

STUDIEN DES
DEUTSCHEN AKTIENINSTITUTS

**LEBENSSTANDARD
IM ALTER SICHERN –
RENTENLÜCKE MIT
AKTIEN SCHLIESSEN**



METZLER



Deutsches Aktieninstitut
●●●

Herausgeber:

B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
www.metzler.com

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

DekaBank Deutsche Girozentrale
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt am Main
www.deka.de

Union Asset Management Holding AG
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
www.union-investment.de

Dezember 2016
Alle Rechte vorbehalten
ISBN 978-3-934579-77-4

Zum Download siehe www.dai.de

**LEBENSSTANDARD IM ALTER SICHERN –
RENTENLÜCKE MIT AKTIEN SCHLIESSEN**

Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“

Das Wichtigste in Kürze

Diese Studie, die in Kooperation mit dem Bankhaus Metzler, der DekaBank und Union Investment erstellt wurde, skizziert die Grundlagen einer aktienorientierten Altersvorsorge. Sie trägt dazu bei, das Thema Aktien in der Debatte über die Zukunft des Rentensystems stärker in den Fokus zu rücken.

Der demographische Wandel stellt das staatliche Umlageverfahren in Deutschland nach 2030 vor immer größere Herausforderungen. Konsequenz sind steigende Beiträge bei einem sinkenden Versorgungsniveau im Alter. Um dieses Finanzierungsproblem abzumildern, wird die gesetzliche Rentenversicherung schon heute mehr und mehr durch Bundeszuschüsse gestützt, d.h. es werden Steuergelder dazu verwendet, um die gesetzlichen Rentenversprechen zu halten. Diese betragen bereits jetzt rund ein Drittel der gesamten Ausgaben der Rentenversicherung.

Der vermehrt von der Politik geforderte Ausbau der gesetzlichen Rente, etwa durch die Verankerung einer Haltelinie beim Rentenniveau, ist also der falsche Weg. Eine Ausweitung des Umlageverfahrens ist keinesfalls eine tragfähige Lösung der Rentenproblematik. Ebenfalls keine Lösung ist eine Finanzierung der künftigen Rentenansprüche durch festverzinsliche Wertpapiere wie Staatsanleihen, die im derzeitigen Niedrigzinsumfeld keine nennenswerte Rendite abwerfen.

Vielmehr müssen Aktien in der deutschen Altersvorsorge anders als heute ihren festen Platz haben, um bei abnehmender Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rentenversicherung das Auskommen im Alter zu sichern und die absehbare Lücke in der gesetzlichen Rente effektiv zu schließen.

Unser Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ gibt der Politik vor diesem Hintergrund Empfehlungen für die dringend notwendigen Weichenstellungen in der gesetzlich geförderten Altersvorsorge.

Hier die wesentlichen Ergebnisse der Studie im Überblick:

Aktien führen in der deutschen Altersvorsorge ein Nischendasein – das Ausland ist hier deutlich weiter

Bislang werden Aktien im System der Altersvorsorge in Deutschland viel zu wenig genutzt. Dies zeigt der Vergleich mit Ländern wie Großbritannien, den Niederlanden, Schweden oder den USA. Die Einkünfte der deutschen Rentner beruhen weitgehend auf den Zahlungen der gesetzlichen Rentenversicherung, die aber aufgrund der demographischen Entwicklung zwingend an Leistungsfähigkeit einbüßt. Selbst diejenigen Altersvorsorgebeiträge, die in Deutschland am Kapitalmarkt (also z.B. über Pensionskassen oder Lebensversicherungen) angelegt sind, werden nur zu einem geringen Anteil in Aktien investiert.

Aktien sind ideale Instrumente der Altersvorsorge

Aktienrenditen betragen zwischen sieben und zehn Prozent pro Jahr ...

Die Studie zeigt die Überlegenheit von Aktien über einen für die Altersvorsorge relevanten Anlagezeitraum von 30 Jahren. Dabei werden Aktiensparpläne mit monatlich gleich bleibenden Einzahlungen unterstellt, die in der Vergangenheit eine durchschnittliche

nominale Rendite (aus Kursgewinnen und Dividenden) von sieben bis zehn Prozent pro Jahr erzielen. Aktiensparpläne schneiden dabei fast immer besser ab als Sparpläne, die in festverzinsliche Wertpapiere wie z.B. Staatsanleihen investieren. Da die Zinsen kurz- bis mittelfristig voraussichtlich auf niedrigem Niveau verharren werden, wird der Vorteil von Aktien künftig noch größer. Hiervon profitieren die Deutschen bislang kaum. Wer aber auf Aktien verzichtet, verzichtet auf ein gesichertes Auskommen im Alter.

... bei Langfristanlage ...

Mit einer langfristig orientierten Anlage lässt sich das Risiko von Aktien deutlich verringern. Bei einem 30-jährigen Anlagezeitraum beträgt selbst die geringste Rendite der analysierten Sparpläne über vier Prozent (unter Berücksichtigung von Ausgabeaufschlag und laufenden Kosten). Bei Anlagezeiträumen ab 20 Jahren liegt kein von uns berechneter DAX 30-Sparplan im Minus, d.h. zumindest die Summe der Einzahlungen bleibt immer erhalten.

... diversifizierten Portfolien ...

Neben dem langfristigen Anlagehorizont ist die Diversifizierung (Streuung) ein notwendiges Instrument, um die Chancen der Aktienanlage zu nutzen. Dazu gehört zunächst eine Streuung über Aktientitel von Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen und Regionen. Wir berücksichtigen diese Anforderung in unseren Berechnungen, indem wir den DAX 30 als Index deutscher, international tätiger Unternehmen unterschiedlicher Branchen heranziehen. Außerdem ziehen wir den MSCI World als Index der weltweit wichtigsten börsennotierten Unternehmen heran.

Zusätzliche Sicherheit bietet eine Streuung über unterschiedliche Anlageklassen, d.h. Aktien und Anleihen. Daher berechnen wir die Rendite eines gemischten Portfolios aus DAX 30-Aktien und deutschen Staatsanleihen (REXP). In der historischen Betrachtung zeigt sich bei einem Anlagezeitraum von 30 Jahren, dass eine hälftige Zusammensetzung aus DAX 30-Aktien und deutschen Staatsanleihen unter Sicherheitsaspekten eine ausgewogene Ertragschance bietet. Sicherheit bedeutet aber immer gleichzeitig einen Verzicht auf Rendite: Der langfristige Durchschnittsertrag von Aktien liegt drei Prozentpunkte höher als der von Anleihen. Je höher also der Aktienanteil, desto größer ist auch die Chance auf einen höheren Lebensstandard im Alter. Dies gilt insbesondere im aktuellen Niedrigzinsumfeld mit Renditen auf Staatsanleihen von nahe Null.

... und regelmäßigen Sparraten

Bei unseren Berechnungen zur Rendite der Aktienanlage unterstellen wir bewusst Sparpläne, bei denen Monat für Monat ein bestimmter Betrag langfristig angelegt wird. Dies entspricht der Realität der Altersvorsorge für die Mehrzahl der Bürger, die i.d.R. monatlich einen Teil des Erwerbseinkommens für ihre Altersvorsorge zurücklegen. Das monatliche Sparen hat außerdem den Vorteil, dass sich die Frage nach dem „richtigen“ Einstiegszeitpunkt an der Börse nicht stellt.

Die Rentenlücke aktienorientiert schließen

Durch den demographischen Wandel wird das gesetzliche Rentenniveau voraussichtlich – hierzu liegen inzwischen unterschiedliche Studien vor – von derzeit rund 50 Prozent des Nettoeinkommens (vor Steuern) auf rund 40 Prozent im Jahr 2060 sinken. Faktisch bedeutet dies eine Kürzung der gesetzlichen Rente um ein Fünftel. Um die Lücke in der gesetzlichen Rentenversicherung zu schließen, müssen die Erwerbstätigen mehr Geld für die

zusätzliche Altersvorsorge zurücklegen. Die Aktienanlage ist hier alternativlos, da keine andere Anlageklasse in der Lage ist, mit gleicher Sicherheit eine entsprechend attraktive Rendite zu erzielen.

Bei Beiträgen der Erwerbstätigen von drei bis vier Prozent des Bruttoeinkommens eines Durchschnittsverdieners sind über eine Laufzeit von 45 Jahren rund vier Prozent Rendite notwendig, um beim Renteneintritt im Jahr 2060 ein Versorgungsniveau von rund 50 Prozent des Nettoeinkommens vor Steuern aus gesetzlicher Rente und zusätzlicher Altersvorsorge zu erhalten. Abhängig von der Höhe etwaiger staatlicher Zulagen reicht sogar ein deutlich geringerer Anteil des Bruttogehalts aus, wenn dieser aktienorientiert angelegt wird. Zum Vergleich: Bei einer Rendite von einem Prozent p.a., was im aktuellen Niedrigzinsumfeld für festverzinsliche Wertpapiere bereits optimistisch ist, müsste ein Beitragszahler 45 Jahre lang rund zehn Prozent seines Bruttoeinkommens zurücklegen, um die Rentenlücke zu schließen. Dies entspricht der gesamten derzeitigen Sparquote deutscher Haushalte.

**Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“:
Für eine stärkere Nutzung von Aktien in der deutschen Altersvorsorge**

Unser Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ gibt der Politik Handlungsempfehlungen an die Hand, die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass die Aktie im erforderlichen Maß für den Aufbau einer umfassenden Altersvorsorge genutzt werden kann. Diese Vorschläge gehen weit über das hinaus, was im Entwurf eines Betriebsrentenstärkungsgesetzes, der Anfang November 2016 vorgelegt wurde, angedacht ist.

Das sind unsere Vorschläge in Kürze:

- Bewährte Instrumente der staatlich geförderten Altersvorsorge müssen weiterentwickelt werden, um die Ertragschancen aktienorientierter Produkte stärker zu nutzen. Zwingende gesetzliche Anforderungen wie **Beitragsgarantien bzw. Mindestverzinsungen** sind in der langen Frist teuer (sie kosten Rendite), überflüssig und erschweren die Anlage in Aktien. Gleiches gilt für zu starre Regeln in der Auszahlungsphase. Beides muss daher flexibilisiert werden, was zudem ein wesentlicher Beitrag zur Entbürokratisierung wäre.
- Die Politik muss etablierte Fördersysteme verbessern. Grundsätzlich bewährt hat sich das Riester-Modell mit staatlichen Zulagen, von denen insbesondere einkommensschwache Anleger profitieren. Zwei Drittel der Zulagenberechtigten bekamen im Jahr 2011 ein unterdurchschnittliches Einkommen. Die **Fördersätze** sind allerdings seit der Einführung 2002 weitgehend unverändert und sollten – abhängig von der Entwicklung der Beitragsbemessungsgrenzen – ausgebaut werden. Gleiches gilt für die Möglichkeit der steuerlichen Förderung, etwa durch den Sonderausgabenabzug. Außerdem darf das Altersvorsorgesparen – wie beispielsweise unter Riester – nicht oder zumindest nicht vollständig auf die **Grundsicherung** angerechnet werden.
- Als Ergänzung zu den bestehenden Wegen der staatlich geförderten Altersvorsorge schlagen wir die Einführung eines **Förderkonzepts Altersvorsorge** vor. Dieses soll einen weiteren Förderweg neben den bereits existierenden eröffnen. Die staatliche Förderung umfasst darin nicht mehr einzelne Produkte, sondern alle Finanzinstrumente, soweit sie – wie insbesondere Aktienfonds – für den langfristigen Vermögensaufbau geeignet sind und bestimmte Mindestanforderungen erfüllen.
- Die Flexibilisierung und gezielte Förderung aktienorientierter Altersvorsorgeprodukte erleichtern das **aktienorientierte Beratungsangebot** in Banken, Sparkassen und anderen Institutionen und ist damit ein wesentlicher Schritt, um weiten Teilen der Bevölkerung die Scheu vor der Aktienanlage zu nehmen.
- Schließlich sollte Deutschland dem Vorbild vieler anderer Staaten folgen und eine nationale Strategie zur finanziellen Bildung mit dem Kernelement „Richtiges Sparen für das Alter“ umsetzen.

Mit unserem Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ liegen Handlungsempfehlungen vor, wie der Lebensstandard künftiger Rentnergenerationen gesichert werden kann. Nun ist es an der Politik, die entsprechenden Weichen verantwortungsbewusst zu stellen. Das Deutsche Aktieninstitut und seine Mitglieder stellen für dieses entscheidende Projekt, das auch künftig den sozialen Frieden in Deutschland sichern hilft, gerne die entsprechende Expertise zur Verfügung.

INHALT

Das Wichtigste in Kürze	2
Mehr Aktie in der Altersvorsorge wagen!	10
1. Aktien in der deutschen Altersvorsorge: Was uns andere Länder voraus haben	12
2 Renditevorteile von Aktien	17
2.1 Langfristanlage mit Aktien: Hohe Rendite, abnehmendes Risiko	18
2.2 Renditevergleich: Aktien klar vor Anleihen – Diversifizierungseffekt gemischter Portfolien nutzen	22
2.3 Prognose künftiger Renditeentwicklungen	25
3 Finanzierbarkeit des Umlageverfahrens – weitere Schwierigkeiten sind absehbar	27
3.1 Der demographische Wandel: Bisherige Maßnahmen	27
3.2 Ausblick in das Jahr 2060: Die Schwächen des Umlageverfahrens	28
4 Rentenlücke schließen und Lebensstandard sichern: Aktien berücksichtigen!	33
5 Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“	37
5.1 Flexibilisierung der gesetzlichen Anforderungen – breite Palette aktienorientierter Produkte ermöglichen	37
5.1.1 Garantierte Mindestrenten kosten Geld – Renditechancen durch garantiefreie Produkte nutzen	37
5.1.2 Höhere Renditechancen durch mehr Flexibilität in der Auszahlungsphase ermöglichen	40
5.2 Die staatliche Förderung weiterentwickeln	40
5.3 Ergänzung des bestehenden Systems: Förderkonzept Altersvorsorge mit Aktienzulage	42
5.4 Aktienorientiertes Beratungsangebot stärken – nationale Strategie zur finanziellen Bildung einführen	43
6 Fazit: Aktien sind ohne Alternative!	45
Anhang: Der Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ im Überblick	46
Literaturverzeichnis	47

ABBILDUNGEN UND TABELLEN

Abb. 1: Die Säulen der staatlich geförderten Altersvorsorge 13

Abb. 2: Zusammensetzung der Bruttorente eines Durchschnittsverdieners (2015) . 14

Abb. 3: Kapitaldeckung der Altersvorsorge in Prozent des BIP 15

Abb. 4: Aktienanteil von Pensionsfonds unterschiedlicher Länder (2013) 16

Tab. 1: Reale Aktienrenditen p.a. von 1900 bis 2014 18

Abb. 5: Historische interne Renditen des deutschen Aktienmarkts DAX 30 bei unterschiedlichen Anlagehorizonten 19

Abb. 6: Historische Wahrscheinlichkeit, mit einem Sparplan auf den DAX 30 einen Gewinn zu erwirtschaften. 21

Abb. 7: Historische interne Renditen bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren . . . 22

Abb. 8: Historische Wahrscheinlichkeit, dass die interne Rendite eines DAX 30-Aktiensparplans höher ist als die Rendite eines REXP-Sparplans 23

Abb. 9: Historische interne Renditen von Portfolien (REXP und DAX 30) bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren und unterschiedlichen Aktienanteilen (von links nach rechts steigend) 24

Abb. 10: Zinsentwicklung deutscher Staatsanleihen und Inflationsrate von 1967 bis 2015 25

Abb. 11: Entwicklung des Äquivalenz-Rentnerquotienten und der Lebenserwartungen bis 2060 29

Abb. 12: Entwicklung von Beitragssätzen und Rentenniveau bis 2060 30

Abb. 13: Bundesmittel bzw. Bundeszuschüsse zur (allgemeinen) Rentenversicherung in Prozent der jeweiligen Ausgaben 31

Abb. 14: Entwicklung der Rentenlücke p.a. als Differenz zwischen dem angestrebten und dem voraussichtlichen Netto-Rentenniveau 33

Abb. 15: Benötigte Rendite zur Schließung der Rentenlücke bei Renteneintritt im Jahr 2060 in Abhängigkeit des angelegten Betrags 35

Mehr Aktie in der Altersvorsorge wagen!

Deutschland braucht „mehr Aktie“ in der Altersvorsorge. Nicht nur in Zeiten niedriger Zinsen, sondern grundsätzlich. Bei langfristigen Anlagezeiträumen von 30 und mehr Jahren, die typisch für die Altersvorsorge sind, erzielen Aktien mit hoher Zuverlässigkeit bessere Renditen als andere Anlageinstrumente wie z.B. Anleihen. In der privaten wie der betrieblichen Altersvorsorge können Aktien wesentlich dazu beitragen, den Lebensstandard künftiger Rentnergenerationen zu sichern und / oder die Belastung der jüngeren Generationen in der Ansparphase zu senken.

Die stärkere Nutzung von Aktien in der Altersvorsorge ist damit eine hervorragende Ergänzung zur gesetzlichen Rentenversicherung, die bislang die Altersvorsorge in Deutschland dominiert. Die gesetzliche Rentenversicherung basiert auf dem Umlageverfahren, d.h. aktuell Erwerbstätige zahlen die Renten der bereits im Ruhestand befindlichen älteren Generationen. Mit dem demographischen Wandel kommen allerdings immer weniger Beitragszahler für die Rentempfänger auf, was die Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rente beeinträchtigt. Dieses Problem wird in den kommenden Jahren durch den Eintritt der geburtenstarken Jahrgänge („Baby-Boomer“) ins Rentenalter weiter verschärft. Deshalb müssen systembedingt trotz des sinkenden Versorgungsniveaus im Alter die Beiträge der Erwerbstätigen weiter ansteigen. Um diese Entwicklung abzumildern und die Lücke zwischen den Einnahmen und den Ausgaben der Rentenversicherung auszugleichen, müssen schon heute und künftig immer mehr Steuermittel, d.h. Bundeszuschüsse, eingesetzt werden.

Angesichts dieser Ausgangslage rückt das Thema Altersvorsorge zwangsläufig immer stärker in die öffentliche Debatte. Unterschiedliche Akteure aus der Politik, Arbeitgeber, Gewerkschaften, Verbände und Experten aus der Wissenschaft haben Reformvorschläge mit verschiedenen Akzenten vorgelegt.

Die einen wollen das gesetzliche Umlageverfahren stärken.¹ Dabei wird u.a. argumentiert, dass die gesetzliche Rente einer kapitalgedeckten Altersvorsorge überlegen sei. Dies gelte insbesondere im derzeitigen Niedrigzinsumfeld.² Warum das nicht so ist, stellen wir in dieser Studie dar.

Andere Stimmen fordern hingegen, bereits beschlossene Reformmaßnahmen zur Sicherung der Finanzierbarkeit der gesetzlichen Rente, wie etwa die stufenweise Verlängerung der Lebensarbeitszeit von 65 auf 67 Jahre oder die Anpassung der Höhe der Renten an demographische Entwicklungen (Nachhaltigkeitsfaktor), konsequent(er) umzusetzen.³ Unter den Vertretern dieser Meinung setzen sich viele zusätzlich für den Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge ein.⁴ Auf die Wirksamkeit dieser Maßnahmen gehen wir im Rahmen dieser Studie ein.

Schließlich gibt es Befürworter einer Kombination beider Strategien: Anpassungen des Umlageverfahrens, insbesondere zur Absicherung der künftigen Entwicklung von Rentenniveau und Beitragssätzen durch eine „Haltelinie“⁵, wie es das Konzept des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales vorsieht, und den Ausbau der privaten und betrieblichen Altersvorsorge.⁶ Für

¹ Siehe Grüne Rentenkommission (2016), S. 2ff. oder IG Metall (2016), S. 6ff.

² So bspw. die Argumentation von IG Metall (2016) und Grüne Rentenkommission (2016).

³ Siehe u.a. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage (2014), S. 308ff.; Deutsche Bundesbank (2016), S. 68ff.; BDA (2016), S. 2f.; FDP (2016), S. 3ff.

⁴ Siehe etwa BDA (2016) und FDP (2016).

⁵ Siehe BMAS (2016), S. 28ff.

⁶ Siehe Bundesfachausschuss Arbeit und Soziales der CDU (2016); BMAS (2016), S. 38ff.; den Vorschlag der CDU-Rentenpo-

Letzteres wird u.a. gefordert, die Förderung der Riester-Rente, die seit ihrer Einführung im Jahr 2002 nahezu unverändert ist, zu erhöhen,⁷ und insgesamt die Anforderungen an die Riester-Rente zu entbürokratisieren.⁸ Eine moderate Ausweitung der staatlichen Förderung in der betrieblichen Altersvorsorge und der Riester-Rente ist u.a. auch im Anfang November 2016 vorgelegten Gesetzentwurf zur Stärkung der betrieblichen Altersvorsorge und zur Änderung anderer Gesetze vorgesehen.⁹

Eine stärkere Nutzung von Aktien wird in der Debatte um die Schließung der Lücke in der gesetzlichen Rente bislang nur am Rande thematisiert.¹⁰ Ziel der vorliegenden Studie ist es deshalb, das Potential der Aktie für die Altersvorsorge darzulegen und deutlich stärker in den Fokus der Debatte zu rücken.

Zu diesem Zweck ist die Studie wie folgt gegliedert:

- Abschnitt 1 arbeitet in einer Bestandsaufnahme heraus, dass Aktien – insbesondere im internationalen Vergleich – in der deutschen Altersvorsorge und im langfristigen Vermögensaufbau viel zu wenig genutzt werden. Chancen, die in anderen Ländern seit langem genutzt werden, müssen auch in Deutschland erschlossen werden.
- Abschnitt 2 zeigt die langfristigen Renditevorteile von Aktien auf und vergleicht diese mit der Rendite festverzinslicher Wertpapiere. Dabei wird deutlich, dass Aktien ein ideales Instrument der Altersvorsorge sind und eine stärkere Nutzung von Aktien unumgänglich ist, um das Auskommen im Alter zu sichern. Außerdem widerlegen die Ergebnisse die generelle Kritik an dem Aufbau von Sparguthaben über Kapitalmarktinstrumente, die meist das Potenzial von Aktien vernachlässigt und einseitig auf die Schwächen von festverzinslichen Wertpapieren in der aktuellen Niedrigzinsphase abstellt.
- Abschnitt 3 zeigt die Grenzen der Finanzierbarkeit des gesetzlichen Umlageverfahrens auf, die insbesondere auf den demographischen Wandel zurückzuführen sind. Hier wird klar, dass die Forderung nach einer Stärkung des Umlageverfahrens zunächst die Frage beantworten muss, wie diese – ohne den Beitrags- und Steuerzahler über Gebühr zu belasten – finanziert werden soll.
- Abschnitt 4 veranschaulicht, dass die Rentenlücke, die mit dem absehbaren Sinken des Leistungsniveaus der gesetzlichen Rentenversicherung entsteht, nur mit einer aktienorientierten Altersvorsorge geschlossen werden kann.
- Abschnitt 5 beschreibt Handlungsempfehlungen für die Politik. Der bestehende institutionelle Rahmen der staatlich geförderten Altersvorsorge in Deutschland erschwert heute die Anlage in Aktien. Der hier dargestellte Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ beschreibt, welche strukturellen Anpassungen in der gesetzlich geförderten Altersvorsorge notwendig sind, damit die Versorgungslücke geschlossen werden kann. Diese Handlungsfelder müssen auf die Agenda der deutschen Rentenpolitik, um die soziale Absicherung künftiger Rentnergenerationen durch eine stärkere Nutzung von Aktien sicherzustellen. Nur dann fällt die – unvermeidbare – zusätzliche Belastung der Beitrags- und Steuerzahler in der gesetzlichen Rentenversicherung moderat aus.

⁶ Iltiker Weiß/Welskop-Deffaa (2016) sowie Beschluss des CSU-Parteivorstands (2016).

⁷ Siehe Beschluss des CSU-Parteivorstands (2016), S. 2f.

⁸ Siehe Bundesfachausschuss Arbeit und Soziales der CDU (2016), S. 8f. und Beschluss des CSU-Parteivorstands (2016), S. 2f.

⁹ Siehe BMAS/BMF (2016).

¹⁰ Siehe beispielsweise das Konzept der hessischen Minister Schäfer/Grüttner/Al-Wazir (2016), S. 4; Hanau/Arteaga (2016), S. 49ff. und FDP (2016), S. 7.

1. Aktien in der deutschen Altersvorsorge: Was uns andere Länder voraus haben

Das deutsche System der Altersversorgung beruht im Vergleich zu vielen anderen Ländern immer noch weitgehend auf der ersten Säule, der umlagefinanzierten gesetzlichen Rente. Die Finanzierung der Alterssicherung über weitere Säulen, nämlich der betrieblichen und der privaten Vorsorge, mit Wertpapieren wie Aktien oder Anleihen spielt (noch) eine sehr untergeordnete Rolle. Aktien führen ein Schattendasein. Dies zeigt sich nicht nur an den Zahlen zur staatlich geförderten Altersvorsorge, sondern wird auch am individuellen Anlagestil der Deutschen deutlich, die fast ausschließlich in Bargeld, Festgeld und Versicherungen anlegen.

Finanzierung der Altersvorsorge: Umlageverfahren versus Kapitaldeckung

Die Finanzierung der Altersvorsorge kann über unterschiedliche Quellen geschehen. Beim Umlageverfahren finanzieren die Beschäftigten über Beiträge direkt die Rentnergeneration. Dieses System ist geeignet, wenn viele Arbeitnehmer für die Renten der nicht mehr arbeitenden Generation aufkommen. An seine Grenzen stößt es, wenn immer weniger Arbeitnehmer für immer mehr Rentner aufkommen müssen (s. Abschnitt 3 unten). Bei der Kapitaldeckung werden hingegen die Sparbeiträge der Beschäftigten meist über Investmentfonds, Pensionskassen, Lebensversicherungen usw. direkt am Kapitalmarkt beispielsweise in festverzinsliche Wertpapiere (Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen) und Aktien angelegt. Das im Erwerbsleben aufgebaute verzinsten Vermögen wird dann für die Versorgung im Ruhestand verwendet.

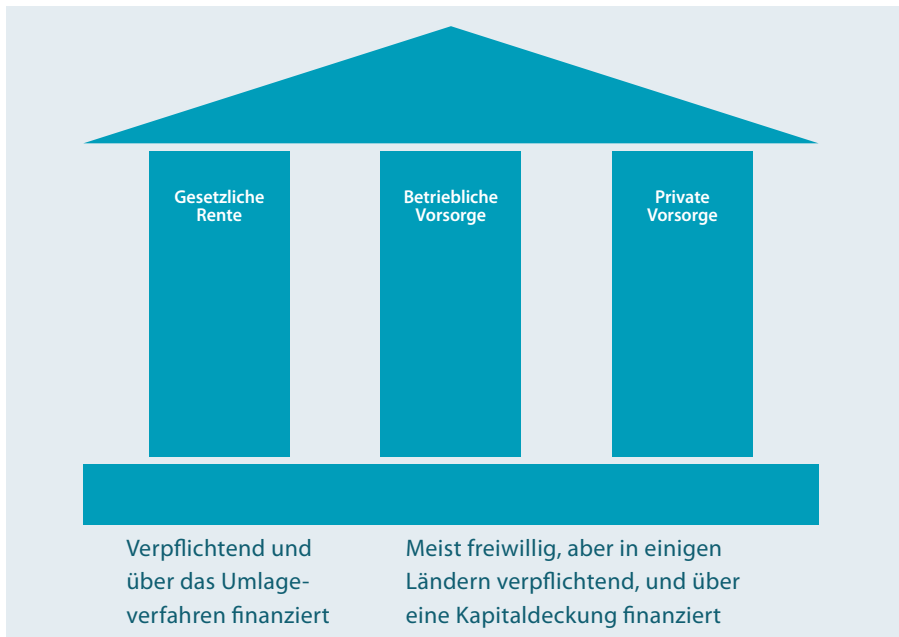


Abbildung 1: Die Säulen der staatlich geförderten Altersvorsorge¹¹

Die erste Säule ist eine öffentliche bzw. gesetzliche Rentenversicherung, die über das Umlageverfahren durch Beiträge der Erwerbstätigen oder andere staatliche Einnahmen (bspw. in Norwegen durch die Erträge aus der Ölförderung) finanziert wird (s. Abb. 1).

Die zweite Säule ist die betriebliche Altersvorsorge, die vom Arbeitgeber angeboten bzw. zugesagt wird. Die Beiträge hierzu, die auf dem Kapitalmarkt in Aktien, Anleihen usw. angelegt werden, entrichten Arbeitgeber durch Zulagen zum Gehalt und/oder Arbeitnehmer durch Entgeltumwandlung. Mögliche Durchführungswege der betrieblichen Altersvorsorge sind unter anderem Pensionsfonds, Pensionskassen oder – in Deutschland weit verbreitet – die Direktzusage. Hierzulande muss jeder Arbeitgeber eine betriebliche Altersvorsorge anbieten, wenn der Arbeitnehmer dies wünscht.

Die dritte Säule ist die private Altersvorsorge, die als kapitalgedeckte Zusatzversorgung abgeschlossen wird (in Deutschland bspw. in Form einer Riester-Rente).

Um das Nischendasein von Aktien in der deutschen Altersvorsorge zu verdeutlichen, stellen wir im Folgenden verschiedene Kennzahlen über die Rentensysteme unterschiedlicher Länder dar.

¹¹ Eigene Darstellung, die in anderen Varianten existiert, bspw. als Schichtenmodell (Basisrente, Zusatzabsicherung usw.). Die über Steuern finanzierte Grundsicherung im Alter und die Möglichkeiten der Altersvorsorge außerhalb der staatlichen Förderung bspw. über „normale“ Aktienfonds sind in dieser Darstellung nicht enthalten.

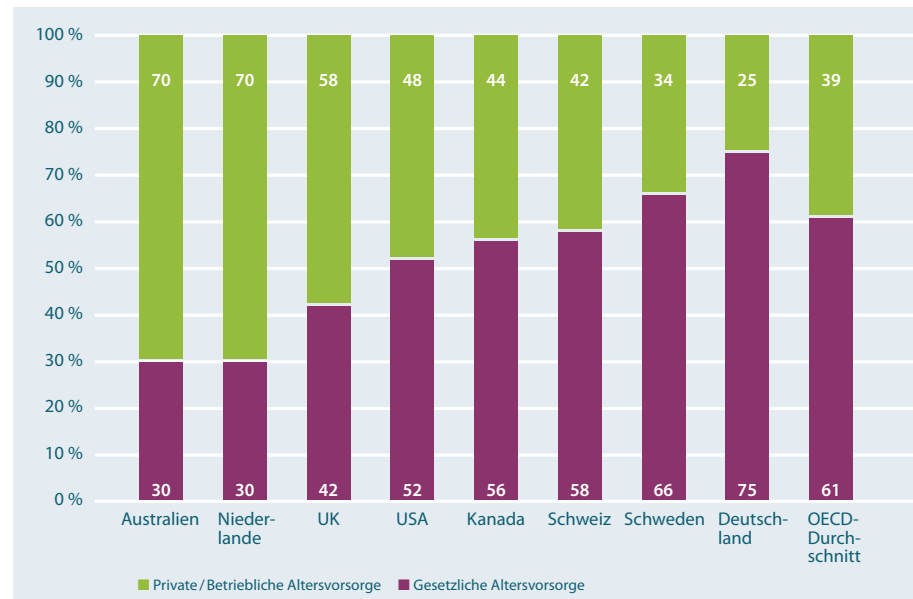


Abbildung 2: Zusammensetzung der Bruttorente eines Durchschnittsverdieners (2015)¹²

Abbildung 2 zeigt die Zusammensetzung der Bruttorente (d.h. vor Steuern und Sozialabgaben) eines Durchschnittsverdieners in unterschiedlichen Ländern. In Deutschland dominiert die erste Säule der Altersvorsorge, d.h. die gesetzliche Rente. Insgesamt 75 Prozent der Brutto-Standardrente werden aus diesen Mitteln gespeist. Mit 25 Prozent aus anderen Quellen liegt Deutschland im Vergleich zu anderen Industrienationen auf den hintersten Rängen.

Damit liegt Deutschland auch weit unter dem OECD-Durchschnitt, bei dem 39 Prozent der Bruttorente über die zweite oder dritte Säule des Rentensystems erwirtschaftet werden. Dem schwedischen Rentner fließt rund ein Drittel der Gesamtrente aus einer Kapitaldeckung zu; im Nachbarland Schweiz ist es fast die Hälfte. Noch höher sind diese Anteile in den angelsächsischen Ländern, deren Rentensysteme traditionell stärker kapitalmarktorientiert sind. Dazu gehören Kanada, die USA und Großbritannien mit rund 50 Prozent Einkünften aus einer Kapitaldeckung. An der Spitze liegen Australien und die Niederlande, deren Rentner 70 Prozent ihrer Alterseinkommen aus einer Kapitaldeckung beziehen.¹³

¹² Quelle: OECD (2015a), eigene Berechnungen.

¹³ Die Kapitaldeckung in diesen Ländern ist oftmals höher als hier ausgewiesen, da auch „überschüssige“ Gelder der gesetzlichen Rente am Kapitalmarkt angelegt werden, wie beispielsweise in Kanada durch den Canada Pension Plan.

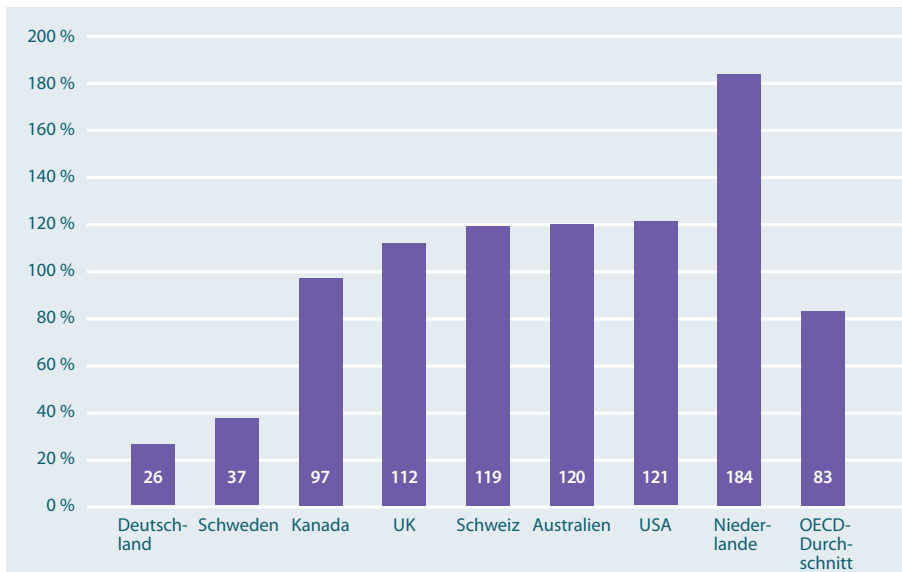


Abbildung 3: Kapitaldeckung der Altersvorsorge in Prozent des BIP¹⁴

Dass in Deutschland die Börse und der Kapitalmarkt im System der Altersvorsorge bislang keine große Rolle spielen, zeigt ebenfalls die Relation zwischen Kapitaldeckung der Altersvorsorge und Wirtschaftsleistung, gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP). Das Volumen der am Kapitalmarkt für die Altersvorsorge angelegten Mittel übersteigt in Ländern wie den Niederlanden, den USA, der Schweiz, Großbritannien und Australien deutlich das BIP (s. Abb. 3). In Deutschland beläuft sich dieser Wert auf gerade einmal 26 Prozent des BIP, was nicht einmal einem Drittel des OECD-Durchschnitts entspricht.

Ein Umdenken in der Politik und eine Förderung der Säulen, die eine Kapitaldeckung vorsehen, sind also notwendig. Allerdings werden selbst diejenigen Altersvorsorgebeiträge, die in Deutschland am Kapitalmarkt angelegt sind, nur zu einem geringen Anteil in Aktien investiert (s. Abb. 4 auf der nächsten Seite). Als Beispiel sind hier Pensionskassen und Pensionsfonds als Durchführungswege der betrieblichen Altersvorsorge mit einem Aktienanteil von vier Prozent genannt. Dies liegt weit unter dem OECD-Durchschnitt und den Werten anderer Länder. Gleiches gilt für die private Altersvorsorge: Bei der Riester-Rente überwiegen Versicherungsverträge mit fast 11 Millionen der 16,6 Millionen Verträge.¹⁵ Die Aktienquote der Lebensversicherer beträgt in Deutschland derzeit lediglich rund fünf Prozent.¹⁶ Gerade vor dem Hintergrund, dass die möglichen monatlichen Sparraten in der Regel nicht mehr als 100 Euro betragen¹⁷, bedeutet die Vernachlässigung der Aktienanlage, dass nicht die notwendigen Renditen erwirtschaftet werden, um die Rentenlücke zu schließen.

Ein anderes Bild ergibt der Blick über die Grenzen: Fast die Hälfte der Mittel der Pensionsfonds wird in den USA und in Australien in Aktien angelegt, rund ein Drittel sind es in den Niederlanden, Kanada und der Schweiz.

¹⁴ Quellen: Zahlen aus dem Jahr 2015 sind Willis Towers Watson (2016) entnommen, mit Ausnahme von Deutschland (für das Jahr 2013): Better Finance (2015) sowie Schweden und OECD (beide Angaben basieren auf dem Jahr 2013): OECD (2015a).

¹⁵ Quelle: BMAS, Stand 1/2016. Hierbei ist unklar, wie hoch der Anteil fondsgebundener Lebensversicherungen ist, die einen ähnlich hohen Aktienanteil wie Riester-Fondssparpläne haben können. Insgesamt beträgt der Anteil der Beiträge für fondsgebundene Lebensversicherungsverträge rund ein Fünftel aller Beiträge für Lebensversicherungen – allerdings bei steigender Tendenz (siehe GDV (2016), S. 36).

¹⁶ Quelle: BaFin (2016), Stand 4/2015.

¹⁷ Siehe DSGV (2016), S. 11. Hier wird sogar eine Verringerung der Sparraten in der jüngsten Vergangenheit festgestellt. Rund ein Drittel, meist Bezieher niedriger Einkommen, legt dieser Umfrage zufolge derzeit sogar kein Geld für das Alter zurück.

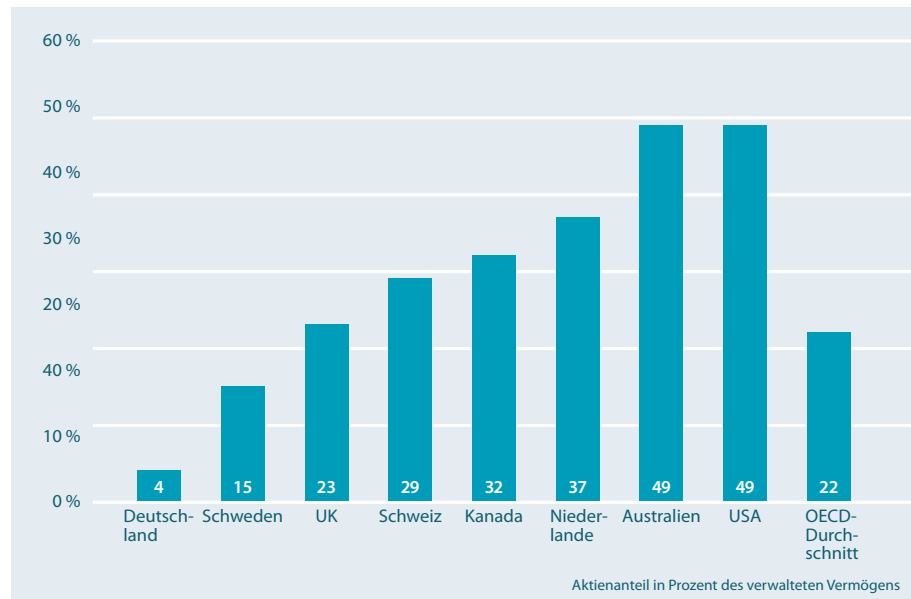


Abbildung 4: Aktienanteil von Pensionsfonds unterschiedlicher Länder (2013)¹⁸

In Schweden weist die verpflichtende Altersvorsorge, die „Prämienrente“, bei der ein Anteil von 2,5 Prozent des Gehalts direkt für Altersvorsorgezwecke am Kapitalmarkt angelegt wird, einen Aktienanteil von 41 Prozent auf.¹⁹ Insgesamt beträgt der Anteil von Aktien in der schwedischen betrieblichen Altersvorsorge immerhin 15 Prozent (s. Abb. 4). Dies ist zwar im Vergleich mit anderen Ländern niedrig, aber immer noch mehr als das Dreifache des deutschen Wertes.

Deutschland ist international weit abgeschlagen. Aktien fristen nicht nur in der deutschen Altersvorsorge ein Schattendasein, sondern auch im Vermögensaufbau. Lediglich rund 11 Prozent des Geldvermögens in Höhe von 5,3 Billionen Euro deutscher Anleger ist in Aktien oder Aktienfonds angelegt.²⁰ In Deutschland dominiert ein sicherheitsorientierter, aber renditeschwacher Sparstil: Fast 40 Prozent des Geldvermögens ist in Bargeld oder Sichteinlagen wie Tagesgeld oder dem Sparbuch angelegt. Mehr als 30 Prozent stellen Ansprüche gegenüber Lebensversicherungen oder Alterssicherungssystemen, u.a. Betriebsrenten, dar.²¹

Dieser Trend wird von repräsentativen Umfragen bestätigt. Fast die Hälfte der Deutschen hat zur Altersvorsorge, neben der eigenen Immobilie, ein Sparbuch und eine Lebensversicherung. Über Aktien verfügt noch nicht einmal jeder Fünfte. Dieser Befund überrascht umso mehr vor dem Hintergrund, dass sich derzeit fast jeder Dritte wegen der anhaltenden Niedrigzinsphase Sorgen um seine Ersparnisse macht. Erfreulich ist allerdings, dass sich bei immer mehr Bürgern die Erkenntnis durchsetzt, eigentlich verstärkt auf Aktien setzen zu müssen. Demnach stufen die Sparer Aktien zunehmend als geeignet ein, um der Zinsflaute zu entgehen.²² Immer mehr Menschen sind daher grundsätzlich bereit, in renditeträchtige Anlageformen zu sparen.²³ Dazu gehören naturgemäß Aktien.

¹⁸ Quelle: OECD (2015a).

¹⁹ Siehe Swedish Pensions Agency (2016) S. 21, Zahlen aus 2015. Der Wert ist höher als hier ausgewiesen, da der Aktienanteil in Mischfonds und Generationenfonds nicht berücksichtigt wurde.

²⁰ Die Zahlen zu den Aktienfonds sind BVI (2016) S. 64 entnommen und beziehen sich auf alle Publikumsaktienfonds. Leider ist es nicht möglich, den Besitz von Publikumsfonds durch institutionelle Anleger herauszurechnen. Daher überzeichnet der Wert den tatsächlichen Besitz von Aktienfonds durch private Anleger. Umgekehrt ist aber der Aktienanteil von Mischfonds nicht enthalten, der ebenfalls u.W. nicht zu ermitteln ist.

²¹ Quelle: Deutsche Bundesbank: Geldvermögen und Verbindlichkeiten, Stand 1. Quartal 2016 (www.bundesbank.de).

²² Siehe DSGV (2016), S. 12ff.

²³ Siehe Union Investment (2016), S. 10.

2. Renditevorteile von Aktien

In Deutschland dominiert die gesetzliche Rentenversicherung die Altersvorsorge. Wird der Kapitalmarkt mit seinen Produkten in der privaten und betrieblichen Altersvorsorge genutzt, dann bislang vor allem mit festverzinslichen Wertpapieren wie Anleihen. Die Deutschen profitieren damit kaum von den Renditevorteilen von Aktien, die insbesondere bei langfristigen Anlagezeiträumen, wie sie für die Altersvorsorge typisch sind, zum Tragen kommen.²⁴ Wer auf Aktien verzichtet, verzichtet auf ein sicheres Auskommen im Alter. Umso wichtiger ist es, dass die Deutschen ihre Absichtserklärung, mehr Aktien zu nutzen, in die Tat umsetzen.

Doch wie erklärt sich der wirtschaftliche Erfolg von Aktien? Und warum gelten Aktien in der Öffentlichkeit, Politik und unter vielen Anlegern immer noch als „spekulative“ Wertpapiere, von denen man lieber die Finger lassen sollte?

Der an der Börse ermittelte Wert einer Aktie kann kurzfristig deutlich schwanken. Wesentlicher Grund hierfür sind konjunkturelle Zyklen, aber auch psychologische Faktoren, die an der Börse ebenfalls eine große Rolle spielen. Langfristig steigen aber die Unternehmensgewinne parallel zum Wachstum der Wirtschaft kontinuierlich an. Das Wachstum, definiert als Zunahme des inflationsbereinigten Bruttosozialprodukts, betrug seit Anfang des 19. Jahrhunderts in Industriestaaten wie Großbritannien vier Prozent p.a., den USA sowie Frankreich durchschnittlich drei Prozent p.a. Obwohl die US-amerikanische Wirtschaft zahlreiche Konjunkturkrisen überstehen musste, sind die Gewinne der US-Unternehmen seit 1871 ohne Berücksichtigung der Inflation um knapp vier Prozent pro Jahr gestiegen.²⁵

Das gesamtwirtschaftliche Wachstum und die positive Entwicklung der Unternehmensgewinne spiegeln sich in den Renditen der Aktien wider, d.h. in den Kursgewinnen und den Dividendenzahlungen. In Tabelle 1 auf der nächsten Seite wird eine „Einmalanlage“ unterstellt und gezeigt, was aus einer Währungseinheit, die 1900 in Aktien angelegt wurde, im Jahr 2014 geworden wäre. Hierbei wird davon ausgegangen, dass die Preise auf dem Niveau von 1900 verharren, d.h. es wird eine reale Wertsteigerung ohne Berücksichtigung der Inflation berechnet.

²⁴ Da insbesondere die großen deutschen börsennotierten Unternehmen überwiegend im Besitz ausländischer Investoren sind, darunter auch Pensionsfonds aus den USA, profitieren nicht die deutschen Rentner von den Erfolgen der einheimischen Wirtschaft, sondern u. a. die US-Pensionäre.

²⁵ Siehe Allianz Global Investors (2014), S. 5.

Land	Reale Aktienrendite p.a. von 1900 bis 2014	Reale Wertsteigerung von 1900 bis 2014 (Faktor)
Frankreich	3,2	36
Deutschland	3,2	38
Japan	4,1	106
Schweden	5,8	684
Schweiz	4,5	155
Großbritannien	5,3	367
USA	6,5	1396
Europa	4,3	125
Welt ex-USA	4,4	148
Welt	5,2	325

Tab. 1: Reale Aktienrenditen p.a. von 1900 bis 2014²⁶

Das Ergebnis ist beeindruckend: Von 1900 bis 2014 ist der Wert der Aktien deutscher Unternehmen um den Faktor 38 gestiegen – wohlgermerkt in Preisen des Jahres 1900, also ohne Einbeziehung von Preissteigerungen.²⁷ Dies entspricht einer realen Durchschnittsrendite von 3,2 Prozent jährlich. Der Wert der US-Aktien hat sich sogar um das 1.396-fache erhöht. Für ein weltweit diversifiziertes Aktienportfolio beträgt der Faktor 325, d.h. die reale jährliche Durchschnittsrendite betrug 5,2 Prozent.

2.1 LANGFRISTANLAGE MIT AKTIEN: HOHE RENDITE, ABNEHMENDES RISIKO

Bei der Untersuchung der Aktienrendite von 1900 bis heute, die das Renditepotenzial von Aktien sehr deutlich macht, wird eine „Einmalanlage“ unterstellt. Relevant für die Altersvorsorge sind aber typischerweise Sparpläne, in denen der Anleger Monat für Monat einen bestimmten Betrag seines Einkommens für die Rente zurücklegt und damit Vermögen für das Alter aufbaut. Wer Monat für Monat sein Aktienvermögen vergrößert, braucht außerdem – im Gegensatz zur Einmalanlage – keine Angst davor zu haben, dass sich die Kaufkurse im Nachhinein als zu hoch herausstellen. Man kauft mal günstiger, mal teurer und erzielt am Ende einen geglätteten Einstiegskurs.

Die folgenden Berechnungen legen daher Sparpläne zugrunde. Als Maßstab für die Höhe der Aktienrenditen wird der Deutsche Aktienindex DAX 30 herangezogen, dem die 30 größten börsennotierten deutschen Unternehmen angehören. Betrachtet werden monatliche Daten für den Zeitraum von Anfang 1967 bis Ende 2015.²⁸ Bei den Berechnungen

²⁶ Quelle: Dimson/Marsh/Staunton (2015).

²⁷ Gerade über diese langen Zeiträume bietet sich die reale Betrachtung an, da die Preissteigerungen in den unterschiedlichen Ländern sehr unterschiedlich ausfallen. Hinzu kommen nationale Währungskrisen mit Hyperinflation, die eine nominale Darstellung stark verzerren würden.

²⁸ Quelle: Deutsche Börse AG, eigene Berechnungen. Die Werte vor der Einführung des DAX im Jahr 1988 werden von Stehle et al. (1996) übernommen, der den DAX bis 1948 zurückgerechnet hat. In dieser Studie beschränken wir uns auf

in dieser Studie werden nominale Werte zugrunde gelegt, d.h. die Wertentwicklung der Anlagen wird nicht um die Inflation bereinigt.

Der DAX 30 – diversifiziertes Aktienportfolio weltweit aktiver Unternehmen

Der deutsche Leitindex DAX 30 ist ein Performance-Index. Er spiegelt sowohl Dividenden- als auch Kurssteigerungen wider und misst damit die gesamte Wertsteigerung der Aktien. Bei der Berechnung des Index wird unterstellt, dass die Dividenden nach der Ausschüttung direkt wieder in das DAX-Portfolio angelegt werden.

Die 30 Unternehmen sind international aufgestellt, so dass die Wertentwicklung des DAX nicht ausschließlich von den konjunkturellen Entwicklungen in Deutschland abhängt. Damit ist der DAX auch ein Beispiel für ein global gut diversifiziertes Aktienportfolio.

Abbildung 5 zeigt die durchschnittliche, die minimale und die maximale historische Rendite. In dieser Darstellung wird die **interne Rendite** (siehe hierzu den Kasten auf der nächsten Seite) aller möglichen Sparpläne berechnet, die über verschiedene Anlagehorizonte von einem bis zu dreißig Jahren im Zeitraum von 1967 bis 2015 möglich gewesen wären. So ergeben sich beispielsweise bei einem einjährigen Anlagezeitraum 576 verschiedene Sparplanvarianten (48 Jahre multipliziert mit 12 Monaten). Dabei werden gleichbleibende monatliche Sparraten unterstellt.



Abbildung 5: Historische interne Renditen des deutschen Aktienmarkts DAX 30 bei unterschiedlichen Anlagehorizonten

den Zeitraum ab 1967, da die Aktienrenditen später mit den Renditen von deutschen Staatsanleihen verglichen werden (s. Abschnitt 2.2). Die Daten zu diesen Renditen liegen erst ab 1967 vor.

Aus Abbildung 5 wird deutlich, dass Aktien bei kurzfristigen Anlagehorizonten von einem oder fünf Jahren zwar sehr hohe maximale Renditen von 102,0 Prozent bzw. 40,7 Prozent aufweisen können. Dem stehen aber auch hohe Verlustrisiken von -64,1 Prozent bzw. -28,2 Prozent gegenüber. Die Wertschwankungen, d.h. die mit der Aktienanlage verbundenen Risiken, sind also bei kurzfristigen Zeiträumen sehr hoch.

Die interne Rendite

Bei der Berechnung der Rendite eines Aktiensparplans ergibt sich das methodische Problem, dass abhängig vom jeweiligen Kurs der Aktien für den gleichen Betrag jeden Monat eine andere Zahl von Aktien erworben wird. Sind die Aktienkurse hoch, werden weniger Aktien gekauft als in Monaten mit niedrigeren Kursen. Jede Sparrate weist daher eine unterschiedliche Rendite in Bezug auf das erzielte Endvermögen auf. Diese Besonderheiten werden bei der Berechnung der internen Rendite (oder auch: interner Zinsfuß) berücksichtigt. Die interne Rendite ist damit die durchschnittliche Rendite, zu der jeder monatliche Sparbetrag theoretisch verzinst werden müsste, um das erzielte Endvermögen nach einem, zwei, fünf usw. Jahren zu erreichen. Um die Lesbarkeit im Text nicht unnötig zu erschweren, wird allerdings im Zusammenhang mit den exemplarischen Sparplan-Berechnungen meist von Rendite gesprochen.

Wer am Aktienmarkt auf kurzfristige Spekulationsgewinne setzt, geht also hohe Risiken ein. Das Gegenteil hiervon ist die Langfristanlage, die für die Altersvorsorge ausschließlich relevant ist. So zeigt sich, dass über längere Anlagehorizonte, d.h. idealerweise das Ansparen über das gesamte Berufsleben von 20, 30 oder 40 Jahren hinweg, nur noch positive Erträge erwirtschaftet werden.

Ansehnlich ist die maximale Rendite, die nach 15 Jahren 17,2 Prozent, nach 20 Jahren 16,6 Prozent betrug und letztendlich nach 30 Jahren immer noch 13,6 Prozent ausmacht.

Bei historischen DAX-Sparplänen von 15 Jahren betrug hingegen der Verlust für die schlechteste 15-Jahres-Periode zwar noch -0,4 Prozent. Nach 20 Jahren lag die minimale Rendite auf DAX-Sparpläne mit 2,7 Prozent jedoch im positiven Bereich. Ab 30 Jahren betrug die minimale Rendite sogar 6,2 Prozent.

Abgesehen von der Betrachtung dieser Extreme, d.h. der minimalen und der maximalen Rendite, ist der Durchschnittsertrag aller möglichen Sparpläne bei unterschiedlicher Halte-dauer interessant. Sie liegt bei fast zehn Prozent p.a.

Der Befund, dass bei der Aktienanlage das Risiko von Verlusten mit der Dauer des Anlagezeitraums abnimmt, wird in Abbildung 6 auf der nächsten Seite bestätigt. Tatsächlich können einige Sparpläne in der kurzen Frist keine Gewinne erwirtschaften. Bei einem Anlagezeitraum von einem Jahr erwirtschaften lediglich 70,1 Prozent der Sparpläne einen positiven Ertrag. Bei fünf Jahren sind es immerhin schon 84,1 Prozent der Sparpläne.

Ganz anders sind die Ergebnisse bei Anlagezeiträumen von 20 und mehr Jahren. In der historischen Betrachtung gab es ausschließlich Gewinne; alle Sparpläne hatten eine positive Rendite.



Abbildung 6: Historische Wahrscheinlichkeit, mit einem Sparplan auf den DAX 30 einen Gewinn zu erwirtschaften

Diese empirische Erkenntnis ist von fundamentaler Bedeutung für die rentenpolitische Frage, ob es sinnvoll und notwendig ist, bei Altersvorsorgeprodukten mindestens die eingezahlten Beiträge zu garantieren. Welche Hindernisse diese Beitragsgarantien für die Aktienanlage bedeuten und dass die Beitragsgarantie den Anleger Rendite kostet, wird in Abschnitt 5.1 dieser Studie diskutiert.

Der Befund zum deutschen Aktienmarkt lässt sich auf den weltweiten Maßstab übertragen. Betrachtet wird dazu der MSCI World, der die Wertentwicklung von großen und mittelgroßen Unternehmen aus 23 Ländern zusammenfasst. Die Berechnungen stützen sich auf Daten von Ende 1969 bis Ende 2015.²⁹ Sparpläne auf den MSCI World kommen nach 30 Jahren auf eine durchschnittliche Rendite von 8,5 Prozent. Der beste Sparplan erwirtschaftet 12,8 Prozent, der schlechteste liegt immerhin bei 4,8 Prozent (s. Abb. 7 auf der nächsten Seite).

Auch die tatsächliche historische Wertentwicklung von Sparplänen mit monatlichen Einzahlungen in marktübliche Investmentfonds bestätigt dieses Bild.

²⁹ Quelle: Union Investment, FactSet, eigene Berechnungen. Der MSCI existiert seit 1986 und wurde für den Zeitraum davor zurückgerechnet. Weiter zurückliegende Daten liegen uns nicht vor. Zur Indexberechnung siehe die Homepage des Indexanbieters und insbesondere <https://www.msci.com/documents/10199/149ed7bc-316e-4b4c-8ea4-43fcb5bd6523>.

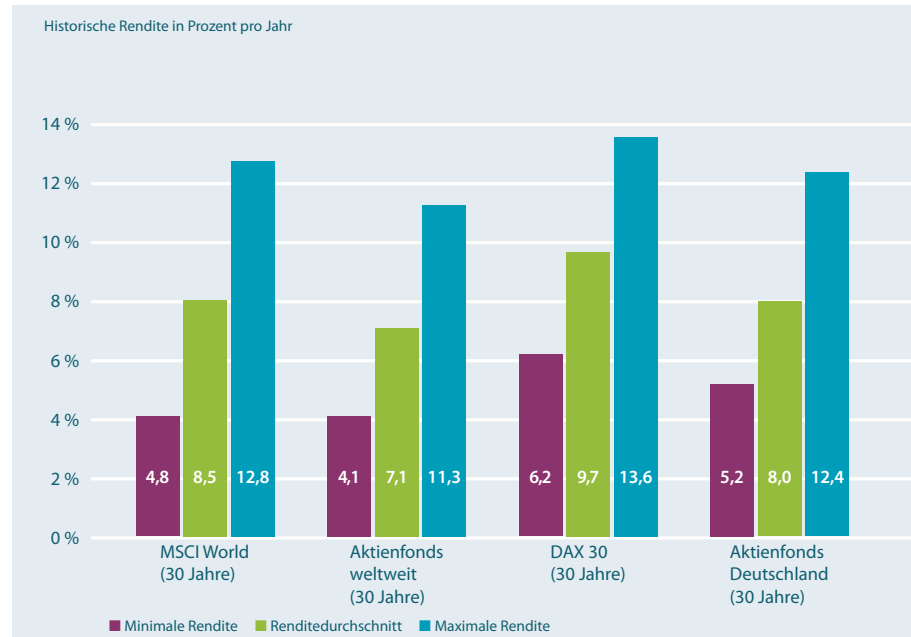


Abbildung 7: Historische interne Renditen bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren³⁰

Bei den Erträgen der Aktienfonds wurden der Ausgabeaufschlag sowie die laufenden Kosten berücksichtigt und Daten von 1970 bis 2015 herangezogen. Die durchschnittliche Rendite weltweit anlegender Aktienfonds liegt bei 7,1 Prozent, die beste bei 11,3 Prozent und die schlechteste bei 4,1 Prozent (s. Abb. 7). Gleiches gilt für deutschlandweit anlegende Fonds, die mit einer durchschnittlichen Rendite von 8,0 Prozent den obigen Renditetrend bestätigen. Die maximale Rendite liegt bei 12,4 Prozent, die minimale bei 5,2 Prozent.

2.2 RENDITEVERGLEICH: AKTIEN KLAR VOR ANLEIHEN – DIVERSIFIZIERUNGSEFFEKT GEMISCHTER PORTFOLIOEN NUTZEN

Aktien bieten langfristig Chancen auf hohe Renditen und sind damit prädestiniert für die Altersvorsorge. Doch wie schneiden Aktien im Vergleich zu anderen Anlageformen wie festverzinslichen Wertpapieren ab? Ein solcher Vergleich ist für die Diskussion über die Altersvorsorge sehr relevant, da Kapitaldeckung in Deutschland häufig die Anlage in Anleihen bedeutet, die im derzeitigen Niedrigzinsumfeld keine nennenswerte Rendite ermöglichen. Zum Beispiel für kapitalgedeckte Lebensversicherungen, die stark in Anleihen investiert sind und kaum in Aktien, wächst sich dies zum Problem aus.

Grundsätzlich handelt es sich bei Anleihen um verbrieft Fremdkapitaltitel mit üblicherweise jährlichen Zinszahlungen und fester Laufzeit. Aktien hingegen sind Eigenkapitalbeteiligungen ohne Laufzeitbeschränkung, die den Anspruch auf einen Anteil am Unternehmensgewinn verbiefen. Damit verbunden ist auch das Risiko, im Fall von Verlusten des Unternehmens keine Dividende zu erhalten bzw. einen Kursrückgang der Aktie in Kauf nehmen zu müssen. Bei Anleihen sind, vorausgesetzt der Schuldner bleibt zahlungsfähig und -willig, die künftigen Zahlungsströme in Form von Zinsen und der Rückzahlung des angelegten Betrags

³⁰ Quelle für die Performance-Daten der Fonds: BVI. Hinsichtlich der Datenverfügbarkeit haben wir die Daten verwendet, die am weitesten zurückreichen. Alle Daten der Abbildung umfassen Kursgewinne und Dividenden.

gut berechenbar. Der Wert der Anleihe schwankt abhängig vom allgemeinen Zinsniveau und von der Bonität des Emittenten. Bei Aktien ist dies anders: Die Rendite hängt hier vom Unternehmenserfolg ab, der wiederum von zahlreichen Faktoren wie dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld, dem Geschäftsmodell, dem Management usw. bestimmt wird.

Aktienrenditen sind daher zumindest kurzfristig mit einem höheren Risiko verbunden als die Verzinsung von Anleihen (s. oben Abschnitt 2.1). Dieses Risiko lässt sich der Anleger in Form einer Risikoprämie vergüten, d.h. in der Regel haben Aktien im Durchschnitt eine höhere Rendite als Anleihen (Aktienrisikoprämie). Das theoretische Konstrukt der Aktienrisikoprämie wurde in der Kapitalmarktforschung empirisch nachgewiesen.³¹

Es liegt daher nahe, die internen Renditen von Sparplänen auf Aktien mit Sparplänen auf festverzinsliche Wertpapiere zu vergleichen. Unsere Berechnungen beziehen sich auf den deutschen Markt und vergleichen den Rentenindex REXP mit dem Aktienindex DAX 30. Der REXP gibt die Wertentwicklung, d.h. Kursgewinne und Zinszahlungen, eines Portfolios deutscher Staatsanleihen wieder. Insgesamt repräsentiert der REXP hinsichtlich der Laufzeit und den Zinszahlungen die jeweils ausstehenden Anleihen der Bundesrepublik Deutschland. Dabei beziehen wir uns auf die jeweiligen Monatswerte von Anfang 1967 bis Ende 2015.

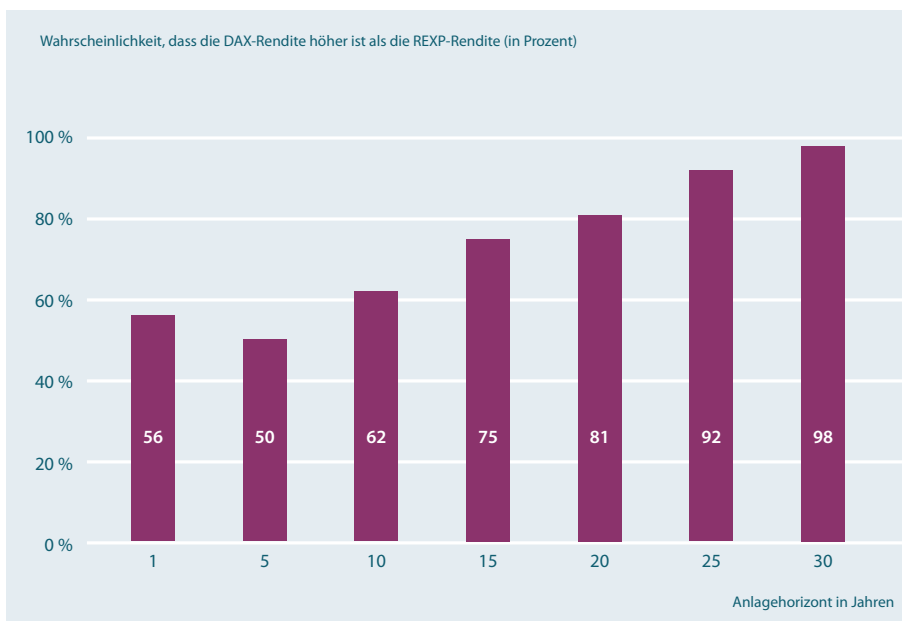


Abbildung 8: Historische Wahrscheinlichkeit, dass die interne Rendite eines DAX 30-Aktien-sparplans höher ist als die Rendite eines REXP-Sparplans

Abbildung 8 zeigt die langfristigen Vorteile von Aktien- gegenüber Anleihe-sparplänen. Bei Anlagezeiträumen von 20 Jahren fallen die erwirtschafteten Erträge bei 81 Prozent der DAX-Sparpläne höher aus als die Renditen der Sparpläne auf den REXP. Dieser Anteil steigt mit zunehmender Anlagedauer. Bei 30 Jahren beträgt die Wahrscheinlichkeit, dass die Rendite eines Aktiensparplans vor der Rendite eines Rentensparplans liegt, bei 98 Prozent.

³¹ Es soll hier nicht auf die akademische Diskussion zur Aktienrisikoprämie eingegangen werden. Ausführlich siehe hierzu bspw. Damodaran (2015). Dimson/Marsh/Staunton (2015) ermitteln die Aktienrisikoprämie von 1900 bis 2014 für unterschiedliche Länder. Sie liegt real, d.h. ohne Berücksichtigung von Preissteigerungen, zwischen zwei und sechs Prozent.

Lediglich bei kurzfristigen Zeiträumen sieht es anders aus: Bei einem einjährigen bzw. fünfjährigen Anlagehorizont schneidet etwa die Hälfte der REXP-Sparpläne besser ab als die DAX-Sparpläne.

Diese Ergebnisse sprechen für die Aktienanlage in der Altersvorsorge. Dennoch sollte neben der Langfristanlage und der Diversifikation auf verschiedene Unternehmen die Diversifizierung der Sparbeiträge auf unterschiedliche Anlageklassen erfolgen. Dies gilt auch für die Altersvorsorge, die zwar zu einem großen Teil in Aktien angelegt, aber auch andere Vermögenstitel wie Anleihen umfassen sollte. Insofern stellt diese Studie kein Plädoyer für eine ausschließliche Nutzung der Aktie für die Altersvorsorge dar, sondern ein Plädoyer für die angemessene Nutzung der Aktie – also mehr, als es heute in Deutschland der Fall ist.

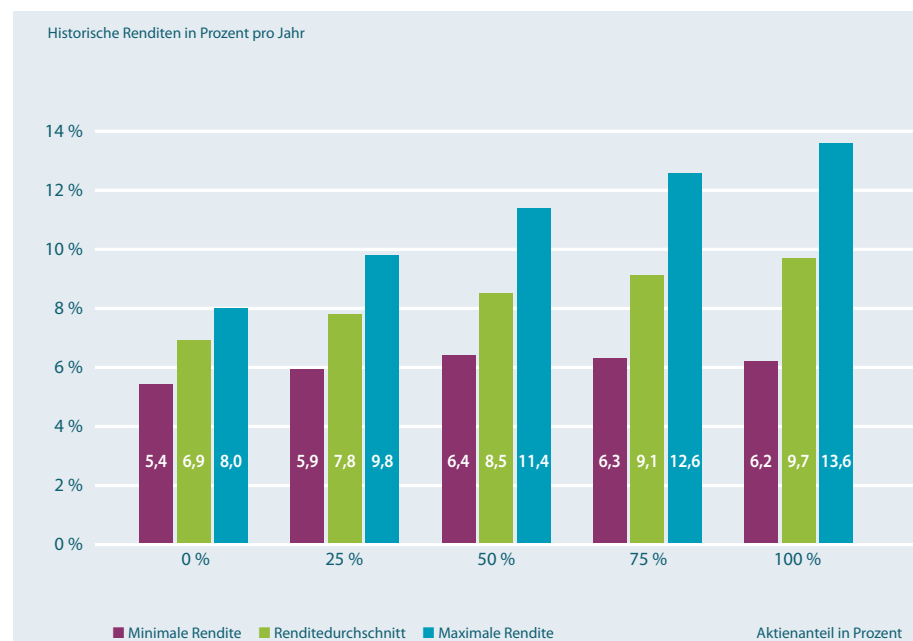


Abbildung 9: Historische interne Renditen von Portfolien (REXP und DAX 30) bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren und unterschiedlichen Aktienanteilen (von links nach rechts steigend)

Diesen Diversifizierungseffekt zeigt Abbildung 9. Ganz links finden sich reine Anleiheparpläne und ganz rechts reine Aktiensparpläne über einen Anlagezeitraum von 30 Jahren dargestellt. Insgesamt schneidet das reine Aktienportfolio immer besser ab: Die historische Durchschnittsrendite des Aktienportfolios liegt mit 9,7 Prozent deutlich vor der reinen Anleiheparpläne (6,9 Prozent). Gleiches gilt für die minimale Rendite (6,2 Prozent im Vergleich zu 5,4 Prozent) und die maximale Rendite (13,6 Prozent bei 100 Prozent Aktien im Vergleich zu nur 8,0 Prozent mit ausschließlich Anleihen).

Während die durchschnittliche und die maximale Rendite der Sparpläne mit zunehmendem Aktienanteil ansteigen, nimmt die minimale Rendite bis zu einem Aktienanteil von 50 Prozent auf 6,4 Prozent zu und mit steigendem Aktienanteil geringfügig wieder ab. Daran zeigt sich der Diversifizierungseffekt: Eine Zumischung von Aktien (50 Prozent Aktienanteil) bedeutet eine Erhöhung der minimalen historischen Rendite bei gleichzeitiger Erhöhung der Durchschnittsrendite. Ein Portfolio mit einem Aktienanteil von 50 Prozent hätte also selbst im schlechtesten Fall ein besseres Ergebnis erzielt als ein reines Anleiheportfolio.

Die Diversifizierung über unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien und Anleihen ist wichtig. Die Frage nach einer „optimalen“ Aktienquote kann hingegen nicht generell beantwortet werden. Unter Rendite- und Risikoaspekten muss jeder Anleger für sich selbst entscheiden, welche Renditechance er bei welchem Risiko eingehen will. Dabei spielt insbesondere die zeitliche Nähe zum Renteneintritt eine entscheidende Rolle. Um beides zu berücksichtigen, wurden in der Praxis Produkte wie Lebenszyklusmodelle entwickelt. Mit zunehmendem Alter und Nähe zum Renteneintritt wird bei diesen Modellen der Aktienanteil sukzessive verringert.

Dies bedeutet allerdings nicht, dass mit dem Renteneintritt das gesamte Aktienportfolio zwangsläufig in Anleihen umgeschichtet sein muss. Bei einer Lebenserwartung von 20 und mehr Jahren nach Renteneintritt ist das oft befürchtete Szenario, „mitten in einem Crash“ plötzlich das gesamte Portfolio zu ungünstigen Konditionen verkaufen zu müssen, nicht realistisch. Auch nach dem Renteneintritt ist es nicht nur vertretbar, sondern sogar angeraten, einen Teil des Vorsorgevermögens rentabel in Aktien anzulegen. Hierfür ist es aber notwendig, die gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Auszahlungsphase in der staatlich geförderten Altersvorsorge zu flexibilisieren (s. Abschnitt 5).

2.3 PROGNOSE KÜNFTIGER RENDITEENTWICKLUNGEN

In der bisherigen Darstellung wurden historische Daten verwendet, um die Vorteile von Aktien insgesamt und gegenüber (Staats-)Anleihen zu verdeutlichen. Allerdings stammt ein Großteil der Daten aus dem 20. Jahrhundert, das durch andere Rahmenbedingungen als heute geprägt war. Dazu gehörte ein Umfeld relativ hoher Renditen von durchschnittlich rund sieben Prozent p.a. auf deutsche Staatsanleihen.



Abbildung 10: Zinsentwicklung deutscher Staatsanleihen und Inflationsrate von 1967 bis 2015³²

³² Quelle: Deutsche Bundesbank.

Das Zinsumfeld hat sich allerdings drastisch gewandelt (s. Abb. 10). Seit Beginn der 1990er Jahre sinken die Zinsen fast stetig, hier dargestellt an den Umlaufrenditen börsennotierter Bundeswertpapiere. Verschärft wurde dieser Trend nach der Finanzkrise 2007/2008 durch die sehr expansive Geldpolitik der führenden Notenbanken, so dass die Zinsen – nicht nur für deutsche Staatsanleihen – im historischen Vergleich heute extrem niedrig sind.

Wie lange die Zinsen auf diesem Stand bleiben werden, ist schwer zu prognostizieren. Allerdings deutet derzeit alles darauf hin, dass **die Zinssätze von Anleihen mit guter Bonität mittelfristig auf niedrigem Niveau** verharren werden.³³ Bei Anleihen muss insgesamt berücksichtigt werden, dass es selbst bei Staatsanleihen „die“ sichere Anleihe nicht gibt.

Was bedeutet dies für die künftigen langfristigen Aktienrenditen, die im Rückblick Durchschnittswerte von bis zu 10 Prozent erreicht haben? Hierzu existieren unterschiedliche Prognosen, die entweder mittels eines Vergleichs mit anderen Krisen³⁴, durch Zugrundelegung einer Aktienrisikoprämie³⁵ oder auf der Basis von geschätzten Parametern zum künftigen Wirtschaftswachstum oder zur künftigen Gewinnentwicklung der Unternehmen berechnet werden³⁶. Diese Prognosen ermitteln einen Korridor von drei bis sechs Prozent realer langfristiger Rendite p.a. für Aktien von Unternehmen aus Industriestaaten und bis zu sieben Prozent realer Rendite p.a. für Aktien von Unternehmen aus Schwellenländern. Bei einer (angenommenen) Inflationsrate von zwei Prozent p.a., die zu dieser realen Rendite zur Bestimmung der nominalen Rendite hinzuaddiert wird, ergeben sich **nominale Werte in der Bandbreite von fünf bis acht Prozent für Aktien aus Industrieländern und bis zu neun Prozent für Aktien aus Schwellenländern.**³⁷

Der Renditevorsprung der Anlageform Aktie gegenüber Anleihen wird sich in den nächsten Jahren also kaum verringern. Auch ein leichter Zinsanstieg bei Anleihen wird hieran nichts ändern. Im Gegenteil: Ein Zinsanstieg wird zunächst zu nicht unerheblichen Kursverlusten bei Anleihen führen, die sich bereits in den Depots befinden.

Dieser Effekt wird die Anleiherenditen auf absehbare Zeit (zusätzlich) belasten. Die aktuelle Lage am Finanzmarkt verstärkt damit die grundsätzliche Aussage, dass gerade in der Altersvorsorge zur Sicherung des Lebensunterhalts Aktien viel stärker genutzt werden sollten.

³³ Siehe Wilmot (2016), S. 27ff.

³⁴ Siehe Wilmot (2016), S. 35.

³⁵ Siehe Dimson/Marsh/Staunton (2013), S. 15.

³⁶ Siehe Allianz Global Investors (2014), S. 16f.

³⁷ Die langfristigen Aktienrenditen werden also voraussichtlich sinken, aber moderat. Dies ist auch das Ergebnis von Börsch-Supan et al. (2003), die sich mit der These des „Asset Meltdown“ beschäftigen. Mit diesem Begriff wird ein demographisch bedingtes Abschmelzen der Kapitalrenditen bezeichnet, da kommende Rentnergenerationen Wertpapiere wie Aktien, Anleihen usw. zur Absicherung ihrer Renteneinkünfte verkaufen und es aufgrund des demographischen Wandels deutlich weniger potenzielle Käufer (zumindest im Inland) hierfür gibt. In der Untersuchung von Börsch-Supan et al. ergibt sich ein Rückgang der Kapitalrendite von 7,7 Prozent auf 6,7 Prozent, also gerade einmal um einen Prozentpunkt. Insgesamt ändert der prognostizierte Rückgang der Kapitalrendite allerdings weder etwas an der grundsätzlichen Notwendigkeit einer ergänzenden Kapitaldeckung in der Altersvorsorge noch an der relativen Vorteilhaftigkeit der Aktie gegenüber festverzinslichen Wertpapieren.

3. Finanzierbarkeit des Umlageverfahrens – weitere Schwierigkeiten sind absehbar

Die auf dem gesetzlichen Umlageverfahren basierende deutsche Altersvorsorge stößt zunehmend an die Grenzen ihrer Finanzierbarkeit. Grund dafür ist der demographische Wandel, der nicht aufzuhalten ist. So müssen künftig immer weniger Beitragszahler die Rente der jeweiligen Ruhestandsgeneration zahlen. Die Folge ist, dass die Finanzierung der gesetzlichen Rentenversicherung nur dann gewährleistet ist, wenn das Renteneintrittsalter deutlich auf über 70 Jahre erhöht wird, die Beiträge steigen, das Rentenniveau abgesenkt wird und/oder der Fehlbetrag über zusätzliche Zuschüsse aus Steuermitteln kompensiert wird.

Was bisher als Reaktion auf den demographischen Wandel politisch unternommen wurde und welche Auswirkungen auf Beiträge sowie die Rentenversorgung bis 2060 zu erwarten sind, wird in diesem Abschnitt erläutert. Es wird gezeigt, dass der in der derzeitigen Diskussion von vielen Akteuren geforderte Ausbau des Umlageverfahrens nur unter einer erheblichen Zusatzbelastung der Generation der Beitragszahler und/oder der öffentlichen Haushalte finanzierbar ist.

3.1 DER DEMOGRAPHISCHE WANDEL: BISHERIGE MASSNAHMEN

Die durch den demographischen Wandel verursachten Probleme der gesetzlichen Rentenversicherung werden seit den 1990er Jahren von der Politik mit unterschiedlichen Maßnahmen adressiert. Ziel dieser Reformanstrengungen war und ist es, die Beiträge zur gesetzlichen Rentenversicherung zu stabilisieren. In der Tendenz gibt es dabei eine Entwicklung von einer „leistungsorientierten“ hin zu einer „beitragsorientierten“ gesetzlichen Rentenversicherung. Ausdruck dieser Politik sind die gesetzlichen Regelungen zu einer Deckelung der Beiträge bis 2030 auf maximal 22 Prozent des jeweiligen Bruttoentgelts der Beitragszahler. Gleichzeitig darf auch das Rentenniveau gemessen am Sicherungsniveau (s. Kasten auf der folgenden Seite) fallen, allerdings nicht unter 43 Prozent bis zum Jahr 2030 (§ 154 Abs. 3 SGB VI). Für die Zeit nach 2030 gibt es bislang noch keine Regelung. Außerdem wurde das Renteneintrittsalter von 65 Jahren auf 67 Jahre erhöht, was die Rentenbezugsdauer im Durchschnitt verkürzt und damit das Verhältnis zwischen Beitragszahlern und Rentnern etwas stabilisiert.³⁸

³⁸ Einen Überblick über die unterschiedlichen Maßnahmen geben Schnabel/Ottvad (2008), S. 14ff. und Börsch-Supan (2015), S. 16ff.

Kennzahlen zur Finanzierung der gesetzlichen Rente

Wichtige Kennzahlen in der Debatte um die Finanzierbarkeit der gesetzlichen Rente sind die zu leistenden Beiträge der sozialversicherungspflichtigen (bzw. freiwillig versicherten) Beschäftigten und das damit verbundene Rentenniveau (beides wird als Prozentsatz des jeweiligen Durchschnittsentgelts ausgewiesen). Die Beiträge sind von allen Beitragszahlern als Prozentsatz des Bruttoeinkommens zu leisten. Das Rentenniveau richtet sich hingegen nach der Zahl der Entgeltpunkte, die während der Beitragsphase gesammelt werden und die von der Dauer sowie der Höhe der Einzahlungen in die gesetzliche Rentenversicherung abhängen. Der Einfachheit halber wird bei Darstellungen des Rentenniveaus in der Regel die Eckrentnerin bzw. der Eckrentner unterstellt. Darunter wird ein(e) Rentner(in) verstanden, die/der 45 Jahre lang das durchschnittliche Jahresbruttoentgelt verdient und entsprechende Beiträge in die gesetzliche Rentenversicherung eingezahlt hat. Die/der Eckrentner(in) erhält 45 Entgeltpunkte, die zum Bezug der Standardrente berechtigen. Das Standardrentenniveau, auf das in der öffentlichen Diskussion abgestellt wird, ist das Rentenniveau des Eckrentners in Abhängigkeit des letzten durchschnittlichen Jahreseinkommens. Das Bruttorentenniveau bezeichnet den Anteil der Rente am Bruttoentgelt. Beim Nettorentenniveau vor Steuern, oftmals auch als Sicherungsniveau bezeichnet, werden die jeweiligen Sozialabgaben sowohl vom Bruttoentgelt als auch von der erhaltenen Bruttorente abgezogen – Steuern werden hingegen nicht berücksichtigt.

Obwohl die Leistungsfähigkeit des Umlageverfahrens schon jetzt nur mühsam durch steigende Beiträge und sinkende Renten gewährleistet werden kann, steht die Forderung nach einem Ausbau der Leistungen aus der gesetzlichen Rente bei fast jeder Partei wieder auf der Agenda. Der Aspekt der Finanzierbarkeit tritt gleichzeitig in den Hintergrund. Bereits das Rentenpaket der Großen Koalition im Jahr 2014 mit der Mütterrente, der Verbesserung bei der Erwerbsminderungsrente und der abschlagsfreien Rente mit 63 Jahren bei 45 Beitragsjahren enthielt wesentliche Maßnahmen, die den vorhergehenden Reformen zuwiderlaufen.³⁹ Dem Bürger gaukelt man damit eine hohe Belastbarkeit des Umlageverfahrens vor.

Hinzu kommt, dass die derzeit sehr gute wirtschaftliche Situation, die zu einer Beitragsabsenkung im Jahr 2013 von 19,6 auf 18,9 Prozent und im Jahr 2015 nochmals auf 18,7 Prozent geführt hat, von den langfristigen Finanzierungsproblemen der gesetzlichen Rentenversicherung über das Jahr 2030 hinaus ablenkt.

3.2 AUSBLICK IN DAS JAHR 2060: DIE SCHWÄCHEN DES UMLAGEVERFAHRENS

Inwiefern das staatliche Umlageverfahren auch künftig eine auskömmliche Rente im Alter sichern kann, ist im Wesentlichen von dem Verhältnis von Rentnern und Beitragszahlern abhängig. Entscheidende Faktoren hierfür sind insbesondere die Zahl der Geburten und die Lebenserwartung der Bevölkerung. Hinzu kommt der Wanderungssaldo, d.h. die Differenz aus Zu- und Abwanderung in einem bestimmten Zeitraum.

³⁹ Einen Überblick über das Rentenpaket der Großen Koalition findet sich in Schnabel (2015), S. 22ff.

Diese und weitere Parameter werden in Prognosen über die künftige Entwicklung der gesetzlichen Rentenversicherung verwendet, die jedoch insgesamt zu dem gleichen Schluss kommen: Die Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rente wird sich künftig deutlich verringern.⁴⁰

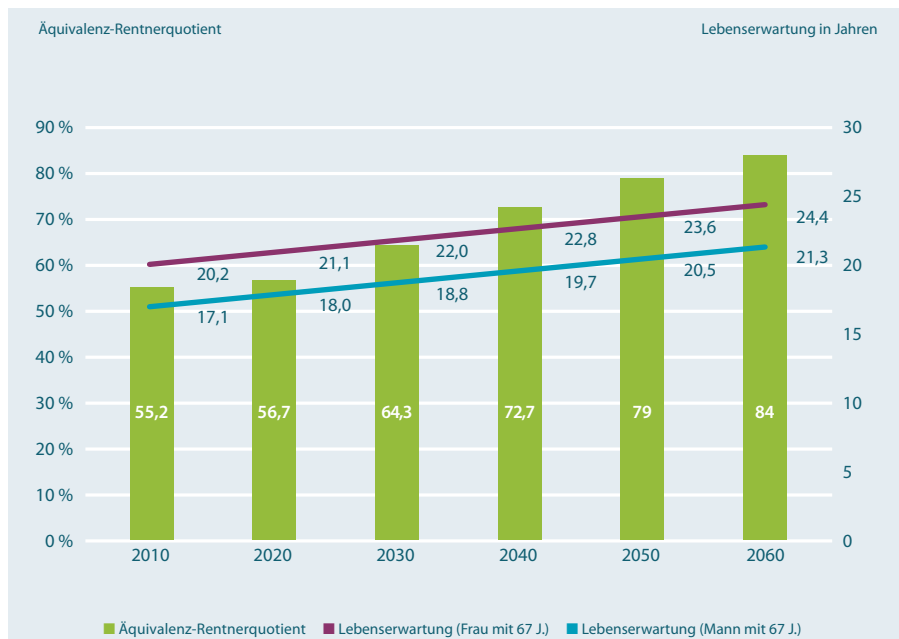


Abbildung 11: Entwicklung des Äquivalenz-Rentnerquotienten und der Lebenserwartungen bis 2060⁴¹

Abbildung 11 verdeutlicht, dass der Äquivalenz-Rentnerquotient⁴², der das Verhältnis von Beitragsempfängern zu Beitragszahlern anzeigt, zwar bis 2020 nahezu konstant bleibt. Ab dem Jahr 2030 wird sich das Verhältnis „Rentner/Beitragszahler“ jedoch schlagartig zum Negativen verändern. Denn ab diesem Zeitpunkt geht die Baby-Boomer-Generation in Rente, die von den nachfolgenden geburtenschwächeren Jahrgängen finanziert werden muss. Letztendlich führt dies dazu, dass sich bis 2060 das Verhältnis von Beitragszahlern und Beitragsempfängern drastisch zu Lasten der Beitragszahler verändert.

Außerdem verlängert sich die prognostizierte Lebenserwartung von 2010 bis 2060 um rund vier Jahre. Während 67-jährige Frauen 2010 noch rund 20 Jahre Rente zu erwarten hatten, werden es 2060 mehr als 24 Jahre sein. Bei Männern ist die gleiche Tendenz festzustellen, allerdings aufgrund der generell niedrigeren Lebenserwartung auf einem geringeren Niveau. Da die gesetzliche Rente bis zum Lebensende ausgezahlt wird, müssen für längere Lebenserwartungen mehr Beiträge der Erwerbstätigen aufgebracht werden.

⁴⁰ Siehe den Überblick in Sozialbeirat (2015), S. 19.

⁴¹ Quellen: Zum Äquivalenz-Rentnerquotient siehe Werding (2013), S. 57; zur Lebenserwartung siehe Statistisches Bundesamt 2015.

⁴² Der Äquivalenz-Rentnerquotient ist die Zahl der Rentner gewichtet in Abhängigkeit ihrer Rentenansprüche zur Standardrente, die durch die Zahl der Beitragszahler geteilt wird (siehe Werding 2013, S. 56). Der Äquivalenz-Rentnerquotient wird bei der Berechnung des Nachhaltigkeitsfaktors unterstellt, der wiederum bei der jährlichen Rentenerhöhung das Verhältnis von Beitragszahlern und Beitragsempfängern berücksichtigt (§ 68 Abs. 4 Sozialgesetzbuch VI).



Abbildung 12: Entwicklung von Beitragssätzen und Rentenniveau bis 2060⁴³

Die demographische Entwicklung hat wesentlichen Einfluss auf die Finanzierbarkeit des Umlageverfahrens. Abbildung 12 zeigt, dass aufgrund der oben aufgezeigten Entwicklung des Äquivalenz-Rentnerquotienten die Beiträge von 2010 bis 2060 um fast zehn Prozentpunkte steigen werden. Um den gleichen Wert sinkt das Rentenniveau netto vor Steuern von 51,6 Prozent in 2010 auf 41,2 Prozent in 2060 – das Brutto-Rentenniveau von 47,2 auf 35,9 Prozent.⁴⁴

Schließlich ist für die Beurteilung der Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rentenversicherung die Tatsache wesentlich, dass die Finanzierung immer stärker von Zuschüssen des Bundeshaushalts, sprich von Steuermitteln, abhängt. Die Subventionierung der Renten über sogenannte Bundeszuschüsse wurde notwendig, weil die Ausgaben der gesetzlichen Rentenversicherung die Einnahmen übersteigen, d.h. dass sonst ein Defizit entstünde. Neben steigenden Beiträgen bei sinkendem Rentenniveau ist daher die gesetzliche Rentenversicherung mehr und mehr mit einer weiteren Zusatzbelastung verbunden, die alle Steuerzahler, d.h. Beitragszahler und Rentner⁴⁵, tragen müssen.

⁴³ Quelle: Für das Jahr 2010: Deutsche Rentenversicherung Bund (2015), S. 258; für 2020: BMAS (2015); für 2030 bis 2060: Werding (2013), S. 57, Referenzszenario. Die Modellrechnungen in BMAS (2016, S. 55) sind sogar teilweise etwas pessimistischer und unterstellen Beitragssätze von 21,8 Prozent (2030) bzw. 23,3 Prozent (2040) sowie ein Netto-Standardrentenniveau (vor Steuern) von 44,5 Prozent (2030) bzw. 42 Prozent (2040) aus.

⁴⁴ Zur Erläuterung der Begrifflichkeiten siehe den Kasten in Abschnitt 3.1 oben.

⁴⁵ Im Jahr 2005 wurde beschlossen, dass Renten künftig nachgelagert besteuert werden. Dies gilt ab 2040 in voller Höhe, vorher werden im Rahmen einer Übergangslösung Freibeträge gewährt.

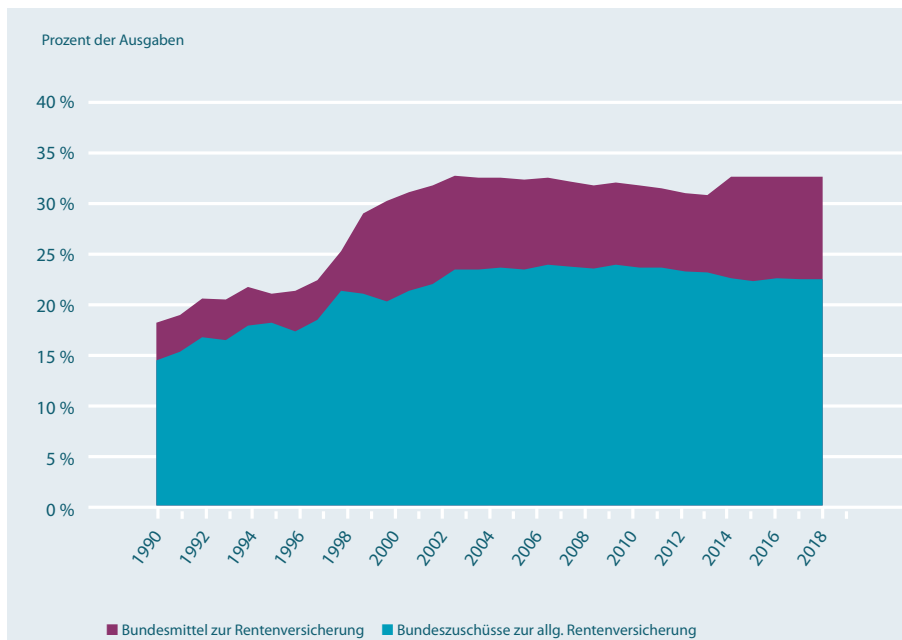


Abbildung 13: Bundesmittel bzw. Bundeszuschüsse zur (allgemeinen) Rentenversicherung in Prozent der jeweiligen Ausgaben⁴⁶

Abbildung 13 zeigt, dass die Subventionierung der gesetzlichen Rentenversicherung seit den 1990er Jahren stark zugenommen hat. Die Bundeszuschüsse zur allgemeinen Rentenversicherung sind von 15 Prozent (1990) auf derzeit rund 25 Prozent der Ausgaben der allgemeinen Rentenversicherung angestiegen. Werden die Bundesmittel zur Rentenversicherung insgesamt betrachtet, d.h. die genannten Bundeszuschüsse zuzüglich der Beiträge des Bundes zu den Kindererziehungszeiten oder der Bundeszuschüsse zur knappschaftlichen Rentenversicherung, ist die gleiche Tendenz festzustellen. Die Bundesmittel lagen 1990 bei rund 20 Prozent der Ausgaben der Rentenversicherung. Seitdem sind sie deutlich gestiegen und betragen aktuell mehr als 30 Prozent.

Ein Ausbau der gesetzlichen Rentenversicherung ist also der falsche Weg. Dies wird auch von Schätzungen bestätigt, die zu der derzeitigen Diskussion über eine Haltelinie in der gesetzlichen Rentenversicherung erstellt wurden. Demzufolge steigt bei einer Fixierung des Nettorentenniveaus vor Steuern im Jahr 2018 auf 50 Prozent – hiervon gehen wir als

⁴⁶ Quellen: Bis 2014: Deutsche Rentenversicherung Bund (2015), S. 242ff.; ab 2015: BMAS (2015), S. 29ff. für die Bundeszuschüsse zur allgemeinen Rentenversicherung sowie Werding (2013) für die Bundesmittel (Mittelwert aus Wert für 2010 und 2020); eigene Berechnungen. Mit Blick auf die Diskussion um versicherungsfremde Leistungen ist umstritten, inwiefern die Bundeszuschüsse überhaupt eine Subvention der gesetzlichen Rentenversicherung darstellen (zu der Darstellung der Argumente in dieser Diskussion siehe Deutsche Bundesbank (2008), S. 60f.). Selbst wenn die Beitragseinnahmen zur allgemeinen Rentenversicherung den Ausgaben für die Rentenzahlungen, den Verwaltungskosten und den Zuschüssen zur Krankenversicherung gegenübergestellt werden, d.h. versicherungsfremde Leistungen wie Leistungen zur Teilhabe oder Ausgleichszahlungen zwischen allgemeiner Rentenversicherung und knappschaftlicher Rentenversicherung nicht berücksichtigt werden, beträgt das Defizit, das letztendlich mit öffentlichen Mitteln ausgeglichen werden muss, seit dem Jahr 2000 rund 20 Prozent.

anzustrebendes Sicherungsniveau im folgenden Abschnitt 4 aus – der Beitragssatz bereits im Jahr 2040 auf 26 Prozent.⁴⁷ Die Berechnungen des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales (BMAS) sind sogar noch drastischer: Hier liegt der Beitragssatz bereits im Jahr 2035 bei 26,5 Prozent. Im Vergleich zur Entwicklung der Beitragssätze ohne Haltelinie ist dies eine Zusatzbelastung von 3,6 Prozentpunkten. Sie bedeutet eine Minderung des Nettoeinkommens eines Durchschnittsverdieners von rund 650 Euro p.a.⁴⁸

Diese Belastungen sind künftigen Generationen nicht zumutbar oder – bei einer Haltelinie für die Beitragssätze – von kommenden Bundeshaushalten nicht tragbar! Dies gilt gleichermaßen für die vom BMAS vorgeschlagene Haltelinie bei dem Nettorentenniveau vor Steuern von 46 Prozent und einer Fixierung der Beitragssätze bei 25 Prozent.⁴⁹ Umso wichtiger ist es, auf die Kostenbremse zu treten und die gesetzliche Rentenversicherung durch eine aktienorientierte Altersvorsorge zu entlasten.

⁴⁷ Zu dieser Kostenberechnung siehe Börsch-Supan et al. (2016a), S. 9ff.

⁴⁸ Siehe BMAS (2016), S. 26 und S. 57.

⁴⁹ Siehe BMAS (2016), S. 28ff.

4. Rentenlücke schließen und Lebensstandard sichern: Aktien berücksichtigen!

Die gesetzliche Rentenversicherung gerät durch den demographischen Wandel immer stärker unter Druck. Ausgaben und Einnahmen laufen auseinander. Eine Absenkung des Rentenniveaus ist unvermeidbar. Wer im Jahr 2060 in Rente geht, wird voraussichtlich nur noch knapp 41 Prozent seines letzten Nettoeinkommens vor Steuern erhalten. Im Vergleich zu 2010 sinkt damit das Nettorentenniveau vor Steuern um mehr als zehn Prozentpunkte bzw. die gesamte Rente um ein Fünftel. Diese Rentenlücke, die noch größer wäre, wenn künftig auf Bundeszuschüsse verzichtet würde, muss geschlossen werden, wenn der Lebensunterhalt breiter Bevölkerungsschichten auch im Alter gesichert sein soll (s. Abb. 14).⁵⁰

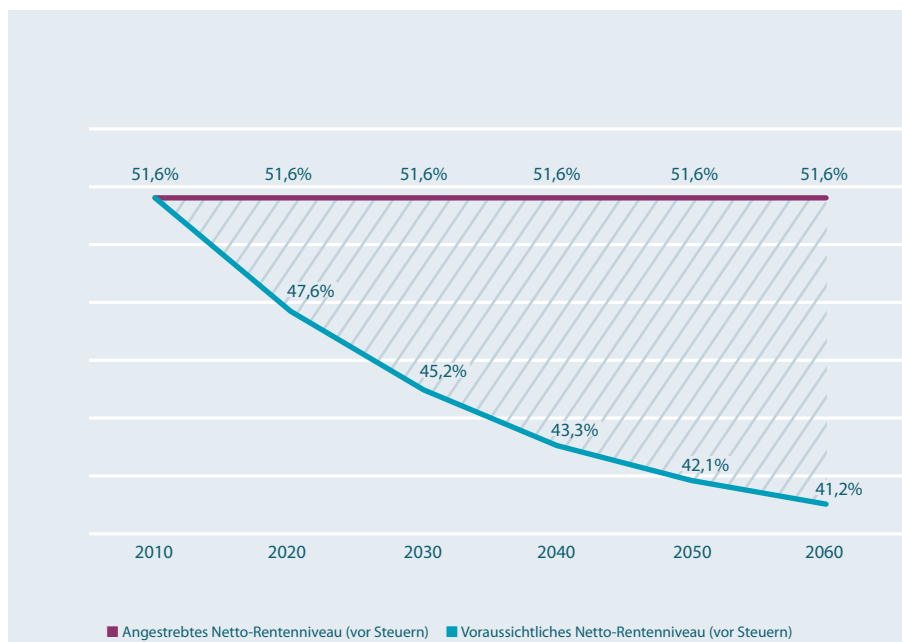


Abbildung 14: Entwicklung der Rentenlücke p.a. als Differenz zwischen dem angestrebten und dem voraussichtlichen Netto-Rentenniveau⁵¹

⁵⁰ Dies entspricht auch der Annahme der Bundesregierung, die das Netto-Rentenniveau vor Steuern von gesetzlicher Rente und Riester-Rente zwischen 50 und knapp 52 Prozent sieht (s. BMAS 2015, S. 38f.). Dabei unterstellen wir, ausgedrückt als Prozentsatz des letzten Arbeitseinkommens, dass der aus dem Erwerbsleben gewohnte Lebensstandard auch im Alter bewahrt werden soll.

⁵¹ Quellen: Siehe Abbildung 12 und die dort angegebenen Quellen in Abschnitt 3.2 oben.

Zur Sicherung des Lebensstandards im Alter werden Aktien deshalb eine wesentliche Rolle spielen müssen, wie wir anhand der folgenden Berechnung zeigen. Dabei steht die Frage im Mittelpunkt, wie der Beitragszahler mit einem möglichst geringen – und damit für viele Bürger machbaren – finanziellen Zusatzaufwand die Rentenlücke schließen kann und welche Instrumente hierfür am besten geeignet sind.

Die Berechnung der Rendite zur Schließung der Rentenlücke: Annahmen

Wir unterstellen die Eckrentnerin/den Eckrentner, die/der im Jahr 2015 im Alter von 22 Jahren mit den Einzahlungen beginnt, über 45 Jahre anspart und im Jahr 2060 in Rente geht. Das Ersparte wird bis zum Tod verbraucht; hierfür werden die Lebenserwartungen aus Abbildung 11 verwendet.

Die Höhe der Rentenlücke und der jährliche Sparbetrag sind von Annahmen über die Steigerung des Bruttojahresentgelts abhängig, die wir bis 2029 der Deutschen Rentenversicherung Bund bzw. dem Rentenversicherungsbericht entnehmen.⁵² Ab 2030 verwenden wir die Annahmen von Werding (2013), der beginnend im Jahr 2030 mit einer nominalen jährlichen Lohnsteigerungsrate von rund 3 Prozent rechnet, die dann bis 2060 auf rund 2,5 Prozent p.a. sinkt. Dies entspricht weitgehend den Prognosen der „mittleren Lohnvariante“ im Rentenversicherungsbericht der Bundesregierung (3-prozentige nominalen Lohnsteigerung p.a.), die auch von anderen Autoren bei ähnlichen Berechnungen unterstellt wird.⁵³ Für die Auszahlungsphase, d.h. ab 2060, gehen wir von einem Inflationsausgleich von 2 Prozent p.a. aus, also einer jährlichen Steigerung der privaten Rentenauszahlungen um 2 Prozent. Die verbleibenden Ersparnisse werden mit den jeweiligen Renditen weiterverzinst.

Abbildung 15 auf der nächsten Seite zeigt die Rendite, die die Eckrentnerin/der Eckrentner auf eine Zusatzvorsorge nach einer Ansparphase von 45 Jahren erwirtschaften müsste, um die Rentenlücke bei Sparraten von einem, zwei, drei oder vier Prozent des durchschnittlichen Bruttojahreseinkommens zu schließen.

⁵² Siehe BMAS (2015) und Deutsche Rentenversicherung Bund (2015).

⁵³ Siehe Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2003), S. 221; Börsch-Supan et al. (2016b), S. 14 und Deutsche Bundesbank (2016), S. 74, FN 36.

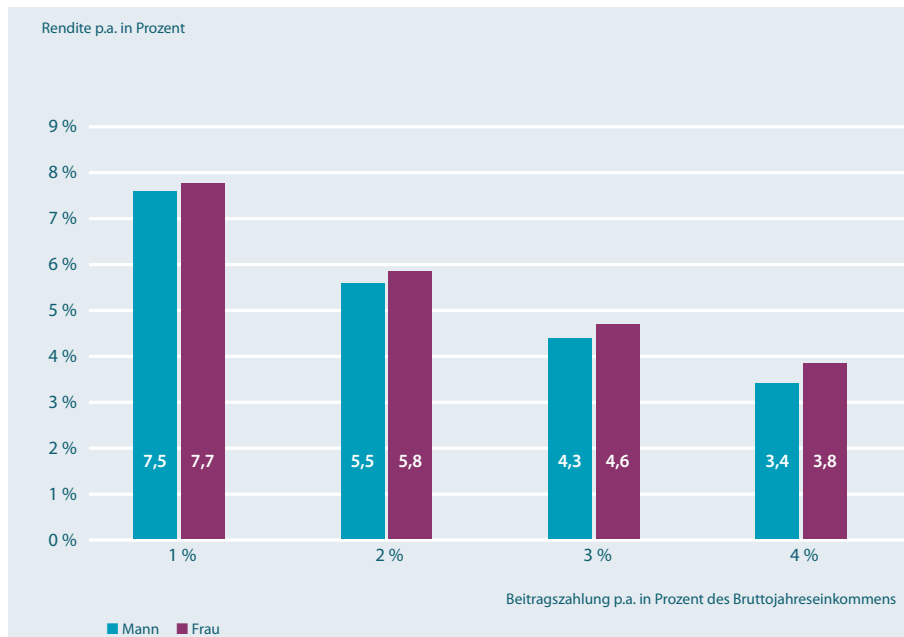


Abbildung 15: Benötigte Rendite zur Schließung der Rentenlücke bei Renteneintritt im Jahr 2060 in Abhängigkeit des angelegten Betrags

Je größer der Anteil des Bruttojahreseinkommens, der für das Alter zurückgelegt werden kann, desto geringer ist dabei die benötigte Rendite, um die Rentenlücke beginnend mit dem Renteneintritt zu schließen. Beispiel: Bei einer jährlichen Sparrate von drei Prozent des Bruttojahreseinkommens braucht der Eckrentner eine Rendite von 4,3 Prozent p.a., um beim Renteneintritt in 2060 und einem Rentenbezug bis zu seinem Tod im Jahr 2080 die Rentenlücke zu schließen. Da Frauen eine längere Lebenserwartung haben, müssen sie eine etwas höhere Rendite – im gleichen Beispiel 4,6 Prozent – erwirtschaften, um unter ansonsten gleichen Annahmen eine auskömmliche Rente bis zum Lebensende zu erhalten.

Hieraus lassen sich folgende Schlussfolgerungen ziehen:

Aktien sind alternativlos!

Im derzeitigen Umfeld kann die Rentenlücke nur mit einer aktienorientierten Altersvorsorge geschlossen werden, die gemäß den obigen Berechnungen der historischen Erträge über eine 30-jährige Ansparphase mindestens vier Prozent Rendite p.a. erzielen konnte (s. Abb. 7).⁵⁴ Bei einer 45-jährigen Ansparphase reichen damit beim aktienorientierten Sparen zusätzliche Beiträge von drei bis vier Prozent des durchschnittlichen Bruttoeinkommens aus, um die Rentenlücke zu schließen. Mit festverzinslichen Wertpapieren bzw. Anleihen von Staaten hoher Bonität, deren Rendite derzeit häufig unter einem Prozent liegt, ist dies hingegen nicht möglich. Bei einer Rendite von einem Prozent p.a. müssten Frauen fast zehn Prozent ihres

⁵⁴ Eine Rendite von vier Prozent wird in vielen Rechnungen zur Altersvorsorge unterstellt, bspw. in Bundesregierung (2016), S. 6 und BMAS (2015), S. 40.

Bruttoeinkommens zurücklegen; Männer rund neun Prozent. Bei der aktuellen Sparquote deutscher Haushalte von rund zehn Prozent müssten unter diesen Voraussetzungen die gesamten Ersparnisse für die zusätzliche Altersvorsorge zurückgelegt werden. Daran wird deutlich, dass die Nutzung von Aktien zur Schließung der Rentenlücke alternativlos ist.⁵⁵

Staatliche Zulagen senken den Eigenanteil

Vor dem Hintergrund drastisch steigender Beiträge zur gesetzlichen Rentenversicherung von derzeit rund 18,7 Prozent auf voraussichtlich 27,2 Prozent des Bruttoeinkommens im Jahr 2060 stellt sich allerdings die Frage, inwieweit ein zusätzlicher Beitrag von drei bis vier Prozent des Bruttoeinkommens von breiten Bevölkerungsschichten überhaupt zu leisten ist (s. Abb. 11). Staatliche Zulagen, die u.a. im Rahmen der Riester-Rente gewährt werden und bei der obigen Berechnung nicht berücksichtigt wurden, sind daher ein richtiger und wichtiger Anreiz, um die Bevölkerung zur privaten Vorsorge zu motivieren, gleichzeitig aber die Zusatzbelastungen in Grenzen zu halten. Hier gilt: Je höher der staatliche Zuschuss, desto geringer fällt der zusätzliche Beitrag aus, den der Bürger als Anteil seines Bruttoeinkommens leisten muss. In unseren Berechnungen genügt der ledigen Eckrentnerin im Jahr 2016 bei einer Riester-Grundzulage von 154 Euro p.a. ein eigener Beitrag von 3,6 Prozent, um die Rentenlücke aktienorientiert zu schließen. Der Eckrentner mit einem Kind und einer Zulage von 454 Euro (Grund- plus Kinderzulage) muss – im gleichen Jahr – sogar nur noch 2,8 Prozent des eigenen Einkommens beisteuern.⁵⁶ Bislang verharret die Riester-Förderung weitgehend auf dem Niveau ihrer Einführung, d.h. auf der letzten Förderstufe des Jahres 2008. Bei steigendem Bruttojahreseinkommen und konstanten Fördersätzen nimmt dementsprechend künftig der Anteil am Einkommen zu, der für die Altersvorsorge zurückgelegt werden muss. Im Beispiel des Eckrentners mit einem Kind steigt der Anteil bei konstanten Fördersätzen voraussichtlich im Jahr 2040 auf 3,4 Prozent und im Jahr 2050 auf 3,5 Prozent. Daran wird deutlich, dass die Fördersätze an die Entwicklung der Lohnentwicklung angepasst werden müssen, was wir in Abschnitt 5.2 weiter ausführen.

Aktien tragen also wesentlich dazu bei, die Rentenlücke zu schließen und den Lebensstandard im Alter zu erhalten. Wie dies gelingen kann, wird im folgenden Abschnitt anhand unseres Aktionsplanes „Aktienorientierte Altersvorsorge“ beschrieben.

⁵⁵ Die Stärkung des gesetzlichen Umlageverfahrens ist keine Alternative zur stärkeren Aktienorientierung. Dieses Ergebnis, dass in Abschnitt 3 bereits abgeleitet wurde, wird auch von entsprechenden Renditeberechnungen bestätigt. Zwar wird im Umlageverfahren kein Kapitalstock aufgebaut, dennoch gibt es Berechnungen über eine „fiktive“ interne Rendite der gesetzlichen Rente bei einer 45-jährigen Ansparphase, die für künftige Rentnergenerationen bei zwei bis drei Prozent liegt (siehe Bundesregierung (2016), S. 6). Bei diesen Berechnungen wird allerdings der Bundeszuschuss als staatliche Subvention nicht abgezogen. Ohne Bundeszuschüsse fällt daher die interne Rendite der gesetzlichen Rentenversicherung deutlich – um ca. einen Prozentpunkt – geringer aus (siehe hierzu Rürup et al. (2014), S. 54f.).

⁵⁶ In beiden Fällen wird unterstellt, dass die Voraussetzungen für den Erhalt der vollen Zulage gewährleistet sind, d.h. dass der Eigenbetrag plus Zulage genau vier Prozent des Bruttogehalts beträgt.

5. Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“

Um den Lebensunterhalt im Alter zu sichern, muss die absehbare Rentenlücke in der gesetzlichen Rentenversicherung durch zusätzliches Sparen vor allem in Aktien geschlossen werden. Damit das gelingt, muss die Politik durch geeignete Rahmenbedingungen die Weichen richtig stellen.

Der Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ des Deutschen Aktieninstituts (s. die Übersicht im Anhang) umfasst Vorschläge zur Flexibilisierung, Weiterentwicklung und Ergänzung des bestehenden Systems der betrieblichen und privaten Altersvorsorge in Deutschland, um das Renditepotenzial von Aktien stärker zu heben. Wichtig ist und bleibt auch die Stärkung eines aktienorientierten Beratungs- und Bildungsangebots, um den Bürgern die weit verbreitete Scheu vor der Aktienanlage zu nehmen.

5.1 FLEXIBILISIERUNG DER GESETZLICHEN ANFORDERUNGEN – BREITE PALETTE AKTIENORIENTIERTER PRODUKTE ERMÖGLICHEN

Der Gesetzgeber muss die Regelungen, die die Nutzung von Aktien in der gesetzlich geförderten Altersvorsorge erschweren, flexibilisieren, um so das Angebot aktienorientierter Produkte in der Altersvorsorge zu stärken.

5.1.1 Garantierte Mindestrenten kosten Geld – Renditechancen durch garantiefreie Produkte nutzen

Bislang ist es dem Sparer in Deutschland weder bei der Riester-Rente noch bei der betrieblichen Altersvorsorge möglich, auf die bei diesen Produkten gesetzlich vorgeschriebene Garantie zu verzichten. Im Rahmen von Riester-Sparplänen garantieren Versicherungsverträge i.d.R. eine Mindestverzinsung der Beiträge und der Zulagen. Bei Fondssparplänen ist das eingezahlte Kapital plus Zulagen bei Renteneintritt zu erhalten. In der betrieblichen Altersvorsorge ist der Arbeitgeber laut Betriebsrentengesetz verpflichtet, mindestens die eingezahlten Beiträge zu garantieren (Beitragszusage mit Mindestleistung).

Allerdings zeigt das Beispiel der Basisrente (sog. „Rürup-Rente“), die keine Verpflichtung für eine Kapitalgarantie vorsieht, dass es auch anders geht. Der Verzicht auf Beitragsgarantien und Mindestverzinsungen muss auch in den anderen Formen der gesetzlich geförderten Altersvorsorge möglich sein. Denn bereits bei Vertragsabschluss abschließend definierte (Mindest-)Rentenzusagen erschweren die Anlage in Aktien, da ihr Wert temporär schwankt. Ein auf Beitragserhalt fokussierter, zu konservativer Anlagestil, der Aktien nur suboptimal nutzt, ist die Folge. Diese fundamental wichtige Erkenntnis findet sich auch in der Begründung des Entwurfs des Betriebsrentenstärkungsgesetzes: „Eine Chance auf eine bessere Rendite geht [mit Mindestleistungsvorgaben und Garantien, d. Verf.] verloren“⁵⁷.

⁵⁷ BMAS/BMF (2016), S. 26.

Selbst Riester-Sparpläne mit Investmentfonds, die für eine hohe Aktienquote prädestiniert wären, legen wegen der Beitragsgarantie weniger in Aktien an als sie könnten. Schon während der Laufzeit des Riester-Vertrages muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft Eigenkapital vorhalten, wenn regulatorisch definierte Verlustgrenzen – die sich mit zunehmender Nähe zum Renteneintritt verringern – unterschritten werden.⁵⁸

Um bei negativen Marktentwicklungen das Unterschreiten der aufsichtsrechtlichen Schwellenwerte und damit die Bereitstellung kostspieligen Eigenkapitals zu verhindern, existieren auf dem Markt verschiedene Anlagekonzepte⁵⁹:

- Lebenszyklusmodelle: Die hohe Aktienquote zu Beginn der Ansparphase wird mit zunehmender Nähe zum Renteneintritt durch Umschichtungen in Anleihen bzw. Rentenfonds abgeschmolzen. Mit einem geringen Aktienanteil zum Ende der Ansparphase soll verhindert werden, dass der Anleger Verluste beim Eintritt in die Rente realisieren muss.
- Dynamische Modelle: Bei negativen Marktentwicklungen wird die Aktienquote unverzüglich durch Umschichtungen in Anleihen vermindert. Damit soll kontinuierlich verhindert werden, dass das Unterschreiten der aufsichtsrechtlichen Schwellenwerte eine Bereitstellung von Eigenkapital auslöst. Steigen die Aktienkurse, wird der Aktienanteil wieder erhöht.

Im Vergleich mit einer Anlage in Aktien ohne Beitragsgarantien haben beide Modelle zur Folge, dass das Renditepotenzial von Aktien nicht ausreichend genutzt wird, da ...

- ... unter Umständen prozyklisch umgeschichtet wird, d.h. Aktien gerade bei niedrigen Kursen verkauft werden müssen. Die Rückumschichtung in Aktien findet dann statt, wenn sich der Aktienmarkt wieder erholt hat, also bei höheren Kursen.
- ... die Rendite des Sparplans durch die Umschichtungen in Anleihen vom Zinsumfeld abhängt. Bei Zinsen – wie aktuell – von nahe Null hat dies entsprechend negative Auswirkungen auf die Rendite der gesamten Altersvorsorge. Dies bestätigt die Studie von Renz/Stotz (2015), die im derzeitigen Niedrigzinsumfeld Garantiekosten, d.h. Kosten entgangener Erträge aufgrund einer suboptimalen Anlagestrategie, in Höhe eines Vielfachen des Anlagebetrags berechnen.⁶⁰ Bei einem Sparplan mit einer Laufzeit von 42 Jahren und monatlichen Einzahlungen von 100 Euro betragen die Garantiekosten, also die entgangenen Erträge durch einen zu konservativen Anlagestil mit einem Schwerpunkt auf festverzinslichen Wertpapieren, heute 285.000 Euro. Diese Kosten ergeben sich aus der Differenz des Endvermögens eines Sparplans mit Garantie von 224.000 Euro und einem reinen Aktiensparplan mit einem Endvermögen von 509.000 Euro.⁶¹

Dass Kapitalgarantien dem Anleger zwar Sicherheit versprechen, diese Sicherheitsversprechen aber mit Kosten verbunden sind, ist in unterschiedlichen Studien nachgewiesen worden. Je höher die garantierte Auszahlung (angefangen von einem nominellen Kapitalerhalt über einen realen Kapitalerhalt bis zu einer den realen Kapitalerhalt übersteigenden Mindestverzinsung), desto geringer die Rendite.⁶²

⁵⁸ Siehe Gründl et al. (2003), S. 15ff.

⁵⁹ Siehe Maurer/Schlag (2002), S. 17f.

⁶⁰ Siehe Renz/Stotz (2015).

⁶¹ Siehe Stotz (2016), S. 29ff.

⁶² Siehe beispielsweise Klos (2011), S. 155-182; Gründl et al. (2003), S. 11ff.; Lachance/Mitchell (2003); Oxera (2008), S. 33ff.

Es stellt sich aber die Frage, ob ein solches Sicherungsversprechen überhaupt notwendig ist. Die Antwort auf diese Frage wurde in Abschnitt 2.1 dieser Studie gegeben. Bei für die Altersvorsorge typischen langfristigen Anlagezeiträumen tendiert die Wahrscheinlichkeit, selbst mit reinen Aktienportfolios einen Verlust zu erwirtschaften, gegen Null. Insofern bedarf es keines Sicherungsversprechens.

Schließlich sind Beitragsgarantien und Mindestverzinsungen – auch nach Auffassung der OECD⁶³ – nicht notwendig, wenn die unterschiedlichen Risiken der Altersvorsorge durch eine Mischfinanzierung aus Umlageverfahren und Kapitaldeckung gut diversifiziert sind.

Die gesetzlichen Anforderungen in Form von Garantien in der Auszahlungsphase, die sowohl für Riester-Verträge wie auch in der betrieblichen Altersvorsorge gelten, müssen daher zugunsten einer höheren Aktienquote abgeschafft werden. Diese Option bietet bereits jetzt die Rürup-Rente, die allerdings u.a. auf direkte staatliche Zulagen verzichtet und nicht vererbbar ist. Der Verzicht auf Beitragsgarantien und Mindestverzinsungen muss deshalb auch in den anderen Formen der gesetzlich geförderten Altersvorsorge möglich sein. Eine Aufklärung über den Nutzen, vor allem aber auch über die Nachteile und Kosten von Garantien in Form entgangener Erträge, sollte wesentlicher Bestandteil einer aktienorientierten Beratung sein (s. Abschnitt 5.4 unten).

Nutzung von Beitragsgarantien geht international zurück

International ist ein Trend in der Altersvorsorge hin zu „defined contribution“-Plänen festzustellen.⁶⁴ Im Gegensatz zu „defined benefit“-Plänen, bei denen die Auszahlungen über eine Mindestverzinsung oder einen Erhalt der eingezahlten Beiträge garantiert werden, wird bei „defined contribution“-Plänen lediglich die Beitragshöhe definiert. Der Anleger ist damit uneingeschränkt an den Anlagechancen beteiligt; er trägt aber auch das Anlagerisiko. Er erhält eine höhere Rendite bei einem positiven Marktumfeld bzw. eine geringere, wenn die Kapitalmärkte sich weniger gut entwickeln. Beispiele sind die „Individual Retirement Arrangements“ (IRA) in den USA⁶⁵, das „Superannuation“ in Australien oder die „Prämienrente“ in Schweden als reine bzw. überwiegende „defined contribution“-Pläne. Dabei fällt auf, dass die Aktienquoten der Altersvorsorgesysteme in diesen Ländern mit bis zu 50 Prozent sehr hoch sind (s. Abschnitt 1 oben).

⁶³ Siehe OECD (2013), S. 9.

⁶⁴ Siehe OECD (2013), S. 3.

⁶⁵ IRAs werden oftmals nicht als „defined contribution“ gezählt, gelten aber als solche, da sich die Auszahlungen an dem Marktwert des Kontos beim Renteneintritt orientieren (siehe bspw. der Vergleich von IRA und „defined contribution“ auf <https://www.irs.gov>).

5.1.2 Höhere Renditechancen durch mehr Flexibilität in der Auszahlungsphase ermöglichen

Die Option auf den Verzicht auf Beitragsgarantien eröffnet die Möglichkeit einer stärkeren Aktienorientierung in der Nähe des Renteneintrittsalters bzw. in der Rentenphase und vergrößert damit die Chance auf eine verbesserte Sicherung des Lebensstandards im Alter. Zurzeit wird der Aktienanteil aufgrund der gesetzlichen Vorgaben zum vorab definierten Renteneintrittsalter (derzeit mindestens 62 Jahre in der Riester-Rente) abgeschmolzen, um die Beitragsgarantie nicht zu gefährden.

Außerdem erschwert eine weitere Anforderung einen höheren Aktienanteil: Die Verrentung des angesparten Betrags etwa in Form einer lebenslangen Leibrente bzw. eines Auszahlungsplans mit Teilkapitalverrentung bei Eintritt in die Rente. Denn mit dem Auszahlungsplan ist eine weitere Garantie verbunden. Bis zum 85. Lebensjahr müssen die Zahlungen so strukturiert werden, dass mindestens die Einzahlungen plus Zulagen für die Verrentung zur Verfügung steht. Für den Zeitraum nach dem 85. Lebensjahr ist der Anbieter verpflichtet, eine Leibrente für den Anleger abzuschließen. Diese Anforderungen lassen sich „planbar“ nur mit einem Großteil an festverzinslichen Wertpapieren und einem niedrigen Aktienanteil umsetzen.

Bei den aktuellen Lebenserwartungen (s. Abb. 11 oben) von 20 und mehr Jahren nach Erreichen des Renteneintrittsalters ist ein solch drastisches Zurückführen der Aktienquote nicht notwendig. Bei Auszahlungsphasen von mindestens zwanzig Jahren ist es aus Renditeüberlegungen sinnvoll, auch vor und nach dem Rentenbeginn weiterhin angemessen in Aktien investiert zu bleiben (s. Abb. 5 bis 7).

Daher sollten die Beitragszahler die Option erhalten, auch kurz- bis mittelfristig vor Rentenbeginn sowie auch nach dem Renteneintritt „fließend“ einen größeren Teil in Aktien investiert zu lassen, d.h. ohne einen künstlichen Schnitt zwischen der Anspar- und Auszahlungsphase. Anbieterseitig könnte dies so gelöst werden, dass die Anleger standardmäßig eine Information über die regulär zu erfolgende Reduzierung des Aktienanteils bekommen, die Szenarien über den weiteren Verlauf des Sparplans enthalten, wenn der Aktienanteil zum Rentenbeginn hin nicht bzw. geringer abgeschmolzen wird. Vor dem Hintergrund seiner individuellen Situation kann der Anleger dann entscheiden, ob und in welchem Umfang er seine Altersvorsorge weiterhin in Aktien anlegen möchte.

5.2 DIE STAATLICHE FÖRDERUNG WEITERENTWICKELN

Selbst bei stärkerer Nutzung von Aktien muss ein wesentlicher Zusatzbetrag des monatlichen Einkommens zurückgelegt werden, um die absehbare Rentenlücke schließen zu können. Dieser Eigenbetrag kann aber durch staatliche Zulagen deutlich auf ein akzeptables Maß gesenkt werden (s. Berechnungen in Abschnitt 4).

Daher sollte der Staat bereits bestehende Fördermechanismen optimieren, damit sich breite Bevölkerungsschichten eine aktienorientierte Zusatzvorsorge zur Sicherung des Lebensunterhalts im Alter leisten können. Wesentlicher Ansatzpunkt ist ein Zulagensystem, das beispielsweise mit der Riester-Förderung eingeführt wurde und sich aus unterschiedlichen Gründen bewährt hat. Im Gegensatz zu einer Förderung, die – etwa durch eine nachgelagerte Besteuerung wie in der betrieblichen Altersvorsorge und bei den Rürup-Renten –

ausschließlich auf Steuervorteile setzt, sind die Zulagen in der Riester-Rente besonders geeignet für Menschen mit niedrigen oder überhaupt keinem Arbeitseinkommen. Da sie geringe oder gar keine Steuern zahlen, profitieren sie nicht von Steuervorteilen – wohl aber von unmittelbar gewährten staatlichen Zulagen. Ein entscheidender Vorteil der Riester-Förderung ist darüber hinaus, dass selbst einkommensschwache Personen durch einen geringen Eigenbeitrag den vollen Zulagenbetrag erhalten. So zeigte sich, dass im Jahr 2011 rund zwei Drittel der Riester-Sparer, die eine Zulage beantragt haben, ein unterdurchschnittliches Einkommen bezogen.⁶⁶

Dennoch muss das Zulagensystem optimiert werden, damit die Bürger möglichst flächendeckend in die Lage versetzt werden, ihre Rentenlücke zu schließen:

Fördersätze dynamisieren

Zwar wurde die Kinderzulage, die dritte Förderkomponente der Riester-Rente, für ab 2008 geborene Kinder von 185 auf 300 Euro p.a. pro Kind erhöht. Die Grundzulage liegt hingegen seit dem Erreichen der letzten Förderstufe im Jahr 2008 unverändert bei maximal 154 Euro. Diese muss dringend angehoben werden. Hier ist die vorgeschlagene Anpassung der Fördersätze im Entwurf des Betriebsrentenstärkungsgesetzes auf 165 Euro nur ein erster kleiner Schritt. Angepasst werden muss aber auch der Sonderausgabenabzug gemäß Art. 10a EStG, der seit 2008 2.100 Euro p.a. beträgt, und die damit korrespondierende Höchstförderung von maximal 2.100 Euro p.a.

Alle Förderkomponenten der Riester-Rente sollten daher mit der jeweils geltenden Beitragsbemessungsgrenze in der allgemeinen Rentenversicherung Schritt halten, damit bei steigenden Bruttogehältern der Eigenanteil konstant bleibt und damit die Akzeptanz einer die gesetzliche Rente ergänzenden Vorsorge in der Bevölkerung nicht gefährdet wird (s. unsere Berechnungen in Abschnitt 4). Im Jahr 2016 müsste der Sonderausgabenabzug bzw. die Höchstförderung dementsprechend bei fast 3.000 Euro liegen, die Riester-Grundzulage bei rund 220 Euro p.a.⁶⁷

Anreize zur Altersvorsorge setzen – Keine Anrechnung auf die Grundsicherung

Um Altersarmut effektiv zu vermeiden, müssen gerade einkommensschwache Personen notwendige Anreize erhalten, zusätzlich vorzusorgen. Kontraproduktiv ist es, wenn die zusätzliche Altersvorsorge auf die Grundsicherung im Alter angerechnet wird. Dies führt dazu, dass Personen, die nicht für das Alter vorgesorgt haben, u.U. in Form der Grundsicherung die gleichen Leistungen erhalten wie Personen, die vorgesorgt haben. Damit ist das Signal verbunden, dass sich die zusätzliche Altersvorsorge nicht lohnt. Daher sollten künftig die Erträge aus der privaten und betrieblichen Altersvorsorge idealerweise überhaupt nicht auf die Grundsicherung im Alter angerechnet werden. Der im Entwurf eines Betriebsrentenstärkungsgesetzes vorgeschlagene Freibetrag wäre ein erster Schritt in die richtige Richtung.

⁶⁶ Siehe Kruse/Scherbarth (2015), S. 59.

⁶⁷ Dies entspricht dem Vorschlag der Kommission Nachhaltigkeit in der Finanzierung der sozialen Sicherungssysteme (2003), S. 130f. (sog. „Rürup-Kommission“), die Riester-Förderung auf maximal 4 Prozent der Bemessungsgrundlage zu dynamisieren. Bei dieser Rechnung wird die Beitragsbemessungsgrenze aus dem Jahr 2016 von 6.200 Euro pro Monat (74.400 Euro p.a.) herangezogen. Bei der hochgerechneten Riester-Grundzulage wird ebenfalls eine Anpassung an die Entwicklung der Beitragsbemessungsgrenze unterstellt.

5.3 ERGÄNZUNG DES BESTEHENDEN SYSTEMS: FÖRDERKONZEPT ALTERSVORSORGE MIT AKTIENZULAGE

Neben den bestehenden Formen der gesetzlich geförderten Altersvorsorge gibt es schon heute weitere Möglichkeiten, in eigener Verantwortung mit Aktien langfristig Vermögen aufzubauen und für das Alter vorzusorgen. So werden insbesondere Sparpläne mit monatlichen Einzahlungen in einen Aktienfonds von den Menschen häufig dazu genutzt, ein Vermögen zur Sicherung des Lebensstandards im Alter aufzubauen. Im Gegensatz zu staatlich geförderten Vorsorge-Konzepten ist ein „normaler“ Aktienfondssparplan keiner staatlichen Förderung zugänglich.

Dieses nicht nachvollziehbare Paradox muss aufgelöst werden. Unser Lösungsansatz ist das **Förderkonzept Altersvorsorge** als Ergänzung der bereits bestehenden staatlich geförderten Altersvorsorge. Dieses Konzept stellt die Altersvorsorge mit Aktien in den Vordergrund.

Wesentlich hierfür sind folgende Eckpunkte:

Die **Auswahl der Finanzinstrumente**, die im Rahmen des Konzepts staatlich gefördert werden, umfasst solche, die vom Chancen-Risiko-Profil für den langfristigen Vermögensaufbau tatsächlich geeignet sind. Dazu gehören insbesondere Standardprodukte wie Sparpläne mit Aktienfonds, aber auch – aus Diversifizierungsgründen – Rentenfonds. Bei der individuellen Planung der Altersvorsorge kann so auf ein viel weiteres Spektrum an Produkten zurückgegriffen werden als dies bis jetzt der Fall ist.

Kernelement des Förderkonzepts Altersvorsorge ist eine **Mindestaktienquote** in Abhängigkeit von der Nähe zum Renteneintritt.⁶⁸ Für den Sparer unterstreicht dies die Notwendigkeit, die langfristigen Vorteile der Aktienanlage angemessen zu nutzen. Vorbild könnte die aktuelle Regelung zu den vermögenswirksamen Leistungen nach dem Fünften Vermögensbildungsgesetzes sein. Diese setzt voraus, dass bei Investmentfonds eine Aktienquote von mindestens 60 Prozent des Investmentvermögens besteht.

Um das Aktiensparen zur Sicherung des Lebensstandards im Alter zu betonen, erfolgt die Förderung des Förderkonzepts Altersvorsorge in Form einer **„Aktienzulage“**. Diese orientiert sich an der Arbeitnehmersparzulage bei den vermögensbildenden Leistungen. Auf einen jährlichen Eigenanteil von bis zu vier Prozent der jeweils geltenden Beitragsbemessungsgrundlagen in der allgemeinen Rentenversicherung, der im Rahmen des Förderkonzepts Altersvorsorge angelegt wird, erhält jeder Anleger eine staatliche Zulage von 20 Prozent des Eigenanteils (derzeit bis zu rund 600 Euro p.a.). Diese Zulage wird ebenfalls aktienorientiert angelegt.

Außerdem muss der Staat im Rahmen des Förderkonzepts Altersvorsorge durch **steuerliche Anreize** das Signal geben, dass die Aktienanlage für den langfristigen Vermögensaufbau elementar ist und nicht weiter steuerlich diskriminiert wird (s. Kasten rechts). Erträge aus dem Förderkonzept Altersvorsorge sollten daher nach einer Sperrfrist von 20 Jahren nicht der Abgeltungsteuer unterliegen. Damit wird nicht nur der langfristige Vermögensaufbau für das Alter attraktiver, sondern auch die steuerliche Diskriminierung der Aktienanlage zumindest verringert.

⁶⁸ Um die Vorteile der Aktie noch besser nutzen zu können, müsste die Mindestaktienquote sogar in Abhängigkeit der gesamten Laufzeit des Vertrages festgelegt werden, d.h. Einzahlungs- und Auszahlungsphase berücksichtigen.

Exkurs: Steuerliche Behandlung der Aktie in der ungeförderten Altersvorsorge

Mit der Einführung der Abgeltungsteuer im Jahr 2009 wurde das Halbeinkünfteverfahren auf Dividenden abgeschafft. Außerdem werden seitdem Veräußerungsgewinne unbeschränkt besteuert. Damit werden Erträge aus Aktien uneingeschränkt sowohl auf Unternehmens- als auch auf Anlegerebene besteuert. Resultat ist ein Steuersatz auf Aktienerträge von fast 50 Prozent. Im Vergleich dazu beläuft sich die Steuer auf Erträge festverzinslicher Wertpapiere, die lediglich auf Anlegerebene anfällt, auf ca. 28 Prozent (Abgeltungsteuer plus Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer).

Im Rahmen des Förderkonzepts Altersvorsorge muss sichergestellt werden, dass der monatliche Sparbetrag zur **Sicherung des Lebensstandards im Alter** beiträgt. Daher darf der angesparte Altersvorsorgebetrag bis zu einem bestimmten Alter, etwa dem gesetzlichen Renteneintrittsalter, nicht konsumiert werden. Die Rentenphase muss anhand eines – die individuellen Bedürfnisse berücksichtigenden – Auszahlungsplans so strukturiert werden, dass die Ersparnisse bis zum Erreichen der durchschnittlichen Lebenserwartung reichen.⁶⁹ Um für die Rentner einen möglichst hohen Ertrag zu gewährleisten, muss auf Beitragsgarantien oder Mindestverzinsungen in der Ansparphase verzichtet werden. Auch in der Auszahlungsphase muss ein hoher Aktienanteil möglich sein. Das über das Förderkonzept Altersvorsorge angesparte Vermögen muss vererbbar sein. Aus Flexibilitätsgründen sollte es – abweichend von diesen Anforderungen – für Anleger möglich sein, früher auf das angesparte Geld zurückzugreifen, allerdings nur unter Verlust aller Privilegien (wie z.B. der staatlichen Zulagen/steuerlichen Förderung).

5.4 AKTIENORIENTIERTES BERATUNGSANGEBOT STÄRKEN – NATIONALE STRATEGIE ZUR FINANZIELLEN BILDUNG EINFÜHREN

Die Scheu großer Teile der Bevölkerung vor Aktien ist groß. Dies ist ein weiterer Grund, warum die Deutschen zins- und sicherheitsorientiert anlegen und damit die Renditechancen von Aktien viel zu wenig nutzen. Umso wichtiger sind entsprechende Informationen über die Vorteile der Aktienanlage insbesondere für die Altersvorsorge und den Umgang mit den Risiken. Dazu gehört die Aufklärung darüber, dass bei Vertragsabschluss zugesagte Mindestrenten und Beitragsgarantien Geld kosten und die Rendite deutlich schmälern.

Die oben vorgeschlagenen Anregungen zur Flexibilisierung sowie Optimierung der staatlichen Förderung und das Förderkonzept Altersvorsorge mit Aktienzulage erleichtern aktienorientierte Beratungsangebote in Banken, Sparkassen und anderen Institutionen: Für die Mehrheit der Sparer ist die Bankberatung weiterhin eine elementare Entscheidungshilfe bei der Geldanlage, so dass Banken als Multiplikator wesentlich zur Verbreitung einer aktienorientierten Altersvorsorge beitragen können.⁷⁰

⁶⁹ Aufgrund des Erfordernisses einer lebenslangen Rente bspw. in der Riester-Rente müssen die Renten so konservativ kalkuliert werden, dass sie im Einzelfall auch deutlich über die durchschnittliche Lebenserwartung, etwa berechnet von dem Statistischen Bundesamt, hinaus gezahlt werden können. Bei einem vorab fest definierten Zeitraum, der sich wie vorgeschlagen an der durchschnittlichen Lebenserwartung orientieren könnte, hat der Anleger die Chance auf eine deutlich höhere Auszahlung. Die weitere Absicherung über die gesetzliche Rente sollte dafür sorgen, dass die Fälle, in denen der Staat im Rahmen der Grundsicherung einspringen muss, nicht signifikant steigen.

⁷⁰ Siehe Union Investment (2016), S. 8.

Aufklärung über eine aktienorientierte Altersvorsorge muss zudem Bestandteil einer nationalen Strategie zur finanziellen Bildung werden, die laut OECD in mittlerweile 59 Ländern (darunter Australien, Neuseeland, Großbritannien, Niederlande, USA usw.) existiert bzw. implementiert werden soll.⁷¹ Ein gleiches Vorhaben sollte auch in Deutschland von der Politik forciert werden. Der Vorschlag im Entwurf des Betriebsrentenstärkungsgesetzes, umfassender über bestehende Altersvorsorgeangebote aufzuklären, ist daher zu begrüßen, muss aber deutlich darüber hinaus gehen. Finanzielle Bildung muss nicht nur an den allgemein bildenden Schulen einen höheren Stellenwert erhalten, sondern auch am Arbeitsplatz und in Institutionen der Erwachsenenbildung; d.h. für diejenigen, die unmittelbar vor der Entscheidung für eine aktienorientierte Altersvorsorge stehen bzw. bereits eine staatlich geförderte Altersvorsorge abgeschlossen haben.

Die flächendeckende Aufklärung über finanzielle Angelegenheiten – darunter die Chancen und der entsprechende Umgang mit den Risiken der Aktiennutzung in der Altersvorsorge – durch staatlich unterstützte Schulungsmaßnahmen ist eine lohnenswerte Zukunftsinvestition. Sie trägt wesentlich dazu bei, Anlageentscheidungen zu optimieren und damit den Lebensstandard – auch, aber nicht nur im Alter – zu sichern.

⁷¹ Siehe OECD (2015b).

6. Fazit: Aktien sind ohne Alternative!

Deutschland braucht mehr Aktien in der Altersvorsorge. Das ist das eindeutige Resultat dieser Studie. Ansonsten ist es nicht möglich, bei realistisch zu erbringenden Beiträgen die Lücke in der gesetzlichen Rente zu schließen.

Die Politik ist am Zug. Sie muss die Weichen jetzt entsprechend stellen, um angesichts der Finanzierungsprobleme des Umlageverfahrens und der Niedrigzinsphase den Lebensunterhalt der künftigen Generationen auch im Rentenalter zu sichern.

Das Thema „Aktien und Altersvorsorge“ muss daher auf die politische Agenda. Der Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ des Deutschen Aktieninstituts gibt entsprechende Anregungen und leitet Handlungsempfehlungen ab.

Wichtig ist dabei, die langfristigen Renditechancen von Aktien in den Fokus zu rücken. Die öffentlichkeitswirksame Unterstützung der Politik ist notwendig, um breiten Bevölkerungsschichten die Scheu vor der langfristigen Aktienanlage zu nehmen und u.a. auf Beitragsgarantien bzw. Mindestverzinsungen zugunsten einer höheren Aktienquote zu verzichten.

Diese und weitere Herausforderungen müssen bewältigt werden, um den Stellenwert von Aktien in der Altersvorsorge zu vergrößern. Die Politik darf nicht zögern, zeitnah mit Unterstützung der Marktteilnehmer entsprechende Maßnahmen einzuleiten. Das Deutsche Aktieninstitut, seine Mitglieder und die Kooperationspartner dieser Studie stellen selbstverständlich ihre Expertise zur Verfügung, um diesen Weg konstruktiv mit fundiertem Wissen zu begleiten.

Anhang:

Der Aktionsplan „Aktienorientierte Altersvorsorge“ im Überblick

Empfehlung	Beitrag zur aktienorientierten Altersvorsorge
<p>Durch mehr Flexibilität in der Ein- und Auszahlungsphase das Renditepotenzial von Aktien besser nutzen</p>	<p>Zu starre Regelungen für die Ein- und Auszahlungsphase führen dazu, dass Aktien selbst bei Riester-Fondssparplänen zu wenig genutzt werden. Durch die Option, auf diese Regelungen zu verzichten, sollte der Anleger die Möglichkeit erhalten, das Renditepotenzial von Aktien stärker zu heben.</p>
<p>Fördersätze an die Entwicklung der Beitragsbemessungsgrenze anpassen</p>	<p>Um die Rentenlücke aktienorientiert schließen zu können, muss die Eigenleistung durch staatliche Zuschüsse erhöht werden. Das Zulagensystem in der Riester-Rente hat sich bewährt, muss aber an die Entwicklung der Beitragsbemessungsgrenzen in der allgemeinen Rentenversicherung angepasst werden. Ferner darf die private und betriebliche Altersvorsorge nicht auf die Grundsicherung im Alter angerechnet werden.</p>
<p>Förderkonzept Altersvorsorge mit Aktienzulage schaffen</p>	<p>Um das Wertpapiersparen durch eine aktienorientierte Langfristanlage zu stärken, sollten alle Finanzinstrumente u.a. mit einer Aktienzulage staatlich gefördert werden, wenn sie – wie insbesondere Aktienfonds – für den langfristigen Vermögensaufbau geeignet sind. Damit wird gewährleistet, dass alle Instrumente, die für den langfristigen Vermögensaufbau geeignet sind, gleichberechtigt von einer staatlichen Förderung profitieren.</p>
<p>Stärkung eines aktienorientierten Beratungsangebots sowie nationale Agenda für finanzielle Bildung einführen</p>	<p>Durch eine Flexibilisierung und gezielte Förderung werden die notwendigen Anreize geschaffen, das Angebot an aktienorientierten Produkten auszuweiten. Dies hilft, ein aktienorientiertes Beratungsangebot in den Banken, Sparkassen und anderen Institutionen zu stärken, mit dem weiten Bevölkerungsteilen die Scheu vor der Aktienanlage genommen wird. Außerdem sollte das Thema „Mit Aktien für das Alter sparen“ wesentlicher Bestandteil einer nationalen Agenda für finanzielle Bildung sein, die auch in Deutschland implementiert werden muss.</p>

LITERATURVERZEICHNIS

Allianz Global Investors (2014): Aktie – die neue Sicherheit im Depot, https://kundenservice.allianz.de/static-resources/ratgeber/firmen-info/firmen-info-2-2015/medien/v_1424354235000/aktie-neue-sicherheit.pdf.

BaFin (2016): Einzelangaben zu den Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen. Bestand in den einzelnen Versicherungssparten 4. Quartal 2015, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Statistik/Kapitalanlagen/dl_kapitalanlagen_4q_2015_va.pdf?_blob=publicationFile&v=2.

BDA (2016): Nachhaltige Finanzierbarkeit und Leistungsfähigkeit unserer Alterssicherungssysteme sicherstellen. Rentenpolitisches Grundsatzpapier, [http://www.arbeitgeber.de/www/arbeitgeber.nsf/res/Rentenpolitisches-Grundsatzpapier.pdf/\\$file/Rentenpolitisches-Grundsatzpapier.pdf](http://www.arbeitgeber.de/www/arbeitgeber.nsf/res/Rentenpolitisches-Grundsatzpapier.pdf/$file/Rentenpolitisches-Grundsatzpapier.pdf).

Better Finance (2015): Pension Savings: The Real Return. 2015 Edition, http://betterfinance.eu/fileadmin/user_upload/documents/Research_Reports/en/Pension_Report_2015_For_Web.pdf.

Beschluss des CSU-Parteivorstands (2016): Alterssicherung – gerecht und verlässlich, 9./10. September 2016, http://www.csu.de/common/csu/content/csu/hauptnavigation/aktuell/meldungen/Veranstaltungen/Klausur_Schwarzenfeld/Papiere/Alterssicherung_Beschluss_final.pdf.

BMAS/BMF (2016): Referentenentwurf eines Gesetzes zur Stärkung der betrieblichen Altersvorsorge und zur Änderung anderer Gesetze, 4.11.2016, http://www.bmas.de/SharedDocs/Downloads/DE/Thema-Rente/entwurf-gesetz-staerkung-betriebliche-altersversorgung.pdf?_blob=publicationFile&v=1.

BMAS (2016): Wir machen Deutschland zusammen stark. Das Gesamtkonzept zur Alterssicherung. Das Konzept im Detail, Berlin, http://www.bmas.de/SharedDocs/Downloads/DE/Thema-Rente/gesamtkonzept-alterssicherung-detail.pdf;jsessionid=2018BD62FEBFCE46FA12290754D8C8D8?_blob=publicationFile&v=6.

BMAS (2015): Rentenversicherungsbericht 2015, http://www.bmas.de/SharedDocs/Downloads/DE/PDF-Pressemitteilungen/2015/rentenversicherungsbericht-2015.pdf?_blob=publicationFile&v=3.

Börsch-Supan, Axel et al. (2016a): Szenarien für eine nachhaltige Finanzierung der gesetzlichen Rentenversicherung, MEA discussion papers, München.

Börsch-Supan, Axel et al. (2016b): The development of the pension gap and German households' saving behaviour, MEA discussion papers, München.

Börsch-Supan, Axel (2015): Lehren aus den Rentenreformen seit 1972, in: Wirtschaftsdienst Sonderheft 2015: Zukunftsfähigkeit des Rentensystems, 95. Jg, S. 16-21.

Börsch-Supan, Axel et al. (2003): Pension Reform, Capital Markets, and the Rate of Return, in: German Economic Review, Vol. 4, Issue 2, S. 151-181.

Bundesfachausschuss Arbeit und Soziales der CDU (2016): Generationengerechtigkeit stärken – Vertrauen sichern. Anforderungen an eine Reform der Alterssicherung, 5. September 2016, <https://www.cdu.de/artikel/generationengerechtigkeit-staerken-vertrauen-sichern>.

Bundesregierung (2016): Antwort auf die kleine Anfrage der Abgeordneten Markus Kurth, Nicole Maisch, Dr. Wolfgang Strengmann-Kuhn, weiterer Abgeordneter und der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen, Aktuelle Daten zur Riester-Rente, Drucksache 18/9398, <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/18/093/1809398.pdf>.

BVI (2016): Daten. Fakten. Perspektiven. Wohlstand sichern. Investmentfonds bieten Lösungen, https://www.bvi.de/uploads/tx_bvibcenter/BVI_3178_2015_Jahrbuch_2016_RZ_final_web.pdf.

Damodaran, Aswath (2015): Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2015 Edition, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2581517.

Deutsche Bundesbank (2016): Öffentliche Finanzen, Monatsbericht August 2016, S. 60-78.

Deutsche Bundesbank (2008): Perspektiven der gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland, Monatsbericht April, S. 51-75.

Deutsche Rentenversicherung Bund (2015): Rentenversicherung in Zeitreihen. Ausgabe 2015, http://www.deutsche-rentenversicherung.de/Allgemein/de/Inhalt/6_Wir_ueber_uns/03_fakten_und_zahlen/03_statistiken/02_statistikpublikationen/03_rv_in_zeitreihen.pdf?_blob=publicationFile&v=17.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2015): Country Profiles, Credit Suisse Global Investment Returns Source Book, S. 35-61.

Dimson, Elroy/Marsh, Paul/Staunton, Mike (2013): The low-return world, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, S. 5-15.

DSGV (2016): Vermögensbarometer 2016. Die Deutschen und ihr Geld, Berlin, https://www.dsgv.de/_download_gallery/Publikationen/Vermögensbarometer_2016.pdf.

FDP (2016): Beschluss des 67. Ordentlichen Bundesparteitags der FDP: Für eine moderne Altersvorsorge, Berlin, https://www.fdp.de/sites/default/files/filefield_paths/2016_04_24_bpt_altersvorsorge.pdf.

GDV (2016): Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2016, http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2016/09/Statistisches_Taschenbuch_2016_Versicherungswirtschaft_GDV.pdf.

Gründl, Helmut et al. (2003): Zur Zusage der nominalen Kapitalerhaltung bei investmentfonds-basierten Riester-Produkten: Einige Überlegungen aus finanzierungstheoretischer Sicht, Working Paper.

Grüne Rentenkommission (2016): Abschlussbericht, https://www.gruene.de/fileadmin/user_upload/Dokumente/GRUENE_Abschlussbericht_Rentenkommission.pdf.

Hanau, Peter/Arteaga, Marco (2016): Rechtsgutachten zu dem „Sozialpartnermodell Betriebsrente“ des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales, http://www.bmas.de/SharedDocs/Downloads/DE/PDF-Pressemitteilungen/2016/rechtsgutachten-sozialpartnermodell-betriebsrente.pdf?jsessionid=E2824CE5117E9792B3E2C8F5554A12A5?_blob=publicationFile&v=1.

IG Metall (2016): Neuaufbau einer solidarischen Alterssicherung. Vorschläge der IG Metall, Berlin.

Klos, Alexander (2011): Riester-Verträge: Zur Bedeutung von Kosten und Garantien aus Anlegersicht, in: ZfB 81. Jg., S. 155-182.

Kommission Nachhaltigkeit in der Finanzierung der sozialen Sicherungssysteme (2003): Bericht, Berlin.

Kruse, Edgar/Scherbarth, Antje (2015): Förderung der Riester-Rente durch Zulagen und Sonderausgabenabzug: Mehr als 10,8 Millionen geförderte Personen im Beitragsjahr 2011, in: RVaktuell 3/2015, S. 55-65.

Lachance, Marie-Eve/Mitchell, Olivia S. (2003): Understanding Individual Account Guarantees, in: Mitchell, O.S./Smetters, K. (Hrsg.): The Pension Challenge: Risk Management and Retirement Income Security, Oxford University Press.

OECD (2015a): Pensions at a Glance. OECD and G20 Indicators, OECD Publishing, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2015-en.

OECD (2015b): National Strategies for Financial Education, OECD/INFE Policy Handbook, Paris.

OECD (2013): Design and Delivery of Defined Contribution (DC) Pension Schemes. Policy challenges and recommendations, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/DCPensionDesignHighlights.pdf>.

Oxera (2008): Defined-Contribution Pension Schemes. Risks and Advantages for Occupational Retirement Provision, Oxford.

Maurer, Raimond/Schlag, Christian (2002): Money-Back Guarantees in Individual Pension Accounts: Evidence from the German Pension Reform, CFS Working Paper No. 2002/03.

Renz, Maximilian/Stotz, Olaf (2015): Garantiekosten der Altersvorsorge. Entwicklung eines Garantiekostenindexes, Frankfurt 2015.

Rürup, Bert et al. (2014): Die Zukunft der Altersvorsorge vor dem Hintergrund von Bevölkerungsalterung und Kapitalmarktentwicklungen, http://www.prognos.com/uploads/tx_atwpubdb/140415_Prognos_HRI_Zukunft_der_Altersvorsorge_Studie_GDV_web.pdf.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014): Jahresgutachten 2014/15, Wiesbaden.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2004): Jahresgutachten 2004/05, Wiesbaden.

Schäfer, Thomas/Grüttner, Stefan/Al-Wazir, Tarek (2016): Die Deutschland-Rente - Staat soll zentralen Rentenfonds organisieren. Vorschlag für einfache und sichere zusätzliche Altersvorsorge, https://finanzen.hessen.de/sites/default/files/media/hmdf/positionspapier_zur_deutschland-rente_-_stand_mai_2016.pdf.

Schnabel, Reinhold (2015): Das Rentenpaket 2014 – eine ökonomische Analyse, in: Wirtschaftsdienst Sonderheft 2015: Zukunftsfähigkeit des Rentensystems, 95. Jg, S. 22-27.

Schnabel, Reinhold/Ottad, Adrian (2008): Gesetzliche und private Altersvorsorge. Risiko und Rendite im Vergleich, Deutsches Institut für Altersvorsorge GmbH, Köln 2008.

Sozialbeirat (2015): Gutachten zum Rentenversicherungsbericht 2015, <http://www.sozialbeirat.de/files/gutachten-sozialbeirat-2015-.pdf>.

Statistisches Bundesamt (2015): Generationensterbetafel für Deutschland. Modellrechnungen für die Geburtsjahrgänge 1896-2009, Wiesbaden.

Stehle, Richard et al. (1996), Rückberechnung des DAX für die Jahre 1955 bis 1987, in: Kredit und Kapital, 29. Jg., S. 277-304.

Stotz, Olaf (2016): Was kosten Kapitalgarantien in der Altersvorsorge?, in: Deutsches Aktieninstitut: Kurvenlage, Halbjahresbericht, 1. Halbjahr 2016, S. 29-31, https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/jahresbericht/Kurvenlage_2016_I_Einzelseiten.pdf.

Swedish Pensions Agency (2016): Orange Report. Annual Report of the Swedish Pension System 2015, Stockholm.

Union Investment (2016): Bevölkerungsrepräsentative Studie. Teil 1: Die Deutschen und ihre Beziehung zum Sparen; Teil 2: Eine Bestandsaufnahme des Sparens in schwieriger Zeit, https://unternehmen.union-investment.de/dms/umh-newsroom/downloadservice/studien/Sonstige/Sparplanstudie/Union_Investment_Sparstudie.PDF.

Weiß, Peter/Welskop-Deffaa, Eva M. (2016): Rente 4.0 – Das Konzept der dynamischen Rente für die Arbeitswelt der Zukunft, http://www.portal-sozialpolitik.de/uploads/sopo/pdf/2016/2016-06-06_Weiss_Welskop_Deffaa_Rente_4.0.pdf.

Werding, Martin (2013): Alterssicherung, Arbeitsmarktdynamik und neue Reformen: Wie das Rentensystem stabilisiert werden kann, Studie im Auftrag der Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

Willis Towers Watson (2016): Global Pensions Assets Study 2016, <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2016/02/global-pensions-asset-study-2016>.

Wilmot, Jonathan (2016): When bonds aren't bonds anymore, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, S. 27-34.

KONTAKT

Jörg-Matthias Butzlaff

Leiter Unternehmenskommunikation

B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA

Telefon +49 69 21 04-49 75

mbutzlaff@metzler.com

Manfred Karg

Leitung Vorstandsstab & Kommunikation

DekaBank

Deutsche Girozentrale

Telefon +49 69 71 47-12 65

manfred.karg@deka.de

Dr. Stefan Mai

Leiter Vorstandsstab & Head of Public Affairs

Union Asset Management Holding AG

Telefon +49 69 2567-2066

stefan.mai@union-investment.de

Dr. Norbert Kuhn

Leiter Unternehmensfinanzierung

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Telefon +49 69 92915-20

kuhn@dai.de

Dr. Gerrit Fey

Leiter Kapitalmarktpolitik

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Telefon +49 69 92915-41

fey@dai.de

Michaela Hohlmeier

Referentin der Geschäftsführung

Leiterin Kapitalmarktrends und

Innovation

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Telefon +49 69 92915-31

hohlmeier@dai.de

