

**Lagebericht des Vorstands**  
**zur ordentlichen Hauptversammlung 2019**  
**am 30.08.2019 in Köln**

I. **Blick zurück auf das Jahr 2018**

1. **Kennzahlen, Rendite und Abschreibungen**

**Das Jahr 2018 ist für unsere Kasse, wie schon das Vorjahr 2017, ausgesprochen enttäuschend verlaufen, weil die Jahresrendite auf unser Vermögen mit nur 2,02 % (2017: 2,21 %) weit unter den Erwartungen und Notwendigkeiten geblieben ist.**

Zwar hat sich die **Zahl der Versicherungsverhältnisse** bei unserer Kasse um 516 (Vorjahr: 362) **auf 19.369 erhöht**, was einen Zuwachs um 2,74 % (Vorjahr: 1,96 %) bedeutet.

Auch die **Jahres-Beitragseinnahmen** unserer Kasse haben sich erhöht, und zwar um 511 T€ (Vorjahr: 591 T€) **auf 17,938 Mio. €**, was einem Zuwachs um 2,9 % (Vorjahr: 3,5 %) entspricht.

Die **jährlichen Rentenleistungen** unserer Kasse sind in dieser Zeit hingegen nur um 288 T€ (Vorjahr: Rückgang um 178 T€) **auf 21,481 Mio. €** gestiegen (= 1,36 %; im Vorjahr: minus 0,75 %).

Wir haben **im Jahr 2018** jedoch unter möglichst weitgehender Beibehaltung unserer seit Jahrzehnten konservativen Anlagestrategie nur eine **enttäuschend niedrige Durchschnittsrendite von 2,02 % (2017: 2,21 %; 2016: 4,23 %)** erwirtschaften können, die weit unter unserem durchschnittlichen Garantiezins von etwa 3,20/3,25 % lag.

Die **Kapitalanlagen** (Buchwerte) unserer Kasse sind in 2018 nur **um rund 7,5 Mio. €** (2017: 8,55 Mio. €; 2016: 20,4 Mio. €) **auf 645,1 Mio. €**, d.h. um 1,17 % (2017: 1,36 %; 2016: 3,35 %), **gestiegen**.

Die **stillen Reserven** in unseren Kapitalanlagen sind in 2018 um 1,47 Mio. € **auf 35,021 Mio. € gestiegen**; hiervon entfallen 14,058 Mio.€ auf unsere Immobilien und 20,963 Mio. € auf unsere festverzinslichen Wertpapiere.

Die für unsere Rentenverpflichtungen erforderliche **Deckungsrückstellung** (inkl. der pauschalen Verstärkung um rd. 19,0 Mio. €), die nur alle drei Jahre exakt berechnet wird, ist im Jahr 2018 **geschätzt um 15,44 Mio. € auf ca. 644,3 Mio. € gestiegen**.

Die nach § 193 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG 2016) und § 55a PK-Satzung **zu bildende Verlustrücklage** („Sicherheitspolster für eventuelle künftige Verluste“), die nach unserer Satzung (mindestens) 4,5 % der Deckungsrückstellung betragen soll, hat sich dadurch zum 31.12.2018 um **rund 695 T€ auf ca. 28,99 Mio. € erhöht**. Die etwas weniger strenge gesetzliche Solvabilitätsanforderung lag zum 31.12.2018 bei etwa 27,15 Mio. €.

Eine Simulationsrechnung (auf Basis realistischer Schätzungen) hat zum 31.12.2018 nur noch eine vorhandene Verlustrücklage von 13,87 Mio. € (Vorjahr: 21,14 Mio. €) und daraus resultierend eine **Unterdeckung bei der gesetzlichen Solvabilitätsanforderung von rd. 13,28 Mio. €** (Vorjahr: 5,36 Mio. €) ergeben; zur vollen satzungsmäßigen Verlustrücklage fehlten weitere 1,85 Mio. €. Diese **Unterdeckung** bei der gesetzlichen Solvabilitätsanforderung konnte jedoch dadurch **in vollem Umfang ausgeglichen** werden, dass auf unseren Antrag hin von der Aufsichtsbehörde (BaFin) **stille Reserven in unseren Immobilien in Höhe von 13,4 Mio. € als sog. Eigenmittel B anerkannt** wurden (BaFin-Bescheid vom 27.06.2019).

Das natürlich **nicht zufriedenstellende Renditeergebnis** des Jahres 2018 beruht im Wesentlichen auf **sechs negativen Faktoren**, die wir bereits im 130. Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2018 auf Seite 9 dargelegt haben und hier noch einmal schlaglichtartig in Erinnerung rufen möchten:

- (1) **Abschreibungen von 2,67 Mio. € auf unsere Aktien-ETFs** wegen des DAX-Absturzes im 4. Quartal 2018, das zum Schluss von Panik der Investoren und Flucht aus allen riskanten Asset-Klassen geprägt war;
- (2) **Abschreibungen von insgesamt 1,78 Mio. € auf unsere festverzinslichen Wertpapiere im Umlaufvermögen**, die vor allem auf den Anstieg des Zinsniveaus im Laufe des Jahres 2018, in Einzelfällen auch auf Bonitätsverschlechterungen bei den Emittenten, zurückzuführen sind;
- (3) **Abschreibungen von insgesamt 1,14 Mio. € auf unsere Publikumsfondsanteile** (Deka Convergence und SEB High Yield), die ebenfalls stark unter der Investoren-Flucht aus allen riskanten Asset-Klassen zu leiden hatten;
- (4) **währungsbedingte Abschreibungen auf unsere Anleihen in australischen Dollar in Höhe von 663 T€** (es wurde auf den Jahresdurchschnittswechselkurs von 1,58 AUD je € abgeschrieben);
- (5) **Abschreibungen auf Anleihen in unserem Anlagevermögen** (bei überpari-Käufen) von insgesamt **649 T€**;
- (6) **Abschreibungen von insgesamt rd. 800 T€ auf unsere US-Dollar-Anleihen** (wegen des deutlichen Zinsanstiegs in den USA gerade bei Unternehmensanleihen), denen allerdings wegen des in 2018 wieder stärkeren US-Dollars währungsbedingte Zuschreibungen von 431 T€ gegenüberstehen.

**Insgesamt** machten **die Abschreibungen** eine Summe von rd. **7,8 Mio. €** aus, was einer Renditeverschlechterung um etwa 1,20 v.H. entspricht. **Ohne diese Abschreibungen hätten wir also mit 3,22 v.H. nahezu exakt unseren durchschnittlichen Garantiezins erwirtschaftet.**

2. **Drohende bilanzielle Krise zum 31.12.2019 aufgrund notwendiger Absenkung des Rechnungszinses von 3,5 % auf 3,0 % und neuer Sterbetafeln („30-Millionen-Euro-Loch“)**

Die schlimmste negative Überraschung des Jahres 2018 kam im September 2018 aus dem Bereich unseres externen Versicherungsmathematikers. Aufgrund der schwachen Renditeergebnisse der Jahre 2017 und 2018 sowie der seit Jahren anhaltenden Niedrigzinsphase wurde uns mitgeteilt, dass im nächsten versicherungs-mathematischen Gutachten zum 31.12.2019 der **Rechnungszins** für die Renten und Anwartschaften, die auf früheren Beiträgen (aus den Jahren bis 2006) mit dem alten Garantiezins von 3,5 % beruhen, **von bisher 3,5 % auf 3,0 % abgesenkt** werden müsse, was zu einer **außerordentlichen Erhöhung der Deckungsrückstellung um ca. 27 Mio. €** führen wird. Außerdem sei aufgrund der neuen Heubeck-Richttafeln 2018 G (in denen insbesondere die erneut **gestiegene Lebenserwartung** berücksichtigt wurde) mit einer weiteren **außerordentlichen Erhöhung der Deckungsrückstellung um etwa 5 bis 7 Mio. €** zu rechnen.

Dem Vorstand der Kasse war sofort klar, dass dieser außerordentliche **Mehrbedarf von insgesamt 32 bis 34 Mio. €** von der Kasse bis Ende 2019 nicht aus eigener Kraft aufgebracht werden konnte, selbst wenn man die bisherige pauschale Verstärkung der Deckungsrückstellung (aus den Überschüssen der Jahre 2011 bis 2016) von 19 Mio. € in vollem Umfang zum Ausgleich mit heranziehen könnte.

Denn die Kasse hatte es jetzt plötzlich mit zwei Millionen-Löchern zu tun: Zum einen mit der Unterrendite<sup>1</sup> aus den Jahren 2017 und 2018 in Höhe von etwa 14,3 Mio. € und zum anderen mit dem für Ende 2019 aus dem neuen versicherungs-mathematischen Gutachten zu erwartenden Mehrbedarf von mindestens 8 bis 15 Mio. €<sup>2</sup>. Zu diesen insgesamt 22,3 bis 29,3 Mio. € kam noch eine eventuelle Unterrendite des Jahres 2019 von 5 bis 7 Mio. €, da ja nicht vorhersehbar war, wie das Geschäftsjahr 2019 verlaufen würde.<sup>3</sup>

Über die enormen Anstrengungen der Kassenorgane (Vorstand und Kuratorium), die diese sehr plötzlich offenbarte „Notlage“ ausgelöst hat, haben wir im 130. Geschäftsbericht für das Jahr 2018 (dort auf den Seiten 15 bis 17) sowie in unserem Rundschreiben Nr. 385 vom 22.05.2019 sehr eingehend berichtet; auf eine Wiederholung kann daher hier verzichtet werden.

Im Ergebnis hat sich die **Notwendigkeit von „Sanierungsbeiträgen“** der an unserer Kasse beteiligten Arbeitgeber **in einer Größenordnung von 30 Mio. €** ergeben, um zum 31.12.2019 eine bilanzielle Unterdeckung ausschließen und eine vollständige Erfüllung der gesetzlichen Solvabilitätsanforderungen sicherstellen zu können.

Die Details hierzu sind Ihnen aus den Beratungsunterlagen zu TOP 5 und 6 dieser Hauptversammlung bekannt und werden nachher unter diesen Tagesordnungspunkten zu erörtern und zur Abstimmung zu bringen sein.

<sup>1</sup> Differenz zwischen durchschnittlichem Garantiezins (ca. 3,20/3,25 % p.a.) und tatsächlich erzielter Rendite.

<sup>2</sup> Mindestens 27 Mio. € (Mehrbedarf aus Rechnungszinsabsenkung) abzüglich maximal 19 Mio. € (vorhandene pauschale Verstärkung der DR) = 8 Mio. €. Zusätzlich ggf. 5 bis 7 Mio. € Mehrbedarf aus den neuen Sterbetafeln.

<sup>3</sup> Heute (Stand 28.08.2019) können wir mit sehr guten Gründen darauf hoffen, dass es in 2019 gar keine Unterrendite geben wird; aber noch sind es ja bis zum Jahresende vier volle Monate.

## II. Blick auf den bisherigen Verlauf des Jahres 2019 und auf die Renditeerwartung 2019

### 1. Internationales Zinsniveau weiter gesunken

Ziemlich überraschend ist das internationale Zinsniveau bei allen Arten von Anleihen (Staatsanleihen, Pfandbriefe, Unternehmensanleihen, Bankenanleihen, Nachranganleihen usw.) im bisherigen Verlauf des Jahres 2019, trotz des ohnehin schon niedrigen Ausgangsniveaus, weiter deutlich gesunken.

Wichtigster Grund für diese zu Jahresbeginn unerwartete Zinsentwicklung war die nahezu weltweit deutlich abgekühlte Wirtschaftskonjunktur (Stichworte: Handelskrieg USA/China, Irankonflikt, No-Deal-Brexit, Hongkong-Krise, Italien-Krise, Argentinien-Krise), welche die Zentralbanken, allen voran die US Fed und die EZB, mit einer wieder deutlich gelockerten Geldpolitik anzukurbeln versuchen. Trotzdem gilt seit Mitte August eine leichte Rezession in Deutschland für das 2. Halbjahr 2019 als wahrscheinlich.

Die Anleihen im Bestand der Kasse haben in Folge dessen nicht nur ihren Zinscoupon von durchschnittlich etwa 3,30 % p.a. verdient, sondern weisen durchweg erhebliche Kursgewinne auf, die insbesondere bei langen Laufzeiten oft zweistellige Prozentsätze ausmachen.

- a) Die im Bereich der **Staatsanleihen** als Orientierungsmarke sehr wichtige Verzinsung **10-jähriger Bundesanleihen**, die vor einem Jahr bei + 0,40 % und zum Jahresbeginn 2019 bei + 0,24 % lag, ist

bis Ende März 2019 auf – 0,07 % und bis Ende Juni 2019 auf – 0,33 % gesunken. Aktuell liegt ihre Verzinsung sogar bei – 0,69 % und damit um mehr als 1,0 % niedriger als vor einem Jahr. Die sog. Umlaufrendite, die aus den Renditen aller Bundespapiere mit Laufzeiten von 3 bis 30 Jahren errechnet wird, lag vor einem Jahr bei + 0,18 % und liegt aktuell bei – 0,67 %.

Auch das Zinsniveau **anderer Staatsanleihen** ist während der letzten 12 Monate durchweg deutlich gesunken, besonders stark etwa auch in Australien und in den USA; Einzelheiten hierzu können Sie der **Anlage 1** zu diesem Lagebericht entnehmen.

- b) Früher als gute Alternative zu Staatsanleihen betrachtete deutsche **Pfandbriefe** oder vergleichbare europäische **Covered Bonds** liefern schon seit längerem kaum noch Rendite. Bei Laufzeiten bis zu 10 Jahren ist die Verzinsung auch hier durchweg negativ, bei deutlich längeren Laufzeiten von 20, 30 oder 40 Jahren liegt die Verzinsung ausnahmslos unter 0,5 %. Angesichts einer derart unattraktiven Verzinsung ist diese Asset-Klasse für uns bei der Neuanlage nicht mehr interessant.
- c) Bei **Euro-Namensschuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen von Banken** liegt die Verzinsung aktuell für 20-jährige Laufzeiten in Deutschland durchweg deutlich unter 1,0 %, im europäischen Ausland zum Teil leicht über 1,0 %. Für 30- und 40-jährige Laufzeiten liegt das Zinsniveau in Deutschland zwischen etwa 0,5 und 1,0 %, im europäischen Ausland etwas darüber, jedoch durchweg weit unter 2,0 %. Hinzu kommt, dass man schon seit längerem bei diesen Anleihen einseitige vorzeitige Kündigungsrechte der Banken akzeptieren muss, durch die sich die Banken gegen ein langfristig eventuell noch niedrigeres Zinsniveau absichern.

Die genannten Verzinsungen machen deutlich, dass es aktuell im Euro-Bereich, selbst bei Inkaufnahme extrem langer Laufzeiten von 40 Jahren nahezu unmöglich ist, noch Renditen von wenigstens 2,0 % zu erzielen, wenn man sich im Bereich der Invest-

ment Grades (Rating mindestens BBB-) bewegen will. Eine solche Situation gab es zuvor noch nie.

- d) Bei **Euro-Unternehmensanleihen** (Investment Grades) ist das Renditeniveau für Neuanlagen aktuell ebenfalls denkbar unattraktiv. Selbst im Bereich von BBB-Ratings und Laufzeiten von 10 Jahren sind kaum Renditen von mehr als 1,0 % erzielbar. Deutlich längere Laufzeiten sind bei Unternehmensanleihen eher selten und wegen der stets unsicheren Unternehmensentwicklung außerdem mit deutlich erhöhten Risiken für die Anleger verbunden.
- e) Selbst bei **High Yield-Anleihen** aus dem Euro-Bereich, welche unsere Kasse traditionell wegen des relativ hohen Ausfallrisikos nicht für die Eigenverwaltung kauft, liegt das Renditeniveau inzwischen allenfalls noch bei 3,0 %. Bei Abwägung der Chancen und Risiken dieser Papiere erscheinen umfangreichere Neuinvestitionen in diesem Bereich, gerade vor dem Hintergrund einer sich deutlich abkühlenden Weltwirtschaft und drohenden Rezession, wenig naheliegend. Nach unserer Überzeugung geht hier Sicherheit ganz klar vor (ohnehin bescheidenen) Renditechancen.
- f) Bei **US-Dollar-Unternehmensanleihen** waren die Zinsen im Verlauf des Jahres 2018 gestiegen, zum einen deshalb, weil in den USA auch die Zinsen für Staatsanleihen gestiegen waren und zum anderen, weil sich in den USA die Spreads zwischen Staats- und Unternehmensanleihen ausgeweitet hatten.

Im Verlauf des Jahres 2019 hat sich diese Entwicklung umgekehrt. Die Zinsen für Dollar-Unternehmensanleihen sind, ebenso wie die Zinsen für US-Staatsanleihen, wieder deutlich gesunken. Für Neuanlagen ist das Zinsniveau von Dollar-Unternehmensanleihen deshalb nicht mehr ganz so attraktiv wie im Vorjahr. Immerhin lassen sich hier aber selbst bei sehr soliden Firmen (mit A-Rating) bei Laufzeiten zwischen 5 und 10 Jahren noch Renditen zwischen 2,0 und 3,0 % erzielen. Allerdings müssen solche Anleihen aktuell zu einem Dollarkurs von etwa 1,11/1,12 Dollar je Euro erworben werden, was künftig zu Wechselkursverlusten führen könnte, wenn der Dollar gegenüber dem Euro schwächer werden sollte, was insbesondere US-Präsident Trump (bislang allerdings erfolglos) anstrebt.

- g) Bei **Austral-Dollar-Anleihen** sind die Zinsen für Staatsanleihen im Jahr 2019 besonders stark zurückgegangen (bei 10-jährigen AUD-Staatsanleihen von 2,36 % auf 0,90 % in 8 Monaten). Das dort jetzt erreichte Zinsniveau, auch bei AUD-Unternehmensanleihen, ist bei weitem nicht mehr so attraktiv wie in den Vorjahren. Dies wird auch durch den aus Euro Sicht günstigeren Wechselkurs (aktuell ca. 1,64 AUD/€) nicht kompensiert, zumal hier auch mit einer weiteren AUD-Abwertung und infolge dessen Wechselkursverlusten gerechnet werden muss.

## 2. Investmentfonds und Aktienmarkt

- a) Bei den **Anteilen an zwei Publikumsfonds** (SEB HighYield mit Buchwert von 5,26 Mio. € sowie Deka Convergencerenten mit Buchwert von 7,92 Mio. €), die wir seit vielen Jahren halten, waren im Verlauf des Jahres 2018 leider erhebliche Verluste entstanden, die uns zum 31.12.2018 zu Abschreibungen in Höhe von insgesamt 1,143 Mio. € zwangen.

Im bisherigen Verlauf des Jahres 2019 haben sich beide Fonds erfreulich erholen können. Aktuell (Stand 28.08.2019) weisen die Anteile beider Fonds zusammengenommen einen Wertzuwachs in Höhe von 734 T€ auf, wodurch immerhin 64 % des letztjährigen Verlustes wieder gutgemacht werden konnten; nach den Abschreibungen des Vorjahres würde dieser Wertzuwachs aufgrund einer entsprechenden Zuschreibung in voller Höhe

in das Renditeergebnis 2019 einfließen – vorausgesetzt, der Wertzuwachs besteht zum Stichtag 31.12.2019 noch.

Eine Ausweitung unserer Investitionen im Bereich dieser beiden Fonds beabsichtigt der Vorstand derzeit nicht, weil das Rückschlagsrisiko bis zum Jahresende 2019 aufgrund der schwachen Weltwirtschaftskonjunktur und der vielen politischen Risiken als relativ hoch einzuschätzen ist.

- b) Der mit 12.918 DAX-Punkten in das Jahr 2018 gestartete **deutsche Aktienmarkt** hatte bereits am 23.01.2018 mit 13.600 Punkten sein Jahreshoch (und zugleich ein neues Allzeithoch) erreicht, ist dann jedoch im Laufe des 4. Quartals infolge weltweit zunehmender Rezessionsängste bis auf 10.382 Punkte (27.12.2018) abgestürzt und hat das Jahr 2018 kurz darauf nur wenig besser mit 10.559 Punkten abgeschlossen. Das bedeutete einen sehr schmerzhaften Jahresverlust 2018 von 2.359 DAX-Punkten bzw. 18,25 %.

Entgegen nahezu allen Prognosen hat sich der DAX dann im Verlauf des Jahres 2019 aber relativ schnell und deutlich erholt, auch wenn die bisherigen Jahreshöchststände von knapp 12.600 Punkten noch deutlich unter den Höchstständen des Jahres 2018 geblieben sind.

Unsere Kasse war (nach den Abschreibungen in Höhe von 2,67 Mio. € zum 31.12.2018) zum Jahresbeginn 2019 in Höhe von 20,335 Mio. € in Aktien-ETFs (DAX 30) investiert. In seinen internen Anlagerichtlinien für das Jahr 2019 hat der Vorstand sodann die Möglichkeit einer Ausweitung dieser Aktien-ETF-Investments auf bis zu 35 Mio. € (ca. 5 % des Anlagevermögens der Kasse) vorgesehen.

Bei zunächst noch sehr niedrigen Kaufkursen wurden im 1. Quartal 2019 schrittweise 2,75 Mio. € in diesem Bereich zusätzlich investiert.

Nachdem der DAX dann zwischen Mitte April und Anfang Mai rund 12 bis 15 % gegenüber dem Jahresanfang 2019 gewonnen hatte, haben wir in drei Schritten 78 % unseres ETF-Gesamtbestandes verkauft und dadurch einen Gewinn von etwa 2,6 Mio. € realisiert; damit war der Vorjahresverlust schon fast vollständig wieder ausgeglichen.

In den Folgewochen (von Mitte Mai bis Anfang Juni) haben wir dann zu wieder günstigen Kaufkursen schrittweise erneut 8 Mio. € in DAX-ETFs investiert und dann am 20.06.2019 unseren gesamten Restbestand an DAX-ETFs zu wieder deutlich gestiegenen Kursen für 14,3 Mio. € verkauft (mit einem weiteren realisierten Gewinn von etwa 1,3 Mio. €).

Insgesamt konnten somit durch unsere Aktien-ETF-Geschäfte im 1. Halbjahr 2019 bereits rd. 3,9 Mio. € Gewinne realisiert werden.

Der Vorstand beabsichtigt, seine erfolgreiche Strategie im Aktien-ETF-Bereich in den nächsten Monaten fortzusetzen. In der ersten Augusthälfte haben wir daher bei erneut günstigen Kaufkursen (durchschnittlich zu etwa 11.680 DAX-P.) schrittweise wieder 10 Mio. € in Aktien-ETFs (DAX 30) investiert. Bis zum Jahresende 2019 wollen wir diese ETF-Investitionen allerdings auf maximal 12 Mio. € begrenzen, um größere Verlustrisiken vermeiden zu können (was natürlich auch die Möglichkeiten für weitere Gewinne bei guten Verkaufskursen begrenzt).

### 3. Renditeprognose für das Jahr 2019

Angesichts der geschilderten Gesamtsituation mit ihren zahlreichen Unsicherheitsfaktoren fällt eine **halbwegs seriöse Prognose für die Jahresrendite 2019 natürlich schwer**.

Der durchschnittliche Zinscoupon all unserer festverzinslichen Wertpapiere dürfte, bei allerdings stetig sinkender Tendenz, derzeit noch bei etwa 3,30 % und damit ganz leicht über dem durchschnittlichen Garantiezins von aktuell etwa 3,20 % liegen.

Entscheidenden Einfluss auf die Jahresrendite 2019 werden haben

- (1) die Höhe der Abschreibungen auf unsere festverzinslichen Wertpapiere und Investmentfondsanteile; diese dürften nach derzeitigem Sachstand sehr überschaubar bleiben;
- (2) die Höhe eventueller Abschreibungen auf unsere Fremdwährungsanleihen, soweit diese von dem Wechselkurs für US-Dollar und Austral-Dollar am 31.12.2019 abhängen; hier macht der schwache Austral-Dollar (aktuell 1,64 AUD je €) etwas Sorgen, der eine Abschreibung von 1 bis 1,5 Mio. € verursachen könnte, allerdings wird dieser Verlust vermutlich ganz oder zumindest zum größten Teil durch die hohen Kursgewinne bei den australischen Anleihen (wegen des dort starken Zinsrückgangs) ausgeglichen;
- (3) die Höhe eventueller Zuschreibungen auf unsere Anleihen (nach Aufholung von Wertverlusten, die in den Jahren 2017 und 2018 abgeschrieben wurden); diese Zuschreibungen könnten erheblich sein, wenn das aktuelle Zinsniveau bis zum Jahresende bestehen bleibt oder sogar noch weiter sinken sollte;
- (4) die Höhe der (realisierten) Gewinne aus unseren Aktien-ETF-Geschäften und eventuelle Verluste in diesem Bereich, die bis zum Jahresende eintreten könnten; erhebliche Gewinne wurden hier bereits realisiert (s.o.); die Wertentwicklung bei dem aktuellen Bestand an DAX-ETFs (Volumen 10 Mio. €) bis zum Jahresende 2019 ist hingegen völlig offen.

Bei einigermaßen moderatem Verlauf der Monate September bis Dezember 2019 an den internationalen Finanzmärkten rechnen wir mit einer durchaus erfreulichen **Jahresrendite von 3,2 bis 3,5 %** auf unser Anlagevermögen, d.h. den durchschnittlichen Garantiezins von etwa 3,2 % werden wir mit recht hoher Wahrscheinlichkeit erwirtschaften können; auch ein noch besseres Jahresergebnis 2019 erscheint derzeit möglich.

Sollte es allerdings, wie im 4. Quartal 2018, zum Jahresende 2019 hin erneut zu panikartigen Rezessionsängsten und zu einer Flucht der Investoren aus allen riskanteren Asset-Klassen kommen, können wir auch ein schlechteres Renditeergebnis 2019 leider nicht ausschließen.

### III. Überlegungen zur weiteren Neu- und Wiederanlage des Kassenvermögens

#### 1. Anleiherenditen auf historischen Tiefstständen / Anlagenotstand

**Ausgesprochen schwierig** war, ist und bleibt die laufend notwendige **Neu- und Wiederanlage unseres Vermögens**, die jährlich bis zu 10 % unseres Gesamtvermögens betrifft (in 2019 etwa 65 bis 70 Mio. €, **ohne** zusätzliche Mittel aus vorzeitigen Verkäufen, Fondsaufösungen u.ä.).

Wie Sie alle aus unseren zahlreichen Berichten der Vorjahre und sicherlich auch aus den Medien wissen, **leiden gerade die Lebensversicherer**, zu denen auch die **Pensionskassen** zählen, seit vielen Jahren bei der Neu- und Wiederanlage ihres Kapitals **unter dem seit der Weltfinanzkrise von Herbst 2008 stetig gesunkenen Zinsniveau**, das bislang Mitte 2016 seine bisherigen „historischen“ Tiefststände erreicht hatte (damals mit weit verbreiteten Negativzinsen), dann 2017 und 2018 wieder leicht gestiegen war und nun in den letzten Wochen fast täglich auf neue historische Tiefststände gefallen ist (vgl. die Charts in der **Anlage 1**).

Untersuchungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der OECD haben schon 2016 vor steigenden Risiken und spekulativen Exzessen bei Lebensversicherungen, gerade auch in Deutschland, gewarnt. Angesichts hoher durchschnittlicher Garantiezinsen von um die oder sogar noch über 3 % einerseits sowie extrem niedriger Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen und andere solide Anleihen andererseits werde etwa ein Viertel aller europäischen Versicherungsunternehmen möglicherweise bald nicht mehr in der Lage sein, die Kapitalanforderungen zu erfüllen. Die gesamte Branche steckt also in sehr ernsthaften Schwierigkeiten.

Schon seit mehreren Jahren besteht für diese großen institutionellen Anleger mit ihren durchschnittlichen Garantiezinsverpflichtungen von etwa 3,0 % (oder mehr), ebenso wie für die privaten Sparer, ein **echter Anlagenotstand**, weil es im Bereich der soliden festverzinslichen Wertpapiere (sog. Investmentgrades mit Ratings von AAA, AA, A oder BBB) europaweit schon seit Längerem kaum noch Angebote gibt, die eine jährliche Verzinsung von wenigstens 2 % abwerfen, selbst wenn man extrem lange Laufzeiten von 20, 30 oder 40 Jahren sowie vorzeitige einseitige Kündigungsrechte der Emittenten in Kauf nimmt. **Notgedrungen weichen deshalb schon seit mehreren Jahren immer mehr Anleger in immer größerem Umfang in immer risikoreichere Investments aus.** Die sich daraus zunehmend ergebenden Gefahren eines Kapitalverlustes, insbesondere in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs bzw. einer inzwischen ernsthaft drohenden Rezession, liegen auf der Hand.

Besonders groß sind für Investoren in diesem Jahr die **politischen Risiken**, die jederzeit zu größeren Verwerfungen an den Finanzmärkten führen können. Genannt seien hier nur die Stichworte **Handelskonflikte der USA** (und ihres unberechenbaren Präsidenten Trump) mit China und der EU, die erneute **Italien-Haushalts- und Finanzkrise**, die Wahrscheinlichkeit eines baldigen **No-Deal-Brexit** sowie die **Hongkong-** und die **Iran-Krise**.

#### 2. Verschiedene Segmente der Anleihemärkte

Egal, ob man derzeit zur Erzielung etwas höherer Renditen im **Bereich der Anleihen** auf High-Yield-Papiere (Rating BB oder schlechter), Nachrangpapiere, Mittelstandsanleihen, Schwellenländeranleihen oder Fremdwährungsanleihen setzt, die Risiken sind erheblich größer als es der jahrzehntelangen guten Tradition der Lebensversicherer und speziell der Pensionskassen entspricht. Aber **ohne die Inkaufnahme wenigstens eines Teils dieser erheblichen Risiken besteht überhaupt keine Chance mehr, den durchschnittlichen Garantiezins** (bei unserer Kasse aktuell ca. 3,20 % jährlich) mittel- und erst recht langfristig noch **zu erwirtschaften**.



Der Gesamtvorstand der Kasse hat sich in den letzten Jahren immer wieder eingehend mit diesen riskanteren Anlageklassen befasst und sich unter Abwägung der Chancen und Risiken dafür entschieden,

- **High-Yield-Papiere** weiterhin nur über die SEB-Spezialfonds-Beteiligung zu erwerben, zumal High Yield-Anleihen (in Euro) mit relativ kurzen Laufzeiten von etwa 5 Jahren aktuell höchstens eine Verzinsung von 2,5 % bieten (bei relativ langen Laufzeiten von rund 10 Jahren sind es etwa 3,0 %); ausgeweitet haben wir diese Anlageklasse in den letzten Jahren nicht, weil dieses niedrige Zinsniveau uns nicht risikoangemessen erscheint;
- **Nachrangpapiere** wegen ihres erhöhten Risikos auch weiterhin nur in klar beschränktem Umfang für den eigenverwalteten Bestand zu erwerben, und das in jedem Einzelfall auch nur durch Beschluss des Gesamtvorstands;
- **Mittelstandsanleihen** wegen der hohen Ausfallgefahren weiterhin zu meiden;
- **Schwellenländeranleihen**, die im Verlauf des Jahres 2018 erhebliche Verluste (u.a. wegen der hohen Verschuldung in US-Dollar dieser Länder) erlitten haben, für den eigenverwalteten Bestand wegen des erheblichen Verlustrisikos bis auf weiteres nicht zu erwerben;
- **Fremdwährungsanleihen**, insbes. US-Dollar-Anleihen hochwertiger Unternehmen (i.d.R. BBB+ oder besser gerated) und US-Staatsanleihen sowie AUD-Staatsanleihen von Australien und australischen Bundesstaaten (Rating AAA bzw. AA) weiterhin zu erwerben, weil die Verzinsung dort 1,5 bis 2,5 % höher ist als im Euro-Bereich und es sich um sehr solide Emittenten handelt; im US-Dollar-Bereich sollen weitere Investments allerdings nur zurückhaltend vorgenommen werden, weil die Kasse hier in den letzten viereinhalb Jahren bereits knapp 112 Mio. US-Dollar (= ca. 100 Mio. €), d.h. rund 15 % ihres Gesamtkapitals, investiert hat und das Wechselkursrisiko, wie das Jahr 2017 gezeigt hat, ganz erheblich ist (auch wenn 2018 und 2019 uns insoweit sogar Gewinne gebracht haben).

### 3. Aktien / Aktien-ETFs

Angesichts der extrem niedrigen Anleihe-Renditen hat die Kasse, nach vielen Jahren der Aktien-Abstinenz, zum Zwecke der Risikostreuung und Renditeverbesserung schon im Februar 2015 begonnen, in sehr vorsichtigen Teilschritten wieder **Aktien** zu erwerben, und zwar auf dem Weg des Erwerbs von **DAX-ETFs**.

Bis zum Jahresende 2015 wurden hier rund 4,1 Mio. € investiert, d.h. weniger als 1 % des Kassenvermögens. Im Verlauf des Jahres 2016 wurden diese Investments schrittweise auf bis zu 9,5 Mio. € ausgebaut und dabei insbesondere in schwachen Marktphasen entschlossen zugekauft. Im zweiten Halbjahr 2016 wurde der gesamte Bestand dann mit einem Gewinn von insgesamt 750 T€ verkauft.

Von November 2016 bis Ende Januar 2018 haben wir wegen der sehr stark gestiegenen Aktienkurse nicht wieder in Aktien-ETFs investiert, weil uns die Rückschlagsgefahr zu groß erschien. Bei wieder günstiger erscheinenden Einstiegskursen haben wir erst ab Februar 2018 schrittweise wieder 8 Mio. € in Aktien-ETFs investiert, diese schon Mitte Mai 2018 mit 8 % Gewinn wieder vollständig verkauft und von Ende Mai bis Ende Oktober 2018 dann schrittweise zu immer weiter fallenden Kursen wieder 20 Mio. € in DAX-ETFs investiert (im November / Dezember 2018 noch weitere 3 Mio. €). Infolge des DAX-Absturzes im 4. Quartal 2018 machte dies zum Jahresende 2018 eine Abschreibung in Höhe von 2,67 Mio. €

notwendig; dieser herbe Verlust konnte dann 2019 aber wieder (mehr als) ausgeglichen werden.

In seiner internen Anlagerichtlinie für das Jahr 2019 hat der Gesamtvorstand im Januar trotz der schmerzhaften Erfahrung vom Jahresende 2018 vorgesehen, das Investment in Aktien-ETFs bis auf maximal 35 Mio. € (ca. 5 % des Anlagevermögens der Kasse) auszuweiten, wenn sich günstige Kaufkurse bieten und durch Verkäufe im Verlauf des Jahres Gewinne zu realisieren, wenn dies attraktiv scheint. Diese damals recht mutige Strategie hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres 2019 sehr bewährt (vgl. oben S. 12/13).

Trotz unserer jüngsten Erfolge dürfen die hier lauenden Risiken nicht verkannt werden. Verluste von 10, 20 und zuweilen sogar 30 % an den Aktienmärkten sind nicht wirklich selten und müssen notfalls (hoffentlich nur vorübergehend) ausgehalten werden. Wäre die Kasse mit 35 Mio. € (Limit für 2019) in Aktien-ETFs investiert und träte dann zum Jahresende hin (wie 2018) ein Verlust von 20 % ein, würde dies allein ein Loch von 7 Mio. € in die Bilanz zum Jahresende reißen. Würde der Vorstand sich gar entschließen, die Aktienquote deutlich zu erhöhen (wie es manche empfehlen), z.B. auf 20 % der Kapitalanlagen, so könnte sich in dem genannten Negativ-Szenario innerhalb relativ kurzer Zeit ein Kapitalverlust von rund 27 Mio. € ergeben.

Die Eingehung derart hoher Verlustrisiken wird der Gesamtvorstand in seiner derzeitigen Zusammensetzung aber ganz sicher nicht beschließen.

#### 4. **Rohstoffe**

Angesichts der in den letzten Jahren sehr großen Preisschwankungen im Rohstoffmarkt (z.B. bei Gold, Silber und Rohöl) sieht es der Vorstand auch weiterhin nicht als sinnvoll an, sich in diesem Anlagesegment zu engagieren. Denn so starke Wertschwankungen passen schlecht zu unserem Erfordernis möglichst stabiler Vermögenswerte und Vermögenserträge (auch wenn Gold in den letzten Monaten als „sicherer Anlegerhafen“, gerade in Euro berechnet, hohe Wertzuwächse zu verzeichnen hatte und am 26.08.2019 mit über 44.500,00 € pro 1-kg-Barren ein neues historisches Hoch erklommen hat).

#### 5. **Immobilien(fonds)**

Der Immobilienanteil am Gesamtvermögen unserer Kasse beträgt, nach dem bereits Mitte 2016 abgewickelten Verkauf der drei Immobilien in Wesseling aktuell nur noch etwa 2 % und liegt damit am unteren Rand der von uns angestrebten Bandbreite (2 bis 6 %).

Neuinvestitionen in Immobilien sind aus unserer Sicht jedoch weiterhin sehr problematisch, weil die Immobilienpreise in Deutschland von Anfang 2010 bis heute im Wohnbereich um durchschnittlich etwa 60 % und im Gewerbebereich um durchschnittlich etwa 45 % gestiegen sind. Zweifellos hat zu diesem starken Anstieg auch die lockere Geldpolitik mit dem extrem niedrigen Zinsniveau auch für Immobilienkredite wesentlich beigetragen. Da die Immobilienpreise in den besseren Lagen der „Metropolen“ Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Düsseldorf und Stuttgart sogar überdurchschnittlich (ca. 80 % und mehr seit 2010) gestiegen sind, hält die Deutsche Bundesbank die Preise dort bereits für um etwa 20 bis 30 % überbewertet. Mindestens im Bereich dieser Metropolen dürften wir es mit einer Immobilienpreis-Blase zu tun haben, bei der mittelfristig eine erhebliche Rückschlagsgefahr besteht. Hinzu kommt, dass die Mieten bislang weit weniger stark und weniger schnell als die Immobilienpreise gestiegen sind, so dass die Immobilienrenditen immer weiter sinken; politisch motivierte Mietpreisbremsen oder gar Enteignungspläne verunsichern Investoren noch zusätzlich. Vielfach wird angesichts von Kaufpreisen in Höhe der 30- bis 35-fachen Jahresmieteinnahmen in Bankenkreisen bereits von Null-Renditen gesprochen, wenn man die

laufenden Verwaltungskosten (bei externer Verwaltung, wie sie bei uns erforderlich wäre) sowie die notwendigen Rücklagen für Instandhaltungen und Mietausfallzeiten berücksichtigt. Immobilienrenditen von 3 % und mehr sind jedenfalls, wenn man realistisch rechnet, heutzutage mit neu erworbenen Immobilien kaum mehr zu erzielen.

Das gilt auch für **Immobilienfonds**, die trotz magerer Durchschnittsrenditen von unter 2,5 % in den letzten Jahren so starke Mittelzuflüsse von Investoren zu verzeichnen hatten, dass manche dieser Fonds (mangels geeigneter Objekte) gar kein neues Anlagekapital mehr annehmen.

## 6. Infrastruktur(fonds)

Bezüglich der bei vielen Investoren auf starkes Interesse stoßenden Infrastrukturinvestitionen ist ebenfalls Vorsicht geboten. Zum einen ist die Zahl der angebotenen attraktiven Projekte, gemessen an dem großen Kapitalmarkt, weiterhin relativ klein. Zum anderen handelt es sich in aller Regel um ausgesprochen langfristige Kapitalbindungen, die eigentlich nur in Ländern mit hoher politischer Stabilität und Rechtssicherheit vertretbar sind. Überdies handelt es sich häufig um Riesenprojekte, die nur von Konsortien sehr großer Versicherer mit entsprechender Finanzkraft und entsprechendem Spezialwissen gestemmt werden können (wie z.B. die neue Kanalisation für London mit einem Volumen von 6 Milliarden €).

Infrastrukturfonds sind aber sicherlich eine Anlageklasse, die unser Vorstand weiterhin beobachten wird – trotz der dort leider ziemlich hohen Fondsgebühren. Bislang haben wir hier jedoch noch nicht investiert.

## 7. Anlegerdilemma: immer höhere Risiken für wenig Rendite

Die **Zinsentwicklung der letzten sechs Monate**, die zu neuen historischen Niedrigzinsen weltweit und Negativzinsen bei Staatsanleihen, Pfandbriefen und teilweise sogar Unternehmensanleihen in Europa als „Normalfall“ geführt hat, **treibt** den seit mehreren Jahren bestehenden **Anlagenotstand auf eine neue Spitze**.

Wer unbedingt eine Rendite von etwa 3,0 % jährlich erwirtschaften will oder muss, muss erhebliche Kapitalverlustrisiken einzugehen bereit sei.

Bei einer Pensionskasse wie unserer, mit hohen Garantiezinsverpflichtungen aus jahrzehntelanger Vergangenheit, sind es vor allem die beteiligten Arbeitgeber, die wegen der gesetzlichen Subsidiärhaftung für die Rentenansprüche ihrer Arbeitnehmer vor folgendem **Dilemma** stehen:

Entweder die von ihnen gegründete Pensionskasse bleibt in der **Anlagepolitik so konservativ wie möglich**, dann wird es wegen der extrem niedrigen Neuanlagerenditen von Jahr zu Jahr unwahrscheinlicher, dass der durchschnittliche Garantiezins noch erwirtschaftet werden kann; die Arbeitgeber müssen dann die „Unterrendite“ (Differenz zwischen Garantiezins und erzielter PK-Rendite) unter Umständen über viele Jahre hin durch „Sanierungsbeiträge“ ausgleichen, und zwar so lange, bis die Rentenberechtigten mit dem hohen früheren Garantiezins zum großen Teil verstorben sind und/oder sich die Ertragslage der Pensionskasse (z.B. aufgrund deutlich steigender Zinsen) wieder deutlich verbessert hat.

Alternativ kommt, soweit aufsichtsrechtlich überhaupt zulässig, in Betracht, die bisher konservative **Anlagepolitik** mehr oder weniger **radikal zu ändern, um mit wesentlich riskanteren Asset-Klassen höhere Erträge** erwirtschaften zu können, die im mehrjährigen Durchschnitt zumindest den durchschnittlichen Garantiezins der Kasse erreichen. Unter den derzeitigen Kapitalmarktverhältnissen setzt die Erzielung einer solchen Jahresrendite von

wenigstens 3 % allerdings die Eingehung ganz erheblicher Kapitalverlustrisiken voraus. Realisieren sich diese Kapitalverlustrisiken (wie zuletzt etwa im 4. Quartal 2018), könnte es bei unserer Kasse in einem Jahr durchaus zu Kapitalverlusten von 40 bis 50 Mio. € (oder mehr) kommen, die dann wiederum zeitnah von den beteiligten Arbeitgebern durch Sanierungsbeiträge auszugleichen wären, wenn Renten- und Anwartschaftskürzungen vermieden werden sollen. Eine solche, von manchen empfohlene, „moderne“ Anlagestrategie könnte nach aktuellem Sachstand beispielsweise wie folgt aussehen:

	Ø erwartbare Rendite p.a.	einzukalkul. Verlustrisiko
20 % Aktien	5 %	20 %
20 % HighYield-Anleihen	3 %	10 %
20 % BBB-Anleihen	1,5 %	3 %
20 % Fremdw.Anl.	2,5 %	6 %
10 % Immobilien	2 %	2 %
10 % alternative Inv.*	5 %	10 %
	3,1 %	ca. 9 %

(\*Private Equity, Hedgefonds, Private Debt, Infrastruktur, Edelmetalle, ggf. über entspr. Fonds).

Ob die Kassenorgane (Hauptversammlung, Kuratorium und Vorstand) sowie die beteiligten Arbeitgeber als subsidiäre Risikoträger wirklich willens sind, für eine (einigermaßen gesichert erwartbare) Rendite von rund 3 % jährlich derart hohe Verlustrisiken in Kauf zu nehmen, muss intensiv diskutiert werden. Der Gesamtvorstand in seiner derzeitigen Zusammensetzung befürwortet eine derart radikale und riskante Änderung der Anlagepolitik jedenfalls nicht<sup>4</sup>; in den letzten 10 Jahren haben wir unsere möglichst vorsichtige und auf Kapitalerhaltung ausgerichtete Anlagepolitik immer wieder dargelegt und dafür auch stets die Zustimmung des Kuratoriums und der Hauptversammlungen erhalten. Im Übrigen ist höchst fraglich, ob die Aufsichtsbehörde (BaFin) eine deutlich risikoreichere Vermögenanlage angesichts der sehr begrenzten Risikotragfähigkeit unserer Kasse tolerieren würde (man denke nur einmal an die zu erwartenden negativen Stress-Test-Ergebnisse bei einer deutlich risikoreicheren Vermögenanlage).

<sup>4</sup>Interessanterweise wurde in dieser Woche ein Artikel veröffentlicht, der hervorhebt, dass Anleiheinvestoren wegen der hohen Kursgewinne in diesem Jahr bessere Renditen erzielt haben als Aktieninvestoren, vgl. Blume, Anleihen sind die neuen Aktien, Handelsblatt v. 27.08.2019, S. 34/35.

#### IV. Rahmenbedingungen, Erwartungen und geplante Maßnahmen für die weitere Zukunft (ab 2020)

##### 1. Europäische Schuldenkrise ist nicht bewältigt

**Die europäische Staatsschulden- und Bankenkrise, die am 15.09. 2008 („Lehman-Pleite“) offen ausgebrochen ist, ist auch nach elf Jahren immer noch nicht nachhaltig gelöst.**

Zwar hatte sich in den Jahren 2015 bis 2017 die **wirtschaftliche Lage in ganz Europa deutlich gebessert**. Besonders erfreulich war die starke Erholung in Spanien, während Italien weiterhin unter dem Durchschnitt lag. Infolge der Belebung der Wirtschaft ist auch die durchschnittliche **Arbeitslosigkeit** im Euroraum erheblich **zurückgegangen**. Aber in Südeuropa liegt die Arbeitslosigkeit häufig immer noch bei 15 % (2013: 25 %); Deutschland hat demgegenüber mit einer Quote von deutlich unter 4 % (nach EU-Statistik) die niedrigste Arbeitslosigkeit.

**Seit Mitte 2018** haben sich die **konjunkturellen Aussichten** jedoch nahezu weltweit schrittweise immer mehr und **immer deutlicher eingetrübt**. Eine Hauptursache hierfür ist der anscheinend immer weiter eskalierende Handels- und Zollkrieg zwischen den USA und China, der gerade auch auf so exportstarke Volkswirtschaften wie Deutschland massive negative Auswirkungen hat, insbesondere etwa auf die Automobilindustrie (die zudem noch unter ihren eigenen Skandalen leidet). Weitere politische Risiken, wie die unendliche Brexit-Geschichte, deren Ende noch immer unklar ist, die Haushalts- und Schuldenkrise des großen Eurolandes Italien, der Konflikt zwischen den USA und dem Iran sowie ein möglicher Hongkong-Konflikt, lähmen die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und führen zu einem Klima der Verunsicherung. Aktuell befinden wir uns in **Deutschland bereits in einer leichten Rezession** und für die Weltwirtschaft wird eine bevorstehende Rezession ernsthaft befürchtet. Diese unerfreulichen Perspektiven beeinflussen natürlich auch das Verhalten der internationalen Vermögensanleger. So ist in den letzten Monaten eine Tendenz zu weniger Anlagerisiken und mehr Anlagesicherheit unverkennbar. Davon haben insbesondere (relativ) sichere Anleihen, insbesondere auch Staatsanleihen, sowie Gold als Anlageklassen profitiert.

**Viele Länder Europas haben ihre seit langem bestehenden strukturellen Probleme leider immer noch nicht gelöst:** Ihre mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit, ihre immer noch viel zu hohen Schulden von Staat, Unternehmen und Bürgern sowie die zu rigide Regelung ihrer Arbeitsmärkte. Die EZB hat diese fortbestehenden Probleme lediglich mit der jahrelangen Flutung durch „Billiggeld“ übertüncht, so dass diese nicht eskaliert sind und daher nicht mehr so stark im aktuellen Fokus der Öffentlichkeit stehen.

Blickt man jedoch auf die weiterhin **unverantwortlich hohe Staatsverschuldung in Griechenland und in Italien**, sowie auf das hohe Maß an **notleidenden Bankkrediten** in diesen beiden Ländern, so wird schnell deutlich, dass zentrale Probleme der europäischen Schuldenkrise bis heute nicht gelöst wurden. Die von der EZB durch ihre extreme Notenbankpolitik „gekaufte Zeit“ wurde insbesondere in Italien nicht für die zwingend notwendigen Reformen genutzt; und die bisherige **italienische Regierung**, die Mitte August gestürzt wurde, wollte sogar ganz offen die Vorgaben der EU-Kommission für den Haushalt 2020 ignorieren.

Diese „Krisenländer“ scheinen darauf zu spekulieren, dass insbesondere die deutsche Regierung noch mehr finanzielle Risiken in der Euro-Zone zu übernehmen bereit ist. Ein derartiger (heimlicher) „Ausbau“ der Euro-Zone zur Transferunion wird Deutschland teuer zu stehen kommen und steht in krassem Gegensatz zu den politischen Festlegungen, die vor 20 Jahren bei der Schaffung des Euro vereinbart wurden (und ohne die es eine Zustimmung

Deutschlands zur Einführung des Euro wohl nie gegeben hätte). Eine Ausweitung der Haftung Deutschlands für eine weiterhin unsolide Finanzpolitik südeuropäischer Länder ist eine Horrorvision für deutsche Steuerzahler, vor der auch Bundesbankpräsident Weidmann immer wieder gewarnt hat (leider ohne viel Resonanz bei der Bundesregierung).

Völlig zu Recht **hat die EZB** immer wieder **angemahnt**, dass die Regierungen der EU-Problemländer deutlich **mehr Reformwillen** zeigen und umsetzen müssen, damit die Wirtschaft in Europa nachhaltig wachsen und die in vielen Ländern noch immer hohe Arbeitslosigkeit weiter abgebaut werden kann. **Jedoch hat es die EZB seit Jahren versäumt, durch klare Bedingungen und Befristungen für ihre massiven Hilfsmaßnahmen wirksamen Reformdruck auszuüben.**

## 2. Negativzinsen als neue Normalität / Draghi-EZB ruiniert kapitalgedeckte Altersversorgung

Die gefährlichen Nebenwirkungen dieser EZB-Politik mit ihren immer weiter um sich greifenden Negativzinsen und demnächst vermutlich weiter ausufernden Anleihekäufen werden immer sichtbarer, die Warnungen von renommierten Fachleuten immer häufiger. Die **Banken und Lebensversicherer geraten** wegen des Wegbrechens ihrer Erträge zunehmend **in ernsthafte** und zum Teil schon heute in existenzielle **Krisen**, die eine Destabilisierung des gesamten (vermutlich weltweiten) Finanzsystems zur Folge haben könnten. **Hauptopfer der EZB-Politik sind die „konservativen“ Sparer und Lebensversicherungskunden**, die ganz oder überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere investieren, weil sie bei riskanteren Anlageklassen (z.B. Aktien) das Kapitalverlustrisiko fürchten. Fachleute schätzen, dass das Zinsniveau in Europa durch die EZB-Politik um durchschnittlich mindestens 2 % gedrückt wird, zum Vorteil der Schuldner (Staaten, Unternehmen und Privatleute) und auch der Arbeitnehmer, die vom Wirtschaftswachstum profitieren, aber zum Nachteil der Sparer (einschl. der Lebensversicherungskunden).

Ganz besonders besorgniserregend ist, dass **niemand weiß, wie die Zentralbanken aus dieser jahrelangen Politik des „extrem billigen Geldes“ wieder aussteigen können**, ohne insbesondere in den hoch verschuldeten Krisenländern wie Italien, die in besonders hohem Maße von den EZB-Interventionen profitieren, eine neue Finanz- und Wirtschaftskrise auszulösen. Der gelegentlich zu hörende Vergleich mit der Entziehungskur eines langjährig Rauschgiftsüchtigen macht deutlich, dass wir uns da auf das Schlimmste gefasst machen müssen. Der im Jahr 2017 begonnene und im Frühjahr 2019 unter massivem Druck von US-Präsident Trump wieder abgebrochene Versuch der US-Notenbank (Fed), ihre in den Jahren zuvor extrem expansive Geldpolitik mit vorsichtigen Zinserhöhungsschritten und einem langsamen Abbau der aufgekauften Anleihebestände wieder in Richtung einer Normalität zu bringen, zeigt die Dramatik einer solchen „Entziehungskur“. Sobald die Normalisierung der Geldpolitik zu einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums führt (was ja zu erwarten ist), üben die Regierungen massiven Druck auf die Notenbanken aus, die Geldpolitik wieder expansiver zu gestalten.

Die ganz erheblichen **rechtlichen Bedenken** gegen die gigantischen Anleihe-Kaufprogramme der EZB hatte vor zwei Jahren unser **Bundesverfassungsgericht** mit seiner Vorlage vom 15.08.2017 (BVerfGE 146, 216) an den **Europäischen Gerichtshof** (EuGH) deutlich gemacht. Der EuGH hat jedoch der EZB mit seiner Entscheidung vom 11.12.2018 (NJW 2019, 907) erneut einen Freifahrtschein erteilt. Mit Spannung wird jetzt erwartet, wie unser Verfassungsgericht darauf nun reagieren wird: Wird es den Mut haben, der Bundesregierung und der Bundesbank die weitere Teilnahme an diesen kaum noch verhüllten Staatsfinanzierungsprogrammen zu untersagen oder hierfür deutlich engere Grenzen zu setzen?

### 3. Unverantwortlich hohe Schuldenlast

**Kernpunkt unserer Probleme ist und bleibt, dass weltweit innerhalb der letzten 50 Jahre viel zu viele Schulden angehäuft wurden, und zwar von den Staaten, von den Unternehmen und von den Privathaushalten.**

Ganz besonders in den letzten 10 Jahren wurde weltweit verzweifelt versucht, das seit der Finanzkrise von 2008 schwache Wirtschaftswachstum, das vermutlich nicht zuletzt auf die zunehmende Überalterung der Bevölkerung in den reichen Industrienationen zurückzuführen ist, durch ein zuvor ungekanntes Maß an Neuverschuldung künstlich hochzutreiben – mit relativ bescheidenem Erfolg und zu sehr hohen Kosten.

Die Schuldenquote der Euro-Länder lag Ende 2018 durchschnittlich bei rund 95 % (zum Vergleich 2009: 80 %) des Bruttoinlandsprodukts (BIP), während nach den europäischen Verträgen eigentlich eine Obergrenze von 60 % des BIP gilt. Deutschland dürfte diesen Grenzwert in diesem Jahr erstmals nach vielen Jahren wieder leicht unterschreiten, aber seit einigen Wochen wird angesichts eines momentanen Nullwachstums bei uns schon wieder über neue Schulden in zweistelliger Milliardenhöhe debattiert.

Die Gesamtschulden der Euro-Staaten (über 10 Billionen € Ende 2017) nehmen sich freilich noch bescheiden aus im Verhältnis zum **Gesamtschuldenberg von über 200 Billionen €, den die Welt Ende 2017 angehäuft hatte**. Von diesem entfielen etwa 58 Billionen € auf die Staaten, 50 Billionen € auf die Banken, 60 Billionen € auf die Unternehmen und 38 Billionen € auf die Privathaushalte. Auf die Industrieländer entfielen rund 154 Billionen €, auf die Schwellenländer, deren Anteil sich in den letzten 20 Jahren verachtfacht (!) hat, etwa 52 Billionen €. Ins Visier der internationalen Medien gerät immer wieder die extrem gestiegene Konsumenten-Verschuldung in China, die als erheblicher Gefahrenherd betrachtet wird.

**Alarmierend ist, dass sich dieser weltweite Gesamtschuldenberg innerhalb der letzten 20 Jahre mehr als verdreifacht hat.** Sollte diese gigantische „Schuldenblase“ eines Tages platzen, würde die Welt es wohl mit einer beispiellosen globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu tun bekommen. Nicht wenige Experten meinen, schon deshalb dürfe das weltweite Zinsniveau nicht wieder deutlich steigen und müsse von den Notenbanken „künstlich“ niedrig gehalten werden.

### 4. Erwartungen für die nähere Zukunft

**Vor einem Jahr hatten wir an dieser Stelle für das Jahr 2019 und für die Folgejahre tendenziell moderate Zinserhöhungen, zunächst in den USA und ab Herbst 2019 in homöopathischen Dosen auch in Europa,** erwartet, was aus damaliger Sicht auch durchaus plausibel war.

**Heute stellt sich die Lage ganz anders dar.** Aufgrund des weltweit deutlich abgeschwächten Wirtschaftswachstums und des politisch entfachten Drucks haben die Notenbanken, allen voran die US-Notenbank (Fed) ihre vorsichtigen schrittweisen **Leitzinserhöhungen** nicht nur **nicht fortgesetzt**, sondern haben begonnen, die Leitzinsen zum Zwecke der Konjunkturunterstützung wieder zu senken. **Weltweit hat es im Jahr 2019 bereits 67 solche Leitzinssenkungen gegeben** (Stand 16.08. 2019, vgl. FAZ v. 17.08. 2019, S. 17). Und weitere Notenbankmaßnahmen in dieser Richtung werden folgen; gespannt wird derzeit darauf gewartet, was sich die Draghi-EZB zum Ende von dessen Amtszeit Mitte September einfallen lassen wird (Negativzins von -0,4 % auf – 0,6 %; Wiederbelebung des Anleihekaufprogramms, usw).

Für uns als institutionellem Anleger bedeutet das, dass **das Zinsniveau für neu anzulegende Gelder** (jährlich zumindest etwa 50 Mio. €) **voraussichtlich noch über Jahre**

**extrem niedrig bleiben wird.** Investmentgrade-Anleihen im Euro-Bereich werden aller Voraussicht nach auch 2020 und 2021 Renditen weit unter unserem durchschnittlichen Garantiezins (von dann etwa 3,10 bis 3,15 %) haben, selbst wenn man sehr lange Laufzeiten von 40, 50 oder gar 100 Jahren in Kauf zu nehmen bereit ist. Für die Folgejahre (ab 2022) ist eigentlich jede Prognose unseriös, aber mit einem deutlichen und nachhaltigen Zinsanstieg können wir in Europa nach derzeitigem Sachstand auch dann kaum rechnen.

Es spricht einiges dafür, dass sich die schon seit längerem außergewöhnlich hohe Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa (über 2,0 %) noch längere Zeit halten und sogar noch ausweiten könnte. Das würde die Anlage in US-Dollar-Anleihen (oder in Währungen mit ähnlich hoher Zinsdifferenz) weiterhin attraktiv machen, weiterhin verbunden allerdings mit dem nicht zu unterschätzenden Wechselkursrisiko, das angesichts des derzeit starken US-Dollars (ca. 1,11/1,12 \$ je €) noch etwas größer ist als vor einem Jahr.

#### 5. Garantiezins nicht mehr gesichert zu erwirtschaften

**Institutionelle Anleger** mit hohen durchschnittlichen **Garantiezinsverpflichtungen aus der Vergangenheit von immer noch 3,0 % jährlich oder mehr**, wie manche **Lebensversicherungsunternehmen** und wohl fast alle seit mehr als 20 Jahren existierenden **Pensionskassen**, werden wegen des (im langjährigen Vergleich) auch weiterhin extrem niedrigen Zinsniveaus ganz sicher **auch kurz- und mittelfristig noch gezwungen sein, angesichts des „Anlagenotstands“ festverzinsliche Wertpapiere und sonstige Vermögensanlagen zu erwerben, die ihnen in der Vergangenheit viel zu riskant erschienen sind.** Das gilt heute angesichts der Zinsentwicklung der letzten Monate in noch schärferer Form als vor einem Jahr.

Investoren (wie unsere Kasse), die an ihrer möglichst konservativen Anlagestrategie auch in den nächsten Jahren festhalten wollen, um immer höhere Kapitalverlustrisiken zu vermeiden, **müssen akzeptieren, dass diese (ohnehin nur noch relative) Sicherheit ihrer Vermögensanlagen zwingend mit von Jahr zu Jahr niedrigeren Erträgen verbunden ist, die ab sofort die gesicherte Erwirtschaftung des nur sehr langsam sinkenden durchschnittlichen Garantiezinses (aktuell ca. 3,20 %) nicht mehr ermöglichen.** Diese nicht pessimistische, sondern realistische Einschätzung hat der Vorstand unserer Kasse bereits in den letzten drei Jahren an dieser Stelle ganz bewusst kommuniziert. **Unsere beteiligten Arbeitgeber sowie unsere Versicherten und ihre Vertreter müssen wissen und verstehen, dass gesicherte jährliche Vermögenserträge von 3,00 % (oder gar mehr) in den nächsten Jahren auf keinen Fall mehr zu erwarten sind.**

#### 6. Gesetzliche Rentenversicherung steht wegen hoher Zuschüsse aus Steuermitteln besser da

Man kann die Lage der kapitalgedeckten Altersversorgung übrigens in keiner Weise mit der **umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung** vergleichen, wo die Politiker in den letzten Jahren geradezu erstaunliche jährliche Rentenerhöhungen und sonstige kostspielige Verbesserungen (u.a. Mütterrente und abschlagsfreie Rente mit 63) bewilligt haben, obwohl auch hier in den nächsten 30 Jahren dieselben gravierenden demographischen Probleme bestehen wie in der kapitalgedeckten Altersversorgung.

In diesem Zusammenhang muss die in der Öffentlichkeit kaum wahrgenommene Tatsache beachtet werden, dass die gesetzlichen Rentenzahlungen schon heute in Höhe von **jährlich gut 100 Mrd. Euro aus dem Bundeshaushalt (also aus Steuermitteln)** und nicht aus den von den aktiven Versicherten und Arbeitgebern aufgebrachten Umlagemitteln der Rentenversicherung finanziert werden. **Im Durchschnitt erhält so jeder der rund 20 Mio. Rentner/innen in Deutschland jährlich 5.000,00 € von den Steuerzahlern** und nicht aus Mitteln der Rentenversicherung. Geht man von einer durchschnittlichen Rentenhöhe von mo-



natlich brutto 1.250,00 € (15.000,00 € jährlich) aus, finanzieren die Steuerzahler also schon heute permanent 1/3 aller gesetzlichen Renten.

Eine solch großzügige externe Geldquelle fehlt den kapitalgedeckten Altersversorgungsinstitutionen (Lebensversicherungen und Pensionskassen), weshalb sie ihren Versicherten in der seit über 10 Jahren andauernden Niedrigzinsphase keine Leistungsverbesserungen mehr gewähren konnten und immer häufiger über Leistungseinschränkungen oder Sanierungsbeiträge der Arbeitgeber nachdenken müssen.

## 7. Zuspitzung der Lage seit 2015 / Serie von Garantiezinsabsenkungen zu Lasten der Versicherten

Wie dramatisch sich die **Lage der Lebensversicherer (inklusive Pensionskassen) zuspitzt** hat, konnte man schon vor drei Jahren daraus ersehen, dass der für normale Lebensversicherungen vorgeschriebene **Höchst-Garantiezins**, der erst zum Jahresbeginn 2015 von zuvor 1,75 % auf 1,25 % herabgesetzt worden war, **zum Jahresbeginn 2017 erneut auf nur noch 0,90 % herabgesetzt** werden musste.

Aufgrund der geschilderten Problemlage hat bereits **unsere Hauptversammlung 2016** auf Vorschlag von Gesamtvorstand und Kuratorium beschlossen, den **Garantiezins** in den Abteilungen A 2000 und Z 2002 **für neue Versicherungsverhältnisse**, die ab dem 01.01.2017 begründet werden, ebenfalls **auf 0,90 % abzusenken**.

Unsere **Hauptversammlung 2017** hat sodann auf Vorschlag von Gesamtvorstand und Kuratorium beschlossen, mit Wirkung zum 01.01.2018 auch den **Garantiezins für künftige Beiträge (ab dem Jahr 2018) von Versicherten, deren Versicherungsverhältnis vor dem 01.01.2007 begonnen hat, abzusenken, und zwar auf 2,25 %**. Für diese „Alt-Versicherten“ der Abteilungen A, A 2000 und Z 2002 galt bis dahin noch ein jährlicher Garantiezins von 3,0 % (soweit es um Beiträge ging, die ab dem Jahr 2007 geleistet wurden; vor 2007 waren es 50 Jahre lang sogar 3,5 % Garantiezins). Unsere **Hauptversammlung 2019** wird heute darüber zu entscheiden haben, ob der **Garantiezins für künftige Beiträge (ab dem Jahr 2020)** für diese „Alt-Versicherten“ erneut abgesenkt wird, dieses Mal auf nur noch **1,10 %**.

An dieser Stelle sei an die Adresse der beteiligten Arbeitgeber gesagt: All diese notwendigen Reformen sind zu Lasten der versicherten Arbeitnehmer gegangen, die darüber hinaus seit fast 15 Jahren auch auf Anhebungen ihrer Renten und Anwartschaften in den großen Abteilungen A, A 2000 und Z 2002 unserer Kasse verzichten mussten, weil es keine verteilungsfähigen Überschüsse mehr gab. Diese Tatsache sollte angemessen berücksichtigt werden, wenn wir heute über die erforderlichen Sanierungsbeiträge der Arbeitgeber zu beraten und abzustimmen haben.

## 8. Aktuelle Lage unserer Kasse: Ohne Sanierungsbeiträge der Arbeitgeber besteht Existenzgefahr

- a) Bereits vor einem Jahr hat der Vorstand der Kasse an dieser Stelle nachdrücklich darauf hingewiesen, dass sich die wirtschaftliche Lage der Kasse in den Jahren **2017 und 2018** aufgrund der **schwachen Renditeergebnisse** weiter verschlechtert hatte. Bis zum Jahresende 2018 hat sich an dieser Situation bekanntlich nichts gebessert; das 4. Quartal 2018 hat im Gegenteil sogar zu einem besonders schlechten Renditeergebnis 2018 geführt.

Der bisherige Verlauf des Geschäftsjahres **2019 sieht wesentlich besser aus**, so dass wir sehr zuversichtlich sein können, in diesem Jahr eine Rendite von 3,2 % bis 3,5 % zu erwirtschaften, die unseren durchschnittlichen Garantiezins sogar leicht übersteigen würde.

Die Renditedefizite aus den Jahren 2017 und 2018 (insgesamt etwa 2,2 % unter dem Garantiezins) können wir dadurch aber nicht ausgleichen. Es wird uns folglich im **Drei-Jahres-Zeitraum 2017/2018/2019** nicht gelingen, den durchschnittlichen Garantiezins zu erwirtschaften. Der hieraus resultierende **Fehlbetrag** wird wahrscheinlich in einer Größenordnung von **10 bis 14 Mio. €** liegen (je nach Verlauf des Geschäftsjahres 2019).

An dieser Stelle haben wir vor einem Jahr ebenfalls bereits auf zwei damals ganz neue Probleme hingewiesen: Erstens die neuen „Heubeck-Richttafeln 2018 G“, die insbesondere mit ihrer höheren Lebenserwartung einen zusätzlichen Finanzierungsbedarf von bis zu 10 Mio. € (realistischer aus heutiger Sicht wohl 5 bis 7 Mio. €) auslösen könnten. Und zweitens die durch das BaFin-Schreiben vom 07.08.2018 ausgelöste Diskussion um die Notwendigkeit von „Sanierungsbeiträgen“ der beteiligten Arbeitgeber, damit unsere Kasse künftig die Verpflichtungen gegenüber den Versicherten und die aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsanforderungen noch erfüllen kann.

- b) Mittlerweile ist einigermaßen sicher, dass wir **zum Bilanzstichtag 31.12.2019 keinen zusätzlichen Finanzierungsbedarf** aus der Anwendung der „**Heubeck-Richttafeln 2018 G**“ haben werden. Dies hat uns die Aufsichtsbehörde (BaFin) in dem Aufsichtsgespräch am 21.08. 2019 auf gezielte Nachfrage ausdrücklich mündlich bestätigt. Auch unser Verantwortlicher Aktuar hatte bereits signalisiert, dass die Anwendung der neuen Heubeck-Richttafeln jetzt nicht zwingend notwendig sei und überdies offen sei, in welcher Höhe deren Anwendung jetzt einen zusätzlichen Finanzierungsbedarf bei unserer Kasse auslösen würde. In diesem Punkt kann also vorerst Entwarnung gegeben werden.
- c) Ganz anders sieht es bei dem zum 31.12.2019 entstehenden **zusätzlichen Finanzierungsbedarf** in Höhe von mindestens **27,0 Mio. €** aus, der sich **aus der Absenkung des Rechnungszinses von 3,5 % auf 3,0 %** für alle bis Ende 2006 bei unserer Kasse eingezahlten Beiträge ergibt. Diese Rechnungszinsabsenkung ist aus Sicht unseres Verantwortlichen Aktuars und aus Sicht der Aufsichtsbehörde (BaFin) zwingend erforderlich und wird im Rahmen des nächsten versicherungs-mathematischen Gutachtens zum Stichtag 31.12.2019 zu einer außerplanmäßigen Erhöhung unserer Deckungsrückstellung um ca. 27,0 Mio. € führen.

Hiervon werden wir voraussichtlich **18 (bis maximal 19) Mio. € aus der** in den Jahren 2011 bis 2016 in zwei Schritten gebildeten **pauschalen Verstärkung unserer** damaligen **Deckungsrückstellung** finanzieren können, so dass noch eine **Finanzierungslücke** von voraussichtlich **8 bis 9 Mio. €** verbleiben dürfte. In dem Aufsichtsgespräch bei der BaFin am 21.08.2019 sind jedenfalls alle Teilnehmer davon ausgegangen, dass die pauschale Verstärkung der Deckungsrückstellung vollständig oder jedenfalls zum allergrößten Teil dazu verwendet werden kann, den Finanzierungsbedarf aus der Rechnungszinsabsenkung abzudecken; hierfür spricht, dass die seinerzeit zur Verstärkung der Deckungsrückstellung herangezogenen Überschüsse nahezu vollständig aus der Abteilung A unserer Kasse stammten und der Finanzierungsbedarf aus der Rechnungszinsabsenkung jetzt ebenfalls ganz überwiegend auf die Abteilung A entfällt (nur relativ kleine Anteile aus Beiträgen der Jahre 2000 bis 2006 entfallen auf die Abteilungen A 2000 und Z 2002).

- d) Fasst man die vorstehend unter a) bis c) angesprochenen Problembereiche zusammen, so ergibt sich aus heutiger Sicht zum 31.12.2019 ein aus eigener Kraft der Kasse nicht zu bewältigender Finanzierungsbedarf von voraussichtlich 18 bis 23 Mio. €, der um bis zu 7 Mio. € höher ausfallen würde, wenn doch noch die „Heubeck-Richttafeln 2018 G“ zur Anwendung kämen.

Zur Abdeckung dieses außerordentlichen Finanzierungsbedarfs benötigen wir die „Sanierungsbeiträge“ der beteiligten Arbeitgeber, die heute noch von dieser Hauptversammlung zu beraten und zu beschließen sein werden.

- e) Sollten die erforderlichen verpflichtenden „Sanierungsbeiträge“ nicht beschlossen oder von der Aufsichtsbehörde nicht genehmigt werden und sollten auch die freiwilligen „Sanierungsbeiträge“ nicht in der erforderlichen Mindesthöhe von 27 Mio. € zusammenkommen, wird unsere Kasse zum Bilanzstichtag 31.12.2019 die gesetzlichen Solvabilitätsanforderungen in Höhe von rund 27,9 Mio. € nicht erfüllen können.

Nach den, auf Anforderung der BaFin vorgenommenen, aktuellen Berechnungen unseres Wirtschaftsprüfers, Herrn Jansen, vom 20.08.2019 würden ohne „Sanierungsbeiträge“ in Höhe von wenigstens 27 Mio. € zum Jahresende 2019 voraussichtlich nur etwa 6 Mio. € an Eigenmitteln A zur Verfügung stehen, so dass fast 22 Mio. € an gesetzlich vorgeschriebenen Solvabilitätsmitteln fehlen würden. Falls die Aufsichtsbehörde, wie im Jahresabschluss 2018, weiterhin stille Reserven in unseren Immobilien in Höhe von 13,4 Mio. € als Eigenmittel B anerkennen sollte, würden immer noch etwa 8,5 Mio. € fehlen.

Die einigermaßen sicher zu erwartende Folge dieser Nichterfüllung der gesetzlichen Solvabilitätsanforderungen wäre, dass die Aufsichtsbehörde (BaFin) unserer Kasse im Laufe des Jahre 2020 das sog. Neugeschäft, d.h. die Aufnahme neuer Versicherter, untersagen würde.

Das wiederum hätte in den Folgejahren weitreichende Konsequenzen für die Versicherten und die beteiligten Arbeitgeber, die wir bereits an anderer Stelle dargelegt haben (vgl. S. 3 unten / S. 4 der Erläuterungen zur Tagesordnung dieser Hauptversammlung vom 08.08.2019).

#### 9. **Appell zur solidarischen Krisenbewältigung**

Im gemeinsamen Interesse der Versicherten (Rentner und Aktive) und der beteiligten Arbeitgeber sollten wir in der gebotenen Solidarität alles daran setzen, eine derart schädliche Entwicklung aufzuhalten.

Gesamtvorstand und Kuratorium appellieren deshalb an Sie alle, den heute zur Abstimmung stehenden Satzungsänderungen und Beschlüssen zu den „Sanierungsbeiträgen“ und den Garantiezinsabsenkungen zuzustimmen.

Vielen Dank!

Dr. A.  
28.08.2019