

Warum Rentenversicherungen nicht in Private-Equity-Fonds investieren sollen

FERNANDO J. CARDIM DE CARVALHO

Als nach dem so genannten goldenen Zeitalter des Kapitalismus, das vom Ende des Zweiten Weltkriegs bis zum Ende der 60er Jahre reichte, die Wirtschaftswachstumsraten zurückgingen, war dies für die meisten sozialen Sicherungssysteme ein schwerer Schlag. Im Laufe der Jahre erhöhte sich der Druck auf die Umlagesysteme und nach privatwirtschaftlichen Gesichtspunkten betriebene Rentenversicherungen gewannen auch außerhalb des angelsächsischen Raums an Bedeutung. Auf der legitimen Suche nach möglichst hoher Rendite für ihre Klienten sind Rentenfonds dazu übergegangen, auch in so genannte Private Equity Fonds zu investieren. Welche Risiken damit verbunden sind, zeigt der vorliegende Beitrag auf.

Selbst in Ländern wie den Vereinigten Staaten, in denen die Leistungen der staatlichen Rentenversicherungen nicht besonders großzügig waren, geriet die soziale Sicherung in Schwierigkeiten, als das Beschäftigungswachstum in den 70er Jahren wie auch in der darauf folgenden Zeit nachzulassen begann. Viele Versicherungen wirtschafteten damals nach dem Ponzi-Prinzip, das heißt, die Leistungen wurden nicht aus dem Ertrag früherer Investitionen, sondern aus den Einnahmen von Neuzugängen finanziert. Solange die Wirtschaft und die Beschäftigtenzahlen schnell wuchsen, waren die Beiträge der neuen Mitglieder mehr als ausreichend, um die Leistungen zu finanzieren. Als jedoch die Nachkriegszeit zu Ende ging und die wirtschaftlichen Initiativen des Staates im Verlauf der liberalen Gegenrevolution von Reagan und Thatcher immer weiter zurückgenommen wurden, sanken die Wachstumsraten, und die Neuzugänge reichten nicht mehr aus, um das System zu erhalten.

Finanzielle Ungleichgewichte und ideologisch motivierte Kritik

Nicht nur wuchs das finanzielle Ungleichgewicht der sozialen Sicherungssysteme, sie gerieten auch gleichzeitig ins Visier ideologisch motivierter Kritiker, die häufig auf die perversen Anreize hinwiesen, die diese Systeme angeblich schufen. Auch heute noch beharren konservative oder neoliberale Kritiker der sozialen Sicherungsnetze auf ihrer Behauptung, die Arbeitnehmer würden zur Untätigkeit angehalten, weil ihr Einkommen auch ohne Arbeit hoch genug sei, um überleben zu können.

Die ständig auf breiter Front durchgeführten Angriffe gegen die sozialen Sicherungssys-

teme und die häufigen „Reformen“, die sie erdulden mussten, stellten für die meisten Arbeitnehmer klar, dass sie für ihr Alter selbst Vorsorge tragen oder zumindest nach Mitteln und Wegen suchen mussten, um ihr Einkommen nach dem Eintritt in den Ruhestand aufzubessern. Natürlich ging nur Chile unter dem Diktator Pinochet soweit, die staatliche Vorsorge praktisch ganz abzuschaffen und sie durch ein voll privatisiertes System zu ersetzen. Obwohl es von der Finanzwelt und ihrer Gefolgschaft als bedeutende „Neuerung“ dargestellt wurde, geriet das chilenische Modell auch in Publikationen in die Kritik, die eben dieser Finanzwelt sehr nahe stehen. So konnte zum Beispiel die Zeitschrift *Institutional Investor* nicht umhin, zuzugeben, dass „der Beifall, den die *Administradoras de Fondos de Pension* (AFP) für ihre Rolle beim wirtschaftlichen Aufschwung Chiles ernteten, die Aufmerksamkeit von verschiedenen ins Auge springenden Defiziten der privatisierten Rentenversicherung ablenkte.“ Die Zeitschrift kommt unter Berufung auf eine behördliche Quelle zu folgendem Schluss: „Wie wichtig die AFPs für die wirtschaftliche Entwicklung Chiles auch gewesen sein mögen, 'sie haben anscheinend den Hauptgrund für ihre Existenz völlig vergessen, nämlich ihre Rolle bei der sozialen Fürsorge.“¹

Sparvermögen für die Wertpapiermärkte

Die angebliche Rolle der privaten Rentenversicherungen bei der sozialen Fürsorge, die darin besteht, für ein Einkommen im Ruhestand zu sorgen, das die gesetzlichen Versicherungen nicht länger bieten konnten, hatte in Wirklichkeit nie höchste Priorität,

besonders nicht in den Entwicklungsländern. Im Rahmen der Reformen, mit denen private Rentenversicherungen eingerichtet wurden oder – falls bereits vorhanden – weiterreichende Funktionen zugewiesen bekamen, galten diese Versicherungen hauptsächlich als eine viel versprechende Möglichkeit, das Sparvermögen der Haushalte zu erhöhen und den öffentlichen und privaten Wertpapiermärkten zuzuführen. In Pinochets Chile war das ganz sicher so, aber auch andere Entwicklungsländer haben ähnliche Erfahrungen gemacht.

In diesem Sinn wurden die Rentenversicherungen recht schnell zu gewöhnlichen Investmentfonds. Ihrem besonderen Zweck, nämlich der Sicherung einer Grundversorgung für die Zukunft, wurde nur noch hier und da in einigen Vorschriften Rechnung getragen, die ihre Investitionstätigkeit in bestimmten Bereichen mit höherem Risiko einschränkten. Diese Einschränkungen zeigten jedoch immer weniger Wirkung, da sie von den Finanzinstitutionen relativ leicht umgangen werden konnten. Damit wurden die Rentenversicherungen endgültig zu gewöhnlichen Kapitalsammelstellen, auch als institutionelle Investoren bezeichnet. Das bedeutet, dass sich in diesem Fall Anleger zu einer formellen Institution zusammenschließen. Die Verwaltung liegt in den Händen von professionellen Fonds-Managern, die meist bei normalen Finanzinstituten ausgebildet werden. Ihre Leistung wird an Kriterien gemessen, die sich von denen anderer Investmentfonds nicht wesentlich unterscheiden. Häufig werden diese Fonds sogar von Mitarbeitern großer Finanzkonzerne verwaltet, die in der Vermögensverwaltung tätig sind. Vor diesem Hintergrund erinnert man sich an die soziale Rolle der Versicherungen nur dann, wenn ein bestimmtes Institut in eine Krise gerät und dabei sein Vermögen verliert, wie das im Fall Enron geschehen ist. Wenn so etwas vorkommt, erheben sich jedes Mal Forderungen nach gesetzlichen Regelungen und Aufsichtsmaßnahmen, die

¹ „Chile: The Empire Strikes Back“, *Institutional Investor*, April 2007, S. 96, 99.

jedoch bald verstummen, überwältigt von den Gegenargumenten der Finanzmärkte und ihrer Sprecher, die das System so lassen wollen, wie es ist.

Der Übergang zu riskanteren Investitionen

Seit Anfang der 90er Jahre bewegen sich die Rentenversicherungen unter dem Einfluss starker Kräfte immer weiter von ihrer ursprünglichen sozialen Rolle weg und auf die eines gewöhnlichen institutionellen Investors zu. Zum einen war die Liquidität auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten sehr hoch, so dass sowohl die Zinsen als auch die Anlagerenditen sanken. Zum anderen trat die Wirtschaft Ende der 80er Jahre in einen relativ lang anhaltenden Wachstumszyklus ein, der immer noch andauert. Die fast 20 Jahre, die seitdem vergangen sind, waren hauptsächlich von Wachstumsperioden gekennzeichnet; die gelegentlichen, relativ unschädlichen Rezessionen dauerten nur kurz. Das gilt selbstverständlich nicht für diejenigen Länder, die von einer Kapitalfluchtkrise betroffen wurden, wie das 1997 in Asien, 1998 in Russland und 2002 in Argentinien der Fall war. Auch der Anteil der faulen Kredite blieb niedrig, so dass die Zinssenkungen auf den großen Finanzmärkten der Welt auch von der Abschwächung der Risikofaktoren getragen wurden.

Unter diesen Bedingungen begann praktisch jeder institutionelle Investor, die Rentenversicherungen eingeschlossen, mit der Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten mit höheren Renditen. Zu finden waren diese Renditen naturgemäß bei Anlagen mit höherem Risiko, wie zum Beispiel *High-Yield Bonds* (früher bekannt unter der wirklich unattraktiven Bezeichnung *Junk Bonds*) oder bei Wertpapieren aus Schwellenländern. Um sich an diesen Märkten beteiligen zu können, legen institutionelle Investoren gewöhnlich ihr Geld in Hedge-Fonds² oder in Private-Equity-Fonds an.

Da die Leistung der Fondsmanager gewöhnlich am Durchschnitt ihrer Berufsgrup-

pe gemessen wird, besteht eine starke Tendenz zur Entwicklung einer Art von Herdentrieb: Sobald sich einige Versicherungen an den riskanteren Märkten beteiligen und damit höhere Einkommen erwirtschafteten, haben die Manager anderer Versicherungen kaum eine andere Wahl, als ihrem Beispiel zu folgen in dem Versuch, ähnliche Gewinne einzufahren. Mit anderen Worten: Sobald eine ausreichend gewichtige Anzahl Rentenversicherungen diesen Weg einschlägt, wird es für die Manager der übrigen Versicherungen zur Pflicht, es ihnen nachzutun.

Was ist ein Private-Equity-Fonds?

Ein Private-Equity-Fonds ist eine Partnerschaft zwischen Anlegern (den so genannten Kommanditisten) und Fondsmanagern (den so genannten Komplementären), die auf Risikokapitalanlagen oder Übernahmen spezialisiert ist.³ Es handelt sich bei ihnen keineswegs um neue Akteure auf den Finanzmärkten, aber ihre Bedeutung ist in den letzten Jahren dramatisch gestiegen. Die Zeitschrift *The Economist* zitierte kürzlich die Schätzung einer Forschungsgruppe, nach der die Private-Equity-Fonds im ersten Halbjahr 2007 Kapitalzugänge in Höhe von 240 Milliarden US-Dollar auf sich vereinigen konnten.⁴ Forscher an der *Wharton School* der Universität von Pennsylvania schätzen, dass Private-Equity-Fonds etwa eine Billion US-Dollar an Kapital verwalten.

Wie auch die Hedge-Fonds steigern Private-Equity-Fonds ihre Rendite durch hohe Kreditaufnahmen. Das bedeutet, dass diese Fonds viel mehr als ihr Eigenkapital investieren, das nur dazu verwendet wird, Kredite aufzunehmen, mit denen Vermögenswerte erworben werden, die wiederum bei der Aufnahme neuer Kredite als Sicherheit eingesetzt werden – und so weiter.

Nach Angaben aus informierten Kreisen wird die von PE-Fonds kontrollierte eine Billion US-Dollar zu zwei Dritteln von Übernahmefonds verwaltet. Aktiengesellschaften, das heißt, Firmen, deren Anteile an der Börse gehandelt werden, werden von diesen Fonds aufgekauft, „privatisiert“ (das

bedeutet hier im Grunde: dem Blick der Öffentlichkeit entzogen) und umstrukturiert, um ihren Marktwert in die Höhe zu treiben, damit sie mit Gewinn weiterverkauft werden können. Umstrukturierung kann in dieser Hinsicht vieles bedeuten. Die Apologeten der PE-Fonds behaupten, der Firmenwert werde dadurch gesteigert, dass unnötige Ausgaben weggekürzt, weniger produktive Geschäftsbereiche abgestoßen, bessere Management-Methoden eingeführt und die Interessen der Firmenleitung und der Anteilseigner auf eine Linie gebracht werden. Wenn das zutrifft, stehen die betroffenen Firmen nach diesem Prozess fitter und wirtschaftlicher da, und die Gewinne der Fonds ergeben sich aus eben dieser Fähigkeit zur Umstrukturierung.

Wertsteigerung durch Verschuldung

Die Kritiker der PE-Fonds weisen ihrerseits darauf hin, dass der Wert der übernommenen Firmen meistens nur deswegen steigt, weil sie Schulden anhäufen.⁵ Von PE-Fonds geführte Firmen verschulden sich stark, um ihre Eigenkapitalrendite (*return on equity*, ROE) zu erhöhen, werden aber dadurch anfälliger für widrige Entwicklungen auf den Finanzmärkten. Wie bereits bemerkt, ist es seit Anfang der 90er Jahre relativ einfach, Kredite zu niedrigen Zinsen aufzunehmen, wodurch die PE-Fonds in ihrer Strategie bestärkt werden. Wenn aber dieser Liquiditätsüberschuss am Markt versiegt, was mit Sicherheit irgendwann einmal eintreten wird, und wenn die Zinssätze zu steigen beginnen, können hoch verschuldete Firmen dramatische Verluste erleiden. Der folgende Kommentar des *Economist* bezieht sich auf genau diese Bedingungen: „Wenn Private Equity eine größere Rolle spielt, könnte die Wirtschaft dadurch anfälliger werden. In der Vergangenheit haben sich Rezessionen oft dann eingestellt, wenn

2 Vgl. Cagliari in dieser Ausgabe.

3 Phalippou und Zollo (2005).

4 „The business of making money“, *The Economist*, 7. Juli 2007.

5 Vgl. „Private Illusions“, *Institutional Investor*, Januar 2007, S. 99/100.

die Gewinne durch steigende Zinsen geschmälert und die Firmen damit gezwungen wurden, ihre Arbeits- und Kapitalkosten drastisch zu kürzen. In einer Welt, in der die Verschuldung der meisten Firmen durch Private-Equity-Fonds bestimmt wird, wären diese Firmen viel anfälliger, und Rezessionen könnten viel häufiger werden.⁶

Solange jedoch die Zinsen niedrig bleiben, die Börsen gute Geschäfte machen und die Aktienkurse steigen, werden Investitionen in PE-Fonds auch weiterhin sehr attraktiv bleiben. Wie bereits in zahlreichen Analysen des Verhaltens der Geldmärkte angemerkt, werden die Akteure häufig blind für die Risiken, wenn die Anlagewerte steigen, und die Verlockung möglicher Gewinnchancen erweist sich als unwiderstehlich, wenn ihr nicht durch gesetzliche Regelungen Einhalt geboten wird.

Selbst wenn ein so katastrophales Ereignis wie eine umfassende Finanzkrise nicht eintreten sollte, hinterlassen die PE-Fonds doch in jedem Fall eine erhöhte Verschuldung, aufgrund der die betroffenen Firmen nur noch eingeschränkt dazu in der Lage sind, produktive Investitionen zu tätigen. Durch das erhöhte Risiko der Zahlungsunfähigkeit, das bei hoch verschuldeten Firmen besteht, erhöhen sich die Kapitalkosten genauso wie die Mindestgrenze für die Gewinnträchtigkeit von Kapital für neue Investitionen. Es kann lange dauern, bis die Kapitalstruktur dieser Firmen wieder soweit ausgeglichen ist, dass ein normaler Geschäftsbetrieb möglich wird.

Rasch wachsende Bedeutung von Private-Equity-Fonds

Zwar ist die Bedeutung der PE-Fonds als Finanzierungsquelle noch relativ gering, aber sie wächst rasch. Auch dehnen diese Fonds ihren Einfluss auch auf diejenigen Märkte aus, die bislang als geschützt galten, wie zum Beispiel die Finanzmärkte selbst. Zudem expandieren sie auch noch in die Immobilienbranche.⁷

PE-Fonds werden häufig durch die im Vergleich zur Einkommenssteuer geringere

Besteuerung von Kapitalgewinnen begünstigt, die in den meisten Ländern nach der Reagan-Thatcher-Gegenrevolution eingeführt wurde. Des Weiteren werden sie durch den zurzeit noch anhaltenden Überschuss an Kreditgeldern begünstigt, der zu einer Darlehensstruktur geführt hat, die unter der Bezeichnung „*covenant-lite*“ bekannt ist. Das bedeutet, dass sich die Kreditgeber aufgrund ihrer großen Zahl im Moment nicht in der Lage fühlen, den Kreditnehmern Bedingungen für die spätere Verwendung der Darlehen aufzuerlegen, wodurch der Spielraum zum Beispiel für die Manager von PE-Fonds erheblich größer wird.⁸

Selbstverständlich ist es durchaus möglich, dass nicht nur die Argumente der Kritiker sondern auch die der Apologeten von PE-Fonds Elemente der Wahrheit enthalten. So ist zum Beispiel beim Risikokapital, das als Starthilfe für neugegründete Firmen dient, der Nutzen viel leichter einzusehen als bei Übernahmefonds, deren Umstrukturierungsmaßnahmen, wie die Zeitschrift *Institutional Investor* andeutet, möglicherweise nichts weiter sind als ein Taschenspielertrick, der es den Fondsmanagern ermöglicht, die Gewinnlage einer Firma scheinbar zu verbessern, so dass sie dann wieder auf dem öffentlichen Markt verkauft werden kann. Über die Strategie der PE-Fonds wurde bislang noch keine endgültige Entscheidung gefällt, obwohl fast jedem mittlerweile klar ist, dass die durch die günstige Behandlung von Kapitalgewinnen bedingten steuerlichen Anreize abgeschafft und die gesetzlichen Vorschriften für dieses Marktsegment verschärft werden sollten.⁹

Wenn die volkswirtschaftlichen oder sozialen Vorteile der PE-Fonds und ihrer Vorgehensweise schon schwer festzustellen sind, springen sie bei einer näheren Prüfung dieser Investitionsalternative noch weniger ins Auge. Wie auch bei den Hedge-Fonds ist hier die Ansicht weit verbreitet, dass man nicht versuchen sollte, diesen Anlageformen die Zügel anzulegen, weil sie so profitabel sind, dass der Markt ganz sicher Wege finden wird, alle Schranken zu umgehen. Wenn also die PE-Investitionen

wirklich so gewinnträchtig sind, könnte es sich als unvertretbar und undurchführbar erweisen, die Rentenversicherungen daran zu hindern, in den Genuss der versprochenen hohen Renditen zu kommen, selbst wenn dies ein höheres Risiko mit sich bringen sollte.

Hohe Renditen sind vielleicht nicht die ganze Wahrheit

Es gibt jedoch wichtige Gründe, diese Annahme in Frage zu stellen. Verschiedene Studien, die sich mit der Performance der Private-Equity-Fonds in den letzten Jahren befassten, haben gezeigt, dass die zur Schau gestellten hohen Renditen vielleicht nicht die ganze Wahrheit sind. Es wird als gegeben angenommen, dass die PE-Fonds eine jährliche Eigenkapitalrendite von etwa 25 Prozent erwirtschaften – ganz sicher ein sehr hoher Wert. Bevor wir ihn aber als tatsächliche Gegebenheit für dieses Marktsegment akzeptieren, müssen wir einige Einschränkungen vornehmen. Wir werden uns im Folgenden auf vier dieser Einschränkungen konzentrieren.

Wenn man bedenkt, dass es sich hier nach allgemeiner Ansicht um einen besonders risikobehafteten Sektor handelt, ist die erste Einschränkung sogar sehr wichtig: Wenn man die Rendite einer Branche analysieren will, muss man die verfügbaren Informa-

6 *The Economist*, zit., S. 70.

7 „*Private Property*“, *Institutional Investor*, Dezember 2006.

8 Siehe etwa „*Taking a Plunge on Univision*“, *Institutional Investor*, April 2007.

9 Möglicherweise beabsichtigen sogar die PE-Fonds selbst, sich diesem Wandel zumindest zum Teil zu stellen. In einem kürzlich von der britischen Aufsichtsbehörde FSA veröffentlichten Dokument wird angemerkt, dass „die Branche Sir David Walker gebeten hat, den Vorsitz einer hochkarätigen Arbeitsgruppe zu übernehmen, die prüfen soll, ob die von den Private-Equity-Fonds in Großbritannien angewandten Offenlegungs-, Bewertungs- und Versteuerungsverfahren zweckentsprechend, klar und konsequent sind. Die Absicht ist, in diesen Bereichen einen freiwilligen Verhaltenscodex ins Leben zu rufen.“ (FSA, 2007, S. 4). Die PE-Fonds versuchen anscheinend, einer aggressiveren staatlichen Regulierung durch das Angebot einer Selbstregulierung zuvorzukommen.

tionen um den so genannten „*survivors' bias*“ bereinigen. Das Konzept ist einfach: Nehmen wir an, zwei PE-Fonds investieren je 100 US-Dollar. Der erste hat Erfolg und nimmt 200 US-Dollar ein. Der zweite geht unter und verliert sein Kapital. Wenn dann eine Erhebung stattfindet, kann der zweite Fonds keine Fragen mehr beantworten, weil er nicht mehr existiert. In der Untersuchung wird also lediglich das Ergebnis der ersten Firma festgehalten, das heißt, eine Rendite von 100 Prozent. In Branchen mit hohem Risiko ist die Abgangsquote höher als im Durchschnitt. Im Endergebnis wird also die Rentabilität der PE-Fonds stark übertrieben, weil nur die erfolgreichen Unternehmen untersucht werden können.

Die zweite Einschränkung: Wenn ein PE-Fonds eine Firma aufkauft und sie „privatisiert“, sind die erworbenen Vermögenswerte nur schwer zu beziffern. Der Fonds kann zwar die für das Stammkapital bezahlte Summe ausweisen, aber es gibt keine Garantie dafür, dass diese Summe auch dem tatsächlichen Wert entspricht. Manche PE-Fonds stellen ihre Geschäftstätigkeit ein, nur um ihre Aktien nicht mit Verlust verkaufen zu müssen. Wenn also bei einer Erhebung die Vermögenswerte der PE-Fonds festgestellt werden, wird dabei gewöhnlich der ursprünglich bezahlte Preis zu Grunde gelegt, obwohl sie genauso gut wertlos sein könnten.

Die dritte Einschränkung hat etwas mit dem Risiko zu tun. Finanzielle Investitionen verbinden grundsätzlich Renditen mit Risiken. Je höher das Risiko, desto höher muss die Rendite sein, um einen potentiellen Anleger zum Kauf zu motivieren. Wenn die Rentabilität buchhalterisch festgestellt wird, erfolgt keine Risikobereinigung, ein besonders schwerwiegender Mangel bei risikobehafteten Investitionen wie PE-Anlagen.

Und schließlich ist die Rendite für den Fonds nicht mit der Rendite für den Anleger gleichzusetzen, denn die Manager stellen den Anlegern extrem hohe Gebühren in Rechnung. Dazu gehört normalerweise eine feste Gebühr in Höhe eines

Anteils am Fondskapital, ein großer Anteil am Gewinn in Höhe von generell 20 Prozent, der als „*carried interest*“ bezeichnet wird, sowie andere Gebühren von geringerer Höhe.

Zieht man all diese Faktoren in Betracht, dann ist es wenig überraschend, dass es den Managern der PE-Fonds, den Komplementären, sehr gut geht, während die Anleger, die Kommanditisten, relativ schlecht dastehen. Phalippou und Zollo konnten 2005 nachweisen, dass ein Anleger, der sein Geld in PE-Fonds investiert, möglicherweise weniger daran verdient als mit dem 500 Stock Basket von Standard & Poor. Mit anderen Worten: Die Einkünfte liegen unter dem Marktdurchschnitt. Andererseits wiesen A. Metrick und A. Yasuda in einer unveröffentlichten Studie aus dem Jahr 2007 nach, dass die Fondsmanager sehr gut verdienen, wobei die Manager der Übernahmefonds noch vor denen der Risikokapitalfonds liegen.

Nutzen von PE-Fonds für Rentenversicherer sehr zweifelhaft

Wenn auch das letzte Wort zum Verhältnis zwischen den Kosten und dem Nutzen der PE-Fonds für die Gesamtwirtschaft noch nicht gesprochen ist, kann man doch heute bereits sagen, dass ihr Nutzen für die Rentenversicherungen bestenfalls sehr zweifelhaft ist. Schon das Risiko an sich sollte die Rentenversicherung von einer Beteiligung an diesen Märkten abhalten. Renten sind nicht mit anderen Anlageformen vergleichbar, bei denen die Anleger einen Teil ihres überschüssigen Einkommens auf eine bestimmte Investition setzen. Der Zweck einer Rente besteht darin, ein bestimmtes Mindesteinkommen zu sichern, das einem Ruheständler eine gewisse Lebensqualität ermöglicht. Reiche Anleger investieren ihr Geld nicht in eine Rentenversicherung, denn sie haben normalerweise Zugang zu anderen, rentableren Anlageformen. Es sind die Angehörigen der Mittelklasse und, in den entwickelten Ländern, die Arbeitnehmer, die in eine Rentenversicherung inves-

tieren, und die Höhe ihres zukünftigen Einkommens sollte nicht von den Spielchen abhängen, die die PE-Fonds und die Hedge-Fonds am Markt spielen.

Zu diesen Bedenken kommen noch die Hinweise darauf, dass das Geld der Arbeitnehmer von den Fonds einfach verschleudert wird, denn wenn man ihre Performance wie oben beschrieben bereinigt, liegt sie unter dem Durchschnitt. Das hält jedoch die Manager dieser Fonds nicht davon ab, sich ein großes Stück aus dem Kuchen zu nehmen, wie hoch das Einkommen auch immer sein mögen.

Schlussbemerkung

Eine Verschärfung der Vorschriften zu den für Rentenversicherungen zulässigen Anlageformen wäre natürlich nur die zweitbeste Lösung. Eine wirklich zweckentsprechende Lösung wäre es, zunächst einmal der Vollbeschäftigung als soziales Ziel das Primat zurückzugeben, das sie in den ersten zwei Jahrzehnten nach dem zweiten Weltkrieg innehatte. Damit würde ein Großteil der Finanzprobleme gelöst, denen sich die sozialen Sicherungssysteme gegenübersehen. Zum Zweiten müsste eine breit angelegte Diskussion mit allen gesellschaftlichen Gruppen darüber eingeleitet werden, wie das soziale Sicherungssystem auf Dauer fair und wirtschaftlich gestaltet werden kann. Leider steht das politische Klima einer solchen Debatte noch entgegen, denn die neoliberalen Vorstellungen über die Kraft der Märkte sind insbesondere bei den politisch einflussreichen Gruppen immer noch stark vertreten. Unter diesen Gegebenheiten ist allerdings die zweitbeste Lösung zu überdenken, die es den Rentenversicherungen unmöglich macht, ihre Zukunft wegen illusorischer schneller Profite aufs Spiel zu setzen.

Fernando J. Cardim de Carvalho ist Professor am Institut für Ökonomie der Universität von Rio de Janeiro und Consultant bei IBASE, der NRO, die Social Watch in Brasilien koordiniert.