eine Verdopplung und in 15 Jahren eine Verdreifachung der Schifffahrtsmärkte. Selbst die aktuelle Schwäche der internationalen Seeschifffahrt wird nach Einschätzung des Hamburger Weltwirtschaftsinstituts nur eine Wachstumsdelle von ein bis zwei Jahren verursachen.

### Praxistipp

Immobilienfonds bieten die Sicherheit einer Sachwertinvestition, kombiniert mit guten Renditeaussichten. Sie bieten sich auch deshalb zur Rückdeckung von Pensionszusagen an, weil man die laufenden Ausschüttungen für die Rentenzahlungen verwenden und damit das sog. Langlebkeitsrisiko für das Unternehmen stark verringern kann.

## 10 Private Equity-Fonds

Im Private Equity-Bereich existieren einige Besonderheiten bei der Performancemessung. Zum einen werden die zeitgewichteten Renditen, etwa wie bei einem Investmentfonds, ausgewiesen.

### Wichtig

Für den wirtschaftlichen Erfolg von Private Equity-Fonds sind daneben aber noch die Kapitalströme von entscheidender Bedeutung. Für die Erfolgsmessung dieses Bereichs hat sich als internationaler Standard die Angabe des internen Zinsfußes der Cashflowströme etabliert. Diese Internal Rate of Return (IRR) berücksichtigt neben den realisierten Beteiligungsverkäufen die bestehenden Wertansätze von Portfoliounternehmen des Fonds und unterliegt den Standards der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

Danach dürfte ein qualitativ hochwertiges Investment die angestrebte jährliche Rendite von 7 % erwarten lassen. Ein Investor kann sich direkt – über Fonds oder über Dachfondskonstruktionen – an Private Equity beteiligen.

### Info

#### Private Equity Performance Index (PEPI)

Der Private Equity Performance Index berücksichtigt die Performance von etwa 1.750 US-Fonds (seit 1969) bzw. 900 europäischen Fonds (seit 1980). Er stellt die Nettoerrendite nach Abzug von Managementgebühr und weiteren Kosten dar.

### Praxistipp

Direktinvestments in ausgewählte Unternehmen haben eine 30%ige Wahrscheinlichkeit eines Totalverlusts, Fonds eine 1%ige. Dachfonds haben eine Totalverlustwahrscheinlichkeit von 0 % und nur eine kleine Wahrscheinlichkeit überhaupt Verluste zu generieren. Für den Einsatz in der betrieblichen Altersversorgung kann man danach grundsätzlich nur Dachfondskonzepte ernsthaft ins Auge fassen.

## 11 Steuerliche Kriterien

Im nächsten Schritt überprüft man steuerliche Aspekte.

Schiffsfonds profitieren von der Tonnagesteuer, die die EU zur Harmonisierung des europäischen Schifffahrtsrechts entwickelt hat und die die Bundesregierung mit § 5a Einkommensteuergesetz (EStG) in deutsches Recht umgesetzt hat. Es handelt sich nicht um eine Steuer, sondern um ein Verfahren zur Gewinnermittlung, bei dem für die Schiffsbetreibergesellschaft die vorteilhafte Möglichkeit besteht, den Gewinn pauschal nach der Größe des Schiffs zu ermitteln.

Bei Aktien- und Private Equity-Fonds sind Veräußerungsgewinne und Dividendenerträge sowie Entnahmen vom Kapitalkonto nur jeweils zu 5 % der Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag zu unterwerfen (§ 8b Abs. 1, 2 Körperschaftsteuergesetz). Somit profitiert das Unternehmen grundsätzlich von zu 95 % steuerfreien Kursgewinnen!

Bei inländischen geschlossenen Immobilienfonds besteuert die beteiligte Kapitalgesellschaft die zugewiesenen steuerlichen Ergebnisse. Hier sind vermögensverwaltende und gewerbliche Fonds zu unterscheiden. Ein steuerlich relevanter Veräußerungsgewinn ist grundsätzlich steuerpflichtig. Doch diese Besteuerung lässt sich verhindern, indem man den Veräußerungsgewinn auf eine Rücklage gemäß § 6b EStG überträgt und neu investiert.

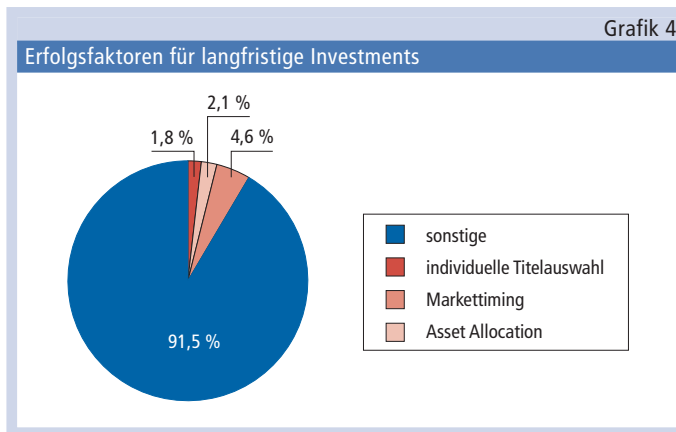
Bei ausländischen Immobilienfonds ist entscheidend, welches Land besteuert und was das jeweilige nationale Recht über die Höhe der Steuern, Freibeträge, steuerlichen Ergebnisse etc. regelt. Da Doppelbesteuerungsabkommen lediglich festlegen, welchem Land das Besteuerungsrecht zusteht, greifen sie auch für Fondsanteile, die zum Betriebsvermögen gehören.

## 12 Investmentportfolios

Abschließend gilt es, effiziente Investmentportfolios zu konstruieren. Diese können die geforderten Alternativkriterien zur klassischen Lebensversicherung, nämlich nahezu identische Vor- wie Nachsteuerrenditen bei stabilen Erträgen, erfüllen.

### Wichtig

Von allergrößter Bedeutung dabei ist die breite Streuung der Anlagen: Eine wiederholt verifizierte, wegweisende Studie des Financial Analysts Journal hat bereits 1986 gezeigt, dass Vermögensstrukturierung mehr als alle anderen Faktoren den langfristigen Erfolg des Rückdeckungsvermögens bestimmt. Die Rendite eines Portfolios wird zu 91,5 % durch die Verteilung auf verschiedene Anlageklassen, die Asset Allocation, bestimmt. Die Suche nach der besten Investmentauswahl beeinflusst nur 4,6 % der Performance, andere Faktoren – z. B. das viel thematisierte Market Timing (1,8 %) – beeinflussen den Anlageerfolg zusammen nur zu 3,9 %.



Die Performance eines in traditionelle Anlageformen – wie festverzinsliche Wertpapiere und Aktien – breit diversifizierten Portfolios unterliegt immer noch dem systematischen Kursschwankungsrisiko des Geld- und Kapitalmarkts. Eine signifikante Volatilitätsglättung des Anlegerportfolios lässt sich durch eine weitere Diversifizierung mit geschlossenen Fonds realisieren. Grund dafür ist die Tatsache, dass geschlossene Fonds auch in Krisenzeiten vergleichsweise konstante Wertentwicklungen aufweisen, vgl. **Übersicht**.

Übersicht

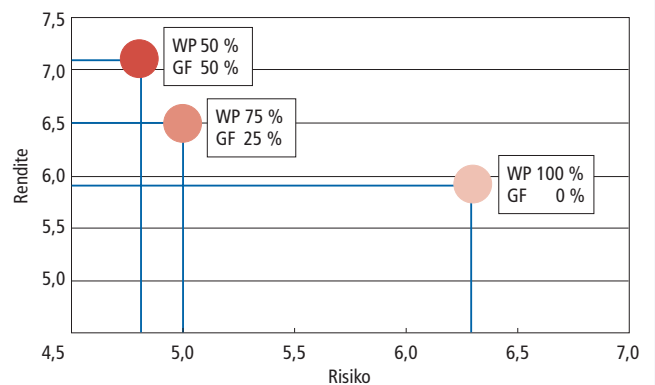
**Jahresrenditen geschlossener Fonds**

Krise	Rendite
Börsencrash (1987)	5,10 %
Golfkrieg (1990)	5,70 %
Asienkrise (1997)	6,02 %
Russlandkrise (1998)	5,97 %
11. September 2001	6,20 %
Irakkrieg (2003)	6,80 %
Finanzkrise (2008)	4,00 % (teilweise geschätzt)

Die Performancezahlen verdeutlichen die geringe Wechselbeziehung der Indices geschlossener Fonds mit denen der offenen Publikumsfonds. Es besteht kaum Abhängigkeit von den klassischen Kapitalanlagen. Eine Portfoliomischung aus geschlossenen- und Investmentfonds optimiert Studien zufolge das Rendite-Risiko-Profil des Portfolios, wie **Grafik 5** verdeutlicht.

Grafik 5

Portfoliooptimierung mit geschlossenen Fonds (1991 bis 2006)



WP: Wertpapiere GF: geschlossene Fonds

Die durchschnittlichen Renditen des reinen Aktien-/Rentenfonds-Portfolios ergeben sich aus einer Umrechnung der Wertveränderungen (jeweilige Kurse) in Wachstumsfaktoren, die wiederum mit den Angaben zu „Netto Cash Flow“-Renditen vergleichbar sind. Für die geschlossenen Fonds werden „Netto Cash Flow“-Renditen, d. h. durchschnittliche Liquiditätsrückflüsse ohne Steuereffekte, angegeben. Das „Risiko“ gibt die Schwankungsbreite in Prozentpunkten an, mit der die angegebene Rendite mit einer statistischen Wahrscheinlichkeit von 70 % erzielt wird.

Ausgangsportfolio (100 %) ist ein reines Aktien-/Rentenportfolio, das zu 70 % aus Rentenfonds und zu 30 % aus Aktienfonds besteht. Diesem werden sukzessive, zunächst 25 %, dann 50 % geschlossene Fonds beigemischt.

Quelle: Infinanz GmbH Institut für Finanz- und Investitionsmanagement, Prof. Dr. Franz-Joseph Busse, München 2007

## 13 Fazit

Die bei einer alternativen Finanzierung zu verarbeitenden Informationen sind zahlreich und komplex. Gleichwohl lohnt der intensive konzeptionelle Prozess, denn gegenüber der traditionellen Lebensversicherungsvariante können die alternativen Finanzierungskosten um mehr als 50 % niedriger liegen.

In unserem Fallbeispiel gestaltet sich der Liquiditätsaufwand nach Steuern zum Aufbau eines Anlagevermögens von 1,056 Mio. Euro bis zum Rentenbeginn wie folgt:

Die Rückdeckungsvariante kostet nach Steuern 553.000 Euro. Ein alternatives Portfolio mit einer angenommenen Rendite von 7 % p. a. kostet nach Steuern 252.000 Euro. Kalkuliert man defensiver und unterstellt lediglich eine 5%ige jährliche Wertentwicklung, so schlägt die alternative Variante mit 393.000 Euro zu Buche, was noch immer einen Vorteil von 160.000 Euro gegenüber der Versicherungslösung ausmacht.

Und wie sieht das Resultat aus, wenn das Investment- und Beteiligungsportfolio genauso schwach performt wie der langfristige Versicherungsmarkt – nämlich mit durchschnittlich 4,3 %? Dann würde diese Pensionszusage das Unternehmen 441.000 Euro kosten, immerhin noch 112.000 Euro günstiger als der Klassiker. Und nicht zu vergessen: Sogar die nötige Liquidität für das finale Bilanzsprungrisiko ließe sich aus einer defensiven Anlagestrategie in der Rentenzahlungsphase verlässlich planen.