

Vom Pensionär zum Aktionär

Private Pensionsvorsorge, Finanzmärkte und Politik
(BEIGEWUM)¹

Endzeitstimmung ist angesagt: Steht das staatliche Pensionssystem vor dem Bankrott? Wer in aktuellen Zeitschriften blättert und dabei unweigerlich auf haufenweise Anzeigen von privaten Versicherungsunternehmen stößt, kann sich des Eindrucks kaum erwehren. Und ebensowenig den Glücksversprechen, die dort Abhilfe verheißen: Die Privatvorsorge als goldener Rettungsanker.

“Die Pensionen werden zunehmend unfinanzierbar / Die Beiträge reichen bereits heute nicht aus / Die Österreicher machen sich Sorgen / Zauberformel Eigenvorsorge / Es können Träume in Erfüllung gehen” (Überschriften aus der Informationsbroschüre einer österreichischen Versicherung).

Was sind die Gründe für diese breite Offensive? Die Finanzierungsprobleme öffentlicher umlagefinanzierter Pensionssysteme sind nicht neu, ebensowenig wie der wissenschaftliche Hinweis auf notwendige Reformen. Interessant dabei ist, daß die ÖkonomInnen (v.a. über internationale Organisationen wie Weltbank, OECD) bis in die 80er Jahre vornehmlich Leistungskürzungen innerhalb des bestehenden Systems empfahlen. Seit einigen Jahren jedoch wird plötzlich zur Umstellung auf private Kapitaldeckung gedrängt - ohne daß es diesbezüglich inzwischen zu irgendwelchen neuen wissenschaftlichen Erkenntnissen gekommen wäre (Hemming 1998, 4). Offensichtlich gibt es also einen anderen Grund.

Dieser Diskurs verfolgt nicht nur das unmittelbare Geschäft mit Privatversicherungen. Hier geht es um mehr: Um die Verknüpfung der Pensionsreform mit dem Rückzug des Staates und der Förderung des Finanzmarktes. Was trotz jahrelangem intensivstem guten Zureden, Propaganda und Fördermaßnahmen in Kontinentaleuropa nicht gelungen ist, soll jetzt über die Pensionsangst erreicht werden: Die Bevölkerung für die Aktie zu begeistern. Eine geniale Verknüpfung: Das in Österreich und Deutschland offensichtlich stark ausgeprägte Bedürfnis nach Sicherheit (i.e. sicheren Pensionen) wird über den Umweg privater Vorsorge auf ein bislang mit Risiko assoziiertes Gebiet (die Börse) gelenkt. Zu diesem Zweck wird der bisherige Sicherheitsspende (das öffentliche Pensionssystem) mit allen Mitteln diskreditiert. Zusätzlich behilflich ist die im öffentlichen Bewußtsein schon recht gut verankerte Idee von der prinzipiellen Vorteilhaftigkeit privatisierter Güter- und Leistungsbereitstellung.

Die Börsenoffensive hat schon in den 80er Jahren begonnen, und hat auch nach Abflauen der ersten Höhenflugerlebnisse ihren Platz im öffentlichen Raum (Börsenberichterstattung, Aktientips und Stimmungsmache in den Medien) behaupten können.

Mit der Privatpensionskampagne wird noch ein Schäufler zugelegt. Daß es sich hier um ein strategisches Projekt handelt, machen die Aussagen der AkteurInnen klar: Die Banken betrachten die von ihnen neu angebotenen Pensionsinvestmentfonds als “Erziehungsmittel, um den Leuten den Zusammenhang zwischen Kapitalanlage und Pension klarzumachen.” (Die Presse 23/2/1998). “Wir möchten Kunden, die noch keine Wertpapiere haben, zu dieser Veranlagungsform hinführen und dazu animieren, mehr Initiative im Bereich der Eigenvorsorge zu zeigen.” (Die Presse 28/5/1998).

Die Interessen einzelner Fraktionen aus Politik und Wirtschaft konvergieren, auch ohne eine zentral dirigierte Verschwörung darzustellen, auf das Betreiben eines Projekts, dessen (vielleicht nicht von allen Beteiligten beabsichtigte) Eckpfeiler die folgenden sind:

- Förderung des Kapitalmarkts, um ausreichende Liquidität (“kritische Masse”) zustandezubringen
- Durchsetzung einer stärkeren “shareholder-value”-Orientierung in den Unternehmen
- ArbeitnehmerInnen zu Verbündeten einer unternehmerfreundlichen Politik zu machen
- Versuch, die Finanzierungsprobleme des Pensionssystems durch teilweise Abwälzung des Pensionsrisikos auf ArbeitnehmerInnen zu lösen
- Zurückdrängen der umverteilenden Aspekte im Pensionssystem

Das ist nicht auf Österreich beschränkt, sondern eine europaweite Entwicklung. In Deutschland bringt das von der Unternehmensberatungsfirma McKinsey verfaßte Manifest “Aktie, Arbeit, Auf-

schwung“ die Sache auf den Punkt: “Statt Kraft auf frontale Attacken zur Deregulierung der Arbeitsmärkte oder auf fragwürdige punktuelle Unterstützung einzelner Wirtschaftszweige zu verschwenden, muß die reformierende Wirkung des Kapitalmarkts entfesselt werden.” (Mattern 1997, 185). Über den Umweg der Privatisierung des Pensionsystems sollen Widerstände gegen die Forderungen des Kapitals ausgehebelt werden. Die Durchsetzung einer shareholder value-Strategie ist über ein Bündnis mit privatversicherten ArbeitnehmerInnen durchsetzbar: “Dem Verteilungsdruck wird ein Management weniger leicht nachgeben, das seine Leistung gegenüber Pensionsfonds [...] verantworten muß.” (ebd., 189).

Die konservative Regierung in Großbritannien hat diese Strategie vorexerziert. Die Individualisierung von Hauseigentum und Pensionsvorsorge war Teil eines nationalen “Erziehungsplans”, der die bislang so renitenten ArbeiterInnen Kapitalismus verstehen lassen und zu KoalitionspartnerInnen pro-unternehmerischer Politik machen sollte (Waine 1992, 36; Will 1998, 4). “Every adult a shareholder” (Buchtitel) lautete die Losung (zit. nach Waine 1992, 35). Die Verbreitung von symbolischen Eigentumsanteilen sollte ein Stückchen kapitalistische Logik in alle Köpfe und ein bißchen Risiko in jeden Haushalt bringen².

Auch in den USA führte die Verbreitung von steuerbegünstigten individuellen Alterssparplänen zu einem massenhaften Einstieg “kleiner SparerInnen” ins Anlagegeschäft. So frohlockt der Economist (25/10/1997, 30): “Thanks to mutual fund revolution, everyone is a capitalist now.”

Das Ergebnis dieser Entwicklung in den USA und Großbritannien ist ein riesiger Sektor mächtiger privater Pensionsfonds, die entscheidenden Einfluß auf Wirtschaftsleben, Unternehmensführung und Politik ausüben.

Nun haben auch in Kontinentaleuropa die Finanzierungsprobleme der öffentlichen Pensionssysteme und das Bestreben, den Kapitalmarkt zu stärken, zu anhaltenden Versuchen geführt, die Umstellung auf private kapitalgedeckte Pensionsvorsorge zu fördern.

Die politisch Verantwortlichen sind bestrebt, die Verantwortung für eventuelle Leistungseinschränkungen aufgrund der Finanzierungsprobleme des Pensionssystems loszuwerden, und reden zudem ebenfalls der Förderung des Kapitalmarkts das Wort. Das trifft sich günstig mit den Interessen von FinanzmarktakteurInnen und Teilen der Unternehmerschaft.

Das Ergebnis ist der Übergang zu einer neuen Regulationsweise: Die Bindung der ArbeitnehmerInnen an die Firma (bzw. Unternehmerinteressen im allgemeinen) lief im Fordismus über Lohnsteigerungen. Das hört sich jetzt auf. In der neuen Form werden MitarbeiterInnen zu AktionärInnen der eigenen Firma (Mitarbeiterbeteiligungsmodelle für die schrumpfende Kernbelegschaft) oder zumindest irgendeiner Firma (über Pensionsfonds) gemacht, um sie zur Kooperation mit dem Kapital zu bewegen. Früher gab es einen Anteil am Kuchen, heute einen Anteil am Unternehmerrisiko.

Im folgenden zunächst ein kurzer Überblick über die Rolle von Pensionsfonds in den USA und Großbritannien. Im Anschluß soll das Zusammenspiel der unterschiedlichen Faktoren beleuchtet werden, die in Österreich (und der gesamten EU) Druck auf die Einführung eines Systems privater Vorsorge ausüben. Dann werden einige der vorgebrachten volkswirtschaftlichen Argumente für eine private, kapitalgedeckte Pensionsvorsorge beleuchtet, zum Abschluß werden mögliche Handlungsalternativen diskutiert.

Pensionsfonds und Finanzmärkte

Das System der Altersvorsorge im angloamerikanischen Raum hat historisch einen ganz anderen Weg genommen als in der Mehrheit der kontinentaleuropäischen Staaten³. Die wechselseitig bedingte Dominanz von marktorganisiertem Pensionssystem und Umfang der Finanzmärkte hat zu einem Phänomen geführt, das Peter Drucker schon in den 70er Jahren nicht ganz ernsthaft als heimliche Verwirklichung des Sozialismus bezeichnete: Die vielzitierten Pensionsfonds, deren Zahl im angloamerikanischen Raum in die hunderttausende geht. Ein paar Zahlen verdeutlichen die Bedeutung dieser Institutionen: In den USA belaufen sich die Aktiva der Pensionsfonds auf etwa 60% des BIP, in Großbritannien auf ca. 70%. Demgegenüber beträgt das Volumen deutscher Fonds 3%,

jenes österreichischer gar nur 1% des BIP (OECD 1997a, 12). Von den 300 größten Pensionsfonds sind nur 7 deutsche (Clark 1998, 3).

Pensionsfonds sammeln Pensionsbeiträge von Individuen, veranlagen sie gewinnbringend und leisten daraus Pensionszahlungen. Pensionsfonds könnten im Prinzip auch Kredite vergeben, ihr besonderer Vorteil liegt aber in den Kapitalmärkten (Risikostreuung, kein teures Monitoring von Kreditempfängern) (OECD 1997a, 49). Die Hauptveranlagungsinstrumente sind Obligationen und Aktien (wobei die Portfoliozusammensetzung aufgrund unterschiedlicher Regulierungsbedingungen mitunter stark variiert) (Farnetti 1996, 196). Der Anteil der Aktien in den Portfeuilleen der Fonds im OECD-Raum hat sich in den 90ern stark erhöht: von 38% (1990) auf 47% (1995). (OECD 1997a, 14).

Für Fonds ist die Liquidität eines Marktes entscheidend, also ein möglichst großes Handelsvolumen. Darum bevorzugen sie große, gutausgebildete Finanzmärkte. Das Wachstum der Pensionsfonds und die Globalisierung der Finanzmärkte gehen Hand in Hand (Farnetti 1996, 190).

Pensionsfonds sind aber auch in politischer Hinsicht für Finanzmärkte wichtig. Sie sind eine wichtige Lobby für finanzmarktfreundliche Politik, sie machen Druck in Richtung börsenfreundliche Regelungen (OECD 1997a, 49).

Was sind nun die zentralen Merkmale der Pensionsfonds-Branche?

1. Konzentration und externes Management

Ein großer Teil der Pensionsfonds überträgt sein Aktivenmanagement an externe Veranlagungsprofis und übt keinen Einfluß auf die Veranlagung aus. In den USA wurden 1995 44% der Pensionsaktiva extern gemanagt (1994 noch 57%) (OECD 1997a, 30).

Der zur Zeit zu beobachtende internationale Konzentrationsprozeß bei Banken und Versicherungen steht damit in unmittelbarem Zusammenhang. Das Pensionsgeschäft wird zu einer sehr wichtigen Einnahmequelle; und Größe ist in dieser Branche ein entscheidender Wettbewerbsvorteil (Die Gründe liegen in der Bedeutung eines eingeführten Markennamens für die Kundenwerbung und in Skalenerträgen in Form von günstigeren Konditionen und höherer Marktbeeinflussungsmöglichkeit auf den Finanzmärkten, was höhere Erträge ermöglicht). Damit wächst auch eine mächtige Lobby heran - Allfinanzkonzerne auf beiden Seiten des Atlantik.

Der Zwang zur Größe und die daraus resultierende Konzentration im Fondsgeschäft hat dazu geführt, daß die Verwaltung der Pensionsgelder in den Händen einer kleinen Gruppe von Fondsgesellschaften konzentriert ist (Farnetti 1996, 204).

2. Kurzfristige Orientierung

Pensionsfonds werden als maßgebliche Akteure des "short-termism", der Orientierung an kurzfristiger Ertragsmaximierung, gesehen. "Pension funds are acting like traders, and not investors", kritisiert ein US-amerikanischer Investmentberater (zit. nach Markey 1996, 3). Dadurch gerate die langfristige Wettbewerbsfähigkeit und andere Interessen als die der kurzfristigen Dividenden- und Aktienkursmaximierung unter die Räder, so einige BeobachterInnen (Barber/Ghilarducci 1993).

Laut einer offiziellen britischen Untersuchung aus dem Jahr 1993 ist die durchschnittliche Halteperiode von Wertpapieren durch Pensionsfonds in der Periode 1983-87 von 7 auf 2,5 Jahre gesunken (OECD 1997b, 54). Mandate an externe PortfoliomanagerInnen werden immer kürzer, Performancebewertungen erfolgen in immer kürzeren Abständen, und die Bezahlung dieser Anlageverwalter wird immer stärker von der Performance abhängig gemacht (OECD 1997a, 30).

Als weiterer Grund für Kurzfristorientierung gelten sogenannte stock options, also Aktienoptionen der eigenen Firma als Einkommensbestandteil für ManagerInnen. Diese Entlohnungsform begünstigt bzw. fördert Rationalisierungs- und Entlassungswellen, da diese die Kurse in die Höhe treiben (Markey 1996, 3). Stock options werden von Pensionsfonds und anderen institutionellen Anlegern in den USA vermehrt eingesetzt, um die ManagerInnen der Firmen, deren Aktien sie halten, zu einer verstärkten shareholder-value-Orientierung zu motivieren.

ArbeitnehmersvertreterInnen kommen deshalb zum Schluß: "Ineffective corporate governance rules, financial regulations and accounting standards all discourage long-term, buy and hold investment strategies." (Schlesinger 1996, 3) - zum Nachteil der Beschäftigten.

Die spekulative Orientierung kommt auch im Herdentrieb der Fondsgelder zum Ausdruck: "There is a strong tendency for portfolio behaviour to conform to industry norms, a result of the principal-agent problem. For a pension fund manager, a strategy of low personal risk is to do what the others are doing. If they are all wrong in their choices, the manager will not be held personally accountable. But for the principal, the sponsoring companies and the pension beneficiaries, the damage will be done." (Reisen 1994, 17).

3. Wachsender Einfluß auf Unternehmensführung

Aufgrund der relativ breiten Streuung des Aktienbesitzes an börsennotierten Unternehmen reicht in den USA und Großbritannien meist bereits ein geringer Kapitalanteil für einen bestimmenden Einfluß auf die Firmenführung.

Zudem engt die Größe vieler Fonds mittlerweile deren eigenen Bewegungsspielraum in manchen Marktsegmenten derart ein, daß sie durch einen Verkauf Preiseffekte auslösen würden, durch die sie selbst in Mitleidenschaft gezogen werden. Einige der größten Pensionsfonds sind deshalb verstärkt dazu übergegangen, auf die Führung von Unternehmen Einfluß zu nehmen, indem sie die oben erwähnte Auslagerung der Anteilsverwaltung an externe ManagerInnen ein Stück weit zurückgenommen haben (Clark 1998, 21). Nun fordern sie in den von ihnen kontrollierten Unternehmen *corporate governance* (=Unternehmensführungs) - Strukturen, die sich stärker an der Steigerung des shareholder value orientieren.

Durch aktives Monitoring hat sich somit nichts an der kurzfristigen Ertragsmaximierungs-Orientierung geändert, für die Pensionsfonds häufig kritisiert werden. Diese drückt sich in diesen Fällen einfach nicht durch schnellen Aktienverkauf ("exit") im Fall von Ertragschwäche sondern in Form von direktem Druck auf die Firmenleitung ("voice") aus.

Welche Implikationen haben diese Entwicklungen nun für Kontinentaleuropa? Die starke Konkurrenz mit ihrem Druck auf die Margen, die erwähnte Konzentration, die mittlerweile der eigenen Flexibilität in die Quere kommt, und das Bedürfnis nach Risikodiversifikation führen bei den FondsmanagerInnen zur Suche nach neuen Märkten. Die Asienkrise hat den Finanzinstitutionen wieder vor Augen geführt, daß die emerging markets doch nicht die erhofften langfristig sicheren Wachstumsmärkte sind. Deshalb konzentrieren sich Interesse und Bemühungen der Finanzmarktintegrationsversuche auf die Erschließung und Entwicklung der EU-Märkte.

Die EU ist noch recht weit von angloamerikanischen Vorbildern entfernt. Die Vermögenswerte der Pensionsfonds in der EU betragen 1198 Mrd. ECU (das sind ca. 20% des BIP), aber davon liegen 89% in Großbritannien und den Niederlanden (EU Kommission 1997, 8).

Die Pensionsreform wird als wichtigster Push-Faktor für die EU-Finanzmärkte gesehen. Noch ist der EU-Pensionsfinanzmarkt aufgrund unterschiedlicher nationaler Regulierungen fragmentiert. Im wesentlichen handelt es sich um Beschränkungen für Pensionsfonds, Leistungen in anderen Mitgliedstaaten anzubieten, und Anlagevorschriften (Mindestanteile in bestimmten Anlageformen; Pflichtanteile in heimischer Währung). Die Standorte mit den größten Pensionsvermögen (Großbritannien, Irland und Niederlande) befürworten die Harmonisierung und Deregulierung der Anlagevorschriften. Die übrigen EU-Mitgliedstaaten verhalten sich zögerlich bis ablehnend. Die Kommission hat noch Mühe, sie zu überzeugen. Zum Teil kommt aber Abhilfe aus anderen Bereichen: Die bevorstehende Währungsunion macht z.B. Pflichtanteile in unterschiedlichen heimischen Währungen obsolet.

Auch das Zusammenwachsen der nationalen Finanzmärkte zu einem europäischen Finanzmarkt wird durch die Währungsunion gefördert. Die Integration der zersplitterten Märkte ist Voraussetzung für das Zustandekommen ausreichender Liquidität, auf der die Pensionsfonds dann "schwimmen" können.

Der Großteil der Vermögenswerte der EU-Pensionsfonds ist zur Zeit in Staatsanleihen angelegt.

Angesichts der Konsolidierung der Staatshaushalte ist bei Wachstum der Fondsindustrie mit steigender Nachfrage nach Aktien und privaten Anleihen zu rechnen.

In Europa bereitet sich die britische Fondsindustrie schon emsig auf das grenzüberschreitende Geschäft vor. Auch US-amerikanische Pensionsfonds haben begonnen, sich auf dem kontinentaleuropäischen Markt zu etablieren, gehen aber noch vorsichtig vor, um Banken und Unternehmen nicht zu vergraulen, da man vorerst deren Unterstützung noch braucht (Handelsblatt 25/5/1998).

Die kontinentaleuropäischen Banken und Finanzinstitute sind aber gewappnet. Das Hauptproblem für EU-fremde Fonds ist, daß in Kontinentaleuropa die Distribution von Privatvorsorgeinstrumenten fast ausschließlich über Banken läuft, und diese mehrheitlich ihre eigenen und fast ausschließlich inländische Fonds anbieten. Dabei liegen sie in einem gemischten Verhältnis von Konkurrenz und Kooperation mit den Versicherungen, die vielfach eigene Fonds eingerichtet haben.

Überhaupt ist die Verbindung zwischen verschiedenen Finanzdienstleistern über die Zeit stärker geworden, Banken sind inzwischen stark im Investmentfondsgeschäft involviert, ebenso Versicherungsgesellschaften. Wie sich an jüngsten Großfusionen ablesen läßt, gibt es einen Trend zu Finanzkonglomeraten, die alle 3 Geschäftsfelder abdecken (OECD 1997b, 19).

Der kurze Überblick hat gezeigt, daß große Pensionsfonds eine volkswirtschaftlich problematische Rolle spielen. Die Gelder von Pensionsberechtigten werden in einer Art und Weise eingesetzt, die ihren Interessen als ArbeitnehmerInnen und BürgerInnen mitunter massiv zuwiderläuft.

Nach Farnetti (1996) handelt es sich bei diesem Regime um die Internationalisierung einer globalen Rentiersregulation unter dem Primat der Finanzoptimierung. Diese Regulationsweise ist u.a. aufgrund der Expansionsbemühungen der in dieser Hinsicht reifen Märkte und Akteure auf dem Weg nach Europa. Die EU und ihre Unternehmer sind hier allerdings kein passives Opfer böser fremder Mächte, sondern recht aktive Betreiber dieses Modells.

Pensionsfonds werden als willkommene Bündnispartner des Managements und seiner wirtschaftspolitischen Offensive gesehen: Entmachtung von ArbeitnehmerInnen, Einführung von stock options und höheren Managementgehältern, und Unterstützung der ArbeitnehmerInnen für eine unternehmerfreundliche Wirtschaftspolitik können unter scheinbarem Druck anonymer Aktienmärkte oder dem Hinweis, daß das alles "eure Pensionen" sichert, besser durchgesetzt werden.

Zwei Interessensgruppen sind dabei die zentralen Vorkämpfer: Die Träger der Börse und die Anbieter privater Pensionsvorsorge.

Schleppende heimische Börsenentwicklung

Die Wiener Börse ist im europäischen Maßstab ein Zwerg. Die geringe Liquidität schreckt ausländische Investoren ab. Trotz anhaltender Versuche, den Börsenstandort Österreich in Schwung zu bringen, kommt er einfach nicht vom Fleck. Die Außenfinanzierung österreichischer Unternehmen ist völlig von Krediten dominiert. Das liegt auch daran, daß es in Österreich einfach kaum Unternehmen gibt, die für eine Börseneinführung in Frage kommen. Versuche, ein extra Börsensegment für kleine und mittlere Unternehmen zu etablieren, sind bislang gescheitert. Was u.a. daran liegt, daß die Kapitalisierungssumme dieser Unternehmen einfach zu gering ist, um für institutionelle Anleger interessant zu sein. Der Hauptgrund dürfte allerdings sein, daß österreichische Unternehmen offensichtlich wenig Lust zum Börsengang verspüren, da dies mit weitgehenden Informationspflichten und Abgabe von Kontrollrechten verbunden ist.

Dazu kommt ein wenig "börsfreundliches" Umfeld: Noch immer herrscht in weiten Kreisen der Bevölkerung ein gewisses Mißtrauen gegen Aktien, das sich in einer starken Präferenz für wenig riskante Anlageformen äußert. Langsam setzt aber die Wende ein - kontinuierliche Öffentlichkeitsarbeit sorgt für eine stete Imageverbesserung von Aktien, Fonds und anderen Anlageformen jenseits des Sparbuchs.

Als weiterer Hemmschuh gilt aus Sicht der Börsenfreunde die sich erst langsam an die Forderungen der Börseninteressen anpassende Regulierungsstruktur. Der Forderungskatalog der Börse AG an den Bund ist lang: Einführung eines Übernahmerechts, Zulassung des Rükckerwerbs eigener Anteile

durch Unternehmen, Abschaffung der Börseumsatzsteuer, Aufhebung der Spekulationsfrist, steuerliche Erleichterung für *stock option*-Pläne etc.

Mit einem Wort: Es gibt keine "Aktienkultur" in diesem Land. Das trifft für die meisten anderen europäischen Staaten ebenso zu. "Weniger Restriktionen an den Kapitalmärkten, eine anlegerfreundlichere Politik der Unternehmen und eine höhere Liquidität an den Börsen würde es für US-Pensionsfonds interessanter machen, verstärkt in Europa zu investieren." (Handelsblatt 18/5/1998). Die österreichische Börse sucht dementsprechend also (wie andere europäische Börsen auch) dringend große institutionelle Anleger, die die Liquidität und "Aktienkultur" bringen, die eine Expansion ermöglichen. Die vermehrte Privatisierung der Pensionsvorsorge wäre ein ideales Vehikel, um die Aktienangst der Bevölkerung zu umgehen und trotzdem an ihr Geld heranzukommen.

Trends in der privaten Pensionsvorsorge in Österreich

Österreichs Anteil am internationalen Pensionsgeschäft ist äußerst bescheiden. Österreichische Pensionskassen verwalten ein Portfolio von etwas über 30 Mrd. S (weltweit sind es insgesamt 80 Billionen Schilling) (Url 1997b, 699). Das liegt daran, daß das österreichische Pensionssystem stark von der "1.Säule", der gesetzlichen, umlagefinanzierten Pensionsversicherung, dominiert wird. Die 2.Säule (Betriebspensionen) und die 3.Säule (private Vorsorge) spielen im internationalen Vergleich eine bescheidene Rolle.

Die dominante Finanzierungsart für Betriebspensionen in Österreich war lange Zeit die steuerbegünstigte Rückstellung in der Höhe von 50% der Pensionsverpflichtung (1994 in 61% der Betriebe mit Pensionsregelung). Allerdings mit abnehmender Tendenz, externe Betriebspensionskassen nehmen - u.a. aufgrund neuer gesetzlicher Erleichterungen - langsam aber stetig an Bedeutung zu (1997 waren schon etwa die Hälfte der betrieblichen Pensionszusagen über Pensionskassen gedeckt). Etwa jede/r neunte MitarbeiterIn ist von einer solchen Lösung betroffen. Per Ende 1997 gab es in Österreich sieben überbetriebliche sowie acht betriebliche Pensionskassen (Url 1997b, 697; Finanznachrichten 5/3/1998).

Für Unternehmen, die international tätig sind, hat die Auslagerung der betrieblichen Vorsorge in eine Pensionskasse den Vorteil, daß die international unübliche, und ausländischen GeschäftspartnerInnen deshalb schwer zu erklärende Pensionsrückstellung in der Bilanz wegfällt. Zudem können MitarbeiterInnen im Zuge der Auslagerung mit dem Argument der größeren Sicherheit oft zu einer Verschlechterung der Zusage bewegt werden⁴. Denn bestehende Pensionsrückstellungen sind oft unterdotiert.

In der privaten Pensionsvorsorge (3.Säule) dominieren in Österreich derzeit Lebensversicherungsprodukte (was u.a. an der über viele Jahre herrschenden Steuerbegünstigung liegt): Die Auszahlungen lagen 1995 bei 7,5% des gesamten Aufwandes aus dem öffentlichen Pensionssystem (Url 1997a, 547).

In der 2. und 3. Säule dominieren mit Abstand die leistungsorientierten ("defined benefits") Systeme vor den beitragsorientierten ("defined contributions") - letztere gewinnen zur Zeit im angelsächsischen Raum rasch an Bedeutung (Bauer 1998, 106). Eine Entwicklung, die möglicherweise auch bald in Österreich zu beobachten sein wird⁵.

Die Diskussion um die Pensionsreform bescherte den Lebensversicherungen einen rasanten Aufschwung. Der Trend geht von der Ablebensversicherung hin zur klassischen Pensionsversicherung mit Rentenzahlung. Das Alter der Neukunden sinkt (Schnitt: 30 Jahre). "Die Pensionsversicherung ist die Erfolgsstory der nächsten Jahrzehnte", meint der Präsident des österreichischen Versicherungsverbands begeistert (Standard 10/11/1997). Die Prämieinnahmen steigen rasant, 1997 um 30% gegenüber dem Vorjahr⁶.

Die Zunahme des Geschäfts und damit der Konkurrenz führt zu einem wachsenden Druck zu höheren Renditen in der Lebensversicherung. Die versprochene Renditenhöhe ist das beliebteste Werbemittel - und stellt entsprechend immer höhere Ansprüche an die Kapitalverwaltung. Die Investitionsmöglichkeiten in Österreich sind allerdings recht beschränkt, u.a. aufgrund der Auflagen betref-

fend Heimwährungsanteil. Die Währungsunion bringt eine enorme Ausweitung der Investitionsmöglichkeiten auf den gesamten Euro-Raum (Url 1997c, 758). Allerdings haben es dann auch ausländische Anbieter in Österreich leichter, die Konkurrenz für die österreichischen Versicherungsunternehmen wird also steigen.

Österreichische Versicherungen stehen deshalb vorsorglich schon jetzt im Zusammenschluß-Fieber, auch die Zusammenarbeit mit Banken intensiviert sich. Im Gegensatz zu den Erwartungen eines höheren Konkurrenzdrucks durch den EU-Beitritt stieg die Konzentration auf dem österreichischen Versicherungsmarkt in den letzten Jahren kontinuierlich an (Url 1997c, 755).

Die Banken wiederum wollen im Gegenzug auch am Pensionsgeschäft mitnaschen. Der Gesetzgeber hilft nach: Österreich hat seit Frühjahr 1998 eines der avanciertesten Gesetze zur Regelung von privater Pensionsvorsorge (s.a. Bauer 1998, 108)⁷.

Die neugeschaffenen Pensionsinvestmentfonds ("PIF") sind gemischte Fonds, d.h. sie legen ihr Vermögen in Aktien und Anleihen an; im Vergleich zu herkömmlichen Fonds unterliegen sie aber zusätzlichen Auflagen⁸. Was ihnen von Seiten der Konkurrenz den Vorwurf des "Etikettenschwindels" eingetragen hat. Entsprechend wird von den Banken Druck zur Durchsetzung einer Steuerbegünstigung gemacht.

Resümierend läßt sich folgendes festhalten: Aus Sicht der politisch Verantwortlichen des österreichischen Pensionssystems lautet das momentane Hauptproblem: Wie kann ich Leistungsverschlechterungen am besten durchsetzen? Die staatliche Pensionsversicherung ist mit einer wachsenden Schere von Zahlungsverprechen und Beitragszahlungen konfrontiert. Um sich aus der politischen Verantwortung zu stehlen, wäre die Privatisierung im Rahmen von Pensionskassen eine bequeme Lösung. Manche Unternehmen hätten nichts dagegen, sich durch eine Individualisierung der Altersvorsorge Lohnnebenkosten zu ersparen, und die Auslagerung von Betriebspensionen in Pensionskassen für Zusagenkürzungen zu nutzen. Börse, Versicherungen und Banken können davon profitieren und machen deshalb gerne mit - das Pensionsgeschäft ist eine der wenigen Wachstums-sparten.

Gesamtwirtschaftliche Argumente

Die Bemühungen um die Förderung kapitalgedeckter Pensionsvorsorge stützen sich nicht allein auf Interessen, sondern auch auf Argumente. Die Befürworter privater Vorsorge nennen folgende gesamtwirtschaftliche Vorteile eines Kapitaldeckungsverfahrens (Neumann 1998; OECD 1997a):

- Die Beiträge werfen höhere Renditen ab
- Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote
- Wahlfreiheit und Beschränkung des Staatseinflusses
- Weniger Intransparenz und Umverteilung
- Geringere demographische und wirtschaftliche Risiken

Dem ist entgegenzuhalten:

- Renditevergleiche zwischen Umlageverfahren und Kapitaldeckungsverfahren, die meist mit der guten Börsenentwicklung der letzten Jahre argumentieren, sind hochproblematisch. Das geben selbst Befürworter zu: "Es ist schwer, eindeutig nachzuweisen, daß durch einen höheren Aktienanteil die Renditen steigen, da es auf die Wahl des Vergleichszeitraums ankommt, und Aktienerträge kurzfristig schwanken." (EU Kommission 1997, 9). Und die Mainstream-Ökonomie weiß genau: Höhere Erträge heißen immer auch höheres Risiko (OECD 1997a, 27).
- Außerdem ist der Vergleich von impliziten Renditen des Umlageverfahrens mit Erträgen aus Aktienanlagen im Grunde der Vergleich ungleicher Systeme, "denn Aufgabe der gesetzlichen Rentenversicherung ist nicht nur die Vorsorge durch Ersparnisbildung, sondern auch die Absicherung gegen biometrische⁹ Risiken. Angemessen wäre folglich ein Vergleich mit der internen Rendite marktüblicher privater Rentenversicherungen." (Schmähl 1998, 266). Zudem lassen reine Rendite-

vergleiche die Kosten eines privaten Versicherungssystems (Werbung, Vertrieb) unberücksichtigt - diese liegen etwa in Chile bei 16% der Beitragseinnahmen, in den Niederlanden bei 21% (gegenüber Kosten von 1,2% im staatlichen System) (Schmähl 1998, 266; EU Kommission 1997, 5). Etwaige verbleibende Kostenvorsprünge des kapitalgedeckten Systems erklären sich aus der nicht vorhandenen Umverteilung, weder zwischen noch innerhalb der Generationen oder den Geschlechtern.

- Langfristig kann ein kapitalgedecktes Verfahren in einer geschlossenen Volkswirtschaft nur höhere Erträge bringen, wenn die Ertragsraten der Finanzaktiva das Wachstum der Lohnsumme übersteigen. Die Alterung der Bevölkerung verknüpft aber das Arbeitsangebot und erhöht deshalb - ceteris paribus - das Reallohnwachstum, und senkt entsprechend die Kapitalerträge (OECD 1997a, 10). Außerdem wird der Kurs der Finanzaktiva fallen, wenn eine wachsende Anzahl von PensionistInnen ihre in Pensionsfonds angesammelten Wertpapiere an immer weniger Beschäftigte zu verkaufen versucht (Heller 1998, 11). Ein kapitalgedecktes Finanzierungssystem ist somit keineswegs gegen demographische Veränderungen resistent.
- Erweitert man den Blick auf eine offene Volkswirtschaft und zieht somit Anlagen im Ausland in Betracht, so kommen aufgrund der annähernd gleichen Altersstruktur in allen Industrieländern vorwiegend sogenannte emerging markets in Frage¹⁰. Die jüngste Asienkrise hat allerdings wieder in unangenehme Erinnerung gerufen, daß höhere Erträge meist auch mit höherem Risiko einhergehen und die institutionelle Struktur dieser Märkte zu schwach ist, um eine verlässliche Dauerquelle für bedeutende Rentiereinkommen der 1. Welt darzustellen (fragiles Bankensystem, illiquide und schwach regulierte Börsen, politische Risiken).
- Aber kann es nicht aus Risikodiversifikationsgründen trotzdem von Vorteil sein, dort anzulegen (OECD 1997a, 33)? Wie bereits erwähnt, gehört eine Tendenz zu gleichgerichtetem Verhalten zu einem Wesensmerkmal institutioneller Anleger (hier ist v.a. die "prudent man rule" zu nennen, die Orientierung am Verhalten anderer Investoren nahelegt). Deshalb ist davon auszugehen, daß "auch bei breit gestreuten Anlagen der einzelnen Fonds, aber weitgehend gleichgerichteten Reaktionen der Fonds erhebliche Konsequenzen auf nationalen Kapitalmärkten ausgelöst werden können, die wiederum Rückwirkungen auf die Anlagen haben." (Schmähl 1998, 266).
- Führt Kapitaldeckung zu höherem Sparen? Erstens wird bereits heute in Europa zu viel gespart. Das Ergebnis ist niedriges Wirtschaftswachstum aufgrund von Nachfragemangel. Zweitens ist höchst umstritten, ob die Einführung eines Kapitaldeckungsverfahrens eine Erhöhung der Sparquote zur Folge hat¹¹. Selbst die OECD mußte nach jahrelangen intensivsten Bemühungen zugeben, daß ihre Modellrechnungen keinen diesbezüglichen Schluß zulassen (OECD 1997a, 8).
- Ein Kapitaldeckungsverfahren ist inflationsgefährdet. Um sich gegen Inflationsrisiken abzusichern, können Pensionsfonds zwar in indexierte Papiere investieren. Diese weisen aber natürlich weniger hohe Erträge auf als nicht-indexierte Papiere, deshalb gehen Pensionsfonds kaum in solche Anlagen (Hemming 1998, 13). Ein Kapitaldeckungsverfahren würde die Koalition zugunsten einer einseitig auf Geldwertstabilität gerichteten restriktiven Geldpolitik stärken.
- Der Aufbau eines Kapitalstocks im Rahmen der Kapitaldeckung ist nicht zwangsläufig mit der tatsächlichen Bildung von Realkapital verbunden. Es gibt deutliche Hinweise, daß die Hausse der internationalen Aktienmärkte zu einem Gutteil auf durch Zuströme aus Pensionsanlagen ausgelöste Aktienpreisinflation zurückzuführen ist. So zustandegekommene Kurssteigerungen können in drastischen Kursstürzen enden, wenn sich die erhofften Erträge aus den dahinter stehenden realen Geschäften nicht materialisieren. Das hat die US-Investmentbank Goldman Sachs vor Augen, wenn sie den zu erwartenden Ansturm von Vorsorgegeldern aus der ganzen Welt auf die Aktienmärkte eine "globale Zeitbombe" nennt (Basler Zeitung 2/11/1997). Finanzerträge fallen eben nicht vom Himmel, sondern sind genauso wie das Umlageverfahren von der wirtschaftlichen Entwicklung abhängig.
- Die Kapitaldeckung sorgt nicht für größere Unabhängigkeit. Im Gegenteil, ein solches System begibt sich in massive Abhängigkeit von der Börsenentwicklung. Die Gesellschaft verpflichtet sich quasi ad infinitum zu einem positiven Börseklime (Finanznachrichten 6/11/1997).

- Auch die Unabhängigkeit vom Staat ist nicht wirklich gegeben. Denn bei aller Förderung der Aktie wird die Veranlagung in Staatstiteln eine anhaltend wichtige Rolle spielen. “Damit zahlt der Staat seine Beiträge zur Pensionsversicherung nicht mehr auf direktem Weg, sondern über die Zinslast für die Staatsschuld. Daneben wird der Staat als ‘Rückendeckung’ fungieren und entstandene Verluste im Kapitalstock ausgleichen müssen. Damit bleibt auch im Kapitaldeckungsverfahren eine massive staatliche Rolle bestehen, ohne daß dieses Verfahren aber den gebotenen sozialen Ausgleich wenigstens ansatzweise garantieren könnte.” (Finanznachrichten 6/11/1997).
- Eine völlige Umstellung auf Kapitaldeckung bringt für die Übergangsgeneration eine doppelte Belastung: Sie muß die laufenden Pensionszahlungen finanzieren und für ihre eigenen Pensionen vorsorgen. Abgesehen von der ungerechtfertigten Lastenverteilung wären die volkswirtschaftlichen Konsequenzen drastisch, da die Wirtschaft einen massiven Nachfrageeinbruch erleiden würde.

Die einzig unstrittigen “Vorteile” eines Systems privater kapitalgedeckter Pensionsvorsorge sind somit die Delegation des Risikos an das Individuum, die Entledigung von politischer Verantwortung, eine Förderung der Finanzmärkte und eine Einschränkung der Umverteilungsmöglichkeiten. Ein wichtiges Argument bleibt noch: Pensionsfonds als Quelle von Eigenkapital.

Bringen Pensionsfonds Eigenkapital?

Ein Dauerbrenner unternehmerischer Interessensvertretung in Österreich und Deutschland ist das Beklagen der Eigenkapitalschwäche der heimischen Unternehmen. Entsprechend weisen Befürworter gern auf Pensionsfonds als geeignete Lösung des Problems hin. Der hohe Aktienanteil macht sie vermeintlich zu Quellen für frisches Eigenkapital, insbesondere Startfinanzierungen für junge Unternehmen, die als “Jobmotoren” gelten (EU Kommission 1998). Das ist aus mehreren Gründen¹² zweifelhaft:

- Die Eigenmittelschwäche österreichischer Klein- und Mittelbetriebe (sofern sie besteht) hat wie erwähnt vor allem einen Grund: Das Desinteresse der AnlegerInnen und der Unternehmen selbst (Unternehmer wollen keine Publizitätsvorschriften und Miteigentümer; für institutionelle Anleger sind Kapitalsummen zu klein) (Trend 2/1998). Nichtsdestotrotz ist die Eigenkapitalquote in Österreich in den letzten Jahren jedenfalls deutlich gestiegen.
- Zudem ist die Datenlage nicht eindeutig: Internationale Vergleiche sind hochproblematisch, da unterschiedliche Bewertungsvorschriften das Ergebnis verzerren (Peneder/Pfaffermayr 1998).
- Möglicherweise ist auch die Eigenkapitalquote in manchen Branchen viel höher als angegeben (hochverschuldete Unternehmen, deren Kredite mit privaten Sparbüchern der UnternehmerInnen besichert sind, auf denen un versteuerte Unternehmensgewinne liegen).
- In Rückstellungen können stille Reserven oder Pensionsverpflichtungen enthalten sein, die als Eigenkapitalsubstitut wirken. Auch die Finanzierung von Anlagevermögen durch Leasing ist zu einem Teil eigenkapitalersetzend. In Österreich (so wie in Deutschland, Japan, Luxemburg und Schweden) werden betriebliche Pensionsverbindlichkeiten zum Großteil in der Bilanz der Firma gehalten und nicht extern gemanagt (OECD 1997a, 20). Diese Pensionsrückstellungen bilden billiges Eigenkapital für die Unternehmen.

Was zeigt die (von Pensionsfonds-AnhängerInnen immer als Vorbild genannte) US-Erfahrung? Entgegen gängigen Vorstellungen spielt die Börse auch in den USA keine wesentliche Rolle bei der Unternehmensfinanzierung. Pensionsfonds erweitern zwar den Kapitalmarkt. Aber Kleinunternehmen haben keinen Zugang zur Börse, und 90% der Investitionen sind innenfinanziert. Und der Kapitalabfluß aus dem Bankensektor zu neuen institutionellen Anlegern bedeutet Finanzierungsprobleme für Klein- und Mittelbetriebe (außer für einige ausgewählte venture capital-Investitionen, mit der kapitalmarktfähige Firmen versorgt werden) (Schlesinger 1996, 7). Wie sieht es nun mit dem vielzitierten Risikokapital aus?

In den USA sind die Pensionskassen Quelle von Risikokapital. Mitunter wird behauptet, dieses Ri-

sikokapital sei eine bedeutende Quelle der Unternehmensfinanzierung und ein entscheidender Schlüssel zu mehr Beschäftigung. Entsprechend sei die Förderung von Pensionsfonds in Europa ein wichtiges Instrument zur Förderung von Neugründungen und damit mehr Arbeitsplätzen (EU Kommission 1998).

Ein Blick auf die Größenordnungen spricht eine andere Sprache: Die 200 größten Pensionsfonds der USA investieren gerade 0,3% ihres Portfolios in Risikokapital (OECD 1997b, 40). Im Vergleich zum gesamten US-Kapitalmarkt ist Wagniskapital "peanuts" (Hake 1998). Die Veranlagungsrichtlinien für die Fonds basieren auf dem "Prudent man concept". Dieses bevorzugt Investitionen in notierte Papiere von blue chips, und hält von Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen bzw. nicht liquide Titel eher ab (OECD 1997b, 40).

Hier ließe sich einwenden, daß, auch wenn Pensionsfonds nicht bedeutende direkte Risikokapitalgeber sind, sie doch zumindest wichtige Teile eines liquiden Sekundärmarkts sind, auf dem spezialisierte Risikokapitalfirmen ihre Beteiligungen nach der üblichen Periode von 5 Jahren gewinnbringend abstoßen können.

Das ist sicher richtig, allerdings besteht das grundsätzliche Problem in der völligen Überschätzung der Bedeutung von Risikokapital in den USA. Auch in den USA konzentriert sich die Risikokapital-Bereitstellung auf kleine Cluster (wenige Branchen und Regionen). Nur etwa 1% der Neugründungen werden von Risikokapitalfirmen finanziert, der Rest muß sich Geld aus anderen Quellen (eigene Ersparnisse, Verwandte, Bekannte etc.) beschaffen (Hake 1998).

Mit einem Wort: Die Behauptung, wonach dynamische JungunternehmerInnen in den USA für gute Ideen problemlos risikofreudige GeldgeberInnen finden, während überholte Finanzierungsstrukturen in Europa die Entrepreneurs einfach nicht aufkommen lassen ("In den USA kriegt man Geld für Ideen, in Europa nur gegen Sicherheiten"), ist ein Märchen. Die Hoffnung auf massenweise Risikokapital ist kein Argument für eine Förderung von privaten Pensionsfonds.

Das bisher Gesagte läßt folgende Schlüsse zu: Pensionsfonds bringen keine Lösung der Finanzierungsprobleme für Pensionen. Die unbestritten belebende Wirkung auf die Finanzmärkte bringt keine gesamtwirtschaftlichen Vorteile. Fonds müssen vielmehr als Instrument zur Durchsetzung eines Projekts zur Umverteilung nach oben, Individualisierung von Risiko und hegemonialen Durchsetzung einer unternehmerfreundlichen Politik gesehen werden. Was tun?

Pensionsfonds umdirigieren?

In den USA und Großbritannien haben die großen Fonds eine mächtige Stellung erworben. Und über ihre Pensionsansprüche sind die ArbeiterInnen und Angestellten zu unfreiwilligen AgentInnen des Verwertungsprozesses geworden - das Finanzkapital und seine Logik haben mit Hilfe von Lohngeldern eine dominierende Stellung erlangt (Farnetti 1996, 210; Misik 1997). Wie kann man verhindern, daß sich diese Strukturveränderungen globalisieren?

Im Bereich der Pensionsvorsorge erstens über die weitgehende Beibehaltung der Dominanz des öffentlichen Systems. Zweitens über die Sicherung des Einflusses auf entstehende Pensionsfonds mittels Regulierung und Demokratisierung. Die beiden letzten Punkte werden in den USA und jüngst auch in Europa (Aglietta 1997, Krätke 1997) verstärkt diskutiert. Die verpflichtende Ausstattung der Aufsichtsorgane der Fonds mit VertreterInnen der Versicherten würde vielleicht auch das Interesse und die Marktschreierei der Finanzindustrie etwas einbremsen.

Vielleicht läßt sich von der v.a. in den USA geführten Debatte um Möglichkeiten, die Pensionsfonds von einem Instrument der Arbeitgeber- zu einem Instrument der ArbeitnehmerInnen zu machen, lernen. Die Diskussion hat dort im wesentlichen zu folgenden Vorschlägen bzw. Forderungen geführt (Barber/Ghilarducci 1993, Clark 1997, Markey 1996, Minns 1996, Pollin 1995, Schlesinger 1996, Will 1998):

Im wesentlichen wird eine Demokratisierung der Fondsverwaltung gefordert. "...employees do not control US and UK corporations... Instead, they and their savings are hostages to a financial regime which systematically searches for the highest monetary rate of return regardless of the consequen-

ces for employment, the environment, or the state of the social infrastructure.” (Minns 1996, 48). Um das zu ändern, sollten die Begünstigten VertreterInnen in die Aufsichtsräte der Fonds entsenden dürfen. Diese Vertretung könnten die Gewerkschaften (bzw. in Österreich die Arbeiterkammer) wahrnehmen. Mitbestimmungsberechtigte Pensionsberechtigte könnten verhindern, daß ihre Anlagengelder via Fonds für Massenentlassungen, Verschlechterung der Arbeitsbedingungen und Investitionen in gesellschaftlich unerwünschte Projekte eingesetzt werden¹³.

Was kann das konkret für die Politik der Pensionsfonds heißen? (Markey 1996, 4ff.):

- Längerfristige Zeithorizonte für Fondsmanager, aber strenge Kontrolle anhand anderer Kriterien als der kurzfristigen Ertragsmaximierung, z.B. Einhaltung von Investitionsrichtlinien, Stimmverhalten in Aufsichtsräten etc.
- Nutzung der aktiven Rolle vieler Fonds als Aktionäre, um die Unternehmensführung zu beeinflussen: Nominierung von Arbeitnehmer-VertreterInnen in den Unternehmensvorstand, Verhinderung von *stock options* -Plänen für ManagerInnen, keine Investitionen in Firmenzusammenschlüsse, leveraged buy outs etc. (die erfahrungsgemäß auch rein finanziell interessierten AktionärInnen nichts bringen; den ArbeitnehmerInnen sowieso nicht).
- Öffentliche Kampagnen (z.B. veröffentlicht die US-amerikanische Teamster-Gewerkschaft jährlich einen Bericht namens “Americas least valuable directors” - eine Aufstellung arbeitnehmerInnen-feindlicher ManagerInnen).
- Gründung eines Pensionsfonds durch Gewerkschaften, der auf dem Markt angeboten wird und sich durch spezielle (gesellschaftspolitisch orientierte) Veranlagungspolitik auszeichnet.
- Verwendung von Pensionsfondsgeldern zur Finanzierung von Projekten von gesellschaftspolitischer Bedeutung (z.B. lokale Infrastruktur), die von den traditionellen Finanzinstituten keine Finanzierung bekommen¹⁴.

Eine Demokratisierung müßte durch Regulierungen wie Investitionsvorschriften sowie eine Steuerpolitik, die langfristige Investitionen gegenüber kurzfristig spekulativem Verhalten bevorzugt, flankiert werden. Deshalb ist den von den Pensionsfonds angestrebten Bemühungen um eine Deregulierung der Anlagevorschriften zu widerstehen. Im Gegenteil wird vielerorts eine regulatorische Aufrüstung vonnöten sein. Währungsaufgaben werden unter Umständen an Bedeutung verlieren, dafür sind Mindestprozentsätze für bestimmte Veranlagungsformen neu zu formulieren und genauer zu fassen.

Um Investitionen in gesellschaftspolitisch erwünschte Bereiche zu fördern, könnte die öffentliche Hand die Informationen über solche Projekte bündeln, garantieren und transportieren (Barber/Ghildarducci 1993, 311). Zudem könnte man verpflichtend (oder als Voraussetzung für eine Steuerbegünstigung) vorschreiben, daß ein gewisser Prozentsatz des Portfolios von Pensionsfonds in bestimmte Anlageformen fließen muß.

Eine alternative Investitionspolitik ist natürlich nicht frei von Gefahren, solche Versuche enden mitunter nicht sehr erfolgreich (Misik 1997, Markey 1996). Aber dadurch unterscheiden sie sich durch nichts von gewöhnlichen Anlageformen. Und daß es unterschiedliche Unternehmensstrategien und entsprechende Unterschiede in der Rolle der ArbeitnehmerInnen gibt (und kein eindimensionaler ökonomischer Sachzwang vorherrscht) zeigen die länderspezifisch unterschiedlichen Strategien (“Unternehmenskulturen”) und Profitquoten der Unternehmen. Sonst müßte “shareholder value” in Europa nicht erst durchgesetzt werden¹⁵.

“Werden demokratisierte Fonds nicht genauso kurzfristig sein und nur auf den Gewinn schielen? Nicht unbedingt. Dann nicht, wenn den Beteiligten klar ist, daß die Selbstverwaltung der Fonds in erster Linie der Sicherung der sozialen Sicherheit - für sie selbst und für die nachfolgenden Generationen von Beitragszahlern - zu dienen hat. Diese Sicherheit wird in erster Linie von der anhaltenden Beschäftigungskrise in Frage gestellt. Das kann man ignorieren, wenn man versucht, sich durch Gewinne statt Beiträge zu finanzieren, das macht aber vom Kapitalmarkt abhängig. Für beitragsfi-

nanzierte Fonds liegt Sicherheit dagegen in stabiler/wachsender Beschäftigung¹⁶.” (Krätke 1997, 41).

Es wird in naher Zukunft eine wichtige Aufgabe von Wissenschaft und Gewerkschaften sein, PensionsanlegerInnen den prinzipiellen Zusammenhang zwischen dem Anlageverhalten ihrer Pensionsfonds und der Unternehmenspolitik klarzumachen. Das ist vor allem eine Frage der Ausbildung, besonders wenn es um Mitbestimmung bei der Fondspolitik geht. Hier ist ein gehöriges Maß an “financial literacy” notwendig (Leyshon/Thrift/Pratt 1998).

Das Modell demokratischer Pensionsfonds ist durchaus ausbaufähig - in Richtung einer Sozialisierung der Investitionen bzw. Investitionslenkung (etwa in Richtung des schwedischen Meidnerplans, siehe z.B. Minns 1996).

Allerdings ist das aktive Verfolgen einer solchen Strategie mit hohen Risiken behaftet. Es kann zu Ergebnissen führen, die aus emanzipatorischer Sicht hinter das Bestehende zurückfallen - wenn man zwar mit großen, starken Pensionsfonds endet, die aber von Kapitalinteressen dominiert werden. Zudem werden auch demokratisierte Pensionsfonds, da vom Versicherungsprinzip geprägt, kaum eine dem Umlageverfahren entsprechende Umverteilung unter den Pensionsberechtigten leisten können. Deshalb muß es Hauptbestandteil einer politischen Strategie sein, die Reformfähigkeit des Umlageverfahrens zu betonen und auch zu verfolgen.

Literatur

- Aglietta, Michel (1997): *Le capitalisme au tournant du siècle. La théorie de la régulation à l'épreuve de la crise*, Vorwort zur Neuauflage von “Regulation et crises du capitalisme”
- Barber, Randy/Ghilarducci, Teresa (1993): *Pension funds, capital markets and the economic future*, in: Gary Dymski/Gerald Epstein/Robert Pollin (ed.): *Transforming the U.S. financial system: Equity and efficiency for the 21st century*, New York
- Bauer, Mathias (1998): *Neue Herausforderungen für die österreichische Investmentfondsbranche. Die Novelle zum Investmentfondsgesetz 1998*, Österreichisches Bankenarchiv 2
- Clark, Gordon (1997): *Pension funds and urban investment: four models of financial intermediation*, *Environment and Planning A*, 29/7
- Clark, Gordon (1998): *Pension fund capitalism: A causal analysis*, University of Oxford Working Papers in Geography 98-1
- EU Kommission (1997): *Grünbuch “Zusätzliche Altersversorgung im Binnenmarkt”*
- EU Kommission (1998): *Risk Capital: A key to job creation in the EU*
- Farnetti, Richard (1996): *Le rôle des fonds de pensions et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée*, in: Francois Chesnais (ed.): *La mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*, Paris
- Hake, Bruno (1998): *Wer finanziert die amerikanischen Firmengründer?*, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 5
- Heller, Peter S. (1998): *Rethinking public pension reform initiatives*, IMF Working Paper WP/98/61
- Hemming, Richard (1998): *Should public pensions be funded?*, IMF Working Paper WP/98/35
- Krätke, Michael R. (1997): *Proletarier aller Länder, versichert euch! Über die Sozialisierung des Sozialstaats*, *Widerspruch* 17/34, Dezember
- Leyshon, Andrew/Thrift, Nigel/Pratt, Jonathan (1998): *Reading financial services: Texts, consumers, and financial literacy*, *Society and Space* 16
- Markey, Regina (1996): *Workers pension funds and the “low road” to profitability: The downsizing dilemma*, *Beitrag zum “Industrial heartland labor investment forum”*, Juni 1996
- Mattern, Frank et al. (1997): *Aktie, Arbeit, Aufschwung: Wie der Finanzplatz Wirtschaft und Gesellschaft wieder in Schwung bringt*, Frankfurt
- Minns, Richard (1996): *The social ownership of capital*, *New Left Review* 219
- Misik, Robert (1997): *Zur unpolitischen Ökonomie des Rentners. Pensionsfonds - ein Phänomen*

des neuesten Kapitalismus, Merkur Nr. 582-583, 9-10

Neumann, Manfred J.M. (1998): Ein Einstieg in die Kapitaldeckung der gesetzlichen Renten ist das Gebot der Stunde, Wirtschaftsdienst V

OECD (1997a): Ageing populations and the role of the financial system in the provision of retirement income in the OECD area, DAFPE/CMF/AS(97)1, 13.11.97

OECD (1997b): The impact of institutional investors on OECD financial markets, Financial Market Trends 68

OECD (1997c): Private pensions systems: Regulatory policies, DAFPE/CMF/AS(97)2, 19.11.97

Peneder, Michael/Pfaffermayr, Michael (1998): Selbstfinanzierungskraft und Kapitalausstattung im internationalen Vergleich. Cash flow und Eigenkapital der Industrie im Jahr 1997, WIFO Monatsberichte 3

Pollin, Robert (1995): Financial structure and egalitarian economic policy, New Left Review 214

Reisen, Helmut (1994): Pension funds, capital controls and macroeconomic stability, OECD Working Paper 47

Schlesinger, Tom (1996): Americas restructured financial system. The role of workers savings and impediments to long-term investing in jobs, Beitrag zum "Industrial heartland labor investment forum", Juni 96

Schmähl, Winfried (1998): Kapitalmarktorientierte Reform der gesetzlichen Rentenversicherung - der Stein der Weisen?, Wirtschaftsdienst V

Url, Thomas (1997a): Die österreichische Altersversorgung aus einer Risikoperspektive, WIFO Monatsberichte 9

Url, Thomas (1997b): Die Verbreitung der betrieblichen Altersversorgung in Österreich 1996, WIFO Monatsberichte 11

Url, Thomas (1997c): Strukturanpassungsgesetz bewirkt 1996 Wachstumsschub in der Versicherungswirtschaft, WIFO Monatsberichte 12

Waine, Barbara (1992): Workers as owners: The ideology and practice of personal pensions, Economy and Society 21/1

Will, Jane (1998): A stake in place? The geography of employee ownership and its implications for a stakeholding society, Transactions of the Institute of British Geography, 23/1

¹ Der Entwurf von Beat Weber wurde kommentiert von Joachim Becker, Helmut Ettl, Norbert Feldhofer, Georg Fessler, Andrea Grisold, Reinhold Gruber, Luise Gubitzer, Harald Isemann, Hans-Peter Krebs, Claudia Kwapil, Peter Ulrich Lehner, Markus Marterbauer, Christine Mayrhuber, Konrad Pesendorfer, Andreas Pregeßbauer, Vanessa Redak, Martin Schürz, Gerhard Wohlfahrt, Sepp Zuckerstätter.

² Im Bereich der Pensionen ging das so: Die staatliche Rente wurde zusammengestrichen und die Leute den Privatversicherern mit massiver Werbung entgegengetrieben. Das darauf einsetzende große Abzocken hatte zur Folge, daß nach jetzt erschienenen staatlichen Nachuntersuchungen zwischen 1988 und 1994 die Hälfte aller Altersversicherungen und Pensionsfonds nach falscher Beratung verkauft wurde und mittlerweile 40% der RentnerInnen zum Überleben auf Sozialhilfe angewiesen sind (Basler Zeitung 17/3/1998, Handelsblatt 5/12/1997).

³ Für eine Analyse der Gründe siehe Clark (1998).

⁴ So die Aussagen eines Betriebspensionsberaters (Der Standard 10/11/1997). Siehe auch Industrie 9/4/1998.

⁵ Bei "defined benefit"-Modellen ist die Pensionsleistung fix vereinbart, die Beiträge werden den Finanzierungserfordernissen angepaßt. Bei "defined contribution"-Modellen ist der Beitragssatz fix, die Auszahlung hängt vom Veranlagungsglück des Fonds ab - eine Art Lotterie. Dieses Modell verstärkt natürlich die Renditenorientierung und -konkurrenz der Anleger. Defined contribution Pläne legen größere Portfolioanteile in riskanten, kurzfristigen Anlagen an. Defined benefit Pläne dagegen halten üblicherweise ein Gleichgewicht zwischen kurzfristigen Aktien und langfristigen Anleihen, entsprechend ihren langfristigen Verbindlichkeiten (Clark 1998, 22).

⁶ Was für die Versicherungen gut ist, ist aus KonsumentInnen-sicht nicht immer eine weise Entscheidung. KonsumentenschützerInnen warnen vergeblich vor übereilten Vertragsabschlüssen in Zeiten der Pensionshysterie. Sie kritisieren erhebliche Informations- und Beratungsmängel: MaklerInnen vertreten oft nur wenige oder eine Firma - in anderen Ländern dürfen MaklerInnen maximal 30% ihres Geschäftes mit einer Versicherung machen, in Österreich gibt es keine solche Regelung; zudem ist die Haftungsgrenze äußerst gering (Die Presse 5/1/1998).

⁷ In Reaktion auf das österreichische Investmentgesetz drohte die deutsche Investmentbranche sofort mit Abwanderung, sollte Deutschland nicht nachziehen (Handelsblatt 3/2/1998). Das 3. Finanzmarktförderungsgesetz, das im März verabschiedet wurde, läßt dementsprechend sogenannte "Pensionssondervermögen" zu. Entsprechender Jubel herrscht in der deutschen Investmentbranche (Handelsblatt 27/3/1998).

⁸ Aktienanteil mindestens 30%, maximal 70%; Anleihen: 30%, Derivate nur zu Absicherungszwecken. Anteil österreichischer Wertpapiere: mindestens 50%. Ausschüttungen müssen wiederveranlagt ("thesauriert") werden (Bauer 1998, 106).

⁹ Gemeint ist unterschiedliche Lebenserwartung unter Bevölkerungsgruppen u.ä.

¹⁰ Entsprechend sind die USA in allen internationalen Finanzforen (OECD, WTO, IWF) vehemente Lobbyisten für die Öffnung der Märkte in Asien und Lateinamerika für ihr Kapital.

¹¹ Außer in der Übergangszeit einer Systemumstellung, wo eine Generation die Pensionen ihrer Eltern im Umlagesystem zahlen und gleichzeitig für die eigene Rente im Kapitaldeckungsverfahren ansparen muß.

¹² Ganz abgesehen von der Frage, wieso ausgerechnet Geldbeträge zur Gewährleistung von Ansprüchen für eine zukünftige Altersver-

sorgung als *Risikokapital* geparkt werden sollen.

¹³ Dahinter steht die Vorstellung eines trade-offs zwischen kurz- und langfristiger Orientierung der Unternehmensführung. Die kurzfristige Ertragsmaximierung wird als den Interessen der Beschäftigten abträglich erachtet, während sich US-Gewerkschaften unter "langfristiger Orientierung" meist v.a. deutsche Mitbestimmungs- und Qualifizierungsstrategien vorstellen. Pensionsfonds werden als zu kurzfristig orientiert erachtet. Die ArbeitnehmerInnen müßten nicht zwischen Beschäftigungs- und Pensionsinteressen entscheiden, diese seien vereinbar - in Form einer langfristigen Erfolgsorientierung (Markey 1996, 5). Das Problem ist, daß es nicht immer so einfach zu zeigen ist, daß eine "langfristige Orientierung" für den Einzelnen und für das Unternehmen von Vorteil ist.

¹⁴ "A case for incorporating social costs and benefits of pension-fund investing flows readily from the fact that fund participants - as workers tied to specific communities - are likely to be the beneficiaries of the spill-over employment and community effects of these investments." (Pollin 1995, 49). Ein mögliches Problem sind externe Effekte: Die Investition meines Pensionsfonds kommt möglicherweise nicht genau mir zugute, aber vielleicht erleide ich dadurch eine Ertragseinbuße gegenüber einer alternativen Anlage. Darum (und auch aufgrund der erforderlichen Expertise) ist eine Vertretung der Versicherten durch eine möglichst gesamtwirtschaftlich orientierte Organisation (Arbeiterkammer, Gewerkschaften) von Vorteil.

¹⁵ Damit soll nicht ein vermeintlich idyllischer österreichischer Kapitalismus gegen das Bild eines bösen US-"Turbo" verteidigt werden. Auch hierzulande steht beileibe nicht alles zum Besten. Aber zu dessen Behebung tragen Pensionsfonds nicht das geringste bei. Im Gegenteil.

¹⁶ Es sei denn, man faßt irgendwann die Entkoppelung von Arbeit und Einkommen ins Auge. Denn das Volkseinkommen steigt ja, nur seine Verteilung befindet sich in der "Krise".