

## Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Finanzmärkte

Die umlagefinanzierte Rentenversicherung steht in Deutschland vor unabwendbaren demographischen Herausforderungen. Um den Anstieg des Beitragssatzes zu begrenzen, waren Leistungseinschränkungen nicht zu vermeiden. Eine ergänzende private Altersvorsorge ist damit umso dringlicher geworden. Mit der jüngsten Rentenreform, die eine grundlegende Weichenstellung in diese Richtung vorgenommen hat, werden zudem finanzielle Anreize zum Aufbau einer privaten Altersvorsorge gesetzt. Die damit verbundene graduelle Stärkung des Kapitaldeckungsverfahrens kann sowohl zu einer intergenerativ gleichmäßigeren Lastenverteilung beitragen als auch über eine breitere Fundierung der Altersvorsorge deren Sicherheit und Verlässlichkeit erhöhen.

Von einer solchen Rentenreform können auch Auswirkungen auf den Kapitalmarkt ausgehen. Denkbar sind zusätzliche gesamtwirtschaftliche Ersparnisse ebenso wie reforminduzierte Strukturveränderungen auf diesem Markt. Hierbei spielen insbesondere die zunehmende Institutionalisierung der Finanzmärkte, aber auch die typischerweise längerfristige Anlage der Ersparnisse im Dienste der Altersversorgung eine Rolle.

## Finanzmärkte und Alterssicherung im Umfeld einer alternden Gesellschaft

*Vorteile einer  
verstärkten  
Kapitaldeckung*

In der Diskussion über die Alterssicherung wird die Notwendigkeit einer Neugewichtung zu Lasten des Umlage- und zu Gunsten des Kapitaldeckungsverfahrens mittlerweile weit- hin akzeptiert. Unter Berücksichtigung der im Umlageverfahren erworbenen Altansprüche und des damit verbundenen Übergangsproblems ist allein mit Änderungen in der Finanzierung jedoch noch kein „ökonomischer Mehrwert“ zu erwarten.<sup>1)</sup> Im Vordergrund stehen vielmehr die größere Verlässlichkeit der Altersversorgung durch eine breitere Risikostreuung sowie die Möglichkeit einer gleichmäßigeren Lastenverteilung zwischen den verschiedenen Altersjahrgängen. Nicht zuletzt werden aber auch die Lohnzusatzkosten begrenzt.

*Auswirkung auf  
Ersparnis und  
Struktur der  
Finanzmärkte*

In diesem Zusammenhang finden die Auswirkungen einer verstärkten Kapitaldeckung auf die Finanzmärkte immer größeres Interesse. Dabei kann zum einen nach dem Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnis und zum anderen nach Strukturveränderungen auf den Finanzmärkten gefragt werden. Letztere betreffen sowohl die Anbieter von Finanzdienstleistungen als auch deren Produkte. Erfahrungen anderer Länder deuten darauf hin, dass eine stärker kapitalgedeckte Alterssicherung zu einer größeren Institutionalisierung der Kapitalanlage zum Beispiel in Form von Pensionsfonds führt. Hinsichtlich der Produkte unterscheidet sich die Altersvorsorge von anderen Sparmotiven vor allem durch ihre Langfristigkeit. Auch hiervon dürften Im-

pulse für das Verhalten der Akteure an den Finanzmärkten ausgehen.

Mit einer erhöhten gesamtwirtschaftlichen Ersparnis könnten sich ebenso wie mit einer verbesserten Lenkung des Kapitals in seine produktivsten Verwendungszwecke die Wachstumsperspektiven der Volkswirtschaft verbessern. Aus diesem Grunde wird im Folgenden zunächst auf die zentralen kapitalmarktrelevanten Aspekte der jüngsten Rentenreform eingegangen. Im Anschluss daran werden deren zu erwartende Auswirkungen auf die Finanzmärkte näher untersucht.

### Größeres Gewicht für kapitalgedeckte Eigenvorsorge

Die im Jahr 2001 verabschiedete Rentenreform umfasst zwei zentrale Elemente. Zum einen wird zur Dämpfung des Beitragssatzanstiegs das Leistungsniveau der gesetzlichen Rentenversicherung durch eine Modifikation der Anpassungsformel spürbar reduziert. Zum anderen sind erhebliche finanzielle Anreize zur privaten (individuellen und betrieblichen) Altersvorsorge geschaffen worden.

Vor allem in den acht Jahren von 2003 bis 2010 werden die jährlichen Rentenanpassungen auf Grund der Reform reduziert, nämlich um jeweils gut 0,6 Prozentpunkte. Das Brutto-Eckrentenniveau<sup>2)</sup> dürfte im Jahr 2030 – im Vergleich zur künftigen Situation

*Chancen auf  
verbesserte  
Wachstums-  
aussichten*

*Rentenreform  
2001*

*Leistungsein-  
schränkungen  
in der  
gesetzlichen  
Renten-  
versicherung*

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Möglichkeiten und Grenzen einer verstärkten Kapitaldeckung der gesetzlichen Alterssicherung in Deutschland, Monatsbericht, Dezember 1999, S. 15 ff.

<sup>2</sup> Das Verhältnis von Bruttorente eines Durchschnittsverdieners nach 45 Versicherungsjahren zum aktuellen durchschnittlichen Bruttoentgelt der Beitragszahler.

ohne Reform – mit rund 42 ½ % etwa drei Prozentpunkte niedriger ausfallen. Die Differenz zum heutigen Wert von rund 48 % ist noch größer, weil das Brutto-Eckrentenniveau auf Grund des in die alte Nettoanpassungsformel eingebauten automatischen Bremsmechanismus<sup>3)</sup> auch ohne diese Reform zurückgeführt worden wäre.

*Förderung  
der privaten  
Altersvorsorge*

Die im „Altersvermögensgesetz“ geregelte Förderung der zusätzlichen Alterssicherung mit Hilfe von Zulagen und Steuervergünstigungen („Riester-Rente“) hat der Gesetzgeber an die speziell im „Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetz“ festgelegten Förderkriterien gebunden, durch die eine umfangreiche und recht komplexe Regulierung der Privatvorsorge etabliert wird (vgl. Übersicht auf S. 28). Dies betrifft in erster Linie die Ausgestaltung der Verträge, aber auch die Auswahl der möglichen Anbieter. Daneben wurden gleichzeitig die Rahmenbedingungen der betrieblichen Altersversorgung vor allem durch den Anspruch auf Entgeltumwandlung und die Einführung von Beitragszusagen erweitert.<sup>4)</sup>

*Zulagen und  
Steuervergünstigungen zur  
individuellen  
Altersvorsorge*

Die Förderung der individuellen Vorsorge wird beginnend im Jahr 2002 in vier Schritten bis 2008 eingeführt. Dies betrifft sowohl die Höhe der einkommensunabhängigen Zulagen<sup>5)</sup> als auch die Höchstbeträge für den Sonderausgabenabzug<sup>6)</sup> nach § 10a EStG. Dabei prüft das Finanzamt, ob im Einzelfall die Zulage oder der Sonderausgabenabzug günstiger ist. Je geringer das Einkommen und damit die einkommensteuerliche Grenzbelastung ist und je mehr Kinder zu berücksichtigen sind, umso eher wird die Zulagenförderung vorteil-

hafter sein. Mit wachsendem Einkommen steigt auf Grund der Steuerprogression dann die Begünstigung durch den Sonderausgabenabzug. In Relation zum Einkommen ergibt sich somit ein u-förmiger Verlauf der staatlichen Förderung, die für mittlere Einkommen vergleichsweise am geringsten ausfällt (vgl. Schaubild auf S. 29).

Noch attraktiver fällt die abgabenrechtliche Begünstigung der betrieblichen Altersversorgung aus. Insbesondere besteht hier schon ab dem laufenden Jahr die Möglichkeit, bis zu 4 % der Beitragsbemessungsgrenze der gesetzlichen Rentenversicherung (2002: 2 160 €) steuer- und zusätzlich sozialabgabenfrei<sup>7)</sup> im Rahmen der Entgeltumwandlung in eine Pensionskasse oder einen Pensionsfonds zu investieren. Damit hat die betriebliche Altersversorgung vor allem bis zum Jahr 2008 einen beachtlichen Vorteil im Vergleich zur individuellen Vorsorge erhalten.

*Gesteigerte  
Attraktivität der  
betrieblichen  
Alters-  
versorgung*

Die Fördermöglichkeiten der individuellen Vorsorge nach § 10a EStG und der betrieblichen Altersversorgung können auch kumuliert werden. Da die Beitragsbemessungsgrenze der gesetzlichen Rentenversicherung

*Kumulation  
der Förder-  
möglichkeiten*

---

3 Die Berücksichtigung von langfristig steigenden Rentenversicherungsbeitragssätzen und Lohnsteuerquoten führte in den Vorausberechnungen dazu, dass die Bruttoentgelte schneller wachsen als die nach der alten Formel für die Rentenanpassung maßgeblichen Nettoentgelte.

4 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die betriebliche Altersversorgung in Deutschland, Monatsbericht, März 2001, S. 45 ff.

5 Die Grundzulage wächst von 38 € auf 154 € und die Zulage pro Kind von 46 € auf 185 € pro Jahr.

6 Die Höchstgrenze steigt von 525 € in 2002 auf 2 100 € ab 2008. 2 100 € entsprechen derzeit knapp 4 % der Beitragsbemessungsgrenze der gesetzlichen Rentenversicherung von 54 000 € pro Jahr.

7 Die Sozialabgabenfreiheit für arbeitnehmerfinanzierte Beiträge läuft Ende 2008 aus.

## Bedingungen der staatlich geförderten Altersvorsorge nach dem „Altersvermögensgesetz“

Mit dem „Altersvermögensgesetz“ wurde eine Reihe von Auflagen für die geförderten Altersvorsorgeinstrumente festgelegt:

1. In der Ansparphase sind laufende Eigenbeiträge zu erbringen.
2. Beginn der Auszahlungsphase nicht vor Vollendung des 60. Lebensjahres (früher nur als private Erwerbsunfähigkeitsrente in Verbindung mit einer gesetzlichen Rente wegen verminderter Erwerbsfähigkeit).
3. Mindestens die eingezahlten Beiträge müssen zum Beginn der Auszahlungsphase bereitstehen (Nominalwertgarantie). Bis zu 15 % der Beiträge können für die Absicherung gegen das Erwerbsunfähigkeitsrisiko reserviert werden; für sie gilt die Nominalwertgarantie nicht.
4. Die Auszahlung muss in Form einer lebenslangen (mindestens gleich bleibenden) Leibrente oder in Form eines Auszahlungsplans mit lebenslanger Teilverrentung erfolgen.
5. Im Falle eines festen Auszahlungsplans sind mindestens gleich bleibende Renten längstens bis zur Vollendung des 85. Lebensjahres zulässig. Eine Aufteilung in garantierte und variable Rückzahlungselemente ist möglich. Spätestens nach dem 85. Lebensjahr muss eine Verrentung erfolgen. Die dann wiederum mindestens gleich bleibenden Renten dürfen dabei nicht niedriger als der zuvor garantierte Rentenbestandteil ausfallen.
6. Die Verträge können eine Hinterbliebenenabsicherung enthalten.
7. Beiträge und Erträge (einschl. Veräußerungsgewinne) dürfen nur in:
  - Rentenversicherungen und Kapitalisierungsprodukte i. S. d. § 1 Abs. 4 Satz 2 des VAG,
  - Bankguthaben mit Zinsansammlung oder
  - Anteile an Investmentfondsinvestiert werden. Anteile an ausländischen Fonds müssen der Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 entsprechen (gemeinsame Anlagevorschriften, besondere Betonung der Handelbarkeit der Anteile).
8. Abschluss- und Vertriebskosten sind über zehn Jahre gleichmäßig zu verteilen oder als bestimmter Anteil an den Beitragszahlungen festzulegen.
9. Der Anbieter ist verpflichtet, über die Verwendung der eingezahlten Beiträge, das bisher ge-

bildete Kapital, die einbehaltenen anteiligen Abschluss- und Vertriebskosten, die Verwaltungskosten sowie die erwirtschafteten Erträge jährlich schriftlich zu informieren.

10. Es muss ein Anspruch bestehen, den Vertrag ruhen zu lassen oder mit einer Frist von drei Monaten zum Ende eines Quartals zu kündigen und das bis dahin gebildete Kapital auf einen neuen Vertrag zu übertragen.
11. Eine Abtretung oder Übertragung von Forderungen oder Eigentumsrechten aus dem Vertrag an Dritte muss ausgeschlossen sein.

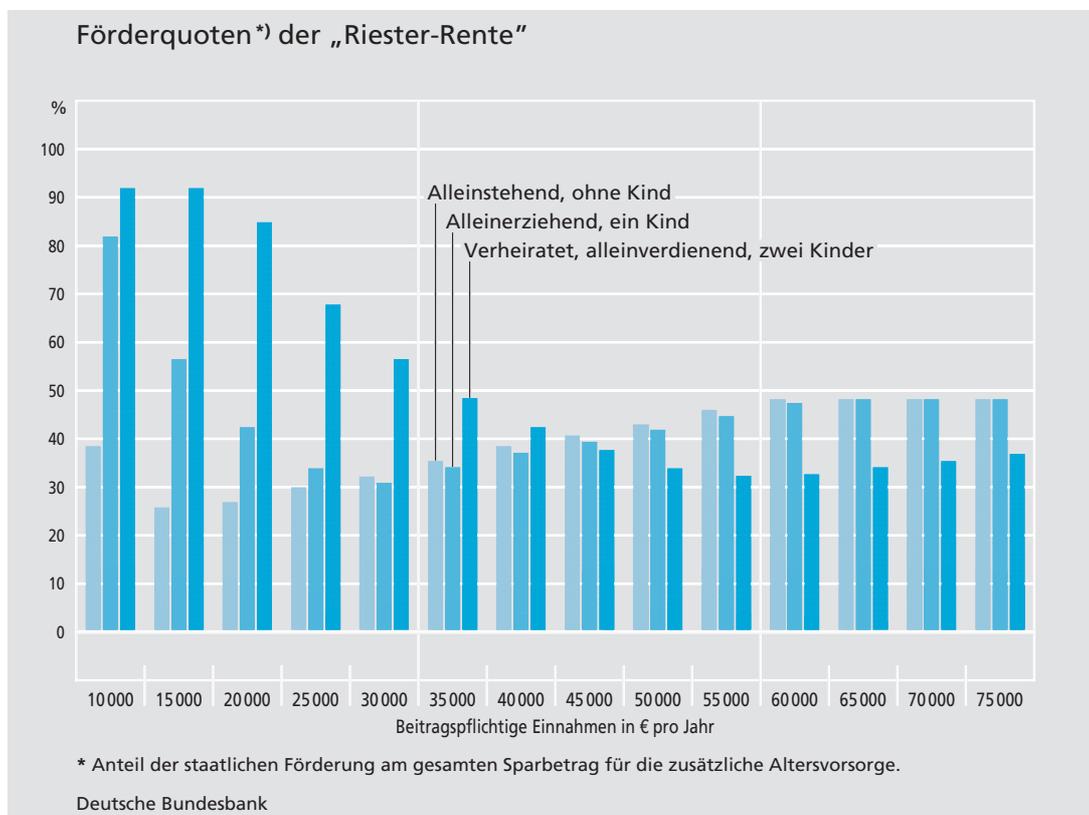
Nach dem so genannten „Zwischenentnahmemodell“ können mindestens 10 000 € und maximal 50 000 € aus dem angesparten Altersvorsorgevermögen entnommen und – quasi als zinsloses Darlehen – zur Finanzierung einer selbstgenutzten Immobilie verwendet werden. Die Rückzahlung hat in monatlich gleichen Raten zu erfolgen und muss bis zur Vollendung des 65. Lebensjahres abgeschlossen sein. Gerät der Immobilienbesitzer mit seinen Raten in Rückstand, so sind die auf den nicht zurückgezählten Teil der Entnahmesumme entfallenden Förderbeträge zurückzuzahlen. Das Gleiche gilt, wenn die Wohnung nicht mehr selbst genutzt wird. Der Rückzahlungsverpflichtung kann man nur dann entgehen, wenn innerhalb eines Jahres entweder eine andere Immobilie erworben oder der ausstehende Darlehensbetrag vollständig getilgt wird.

Schließlich können auch bereits bestehende Vorsorgeverträge so umgestaltet werden, dass sie den aufgeführten Kriterien entsprechen und in die Förderung aufgenommen werden.

Als Anbieter eines „Altersvorsorgevertrags“ kommen in Frage:

- Lebensversicherungsunternehmen, Kreditinstitute und Kapitalanlagegesellschaften mit Sitz im Inland.
- Lebensversicherungsunternehmen (92/96/EWG), Kreditinstitute (89/646/EWG) mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums sowie Verwaltungs- und Investmentgesellschaften i. S. d. Richtlinie 85/611/EWG.
- Inländische Zweigstellen von Lebensversicherungsunternehmen oder Kreditinstitute mit Sitz außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums, die im Inland ein Einlagengeschäft betreiben dürfen.

Zur Sicherstellung der nachgelagerten Besteuerung muss die Auszahlung an Steuerpflichtige im Inland erfolgen.



etwa das 1,9fache des Durchschnittsentgelts beträgt, könnte der Durchschnittsverdiener bei voller Ausschöpfung der Förderung im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung (4 % der Beitragsbemessungsgrenze) rund 7 ½ % seines Bruttoentgelts steuerbegünstigt sparen. Außerdem könnte er im Jahr 2008 rund 3 ¼ % der Beitragsbemessungsgrenze<sup>8)</sup> in eine „Riester-Rente“ einzahlen, was etwa 6 ¼ % des Durchschnittseinkommens entspricht. Würde der Durchschnittsverdiener beide Förderwege voll ausschöpfen, könnte er im Jahr 2008 somit etwa 13 ½ % seines Einkommens steuerbegünstigt für die eigene Altersvorsorge verwenden. Um die durch die jüngste Rentenreform verstärkte Senkung des Bruttorentenniveaus gegenüber dem heutigen Wert wieder auszugleichen, würde es unter bestimmten Annahmen für einen heute

20-Jährigen freilich ausreichen, wenn er knapp 1 ½ % seines Einkommens zusätzlich für die Altersvorsorge reservieren würde (vgl. im Einzelnen die Übersicht auf S. 30).

Nach den Schätzungen der Bundesregierung dürfte die Förderung der privaten Altersvorsorge ab dem Jahr 2009 mit Steuerausfällen von etwa 12 ½ Mrd € verbunden sein.<sup>9)</sup> Zusätzlich wird es vorübergehend zu Beitragsausfällen bei den Sozialversicherungen kommen. Deren konkretes Ausmaß hängt von der Inanspruchnahme der Entgeltumwandlung im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung ab. Würde sich jeder der rund 35 Millionen

*Fiskalische  
Belastungen*

<sup>8</sup> Hierbei wurde unterstellt, dass die Beitragsbemessungsgrenze jährlich um 3 % angepasst wird, während der maximale Abzugsbetrag auf 2 100 € fixiert bleibt.

<sup>9</sup> Die Steuerausfälle wachsen mit den Förderstufen sukzessiv an.

## Zur „Versorgungslücke“ als Folge der Rentenreform 2001

Mit der Rentenreform 2001 wurden sowohl das Leistungsniveau der umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung reduziert als auch finanzielle Anreize zum Aufbau einer privaten Zusatzvorsorge geschaffen. Im Folgenden soll der Frage nachgegangen werden, welcher zusätzliche Vorsorgebeitrag notwendig ist, um die mit der jüngsten Rentenreform aufgerissene Versorgungslücke wieder zu schließen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass einerseits die zu deckende Lücke zwar umso größer ist, je jünger die betreffende Person heute ist. Andererseits ist die zur Schließung der Lücke verbleibende Zeit aber umso kürzer, je älter die Person ist, das heißt, je frühzeitiger der Renteneintritt von heute aus betrachtet erfolgt.

Die Versorgungslücke lässt sich anhand der Entwicklung des Brutto-Eckrentenniveaus bestimmen. Ohne die Rentenreform wäre dieses Rentenniveau von derzeit etwa 48 % bis 2030 auf schätzungsweise knapp 46 % zurückgegangen. Dies ist im Wesentlichen auf die Annahme eines wachsenden Rentenversicherungsbeitragssatzes sowie einer steigenden Lohnsteuerquote, die in der alten Rentenanpassungsformel noch eine Rolle spielte, zurückzuführen. Die Renten wären unter diesen Bedingungen den langsamer als die Bruttoentgelte wachsenden Nettolöhnen und -gehältern gefolgt. Mit der Rentenreform sinkt das Leistungsniveau hingegen auf etwa 42 ½ % und liegt damit langfristig um rund drei Prozentpunkte niedriger als ohne die Reform. Dies ist insbesondere auf die Berücksichtigung der fiktiven Altersvorsorgebeiträge in der neuen Rentenanpassungsformel zurückzuführen. Dadurch werden in den kommenden acht Jahren die Rentensteigerungen um jeweils gut 0,6 Prozentpunkte niedriger ausfallen.

Es stellt sich die Frage, welcher jährliche Beitrag (in Prozent des Bruttoentgelts) gespart werden müsste, um die mit der Rentenreform aufgerissene Lücke wieder zu schließen. Alternativ könnte auch nach dem Sparbeitrag gefragt werden, der notwendig wäre, um das heutige Rentenniveau (Status quo) zukünftig aufrecht zu erhalten. Auch ohne Rentenreform hätte sich dann ein ergänzender Vorsorgebedarf ergeben, der freilich niedriger ausfällt als mit der Reform. Im Folgenden werden für beide Betrachtungsweisen Ergebnisse präsentiert.

Die Berechnungen legen einen typisierten Rentenversicherten zu Grunde, der im Alter von 20 Jahren eine versicherungspflichtige Tätigkeit aufnimmt (oder Anrechnungszeiten z. B. wegen einer Ausbildung gutgeschrieben bekommt), mit 65 Jahren abschlagsfrei in Rente geht und weitere 18 Jahre lang Rente bezieht. Als reale Rendite der privaten Altersvorsorge wurden 3,0 % unterstellt. Die realen Bruttoentgelte stei-

gen um jährlich 1,5 %. Unter diesen Bedingungen muss ein heute 20-Jähriger knapp 1 % seines Bruttolohns zusätzlich sparen, um später (Renteneintritt im Jahr 2047) eine aus privaten und staatlichen Elementen zusammengesetzte Altersversorgung zu erreichen, die das staatliche System ohne die Reform allein geboten hätte. Um das heutige Brutto-Rentenniveau aufrecht zu erhalten, wäre ein höherer jährlicher Privatbeitrag von knapp 1 ½ % erforderlich, ohne die Reform genügte hierzu bereits gut ½ %.

Deutlich mehr müssten freilich diejenigen sparen, die schon näher an das Renteneintrittsalter herangerückt sind. Für sie kann sich der Zinseffekt nicht mehr so stark auswirken. Die heute 50-Jährigen müssten zum Beispiel schon gut 2 ½ % zusätzlich sparen, um keinen Verlust durch die Rentenreform zu erleiden, beziehungsweise gut 4 %, um das heutige Rentenniveau beizubehalten. Eine private Zusatzvorsorge in Höhe von 4 % des Bruttoentgelts wäre für ältere Beitragszahler also durchaus angemessen. Jüngere würden damit hingegen mehr sparen, als die reformbedingte Versorgungslücke erfordert.

Die Berechnungen sind natürlich abhängig von den Annahmen. So ergibt sich ein geringerer Vorsorgebedarf, wenn die Rentenbezugsdauer kürzer ausfällt. Umgekehrt steigt die notwendige Eigenvorsorge, wenn neben der eigenen auch noch eine Hinterbliebenenversorgung abzudecken wäre.

Die Berechnungen hängen schließlich auch von den Annahmen zum Zins und zur Lohnwachstumsrate ab. Dabei verändert sich der Vorsorgebedarf mit der unterstellten Rendite der privaten Altersvorsorge. Wird statt 3,0 % ein Zins von 4,5 % (1,5 %) gewählt, so sinkt (steigt) der Vorsorgebedarf des 20-Jährigen von 1 % auf etwa ½ % (1 ¼ %).

Schließlich ist zu beachten, dass die hier errechneten notwendigen Zusatzbeiträge die Besteuerung der Alterseinkünfte nicht berücksichtigen. Bei einer effektiven nachgelagerten Besteuerung der Privatrenten wäre ein höherer Sparbeitrag erforderlich, um ein angestrebtes Nettoeinkommen im Alter zu erreichen.

Die Berechnungen weisen insgesamt darauf hin, dass zumindest für die jüngeren Versicherten ein zusätzlicher Vorsorgebeitrag von weniger als 4 % ihres Einkommens in der Regel ausreichen dürfte, um nicht nur die mit der Rentenreform aufgerissene Lücke zu schließen, sondern auch das heutige Rentenniveau aufrecht zu erhalten. Bei der Förderung der privaten Vorsorge sind diese quantitativen Zusammenhänge zu beachten.

Beschäftigten daran mit 4 % seines Einkommens beteiligen, führte dies zu einem Einnahmehausfall von immerhin gut eineinhalb Beitragssatzprozentpunkten.

*Zögerlicher  
Beginn der  
geförderten  
Zusatzvorsorge*

Im laufenden Jahr hat die erste Förderstufe begonnen. Danach kann jeder Berechtigte eine Zulage von 38 € pro Jahr erhalten, wenn er mindestens 1 % seiner im vorangegangenen Jahr erzielten rentenversicherungspflichtigen Einnahmen (inkl. Zulage) in einen zertifizierten Vorsorgeplan einzahlt. Pro Kind erhöht sich die Zulage um 46 €. Die bisherigen Erfahrungen deuten darauf hin, dass nur sehr zögerlich von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht wird. Hier könnten die geringen Erfahrungen der Begünstigten sowie die Komplexität der Produkte eine Rolle gespielt haben. Die Ratschläge von Verbänden zunächst abzuwarten oder Forderungen nach Änderungen im Regelwerk dürften hierzu ebenso beigetragen haben. Auch über die Verbreitung der neuen Durchführungswege in der betrieblichen Altersversorgung liegen noch keine genauen Informationen vor.

### **Auswirkungen auf das Sparverhalten**

*Unterschiedliche Einflüsse  
auf das  
Sparverhalten*

Eine Veränderung des Sparverhaltens als Folge der Leistungseinschränkung im Rahmen der umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung und der Förderung der privaten kapitalgedeckten Alterssicherung hängt von verschiedenen Determinanten ab. So könnte die Absenkung des Rentenniveaus im Umlagesystem eine Erhöhung der Eigenvorsorge bewirken. Außerdem erkennen nun möglicherweise die Wirtschaftssubjekte, dass sie ein längerfristiges Optimierungskalkül für ihre

Altersvorsorge verfolgen müssen. Aber selbst wenn die Altersvorsorge als Sparmotiv an Bedeutung gewinnt, muss das Sparvolumen insgesamt nicht zunehmen – sei es auf Grund einer mangelnden Sparfähigkeit, sei es, weil lediglich Sparanlagen mit anderen Zielen, etwa für unvorhergesehene Ereignisse, umgeschichtet werden. Der Rückgang der privaten Sparquote in Deutschland in den neunziger Jahren deutet zunächst nicht auf eine Anpassungsreaktion auf Einschränkungen in der gesetzlichen Rentenversicherung hin. Im Jahr 2001 stieg die Sparquote allerdings wieder etwas an. Dazu könnte neben den Steuerentlastungen und den wirtschaftlichen Unsicherheiten auch beigetragen haben, dass die Alterssicherung in jüngerer Zeit verstärkt in das Blickfeld der Betroffenen gerückt ist.

Die mit dem Altersvermögensgesetz eingeführten Zulagen und Steuervergünstigungen führen aus der Sicht des einzelnen Anlegers zu einer Renditeverbesserung im Vergleich zu weniger stark oder überhaupt nicht geförderten Anlagen. Dies liegt vor allem daran, dass die Beiträge aus steuerfreiem Einkommen geleistet werden und die Zinserträge während der Vertragslaufzeit steuerfrei bleiben. Dem steht freilich die nachgelagerte Versteuerung der Renten gegenüber. Im Vergleich etwa zu einem konventionellen Banksparplan bleibt aber der Vorteil der Steuerfreiheit der Zinsen erhalten. Bei einer privaten Rentenversicherung wiederum müssten die Beiträge grundsätzlich aus versteuertem Einkommen geleistet werden, doch werden die Zinsen während der Ansparphase ebenfalls nicht versteuert. Ein Vorteil der nachgelagert besteuerten Förderrente ergibt sich aber auch gegenüber die-

*Rendite-  
verbesserung  
durch staatliche  
Förderung*

ser Sparform noch, wenn die Steuerbelastung im Alter geringer ist als in der Erwerbsphase. Allerdings dürften infolge der umfangreichen Regulierung die geförderten Anlageprodukte eine geringere Bruttorendite erbringen, so dass dieser Vorteil insoweit relativiert wird.

*Zinsreagibilität  
der Sparer*

Ob es auf Grund der Sparförderung zu einer zusätzlichen privaten Ersparnis kommt, hängt wesentlich von der Zinsreagibilität der potenziellen Sparer ab. Die vergleichsweise höhere Nettoendite der geförderten Vorsorgeprodukte ermöglicht bei einem bestimmten Sparbetrag heute einen höheren Konsum in der Zukunft. Diese Verteuerung des Gegenwartskonsums bedeutet aber noch nicht, dass heute tatsächlich mehr gespart wird. Vielmehr könnte die günstigere Verzinsung bei gleichbleibendem Konsum in der Zukunft auch zu einem höheren Gegenwartskonsum genutzt werden. In diesem Fall würde die heutige Ersparnis sogar zurückgehen. Es ist also durchaus nicht eindeutig, wie sich die Renditeverbesserung auf das private Sparen auswirken wird. Damit bleibt auch die Wirkung auf die Kapitalmarktzinsen offen.

*Schätzungen  
des  
zusätzlichen  
privaten  
Sparpotenzials*

Überschlägige Schätzungen zum Mittelaufkommen im Rahmen der Förderung der kapitalgedeckten Altersvorsorge setzen meist an der Summe der Bruttolöhne und -gehälter im Inland an. Daran gemessen würde aus heutiger Sicht mit einer durchschnittlichen Sparquote von 4 % eine Sparleistung von gut 36 Mrd € erreicht. Allerdings können Haushalte mit einem Einkommen über der Beitragsbemessungsgrenze nicht die vollen 4 % ihrer Einkünfte in geförderte Altersvorsorgeverträge investieren.<sup>10)</sup> Andererseits besteht für

Haushalte mit niedrigerem Einkommen aber die Möglichkeit, mehr als 4 % ihres Lohns im Rahmen der neuen Förderung zu sparen. Außerdem ist zu beachten, dass die betriebliche Altersvorsorge ebenfalls steuerlich gefördert wird, so dass hier ein weiteres Sparpotenzial besteht.

Ob und um wie viel sich die gesamtwirtschaftliche Ersparnis in Deutschland tatsächlich vergrößert, hängt auch von der Teilnahmebereitschaft der geförderten Personen, der Ausnutzung von Mitnahmeeffekten sowie den negativen Auswirkungen der Förderung auf die staatliche Ersparnisbildung ab. So beruht die oben genannte Sparleistung auf einem Beteiligungsgrad von 100 %. Nach Umfrageergebnissen will jedoch ein erheblicher Teil der Förderberechtigten keinen Vertrag abschließen.<sup>11)</sup> Daneben können auch Mitnahmeeffekte das zusätzliche Mittelaufkommen begrenzen. Bei einer Sparquote von derzeit gut 10 % des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte könnte zum Beispiel eine Vorsorgeersparnis von 4 % der Bruttolöhne und -gehälter, die gut 2 ½ % des verfügbaren Einkommens entspräche, vollständig aus den „laufenden“ Ersparnissen bestritten werden. Fraglich ist auch, ob Beziehher niedriger Einkommen über die staatliche Förderung hinaus zusätzlich sparen können. Auch die Finanzierung des staatlichen Förderanteils von etwa 12 ½ Mrd € (in der Endstufe) dürfte teilweise auf Kosten der bisherigen

*Auswirkung der  
Förderung auf  
gesamtwirtschaftliche  
Ersparnis  
ungewiss, ...*

<sup>10</sup> Siehe zur Ausgestaltung der Höhe der Förderung die Ausführungen auf S. 27.

<sup>11</sup> Dies gilt nach einer Umfrage des Instituts für Demoskopie Allensbach für 20 % der Befragten. Eine andere Umfrage der NFO Infratest weist aus, dass sogar 48 % der Befragten keinen geförderten Altersvorsorgevertrag anstreben.

Sparleistung gehen. Entweder müssen die Steuerzahler für diesen Betrag zusätzlich aufkommen, womit sie in ihrer Sparfähigkeit beeinträchtigt werden, oder der Staat muss seine Ausgaben einschränken. Bei letzterer Variante kann immerhin ein geringerer Verdrängungseffekt erwartet werden. Untersuchungen für die USA deuten darauf hin, dass eine steuerliche Förderung der privaten Altersvorsorge die gesamtwirtschaftliche Sparquote nicht oder nur in geringem Maße erhöhen konnte.<sup>12)</sup>

... aber  
Leistungs-  
einbußen  
schaffen  
Notwendigkeit  
zu zusätzlicher  
Vorsorge

Ist der Einfluss der zusätzlichen Förderung auf das Sparverhalten auch ungewiss, so erhöhen doch die in Deutschland beschlossenen Leistungseinschränkungen im gesetzlichen Rentensystem die Notwendigkeit zur zusätzlichen Eigenvorsorge. Damit dürfte ein positiver Effekt auf die private Sparquote verbunden sein, sofern die Absenkung des Rentenniveaus nicht schon zuvor in die individuellen Planungen eingegangen war.

### Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Verschiedene  
Einfluss-  
möglichkeiten

Wirkungen einer verstärkten privaten Altersvorsorge auf den Kapitalmarkt gehen sowohl von Änderungen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis als auch der Präferenzen der Anleger aus. Das hat Folgen für das Kapitalangebot und die Struktur des Kapitalmarkts, zum Beispiel für die Rolle von institutionellen Anlegern und die Langfristigkeit der Risikotransformation.

### Folgen der Veränderung des Kapitalangebots

Neben dem Einfluss der jüngsten Rentenreform auf das Sparverhalten kann die zunehmende Alterung der Bevölkerung in Deutschland generell dazu führen, dass das Sparen zum Zweck der Einkommenssicherung im Alter zunächst an Bedeutung gewinnt. Freilich dürfte das hier zusätzlich mobilisierte Kapitalangebot bei weitem nicht die umlagefinanzierten Rentenansprüche erreichen. Selbst in Ländern mit einem hohen Anteil kapitalgedeckter Alterseinkommen wird etwa die Hälfte der Einkommen durch die sozialen Sicherungssysteme gedeckt.<sup>13)</sup>

Alterung  
beeinflusst  
Sparverhalten

In der Literatur werden Befürchtungen geäußert,<sup>14)</sup> dass bei einem Fortschreiben der jetzigen demographischen Entwicklung für die nächsten 20 Jahre zwar zunächst mit einem stark erhöhten Sparvolumen zu rechnen sei, dann aber der Rückzug der geburtenstarken Jahrgänge vom Arbeitsleben zu einem erheblichen Entsparen und Rückgang der Vermögenspreise führen werde. Für die These des

Demographisch  
bedingter  
Rückgang der  
Vermögens-  
preise

12 Siehe: G.A. Mackenzie, P. Gerson und A. Cuevas (1997), Pension regimes and saving, International Monetary Fund Occasional Paper 153, Washington DC, S. 17.

13 So berechnet A. Brugiavini (2002), Ageing and saving in Europe, in: A. J. Auerbach und H. Herrmann: Ageing, financial markets, and monetary policy, Berlin u.a., S. 9–48, S. 18, für die USA, die Niederlande und das Vereinigte Königreich einen Beitrag der ersten Säule der Altersvorsorge von 45 %, 50 % bzw. 65 %.

14 Siehe z.B.: S.J. Schieber und J. Shoven (1994), The consequences of population ageing on private pension fund saving and asset markets, NBER Working Paper No. 4665. Neuere Untersuchungen mit teils abweichender Meinung zum Themenkomplex des „asset price melt-downs“ sind: J.M. Poterba (2001), Demographic structure and asset returns, The Review of Economics and Statistics, 83(4), S. 565–584, und A.H. Boersch-Supan und J.K. Winter (2001), Population ageing, savings behaviour and capital markets, NBER Working Paper No. 8561.

massiven Vermögensverzehr im Alter gibt es aber nicht nur für Deutschland, sondern auch für Länder mit höherem kapitalgedeckten Alterseinkommensanteil bisher keine empirischen Belege. Vielmehr sind die Sparquoten auch im Rentenalter noch positiv. Dies liegt am Vererbungsmotiv und der offensichtlich hohen Aversion gegen das Risiko, bei Erreichen eines überdurchschnittlichen Alters beziehungsweise des Eintritts einer Pflegebedürftigkeit nur noch über unzureichende Mittel zu verfügen. Auf Grund der gleichwohl im Alter sinkenden Sparquoten wird auf längere Sicht mit einem Rückgang der durchschnittlichen privaten Sparquote zu rechnen sein. Die altersabhängigen Sparprofile in Ländern mit einem heute bereits geringeren Anteil des Alterseinkommens aus umlagefinanzierten Systemen lassen auch für Deutschland erwarten, dass die Sparquote nach Erreichen des Rentenalters noch stärker abnehmen wird als bisher. Die damit einhergehende geringere Nachfrage der Rentner nach Wertpapieren und sonstigen Geldanlagen muss jedoch keinen größeren Preisverfall auslösen. Denn auf den international verflochtenen Kapitalmärkten dürfte das Gewicht dieses Nachfrageausfalls nicht ausreichen, um einen deutlichen Preisrückgang zu bewirken.<sup>15)</sup> Dabei ist allerdings zu bedenken, dass auch zahlreiche andere Länder mit einem ähnlichen demographischen Alterungsprozess konfrontiert sind.

Sollte durch die kapitalgedeckte Altersvorsorge die private Sparquote in Deutschland – obwohl sie im internationalen Vergleich eher hoch ist – zunehmen, so sind auch Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum und Zinsen möglich. Je nach Annahme über das In-

vestitionsverhalten in einer „älter“ werdenden Gesellschaft zeigen von verschiedenen Autoren durchgeführte Simulationen mit Makromodellen<sup>16)</sup> zunächst ein Absinken der Realzinsen und einen positiven Einfluss auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum. Kommen die geburtenstarken Jahrgänge in das Rentenalter, so führen die damit verbundenen negativen Spareffekte zu einem Anstieg der Realzinsen, der das Wachstum dämpfen könnte. Projektionen über die Entwicklung von Realzins und Wachstum sind besonders vom Verhältnis positiver Effekte durch zunehmendes Sparkapital und negativer Effekte durch die abnehmende Zahl der Erwerbstätigen beeinflusst.

#### Folgen der verstärkten Institutionalisierung der Anlage

Einem teilweisen Übergang vom Umlageverfahren zur Kapitaldeckung werden – unabhängig von der Frage des höheren Kapitalangebots – häufig positive Effekte auf den Kapitalmarkt zugeschrieben, die an der „Reife des Markts“, seiner „Innovationsfähigkeit“, der „Effizienz der Informationsverarbeitung“ und der „Handhabung von Kontrollproblemen“ anknüpfen.

Mit der Gewichtsverlagerung zu Gunsten einer kapitalgedeckten Rente ging in den meisten Ländern, die hiermit Erfahrungen gemacht haben, eine Verlagerung von privaten zu insti-

*Strukturelle  
Veränderungen  
auf den  
Finanzmärkten*

*Zunehmende  
Bedeutung  
institutioneller  
Anleger*

*Wachstumseffekte der  
Alterung  
uneinheitlich*

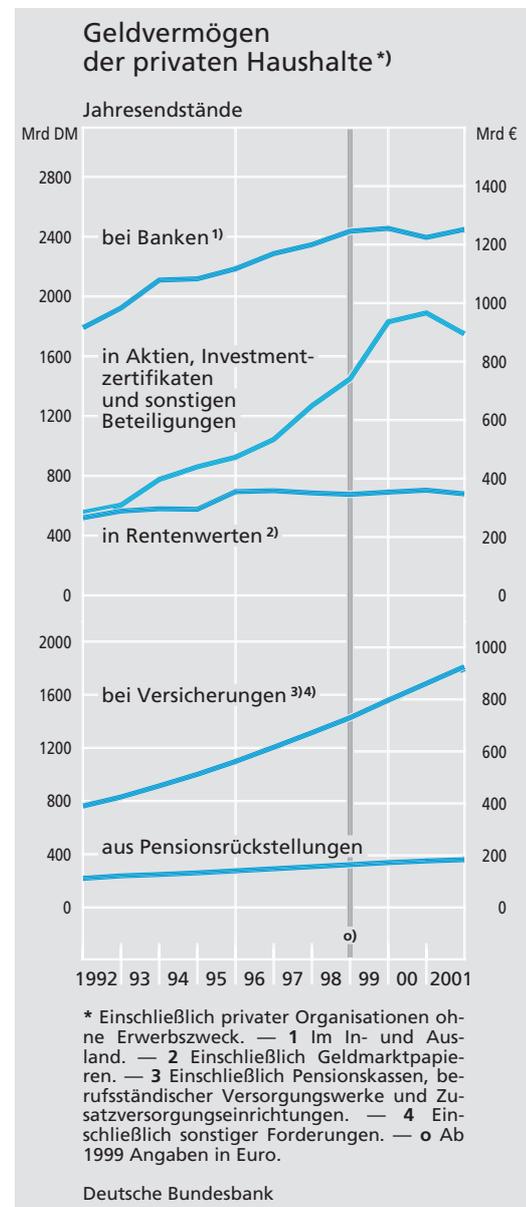
<sup>15</sup> Siehe hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, Dezember 2001, S. 18 ff.

<sup>16</sup> Einen Überblick über verschiedene Studien bietet: E.P. Davis (2002), Ageing and financial stability, in: A.J. Auerbach und H. Herrmann: Ageing, financial markets, and monetary policy, Berlin u.a., S. 199–227, S. 201 ff.

tionellen Anlegern sowie von kürzer- zu längerfristigen Anlagen einher.<sup>17)</sup> Die Zunahme der Institutionalisierung führte wiederum zu einer verstärkten Investition in Dividendenwerte und förderte damit die Entwicklung des Markts für verbriefte Eigenkapitaltitel.<sup>18)</sup> Allerdings dürften Diversifizierungsstrategien auch die Nachfrage nach nicht verbrieftem Risikokapital oder nach Schuldtiteln, etwa von kleineren Unternehmen oder von Unternehmen mit höherem Insolvenzrisiko, fördern. Um solche riskanteren Positionen wieder abzusichern und die Rendite-Risiko-Position zu optimieren, wird der Wettbewerb zwischen den einzelnen Fonds die Entwicklung neuer Absicherungsinstrumente vorantreiben. So ist ein hoher Institutionalisierungsgrad der Anlage für die Entwicklung und Verbreitung etwa von Index-Optionen in einzelnen Ländern förderlich gewesen.

*Umschichtung  
der privaten  
Geldanlage in  
den neunziger  
Jahren*

In Deutschland ließ sich während der neunziger Jahre aber auch bei der privaten Geldanlage ein Trend zu einer verstärkten Hinwendung zu Investmentzertifikaten und Dividendenwerten feststellen, während das Engagement in Schuldverschreibungen und Bankeinlagen eher unterdurchschnittlich war. Unverändert hoch waren die Einzahlungen in Versicherungen. Auch wenn zuletzt wieder verstärkt in risikoärmere Anlagen investiert wurde, so ist im vergangenen Jahrzehnt der Aktienanteil, über Direktanlage oder über Investmentfonds, am Geldvermögen der privaten Haushalte kräftig gestiegen (siehe nebenstehendes Schaubild). Inwiefern dies jedoch ein Indiz für die Entscheidung der Anleger zu Gunsten einer stärkeren kapitalgedeckten Altersvorsorge ist, bleibt eine offene Frage.



17 Siehe: G.A.Mackenzie., P. Gerson und A. Cuevas (1997), a. a. O., S. 13. Detaillierte neuere Studien zur Wirkung der Umstellung auf eine kapitalgedeckte Rente sind z. B.: E. P. Davis (2000), Pension funds, financial intermediation and the new financial landscape, The Pensions Institute Discussion Paper PI-0010, London und G. Impavido und A. R. Musalem (2000), Contractual savings, stock and asset markets, The World Bank Working Paper, No. 2490, Washington DC.

18 Im deutschen Reformkonzept ist allerdings auch die Förderung von langfristigen Bankeinlagen vorgesehen, so dass bei größerer Risikoaversion die Anlage in solche Instrumente ebenfalls zunehmen könnte.

*Bessere  
Informations-  
verarbeitung  
durch  
institutionelle  
Anleger*

Ein weiterer positiver Effekt der institutionalisierten Geldanlage<sup>19)</sup> besteht in einer Effizienzsteigerung bei der Verarbeitung öffentlich zugänglicher Informationen. Auf Grund steigender Skalenerträge sind die Kosten der Informationsverarbeitung großer institutioneller Anleger geringer als die vieler kleiner Privatanleger zusammen. Erfahrungen aus dem Vereinigten Königreich zeigen,<sup>20)</sup> dass Börsenneueinführungen, die zu einem großen Teil von institutionellen Investoren gezeichnet wurden, sich in der Vergangenheit besser entwickelten als hauptsächlich von Privatanlegern gekaufte Neuemissionen, was für eine „bessere“ Informationsverarbeitung spricht.

*Intensivere  
Kontrolle und  
Mitgestaltung  
der  
Unternehmens-  
politik*

Ein anderer Aspekt, der durch eine größere Institutionalisierung der Vermögensanlage gefördert werden kann, ist die bessere Kontrolle von Delegationsproblemen, wie sie bei börsennotierten Unternehmen durch die Trennung von Eigentum und Management auftreten. Generell lassen sich wenige große (institutionelle) Anleger leichter organisieren als eine Vielzahl kleiner Aktionäre und damit die Wahrnehmung von Kontroll- und Mitgestaltungsrechten verbessern. Auch wird bei einem zunehmenden Anteil von Aktien, die in der Hand eines Investors liegen, der Verkauf der Titel durch das Auslösen von negativen Preisreaktionen tendenziell erschwert. Damit gewinnt die „voice option“, das Wahrnehmen von Einflussmöglichkeiten, gegenüber der „exit option“, also dem Ausstieg, an Attraktivität. Globale Investoren werden zudem auf eine Vereinheitlichung der nationalen Rechnungslegungsvorschriften drängen und die Etablierung privater Ratingagenturen fördern, die unter anderem eine schlechte

Unternehmensführung mit „Herabstufungen“ sanktionieren können.

Eine Zunahme der institutionellen Vermögensverwaltung wird allerdings häufig mit einem größeren Risiko von „Herdenverhalten“ sowie größerer Volatilität an den Finanzmärkten in Verbindung gebracht. Der Gleichlauf im Verhalten von Investoren kann anhaltende Fehlbewertungen insbesondere an den Aktienmärkten, zum Beispiel so genannte Blasen, hervorrufen. Manager von Investmentgesellschaften werden häufig in Relation zum Erfolg anderer Investoren bezahlt. Die relativen Erfolgsüberprüfungen werden zudem in kurzen Abständen durchgeführt. Das führt zu dem, dass stark indexbezogene Strategien das Risiko verringern, schlechter als die Konkurrenz abzuschneiden. Zum anderen werden langfristige Rendite-Risiko-Optimierungsstrategien häufig kurzfristigen Gewinnaspekten untergeordnet. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass Pensionsfonds mit einem Auszahlungsziel langfristige Optimierungsstrategien stärker beachten. Auch haben institutionelle Investoren die Möglichkeit, schnell auf jede Marktinformation zu reagieren, weil – neben einer besseren Informationsverarbeitung – Instrumente zur Anpassung des Portfolios eher zur Verfügung stehen. So werden sich Schwankungen durch kurzfristige Anpassungsreaktionen auf den Wertpapiermärkten zwar erhöhen, aber langfristig werden Kapitalmarktpreise schneller

*Risiko durch  
„Herden-  
verhalten“?*

<sup>19</sup> Siehe zu den Auswirkungen institutionalisierter Geldanlage in Deutschland auch: Deutsche Bundesbank, Rolle und Verhalten deutscher Fondsmanager auf dem Aktienmarkt, Monatsbericht, April 2001, S. 45 ff.

<sup>20</sup> Siehe hierzu: E. P. Davis (2000), a. a. O., S. 12.

die verfügbaren Informationen widerspiegeln und damit informationseffizienter sein.

*Regulierung der institutionellen Anleger: Informationspflichten...*

Mit der zunehmenden Institutionalisierung der Anlage stellt sich die Frage nach einer geeigneten Aufsicht und Regulierung der Anbieter von Anlageprodukten für die Altersvorsorge. Zunächst unterliegen alle Anbieter von geförderten Altersvorsorgeverträgen der staatlichen Aufsicht durch die neu geschaffene Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Für die nach dem „Altersvermögensgesetz“ geförderten Anlageprodukte gilt eine Reihe weiterer Einschränkungen hinsichtlich Anlagehorizont, Auszahlungsform und Werterhaltung. Allgemeiner sind Informations- und Vorsichtspflichten der Anbieter, welche die Anleger schützen sollen, ohne ihre Anlagemöglichkeit einzuschränken. Informationspflichten sollen über Anlageschwerpunkte und Mittelverwendung aufklären. Um dem Anleger eine bessere Einsicht und Kontrolle über die Güte des Managements seiner Anlage zu vermitteln, ist eine zumindest grobe Dokumentation der vom Fonds- oder Versicherungsmanager getroffenen Anlageentscheidungen nötig. Dies wird auch bei privaten Fondsratingagenturen als Indiz für die Qualität des Managements gewertet. Es ermöglicht dem Anleger nachzuvollziehen, ob Entscheidungen zu seinen Gunsten getroffen wurden, das Management nach- oder sogar fahrlässig Marktinformationen missachtet hat und ob eine Interessenkollision vorliegt.

*... und Anlagevorschriften*

Über die Informationspflichten hinaus bestehen für Anlageinstrumente weitere gesetzliche Auflagen<sup>21)</sup>, die auf dem Grundsatz der

Risikomischung oder allgemeiner auf dem Prinzip der kaufmännischen Vorsicht beruhen. So umfasst die „prudent person rule“ in Ländern angelsächsischer Prägung neben der Diversifikation ein breit gefasstes Abstimmen von Vermögen und Verbindlichkeiten oder eine Absicherung gegen Minderauszahlungen.<sup>22)</sup> Dies wird aber nicht durch quantitative Vorschriften erreicht, sondern durch Haftungsregeln für den Fondsmanager. Hintergrund dafür ist, dass die Anbieter als Marktakteure besser über Anlage- und Absicherungsmöglichkeiten informiert sind als der Staat und daher in ihrer Entscheidung für einzelne Anlageformen frei sind, sich für den Erfolg oder Misserfolg aber vor den Anlegern rechtfertigen müssen. Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass quantitative Anlagerestriktionen zu suboptimalen Rendite-Risiko-Positionen führen können, also die risikoadjustierte Rendite des Fonds schmälern.<sup>23)</sup>

### **Wirkungen der Langfristigkeit der Anlagen**

Über die bisherige Mindestanlagedauer für gesetzlich geförderte Sparleistungen von bis zu zwölf Jahren<sup>24)</sup> hinaus kann der Anlagehorizont bei Altersvorsorgeinvestitionen je nach

*Längerfristige Anlagehorizonte*

---

21 Siehe hierzu für Investmentfonds §§ 1 und 10 KAGG. Für Versicherungen gilt § 54 VAG.

22 Siehe zum „prudent man standard of care“ Sec. 1104 des Employee Retirement Income Security Act (ERISA) in den USA und für die Regelungen in Großbritannien z. B. E. P. Davis (2000), Regulation of private pensions – A case study of the UK, The Pensions Institute Discussion Paper, PI-0009, London, S. 28.

23 Siehe hierzu: OECD (1998), Maintaining prosperity in an ageing society, Paris, S. 67 ff.

24 Nach dem Vermögensbildungsgesetz können Kapitalanlagen mit einer Mindestlaufzeit von sechs bzw. sieben Jahren gefördert werden. Bei Lebensversicherungen besteht die Möglichkeit zur steuerfreien Rückveräußerung frühestens nach zwölf Jahren.



Alter des Anlegers über 40 Jahre betragen. Für den Kapitalmarkt bedeutet dies, dass verstärkt Instrumente mit langer Laufzeit nachgefragt werden,<sup>25)</sup> um das Wiederanlageisiko zu minimieren.

Dafür kommen vor allem Aktien in Frage, die überhaupt keine Laufzeitbegrenzung aufweisen. Bei den staatlich geförderten Altersvorsorgeverträgen sind jedoch Vermögensschwankungen besonders zum Beginn des Auszahlungszeitraums problematisch. Daher ist der Einsatz auch längerfristiger Absicherungsinstrumente sinnvoll. Bisher können Vermögensschwankungen insgesamt oder nur nach unten mit Termingeschäften oder mit Derivaten kompensiert werden. Während erstere bei individueller Vereinbarung auch länger laufen können, sind letztere meist auf

maximal ein Jahr Laufzeit begrenzt. Denkbar ist, dass die Akteure auf den Finanzmärkten neue Absicherungsstrategien entwickeln werden, um die Risikominimierung auf lange Sicht möglichst kostengünstig gestalten zu können.<sup>26)</sup> Allerdings muss jedes Risiko auch von einer „Gegenseite“ übernommen werden.

Eine – wenn auch mit geringeren Bruttorenditen verbundene – Möglichkeit, Vermögensschwankungen auch über längere Zeiträume gering zu halten, ist erfahrungsgemäß der Kauf von „sicheren“ langlaufenden Staatsanleihen. So genannte „strippbare“ Schuldverschreibungen bieten den Vorteil der Trennung von Kapital- und Zinsansprüchen und lassen so eine Investition sowohl in die unterschiedlichen Komponenten einer Anleihe als auch Anlagemöglichkeiten in allen Laufzeitbereichen zu. Die Anlagemethode der Synchronisierung von Anlagezeitraum und Instrumentenlaufzeit, das so genannte „duration matching“, wird zum Beispiel im Vereinigten Königreich von den Pensionsfonds angewandt. Folglich sind auf Grund der starken

Staatsanleihen

Aktien und  
Absicherungs-  
instrumente

25 Im Gegensatz zu Investmentfonds (61,3%) hielten Pensionsfonds in Europa 1995 einen weit höheren Anteil an langfristigen Papieren, nämlich 97,4%, davon 54,6% in Aktien. Siehe: K. DeRyck (1998), Asset allocation, financial market behaviour and impact of EU pension funds on European capital markets, in: OECD (Hrsg.): Institutional investors in the new financial landscape, OECD Proceedings, Paris, S. 267–276, S. 269.

26 Die Umsetzung der für geförderte Altersvorsorgeprodukte geforderten Nominalwertgarantie lässt einen Risikoausgleich über die gesamte Restlaufzeit der Anlage zu. So gilt für Investitionen in riskante Wertpapiere, dass bei Kursverlusten ein Ausgleich mit späteren Erträgen aus „sicheren“ festverzinslichen Anlagen möglich ist, sofern diese bei einer sofortigen Umschichtung hoch genug zum Verlustausgleich sein werden. Da bei dieser „Absicherung“ erst im Fall einer Umschichtung Kosten anfallen, wird die Rendite der Anlage meist nicht geschmälert. Allerdings werden auch nur die eingezahlten Beträge abgesichert.

Nachfrage bei einem begrenzten Volumen von englischen Staatsanleihen mit dreißigjähriger Laufzeit deren Preise relativ hoch und die Renditen gering. Auch in anderen Ländern mit einem erheblichen Volumen an betrieblichen oder privaten Pensionsfonds wie den USA und Dänemark wird ein geringeres Niveau des Zinsabstands zwischen Staatsanleihen mit zehn- und dreißigjähriger Laufzeit beobachtet (siehe Abbildung auf S. 38), was zwar für die Solidität der Anlagepolitik der Fonds spricht, den Anlegern aber keine hohe Rendite garantiert.

### Schlussbemerkungen

*Auswirkung der Rentenreform auf gesamtwirtschaftliche Ersparnis offen*

Die jüngste Rentenreform weist den Weg in eine stärker kapitalgedeckte Altersvorsorge. Eine gerade auch auf Grund der demographischen Entwicklung notwendige stärkere Eigenvorsorge für das Alterseinkommen verbreitert die Basis der Alterssicherung und dürfte sich auch unter dem Aspekt der Risikostreuung als vorteilhaft erweisen. Die Leistungseinschränkungen in der umlagefinanzierten Rentenversicherung wurden mit einer erheblichen Förderung der privaten Zusatzvorsorge durch den Staat verbunden. Maximal kann ein Durchschnittsverdiener im Jahr 2008 bis zu 13 ½ % seines Einkommens unter Inanspruchnahme der neuen Fördermittel sparen. Da die Erhöhung der individuellen Sparleistung jedoch auch von der Teilnahme-

bereitschaft, Mitnahmeeffekten und der Sparfähigkeit bestimmt wird, bleibt die Höhe des zusätzlichen Sparvolumens eine offene Frage.

Auswirkungen auf den Finanzmarkt ergeben sich nicht nur durch den Umfang des eventuellen zusätzlichen Kapitalangebots und seine Wirkung auf Zinsen und Wachstum. Insbesondere kann auch die Struktur des Kapitalmarkts durch Verschiebungen in der Zusammensetzung der Anleger und Veränderungen des Anlageverhaltens beeinflusst werden. Eine zunehmende Verlagerung von privaten auf institutionell betriebene Anlagen sowie von kürzer- auf längerfristige Anlageinstrumente bietet Chancen für die stärkere Entwicklung des Markts für verbriefte Eigenkapitaltitel sowie für die Einführung neuer Absicherungsinstrumente. Institutionelle Anleger, wie die auf dem Gebiet der betrieblichen Altersvorsorge neu eingeführten Pensionsfonds, dürften durch Vorteile in der Informationsverarbeitung und eine intensivere Wahrnehmung von Kontroll- und Mitwirkungsrechten die Ausrichtung auf eine ertragsorientierte Unternehmenspolitik verstärken. Den Risiken, die sich durch die Institutionalisierung des Anlagegeschäfts ergeben, sollte nicht durch eine zu weit gehende Einschränkung der Anlagemöglichkeiten und den damit verbundenen Renditechancen begegnet werden, sondern eher durch Haftungsregeln und Informationspflichten.

*Struktur des Finanzmarkts dürfte sich verändern*