

# apoFokus



Bald neue Rente in Deutschland  
oder endlose Reformen?



---

*Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn / Frankfurt.*

*Die in diesem APO-Fokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem APO-Fokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.*

*Der APO-Fokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung / Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.*

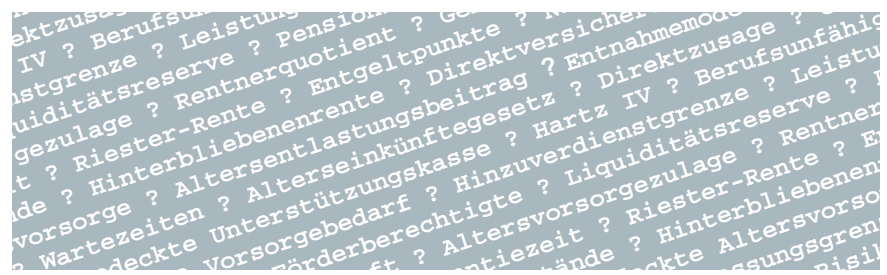
*Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutschen Apotheker- und Ärztebank eG.*

## Inhalt

---

Einleitung	5
Wie sollte ein leistungsfähiges Rentensystem funktionieren?	9
Das Drei-Säulen-System in Deutschland	27
Hat die kapitalgedeckte Rente eine Zukunft in Deutschland?	41
Zusammenfassung	51





## Einleitung



*Damals: „Die Rente ist sicher“ (Norbert Blüm)*

„Otto Normalverbraucher“ wird heute beim Thema Altersvorsorge mit Nachrichten, Prognosen, Zahlenkolonnen, Untersuchungsergebnissen, Reportagen, Interviews und dergleichen förmlich überflutet. Die Problematik beherrscht bisweilen die Massenmedien stärker als die alten „Lieblingsfragen“ Konjunktur, Arbeitslosigkeit oder Steuern. Eigentlich ist das nichts Neues. Dauerdiskussionen über wichtige Wirtschaftsfragen verlagern häufig ihren Schwerpunkt. Dennoch lässt sich in Sachen Rente ein Wandel feststellen. In den vergangenen Jahrzehnten stand der Slogan „Die Rente ist sicher“ (Sozialminister Norbert Blüm) im Mittelpunkt. Gegenwärtig wird diskutiert, wie die Lücken in der „sicheren“, aber zu „niedrigen“, Gesetzlichen Rentenversicherung (GRV) durch Betriebs-, Privatrenten und andere Vorsorgeprodukte zu schließen sind.

*Heute: umgreifende Reformitis, verwirrendes „Rentenchinesisch“ und...*

Vieles erinnert an die Vergangenheit. Je mehr die Betroffenen an Informationen zum Thema auf sich einwirken lassen, umso weniger Einzelheiten verstehen sie. Warum? Tatsächliche und vermeintliche Experten bedienen sich, wie vormals, eines „Rentenchinesischs“ das vor einem Einstieg in die Materie abschreckt. Auch im anwachsenden Zahlendschungel fällt es dem Beobachter zunehmend schwerer sich zu Recht zu finden. So viel zur negativen Sicht der Dinge.

Schaut man auf die Problematik aus der Vogelperspektive und nimmt sich die Zeit, die anscheinend komplizierten Interdependenzen und Mechanismen zu hinterfragen, statt in „Erbsenzählerei“ und aufwendiges Paragrafenstudium wechselnder „Rentenreformen“ zu verfallen, wird dennoch das System als solches verständlich. Das heißt nicht, dass dieses logisch aufgebaut oder konsequent sein muss. So viel zur positiven Sicht der Dinge.

Die vorliegende Ausarbeitung versucht, solche Systemzusammenhänge aus Makro- und Mikrosicht zu analysieren. Sie beschreibt aber keine einzelnen Vorsorgeprodukte.

*„Lücken“-Debatten wo man hinschaut*

Bereits einfache Überlegungen zeigen, dass auch zukünftig sowohl umlagefinanzierte als auch kapitalgedeckte Rentensysteme Störungen aufzeigen könnten. (Umlagefinanzierung bedeutet sofortige Umverteilung der Beiträge an die Rentner, Kapitaldeckung deren Anlage am Kapitalmarkt). Alle bisherigen Rentenreformen in den alternden Industriestaaten – so auch in Deutschland – hatten zum Ziel, nicht nur die „Löcher“ im System zu schließen, sondern auch ein langfristiges Gleichgewicht zu meistern. Von dieser Makrosicht eines landesspezifischen Rentensystems ist die Mikrosicht des einzelnen Bürgers zu unterscheiden. Wie dieser seine „persönlichen Einkommenslücken“ zu schließen gedenkt, bleibt ihm

überlassen.

*Bleiben die Retter in der Not  
– die kapitalgedeckte ..*

Es wird also auf der Makroebene unermüdlich versucht, die „Lückenplage“ mit immer „neuen“ Reformen zu stopfen. Als Zauberformeln hat die deutsche Politik zuletzt die kapitalgedeckte Rente und die private Altersvorsorge entdeckt, von denen eine dauerhafte Lösung der Rentenmisere erwartet wird. Um das Klassenziel zu erreichen, werden beide Konzepte verstärkt durch Steuern und Zulagen gefördert.

Die vermeintlich rosige Zeit für die Privatvorsorge hat aber einen Haken. Da der Markt für Vorsorgeprodukte hierzulande noch sehr dünn ist und seine Expansion nicht als Dogma vorausgesetzt werden kann, muss die Frage nach der Realität der gesetzten Erwartungen gestellt werden.

Ob die genannten Sanierungsinstrumente Zukunft haben oder nicht, hängt von der Beantwortung der folgenden Fragen ab:

*...Rente und die Private  
Altersvorsorge vorläufig  
Wunschdenken?*

- > Ist der Staat an einer „starken“ Privatrente überhaupt interessiert? Oder handelt es sich hierbei wie so oft in der Vergangenheit um einen alten, wählerwirksamen Slogan?
- > Können Rentenanwärter in einer akzeptablen Zeit – z. B. von 10 Jahren – aus steuerbegünstigten Vorsorgesparmitteln für einen Kapitalstockaufbau ausreichende Mittel aufbringen?
- > Bietet der deutsche Kapitalmarkt heute ausreichend Anlagemöglichkeiten und eine attraktive Rendite, um entsprechende Vorsorgeanreize zu liefern? Oder muss auf ausländische Kapitalmärkte ausgewichen werden?

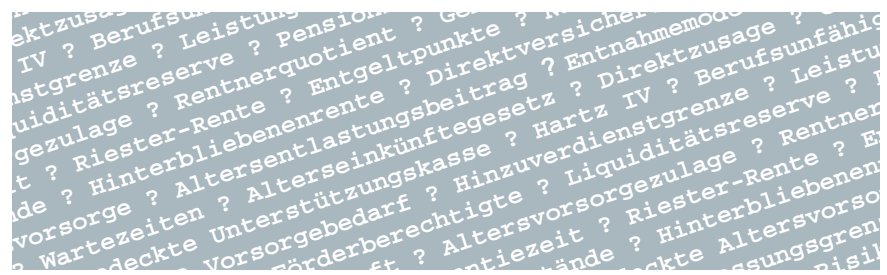
*Rentenreform 2004 – was  
wird aus dem gefeierten  
„Jahrhundertwerk“?*

Entgegen der weit verbreiteten Auffassung sind positive Antworten hier keinesfalls selbstverständlich. Die vorliegende Studie geht auch auf diese Problematik ein und beleuchtet die wichtigsten der Pros und Cons. Das Ergebnis fällt, soviel kann vorweg genommen werden, aber eher enttäuschend aus.

Der „letzte“ Reformversuch von 2004 wurde in den Medien als das endgültige „Jahrhundertwerk“ gefeiert. Daran zweifeln die Ökonomen bereits zwei Jahre später. Die langfristigen Reformziele (Systemstabilität, ausgewogene Belastungen der Beitragszahler und Rentner, Förderung der Kapitaldeckung) werden schon heute in Frage gestellt.







Wie sollte ein leistungsfähiges Rentensystem funktionieren?



*Drei Kernelemente eines Rentensystems*

Analyse des Rentensystems: Ziele, Mittel, Träger (Beteiligte)

Da wir nicht in einem Schlaraffenland leben, muss die Altersversorgung der landesspezifischen Wirtschaftsleistung angemessen sein. Es ist zunächst festzustellen, wie hoch die Rentenleistungen im Verhältnis zu den Aktivenlöhnen ausfallen sollen. Nach der Frage „Wie hoch soll die Rente sein?“ folgt die Frage „Wie sind die Rentenmittel aufzubringen?“. Hier gilt es aufzuschlüsseln, welche Instrumente (Beiträge, Steuern) und Durchführungskonzepte (Umverteilung oder Kapitaldeckung) das Versorgungssystem ausmachen sollen. Schließlich ist zu klären: „Wer soll das System betreiben?“, d. h. es ist der Status der Beteiligten (Beitragszahler, Staat, Rentner) festzulegen. Diese Elemente bilden das Werkzeug, mit dem ein konkretes Rentensystem grob beschrieben wird. Bei der Systemanalyse unterscheidet die Wirtschaftstheorie zwischen Zielen, Mitteln und Trägern. Die real existierenden Rentensysteme werden an Beispielen der in westlichen Industriestaaten praktizierten Varianten kurz umrissen.

*Andere Länder andere Sitten – „Rentenchaos“ in der EU und weltweit*

Es ist gewagt, bei der Altersvorsorge von „Systemen“ zu sprechen, derart vielfältig und wechselhaft sind die Grundkonzepte, Gesetze, Ausnahmen, „Reformen“ und andere Elemente, die die bestehenden Gebilde charakterisieren. EU-Rentenpolitiker, die wie sonst in der Union an einer Harmonisierung arbeiten, können ihre Kollegen von der Geldpolitik nur beneiden. „Rentensysteme“ und „Rentenpolitik“ scheinen das Gegenteil dessen zu sein, was wir in der Geldpolitik mit relativ klar definierten Zielen (Geldstabilität), Mitteln (Leitzins, Mindestreserve, Offenmarktpolitik) und Trägern (EZB und nationale Zentralbanken) vorfinden. Selbst beim Dauerbrenner Steuerharmonisierung ist mehr Systemgemeinsamkeit als im Rentenbereich zu finden.

Die Ziele – Stellung der Altersversorgung in der Sozialordnung

So sind die vage formulierten „Ziele“ der Rentensysteme zerstreut in Einzelgesetzen staatlicher Rententräger sowie in Satzungen, Individualverträgen und AGBs (betrieblicher und privater Träger) zu finden.

*Ziele des Rentensystems: Wenig konkret*

*„Systemeffizienz“ nur bei konkreten Zielen messbar*

Verteilungsziele		Anlageziele		
„weich“ formuliert	numerisch festgelegt	Rendite	Sicherheit	Flexibilität
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ soziale Gerechtigkeit</li> <li>■ Generationengerechtigkeit</li> <li>■ breite und angemessene Versorgung im Alter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ max. Höhe der Beitragssätze</li> <li>■ Nettorente als Prozentsatz des letzten Lohnes</li> <li>■ Rentenzuschüsse als Prozentsatz der Staatsausgaben</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ hohe Verzinsung auf eingezahlte Beiträge</li> <li>■ relativ hohe Rendite im Verhältnis zu anderen Anlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Bonität des Rententrägers</li> <li>■ Zusagen werden eingehalten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Renten sollen übertragbar</li> <li>■ beleihbar</li> <li>■ kündbar</li> <li>■ vorzeitig in Anspruch zu nehmen sein</li> </ul>

*Im Fokus: Verteilungs- und Anlageziele dominieren*

Dennoch lassen sich auch bei derart unklaren Angaben Verteilungs- und Anlageziele erkennen.

Nach einer geltenden Faustregel werden Verteilungsziele primär bei gesetzlichen (umlagefinanzierten) Pflichtrenten, Anlageziele bei freiwilligen (kapitalgedeckten) Betriebs- und Privatrenten vorzufinden sein. Es gibt hiervon jedoch mehrere prominente Ausnahmen. Beispiele: Anlageziele, wie die Erzielung einer hohen Rendite nehmen in der Diskussion um die „Effizienz“ der gesetzlichen Rentensysteme einen immer breiteren Platz ein. In den USA wollte die Bush-Regierung aus diesem Grund sogar das staatliche Rentensystem privatisieren. Andererseits sind Verteilungsziele auch bei privaten Renten keinesfalls ein Fremdwort. So wird oft nach einer „gerechten“ Beteiligung unterschiedlicher Vorsorgeprodukte an den Anlagegewinnen eines privaten Rentenanbieters gesucht.

Ferner sollte bei den Verteilungszielen zwischen „weich“ formulierten und numerisch spezifizierten Zielen unterschieden werden. Bei den Anlagezielen bietet sich an, das bekannte „magische Dreieck“ aus dem Wertpapiergeschäft (Rendite, Sicherheit, Liquidität) zu verwenden.

Wie in anderen Systemen der staatlichen Sozialordnung sind ebenso im Rentensystem Zielkonflikte an der Tagesordnung. Sie treten sowohl in horizontaler (innerhalb der Verteilungs- oder Anlageziele) als auch in vertikaler Form (zwischen beiden Zielarten) auf.

*Sollten Rentensysteme überhaupt Ziele aufweisen?*

Die Diskussion um die „Zielidentifizierung“ wirkt auf den ersten Blick akademisch. Sie hat aber eine praktische Bedeutung. Soll ein bestehendes Rentensystem auf seine Leistungsfähigkeit geprüft oder die Chancen einer „Rentenreform“ realistisch eingeschätzt werden, ist eine Zielnennung notwendig. Im umgekehrten Fall existiert kein Bezugspunkt („Benchmark“), an dem die „Effizienz“ oder die Erfüllung bzw. Nichterfüllung der Reformvorhaben gemessen werden könnte.

*Die Mittel – wer zahlt, wer profitiert*

Der Einsatz der unten dargestellten Mittel dient dazu, die im Rentensystem definierten „Ziele“ zu erreichen.

*Realität: Bunte Mischung von Beitrags- und Rentenarten*

In der Öffentlichkeit hat sich ein vereinfachtes aber verzerrtes Bild vom existierenden Rentensystem eingebürgert. Da werden auf der einen Seite die Arbeitnehmer genannt, die unwillig Beiträge in leere Rentenkassen einzahlen müssen und auf der anderen Seite die Rentnergeneration, welche bis zu ihrem Lebensende genüsslich ihre opulenten Renten erhält. Kein Wunder, wenn Neiddebatten an der Tagesordnung sind. Die

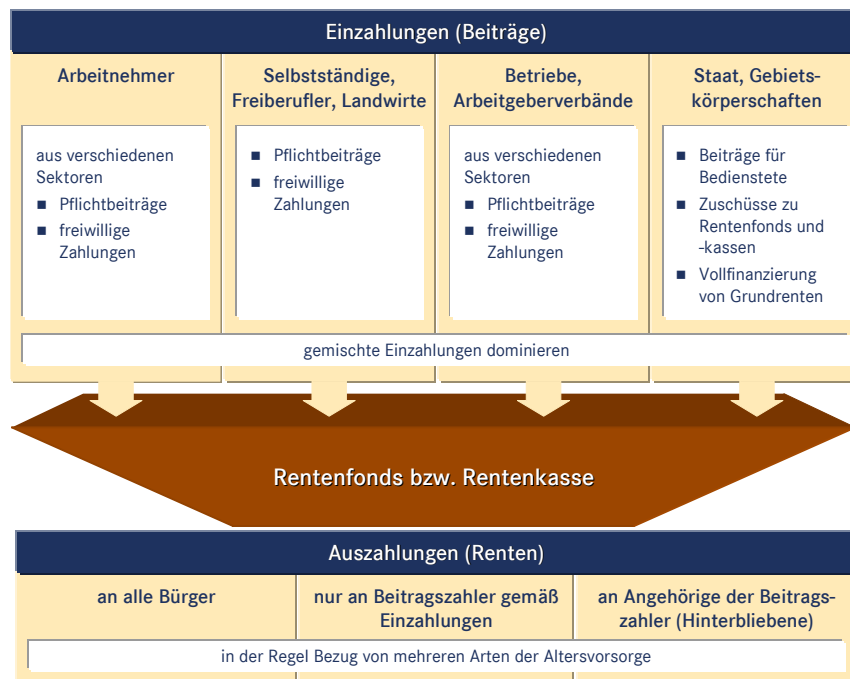


Wirklichkeit ist viel komplizierter.

Einzahlungen in die Rentenkassen werden nämlich nicht nur von Nicht-selbstständigen sondern auch von selbstständigen Privatpersonen oder privatwirtschaftlichen und öffentlichen Betrieben geleistet. Nicht selten ist der Staat als Gesamtfinanzierer (Grundrenten) oder Mitfinanzierer (Zuschüsse) mit von der Partie.

*Mittel der Rentensysteme (Ein- und Auszahlungsströme)*

*Was fließt in die, was fließt aus der Rentenkasse?*



In der Realität sind in der Mehrzahl Mischformen anzutreffen, da mehrere Subjekte in eine Rentenkasse einzahlen (z. B. Arbeitgeber und Arbeitnehmer paritätisch in die gesetzliche Rentenkasse).

*Nicht jeder Beitragszahler wird zum Rentner*

Demgegenüber beziehen auf der Auszahlungsseite unterschiedliche Rentenarten keinesfalls nur Personen (bzw. deren Hinterbliebene), die Beiträge geleistet haben, sondern in einigen Ländern alle Staatsbürger (Grundrente). Von der Form her kommen bei den betrieblichen und privaten Renten häufig einmalige Kapitalzahlungen neben den üblichen Monatszahlungen vor.

Ähnlich wie bei den Zielen zeichnet sich die Realität bei den Mitteln durch eine Vielfalt von Individuallösungen aus. Eine klare Aussage, welches System besser funktioniert, wird man auch hier vergeblich suchen.

## Die Träger (Beteiligte) des Rentensystems

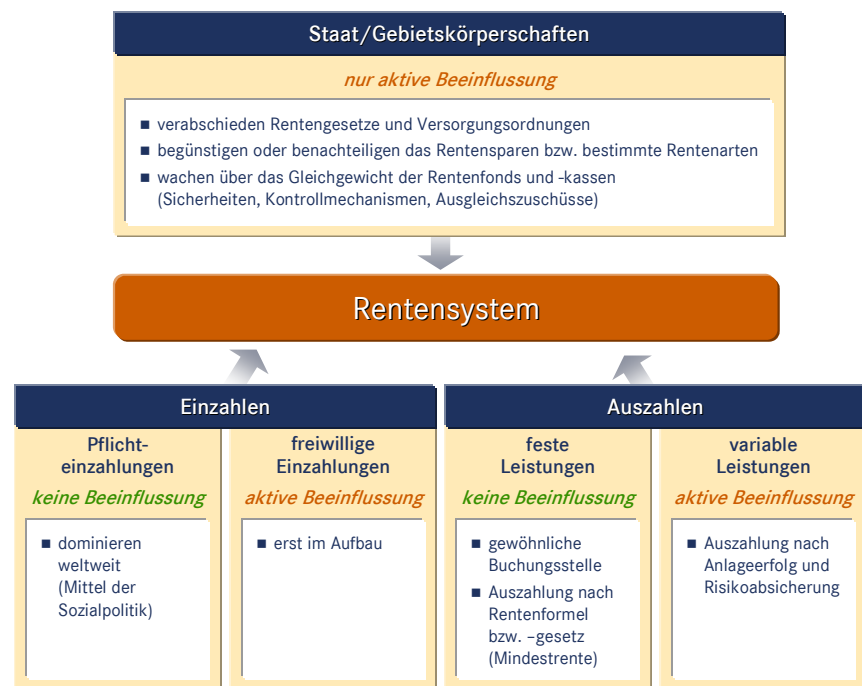
*Staatsmonopol weltweit präsent*

Bei den Trägern (Beteiligten) des Rentensystems wird schließlich gefragt, inwieweit diese imstande sind, das bestehende System zu beeinflussen. Unstrittig fällt weltweit dem Staat zwar eine unangefochtene Rolle als Gesetzgeber (Verbote, Gebote), Kontrolleur (Anlage- und Eigenkapitalvorschriften bei Vorsorgeanbietern) und Gestalter (steuerliche Anreize bzw. Erschwernisse bei einzelnen Vorsorgeformen) zu.

Die übrigen Beteiligten (Betriebe, Private) können das System nur indirekt durch ihre Verhaltensweisen mitgestalten. Theoretisch wären sie zwar imstande, durch den massiven Ausbau ihrer Segmente den dominierenden staatlichen Sektor sukzessive zu verdrängen. Mehr Systemwettbewerb würde zweifelsohne dem gesamten Rentensystem gut tun.

### Träger des Rentensystems – Wege der Systembeeinflussung

*Wer bestimmt den Systemaufbau?*



Leider verhindern heute in allen alternden Industriegesellschaften die begrenzten Mittel für privates Vorsorgesparen und fehlendes Unternehmensengagement bei den Betriebsrenten eine rasche Senkung des Staatseinflusses und einen effektiven Wettbewerb.

Durchführungsmethoden (Umlagesystem und Kapitaldeckung) versus Rententräger (Drei-Säulen-System)

*Das Drei-Säulen-System*

Es hat sich durchgesetzt, die Rententräger nach dem Auszahlungskriterium zu ordnen und von einem Drei-Säulen-System zu sprechen. Die gesetzlichen und halbstaatlichen Einrichtungen zählen zur Ersten Säule, die



betrieblichen Träger zur zweiten und die privaten zur dritten Säule.

Von dieser Klassifizierung sind die Durchführungstechniken des Rentensystems zu unterscheiden, die in ihrer Grundform als Umverteilung und als Kapitaldeckung vorkommen:

*Das Umlagesystem – rechte Tasche, linke Tasche*

Bei der ersten Methode werden Einzahlungen direkt an Rentenempfänger ausgezahlt. Die Rentenkasse fungiert dort gewissermaßen als eine gewöhnliche Umverteilungsstelle. Bei der Kapitaldeckung werden dagegen Einzahlungen erst in einem am Kapitalmarkt anzulegenden Kapitalstock angesammelt, der zusammen mit dort erzielten Gewinnen im Rentenalter zur Auszahlung gelangt. Die Rentenkasse (alternativ Pensionsfonds oder Rententrust genannt) ist in diesem Fall eher mit einer „Sparkasse“ vergleichbar.

*Die kapitalgedeckte Rente – über sehr lange Zeit Börsenlaunen ausgesetzt*

Bei der Kapitaldeckung unterscheiden wir im „klassischen“ Fall drei wirtschaftlich relevante Phasen. Zuerst ist der Sparvorgang in der Beitragszeit zu nennen, der beim Arbeitnehmer bis 45 Jahre (Berufsdauer) betragen kann. Ihm folgt bei monatlichen Rentenzahlungen die Phase des sukzessiven „Entsparens“ in der Rentenzeit, die bei heutiger Lebenserwartung gut 15 Jahre dauern kann. Somit kann die Phase der Kapitalanlage in der Beitrags- und der Rentenzeit bis 60 Jahre dauern!

*Kapitaldeckung und Pflichtrenten sind kein Widerspruch*

Jede der vorgenannten Säulen könnte „technisch“ gesehen ihr System auf eine oder auf beide (Mischsysteme) Verteilungstechniken abstellen, sofern der Gesetzgeber es genehmigt. So lässt sich die (gesetzliche) Pflichtrente durchaus in Form einer Kapitaldeckung durchführen. Vor die Option gestellt, werden alle diejenigen, die keine laufenden Rentenzahlungen (Alimentierung des Altbestandes) zu bedienen haben, sich eher für den Aufbau eines Kapitalstocks als für eine gesetzliche, umlagefinanzierte Rentenkasse entscheiden. Die Tatsache, dass die Kapitaldeckung staatlich verordnet wurde, dürfte ohne Bedeutung sein. In einigen Ländern haben nicht nur die Gesetzliche Rente, sondern auch die Betriebsrente und/oder die private Altersrente Pflichtcharakter! In Deutschland dominiert bislang die Gesetzliche Rente im Umverteilungssystem.

*Verbreitung der Rentensäulen und Rententechniken in Deutschland*

		GESETZLICH	BETRIEBLICH	PRIVAT
TECHNIKEN	Umverteilung	82%	6%	1%
	Kapitaldeckung	4%	3%	4% *

\* ohne Kapitallebensversicherung

Wer kann es besser: Der Staat, der Betrieb oder der Privatmann?  
Arbeitet das Umlagesystem „effizienter“ als die Kapitaldeckung?

*Die Interessenlagen ...*

Weil die Altersversorgung somit theoretisch im Alleingang vom Staat, den Betrieben oder den Privatpersonen durchgeführt werden kann, interessiert die Frage: Wer macht es besser? Sollte der Staat auf seinen Führungsanspruch in diesem sozialpolitisch sensiblen Bereich ganz verzichten? Oder kommt es auf den Mix an?

Da kein gesellschaftlicher Konsens hinsichtlich der Ziele, der Mittel und der Träger besteht, soll die Analyse der Interessenlage und der vorhandenen Ressourcen einzelner Träger helfen, die Frage zu beantworten, welches System „effizienter“ arbeitet.

*... der einzelnen  
Rententräger ...*

Staat: Seine Priorität liegt in den Verteilungszielen. In alternden Industrieländern wurden Rentner seit langem als Wählergruppe erkannt und als „Stimmenlieferanten“ permanent großzügig mit „Geschenken“ bedacht. Hinsichtlich der Technik muss der Staat das Umverteilungssystem vorziehen, weil er nicht über Möglichkeiten verfügt, die beschriebenen langen Anlagezeiten bei der Kapitaldeckung ohne eigene Vermögensverwaltung durchzuführen. Seine unstrittige Stärke liegt in der Bonität („Staatsbankrott“ eher unwahrscheinlich). Als Nachteil erweist sich allerdings die weitverzweigte Bürokratie, da die öffentliche Hand dazu neigt, „alles“ und „alles gerecht“ regeln zu wollen sowie die niedrige (fehlende) Rendite.

Betriebe: Abgesehen von Fällen der Refinanzierung über Pensionsrückstellungen und/oder Mitarbeiteraktien wird die Altersversorgung niemals originäres Ziel der Unternehmen sein können. Insofern sind die Unternehmen als Hauptorganisatoren des Rentensystems aus den Überlegungen auszuschließen, obgleich sie mit der Einschaltung von Profis (Pensionsfonds) Kompetenz gewinnen. Die hohe Bedeutung der Betrieblichen Altersversorgung in einigen Ländern (z. B. Holland) resultiert aus den dort praktizierten Lohnersatzfunktionen (weniger Lohn, mehr Betriebsrente). Die Korrelation zwischen der Lohnquote und den Betriebsrenten wäre zu untersuchen.

Der Privatmann: Er wird anders als der Staat handeln und Anlageziele in den Vordergrund stellen. Hinsichtlich Rendite dürfte er erfahrungsgemäß bessere Ergebnisse erzielen, vielleicht aber riskanter investieren unter der Ausklammerung bestimmter Personenrisiken (z. B. zu niedriger oder kein Erwerbsunfähigkeitsschutz). Renditechancen und Risiko stellen im kapitalgedeckten Rentensystem den klassischen Zielkonflikt dar.



...unterscheiden sich gravierend

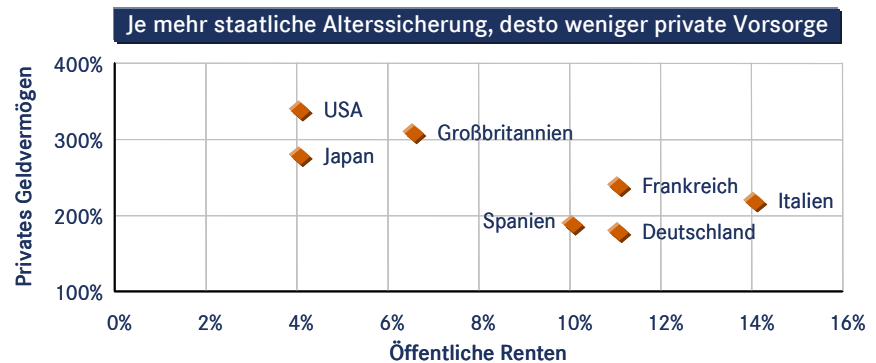
Hohe Staatsquote – niedrige Privatrenten?

Selbst wenn ökonomisch diese Option bestünde, wäre eine Umstellung auf die volle Eigenversorgung bei der Rente staatlicherseits nur dann zu befürworten, wenn dieser das „Vorsorgesparen“ konsequent überwachen kann. In der Konsequenz wird daher gefordert, dass private Vorsorgeprodukte weder vorzeitig kündbar noch beleihbar sein sollten. Andernfalls – so skeptische Stimmen – ist die Versuchung groß, das „Vorsorgekapital“ zum beliebigen Zeitpunkt zu kündigen, es zu „verkonsumieren“ und sich im Rentenalter auf die Wohltaten des Sozialstaates zu verlassen.

Obige Darstellung dokumentiert deutlich, dass alternativ nur der Staat oder die Privaten in der Lage sind, ein Rentensystem zu betreiben. Dabei sind mehrere Restriktionen zu beachten.

Neben der Prüfung der „Organisationsfähigkeit“ ist die der „Möglichkeit“ durchzuführen. Bei einer hohen Staats- und Steuerquote besitzen die Privaten und die Betriebe gar nicht die Ressourcen, ein Rentensystem zu betreiben. Die Korrelation zwischen hoher Staatsquote und der privaten Ersparnis ist eindeutig negativ.

Gesetzliche Rentenzahlungen und privates Geldvermögen (in % BIP)

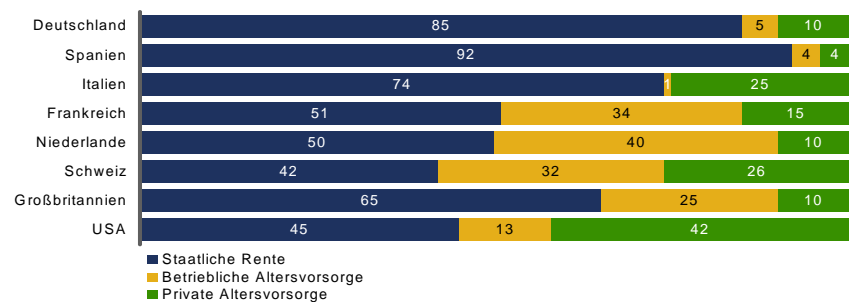


Quelle: DIA, DB Research

Wie erwähnt, sind in der Realität mehrheitlich gemischte Systeme anzutreffen. Im internationalen Vergleich nimmt das Drei-Säulen-System durchaus unterschiedliche Ausprägungen an.

Die Struktur der Alterseinkünfte 2004 nach Ländern (in % der Alterseinkünfte für einen Zwei-Personenhaushalt)

Kein Träger kann es allein am besten – weltweit nur Mischsysteme anzutreffen



Quelle: Allianz Global Investors



Anders als erwartet, übersteigt der Anteil der dritten Säule in keinem Land die Hälfte aller Alterseinkünfte (USA führend mit 42%). Neben der Trägeranalyse wäre die Kenntnis von der Verbreitung der „konkurrierenden“ Durchführungstechniken, der Umverteilung und der Kapitaldeckung von Interesse. Hierzu liegen leider keine aussagekräftigen Erhebungen vor.

Andere Statistiken führen nicht selten zu Fehlaussagen. Beitragsleistungen werden ökonomisch oft „falsch“ erfasst. So zahlen in die gesetzlichen und die betrieblichen Rentenkassen sowohl Arbeitnehmer als auch Betriebe ein. Dennoch werden im ersten Fall die Rentenauszahlungen allein der gesetzlichen Rente, im zweiten Fall der Betriebsrente zugeordnet. Damit wird das Bild von der Bedeutung einzelner Säulen verfälscht.

*Statistiken können irre führen*

Die Frage „Wer kann es am besten?“ besitzt auch eine zweite Dimension. Selbst wenn heute in Anbetracht der Rentenmisere alle Welt nach der Einführung einer kapitalgedeckten Rente ruft, muss diese Lösung nicht unbedingt die beste (bessere) sein.

Rente aus Umlagefinanzierung: Konjunktur und Demographie wirken als Störenfriede

*Die Funktionsweise*

Wie dargestellt, funktioniert das Umlagesystem praktisch wie eine Zahlstelle, die zusätzlich jährliche Kassenplanungen vornimmt. Das System kommt mit geringen Liquiditätsreserven aus, die sich auf zwei bis drei Monatsraten beschränken.

*Reine Zahlstelle?*

Langfristig dürfte ein Umlagesystem von der Bilanzseite her niemals insolvent werden, da hier die Binsenweisheit „Es kann nur soviel verteilt werden, wie viel verdient (eingezahlt) wird“ in reinster Form vorkommt. Voraussetzung ist, dass wichtige Parameter wie Ein-, Auszahlungen, Leistungen und Beitrags- sowie Bezugszeiten unverändert bleiben, was ja utopisch ist. Darauf wird bei den Ausführungen zum Generationenkonflikt näher eingegangen.

*Geringes „Ausfallrisiko“*

Wie sieht die Situation in kurzfristiger Sicht aus? Gibt es in diesem System denn keine Ausfallrisiken? Die Ausfallsicherheit wird beim Staat und den Betrieben durch ihre Bonitäten (seltener durch Garantien), und bei den Privateinrichtungen (z. B. genossenschaftlichen Unterstützungskassen) durch Nachschusspflichten gewährleistet.

*Regelfall: Nicht nur Altersrenten finanziert*

Ein weiteres Systemmerkmal ist von Bedeutung. In der Versicherungsrealität ist im staatlichen Umlagesystem oft die Finanzierung so genann-



ter versicherungsfremder (den Altersrenten nicht zukommende) Leistungen eingebaut. Diese ureigenen Hoheitsaufgaben des Staates werden nur selten durch ausreichende Zuschüsse ausgeglichen. Andererseits werden von gesetzlichen Systemen neben reinen Altersrenten auch versicherungsspezifische Erwerbs- oder Berufsunfähigkeitsrenten bzw. Rehabilitations- und vergleichbare Maßnahmen finanziert.

### *Positive Rendite im Umlagesystem möglich?*

Vergleichbare Zusatzleistungen werden von nichtstaatlichen Anbietern praktisch nur entgeltlich angeboten. Durch deren Berücksichtigung erzielt die staatliche Pflichtrente – je nach Schätzmethode und Abzug der Fixkosten – doch noch eine „positive Rendite“ auf die eingezahlten Beiträge, die mit bis zu 4,0% p. a. angegeben wird. Die These von der „negativen Rendite“ im Umlagesystem stimmt also nur partiell.

### *Anfälligkeit auf Störungen*

Das Umlagesystem wird nur zu oft mit einem statischen Gebilde verwechselt. Dabei können längerfristig sowohl die Einnahmen- als auch die Ausgabenseiten von verschiedenen „Störfaktoren“ signifikant beeinflusst werden. (In Klammern: -/+ negative bzw. positive Korrelation mit den Einnahmen oder den Ausgaben):

### *Der Katalog konjunktureller ...*

> Störfaktoren auf der Einnahmenseite: Zahl der pflichtversicherten Beitragszahler (+), Länge der Beitragszeiten (+), Höhe des Beitragssatzes (+), Höhe der Bezugsgröße (z. B. Bruttolohn), von dem der Beitragssatz berechnet wird (+), Arbeitslosenquote (-), Frühverrentung (-), schlechte Konjunktur (-)

### *... und demographischer ...*

> Störfaktoren auf der Ausgabenseite: Anzahl der Rentner (+), durchschnittliche Rentenhöhe (+), durchschnittliche Rentenbezugsdauer (+), Anrechnung der Beitragszeiten (+), Erhöhung des Renteneintrittsalters (-), längere Ausbildungszeiten (-)

Die Auswahl der Störfaktoren lässt sich beliebig erweitern. Der Erklärungsbeitrag wird durch zusätzliche Variablen nicht unbedingt steigen. Bereits in der obigen Auflistung kommen de facto „indirekte Doppelzählungen“ vor. Z. B. sind schlechte Konjunktur, hohe Arbeitslosenquote und niedriger Bruttolohn miteinander stark korreliert, so dass die Konjunktur als Erklärungsvariable ausreicht.

### *... Störfaktoren ist lang*

Grundsätzlich lassen sich die Störvariablen in demographische und konjunkturelle unterteilen. Während die ersten als dauerhaft angesehen werden sollten, sind konjunkturelle Turbulenzen eher zyklusbezogen und damit temporär einzustufen.

Die Existenz der Störfaktoren ruft langfristig die Gefahr von „Rentenlöchern“ hervor. Bei ihrer kurzfristigen Beseitigung kann die Politik an „vie-

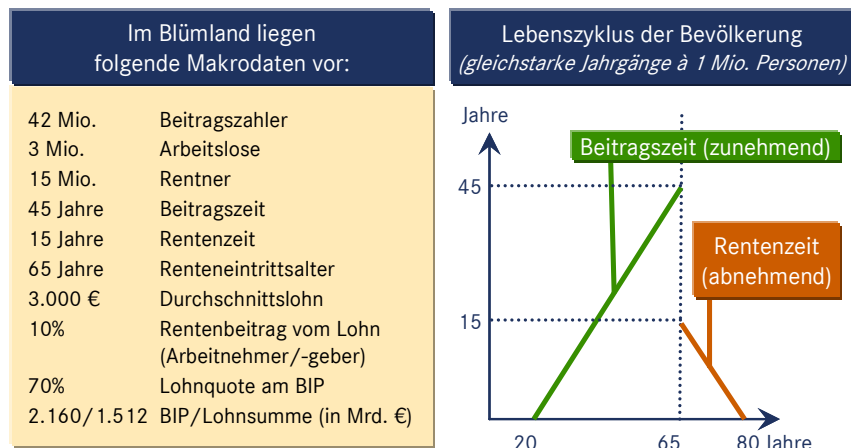
len Schrauben“ drehen (erhöhter Beitragssatz, angehobene Bemessungsgrenzen, Senkung der Rentenhöhe, Verzögerung der Frühverrentung, Erhöhung des Renteneintrittsalters, restriktive Behandlung der Anrechnungszeiten). Welche der Möglichkeiten punktuell in Frage kommt und wie stark sie genutzt wird, liegt in den Händen der amtierenden Regierung. Diese dürfte hier wenig ausgewogen und eher opportunistisch vorgehen, um die Wählerklientel nicht zu verprellen.

*Koppelung der Rente an ...*

Im folgenden Beispiel soll modelltheoretisch dargestellt werden, wie sich alternativ ein ungünstiges wirtschaftliches Szenario auf die Veränderung der Beitragssätze, die Rentenhöhe oder das Renteneintrittsalter auswirken kann.

*Gleichgewichtsstörungen im umlagefinanzierten Rentensystem (Modell)*

*... den Bruttolohn erzeugt ...*



*... auf Dauer Kassendefizite*

„BlümLand“ wird durch negative demographische und konjunkturelle Faktoren heimgesucht, die den Bestand der umlagefinanzierten Rente gefährden. Dem Sozialminister stehen viele Abwehrmechanismen zur Verfügung, um die Rentenkasse im Gleichgewicht zu halten. Sie reichen von der Beitragserhöhung bis 10,7% über die Erhöhung des Renteneintrittsalters auf 66 Jahre bis zur Kürzung der Rente auf 1.588 €.

Störfaktoren	Defizit der Rentenkasse	Anpassungsmechanismen (alternativ)			
		Beitragszahler		Rentner	
		Beitragssatz	Renteneintritt	Rentenhöhe	
Konjunktur	BIP fällt um 1%	3,0 Mrd. €	10,1%	65,4 Jahre	1.663 €
	Löhne fallen um 2%	6,0 Mrd. €	10,2%	65,8 Jahre	1.646 €
	Arbeitslosenzahl steigt auf 3,5 Mil. *	3,6 Mrd. €	10,1%	65,5 Jahre	1.662 €
Demographisch	Lebenserwartung steigt auf 81 Jahre **	20,2 Mrd. €	10,7%	66 Jahre (Teilausgleich 7,2)	1.588 €
	Berufsbeginn mit 21 Jahren *	7,2 Mrd. €	10,2%	66 Jahre	1.640 €
	Frühverrentung 1 Jahr für 30% Anwärter***	9,1 Mrd. €	10,4%	66 Jahre (Teilausgleich 4,8)	1.630 €
Ausgangsbasis Rentenkasse		302,4 Mrd. €	10,0%	65 Jahre	1.680 €

\* Anzahl der Beitragszahler variiert  
 \*\* Anzahl der Rentner variiert  
 \*\*\* Anzahl der Rentner und Beitragszahler variieren



### *Vorteile*

Neben den genannten Schwächen (Einheitsprodukte, Rendite, Störanfälligkeit) weist das Umlagesystem überraschend mehrere Stärken aus:

*Besitzt das Umlagesystem dennoch Stärken?*

- > Hohe Bonität der Rententräger (besonders des Staates)
- > Breite Absicherung der Altersrente (kostenlose Zusatzleistungen)
- > Laufender Einblick in die Kassenlage lässt „Löcher“ früh erkennen und kurzfristig notwendige Sicherungsmaßnahmen ergreifen
- > Keine Kapitalmarkt-, Produkt- und kaum Adressenrisiken
- > Das System hat sich Jahrzehnte lang gut bewährt

*Zufriedenheit mit einem Rentensystem an Befragungen messbar*

Die Grundfrage „Wer kann den Rentenprozess besser organisieren?“ bleibt damit weiter unbeantwortet. Wie soll ein System beurteilt werden, wenn keine Ziele formuliert wurden, der wirkungsvolle Mitteleinsatz aber von diesen abhängt? Welche Träger (Staat, Betriebe, Private) sollen dominieren? Welche Durchführungsvariante, das Umlagesystem oder die Kapitaldeckung, sollten zum Einsatz kommen? Alle diese Fragen bleiben offen. Um diesen Fragenkatalog dennoch sinnvoll abarbeiten zu können, könnte auf Bürgerbefragungen zurückgegriffen werden. Es wäre dennoch illusionär, hierin eine letzte Schiedsinstanz zu sehen und keine temporären und gruppenspezifischen Besonderheiten zu erwarten, zumal die aktuelle Diskussion die Wirklichkeit überspitzt wiedergibt. Es darf nicht übersehen werden, dass in vielen Ländern (Schweiz, Holland, Skandinavien), in denen das „tatsächliche“ mit dem „gewollten“ Rentensystem weitgehend übereinstimmt – dies trifft aktuell auf Deutschland nicht zu – die Bürger mit dem Ist-Zustand zufrieden sind!

Kapitalgedeckte Rente: Im Bann der launischen Börsen?

### *Funktionsweise*

*Prinzip: Meine Beiträge, meine Rente*

Wir stellten fest, die kapitalgedeckte Rente funktioniert ähnlich wie eine Sparkasse oder eine Fondsgesellschaft. Das regulär in Monatsraten oder Blockzahlungen angesammelte Vorsorgekapital wird von Rentenanbietern – meistens spezialisierten Töchtern von Banken und Versicherungen – am Kapitalmarkt angelegt und gelangt im Rentenalter zur Auszahlung. Vertragsindividuell werden Vereinbarungen über die Zahlweise (einmalig, Teilzahlungen, Monatsraten) mit/oder ohne Übernahme von Zusatzrisiken getroffen.

*Leistungszusagen – Risiko trägt der Produktanbieter*

Die kapitalgedeckte Rente wird in zwei Varianten, mit bzw. ohne Leistungszusagen angeboten. Wenn bei Leistungszusagen neben der Kapitalrückzahlung ein bestimmter Anlageerfolg versprochen wird, trägt allein der Rentenanbieter das Risiko. Umgekehrt sind die Risiken dennoch

nicht asymmetrisch verteilt. In realen Rentenordnungen übernimmt nämlich der Beitragszahler (Anleger) im Extremfall nur das Teilrisiko des ausbleibenden Wertzuwachses („Nullrendite“). Die Kapitalrückzahlung – wesentlicher Unterschied zur klassischen Fondsanlage – und oft zusätzlich eine Minimalverzinsung (bei der Kapitallebensversicherung als Rechnungszins bekannt) werden weiter vom Produkthanbieter garantiert.

*Absicherung gegen Börsenrisiken kostet Rendite!*

Ein Produkthanbieter von Vorsorgeprodukten wird sich gegen die häufigsten Risiken abzusichern versuchen. Hierzu zählen Adressenausfallrisiken (Kontrahenten), Produktrisiken (falsche Anlagestrategie) und die Marktrisiken (schwache Börsen). Durch Absicherungsinstrumente (hedging) werden zwar die Risiken reduziert, die Absicherungskosten schmälern aber die Anlagerendite.

Ungeachtet höherer Risiken wird traditionell die kapitalgedeckte Rente eine bessere Rendite ausweisen als die umlagefinanzierte, da in ruhigen Börsenzeiten der investierte Kapitalstock Gewinne erwirtschaften („sich verzinsen“) wird. Durch diesen Gewinnzuwachs kann mehr ausgezahlt werden als eingezahlt wurde. Im Umlagesystem gleichen sich dagegen – wie bereits der Name suggeriert – die Ein- und Auszahlungen aus. Dies bezieht sich allerdings nur auf Durchschnittswerte und für den Fall, dass keine Zusatzleistungen in die Rendite miteinbezogen werden.

*Durch mehr Kontrolle weniger Risiko?*

Weil Anlagestrategien allein vom Rentenanbieter durchgeführt werden, steht dessen Bonität im Vordergrund. Damit Fälle wie in den USA (Pleiten von Enron/Worldcom) die europäischen Rentner nicht über Nacht zu Bettlern machen, haben Gesetzgeber auf dem Alten Kontinent vorgesorgt. Die Vorsorgeanbieter unterliegen bei uns strengen Aufsichtsregeln und müssen über eine Lizenz verfügen. Auch die Produkte bedürfen der Genehmigung (Zertifizierung). Zu den bekanntesten Kontrollinstrumenten, denen sich die Aufsichtsbehörden bedienen, zählen die Ausgliederung des Kapitalstockes in ein insolvenzgesichertes Sondervermögen (Deckungsstock) und die Anlagevorschriften für die Kapitalanlagen (z. B. Festlegung des Aktienanteils, Streuung des Portfolios).

*Exkurs: Entwertungsrisiko im Umlagesystem akut*

An dieser Stelle kann gefragt werden, ob das Umlagesystem bei der gesetzlichen Rente keine Risiken kennt. Das Marktrisiko wird dort bedingt durch das Fehlen des Anlageprozesses kaum vorkommen. Es gibt auch wenige Rentenprodukte, womit vom Produktrisiko ebenfalls nicht gesprochen werden kann. Schließlich ist die Bonität der Rententräger hoch, was Adressenrisiken fast ausschließt. Wo liegt also das Risiko, wenn überhaupt? Die Gesetzliche Rente ist seit gut 20 Jahren in allen Industrieländern einem permanenten Entwertungsrisiko ausgesetzt, mit der Folge, dass – abgesehen von Inflationsverlusten (vgl. die Weimarer



Republik mit ihrer Hyperinflation und sicheren Renten) – oft Beitragseinzahlungen nicht mehr als Rente zurückfließen. Ökonomisch gesehen kann das Entwertungsrisiko dem Marktrisiko im Kapitaldeckungssystem gleichgestellt werden.

*Anfälligkeit auf Störungen*

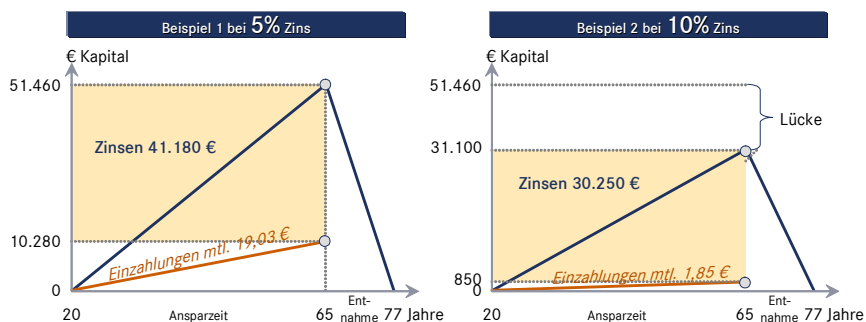
*Börsenlaunen „Feind Nr. 1“ der Kapitaldeckung*

Beste Vorsichtsmaßnahmen und bewährte Anlagestrategien helfen nicht, wenn die Kapitalmärkte partout nicht mitspielen! Starke Abweichungen von seiner Planbilanz – sie dient ihm als Kalkulationsbasis zur Konditionsberechnung – können beim Anbieter kapitalgedeckter Rentenprodukte sowohl erhebliche Überschüsse (freundliche Märkte) als auch Defizite (schwache Märkte) hervorrufen. Bilanztechnisch sind die Defizite unter dem Begriff Deckungslücken, die Überschüsse als Deckungsreserven bekannt. Eine Deckungslücke bedeutet, dass der Anbieter zum Bilanzstichtag nicht imstande wäre, seinen Verpflichtungen gegenüber den Rentnern (Rentenanwärtern) nachzukommen.

*Folgendes Beispiel illustriert am Beispiel des Zinsrisikos, wie Lücken entstehen und welches Ausmaß sie annehmen können:*

*Wieviel kann eine verfehlte Zinsprognose kosten?*

Im Land „Riesteria“ wird nur die kapitalgedeckte Rente angeboten. Dem 20jährigen Bürger B unterbreitet der Pensionsfonds P, der sich durch den Analysten A durch eine zu optimistische Zinsprognose irreführen ließ, ein verhängnisvolles Angebot. Indem er einen Zins von 10% unterstellt, verpflichtet er sich ihm bei einem Monatsbeitrag von 1,85 €, der 45 Jahre gezahlt wird, ab dem 65. Lebensjahr 12 Jahre eine Monatsrente von 500 € zu zahlen. Wenn die Beiträge in jedem Jahr mit 10% p. a. am Kapitalmarkt angelegt werden, erzielt der Fonds eine Provision von 2% und kann seine Verpflichtungen erfüllen. Leider stellte sich ein viel niedrigerer Marktzins von 5% ein. Der Pensionsfonds P muss die entstehende hohe Deckungslücke von über 20.000 € selber tragen. Der gleichgewichtige Monatsbeitrag läge bei 5% Marktzins bei 19,03 €.



*Lückendefinitionen: Oft eine Formulierungsfrage*

Ohne strenge Kontrollen könnten erfolglose Produkthanbieter versuchen, den Ausweis der Lücke zu unterlassen (Verluste werden frühestens zum Zahlungszeitpunkt der Rente sichtbar!). Dies geschieht oft legal, da die

Anbieter sowohl nach dem deutschen (HGB) als auch der internationalen (IFRS) Rechnungslegung über großen Gestaltungsspielraum verfügen. Der eigentliche Unterlassungsvorgang muss nicht negativ formuliert werden. Soll er positiv klingen, spricht man von „kreativer Buchführung“ oder „Bilanzhilfen“. Entsprechend werden bei einer neutralen Darstellung die Formulierungen „Nutzung der Bewertungswahlrechte“ oder der „gesetzlichen Spielräume“ gebraucht. Erst wenn eine negative Deutung beabsichtigt wird, kommt das Vokabular „Bilanzmanipulation“ respektive „Bilanztricks“ zum Tragen.

*Deckungslücken stellen kein Liquiditätsproblem dar*

Bedauerlicherweise bekommen externe Prüfer kaum Warnsignale, die eine Verschleierung der Schieflage aufzeigen könnten, wie es z. B. die Kassenebbe beim Umlagesystem tut. Laufende Rentenzahlungen werden durch Beiträge oder den Verkauf eines Aktivpostens finanziert.

*Lücken in schlechten, stille Reserven in guten Zeiten!*

Andererseits werden bei einer Kurserholung erneut Gewinne durch Zuschreibungen gemacht oder „stille Reserven“ gebildet. Sollte also eine nach dem strengen deutschen Niederstwertprinzip notwendige Abschreibung immer vorgenommen werden? Die Experten sind sich hier einig. Eine vorübergehende Wertminderung darf nicht überbewertet werden. Während der langen Anlagezeiten zeigt der Kapitalmarkt viele Zwischenhochs und -tiefs. Auf das Endergebnis einer Kapitalanlage kommt es an. Ob eine Wertminderung dauerhaft oder vorübergehend ist, darüber „streiten sich die Geister“! Hätte sich der Gesetzgeber während der Lebensversicherungskrise in 2002 - 2004 streng am HGB orientiert, wäre die Hälfte der deutschen Assekuranzen insolvent.

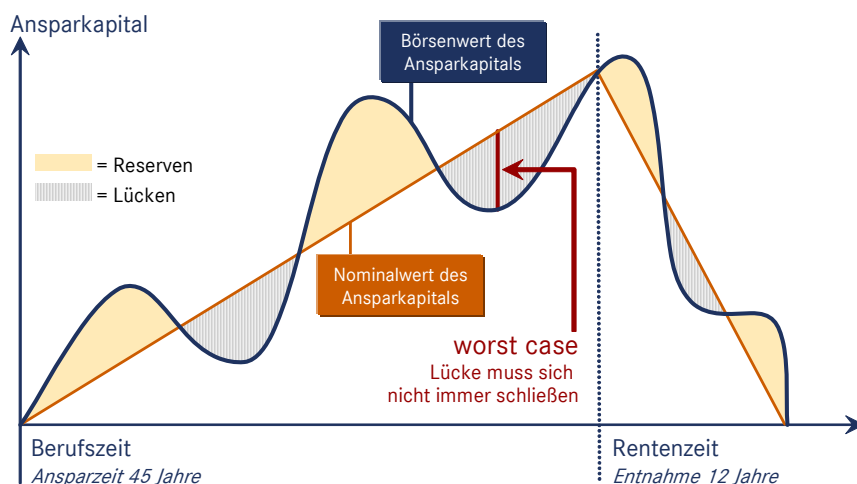
Auf die Erkennung des richtigen Trends kommt es an. So wird heute mehrheitlich angenommen, dass hohe Zinsen von 7% bis 8% – wie vor gut 20 Jahren in westlichen Ländern noch üblich – eher der Vergangenheit angehören. Zinssenkungen auf heute 4 – 5% sind dann als dauerhaft einzustufen.

*Anfälligkeit auf Störungen*

Deckungslücken können eine reelle und eine Buchform annehmen und sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite vorkommen. Im Fall von „reellen Aktivseitenlücken“ entstehen sie durch den Verkauf der Aktiva mit Verlust, wenn der Verkaufspreis unter dem Einstandspreis liegt. Die Verluste sind in diesem Fall tatsächlich realisiert worden. Wenn kein Verkauf stattfindet, ist dennoch ein Buchverlust durch die Wertabschreibung entstanden. Häufig trifft bei den Verlusten die Börse keine Schuld. Viele der im Kapitaldeckungssystem Rente immanenten Störungen sind hausgemacht.



### Börsenturbulenzen bergen Risiken und Chancen



Durch das so genannte Asset Liability Management (Bilanzstruktursteuerung) wird heute immer öfter versucht, eine Fristenkongruenz der Aktiv- und Passivseite herbeizuführen.

### Mögliche Störfälle im Leistungsablauf eines Anbieters von Privatrenten

#### Störungen im Asset Liability Management

Bilanz des Rentenanbieters		
	AKTIVA	PASSIVA
Störungen intern	<ul style="list-style-type: none"> <li>falscher Depotmix</li> <li>Umbuchungen ins Anlagevermögen erschwert</li> <li>„Bilanztricks“ werden reduziert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rechnungszins reduziert</li> <li>Dotierungspolitik</li> <li>Versorgungspolitik</li> </ul>
Störungen extern	<ul style="list-style-type: none"> <li>ungünstige Zinsentwicklung</li> <li>ungünstige Marktentwicklung</li> <li>ungünstige Währungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ungünstige Sterbetafel</li> <li>Sozialpläne</li> <li>Dynamisierungen zu hoch</li> <li>Gesetzgeber senkt Renteneintrittsalter</li> </ul>

Im Endeffekt resultieren Deckungslücken aus längerfristigen Ungleichgewichten. Da definitionsgemäß eine Bilanz ausgeglichen ist, sind die Lücken „bilanztechnisch irgendwie zu schließen“. Von den in Frage kommenden Möglichkeiten sollen die drei am häufigsten vorkommenden beschrieben werden (Realisierung stiller Reserven, Verlustausgleich über das haftende Eigenkapital, Verwendung der legalen „Bilanzhilfen“).



Viele Wege führen nach Rom: Wie schließe ich die Deckungslücken?

### Deckungslücken und Formen ihrer Schließung (vereinfachtes Schema)

Fall 1		Fall 2	
AKTIVA = 35	PASSIVA = 35	AKTIVA = 35	PASSIVA = 35
freies Vermögen 5	Eigenkapital 5	freies Vermögen 5	Eigenkapital 5
Kapitalanlagen 30	Rückstellungen 30	Kapitalanlagen 30 <i>(fallende Börsenkurse)</i>	Rückstellungen 30
	- Gewinnreserven 3	- unterlassene Abschreibung auf Kapitalanlagen 5	- Gewinnbeteiligung 3
	- Deckungsstock 27		- Deckungsstock 27

Die Bilanz ist ausgeglichen (ohne Deckungslücken). Dem Versicherten stehen freiwillige Leistungen (Gewinnreserven) und garantierte Leistungen (Deckungsstock) zu.

Auf fallende Kurse wird mit einer Unterlassung der Abschreibungen reagiert („Bilanzkosmetik“). Ansonsten bleibt alles gleich wie im Fall 1.

Fall 3		Fall 4	
AKTIVA = 32	PASSIVA = 32	AKTIVA = 32	PASSIVA = 32
freies Vermögen 2	Eigenkapital 2	freies Vermögen 5	Eigenkapital 5
Kapitalanlagen 30 <i>(fallende Börsenkurse)</i>	Rückstellungen 30	Kapitalanlagen 27 <i>(fallende Börsenkurse)</i>	Rückstellungen 27
- Abschreibung zu Lasten freies Vermögen 3	- Gewinnbeteiligung 3	- Abschreibung auf Kapitalanlagen 3	- Deckungsstock 27
	- Deckungsstock 27		

Der Kursverlust wird wahrgenommen und vom Versorger durch die Abschreibung getragen. Dieser Verlust schmälert sein Eigenkapital (freies Vermögen).

Dieses Mal streicht der Versorger die freiwillige Leistung (Gewinnreserve) und schönt damit sein Eigenkapital.

Fall 5	
AKTIVA = 30	PASSIVA = 30
freies Vermögen 5	Eigenkapital 5
Kapitalanlagen 25 <i>(fallende Börsenkurse)</i>	Rückstellungen 25 <i>(abnehmende Verpflichtungen)</i>
- Abschreibung durch Passivseite neutralisiert	- Gewinnbeteiligung 3
	- Deckungsstock 22

Hier gleichen sich glücklicherweise die abnehmenden Verpflichtungen des Versorgers (z. B. steigende Sterblichkeit) und die Börsenverluste aus.

**Fazit:** Deckungslücken sind noch keine Tragödie. Als temporäre „Bilanzlöcher“ treten sie oft in Buchform in Erscheinung und resultieren dann aus reinen Bilanzierungsvorschriften. Wenn sie in einer Bilanz vorkommen, muss es in einer anderen noch lange nicht der Fall sein. Die Nutzung der Bewertungsspielräume hilft dabei!



*Einige Pluspunkte sollten nicht übersehen werden*

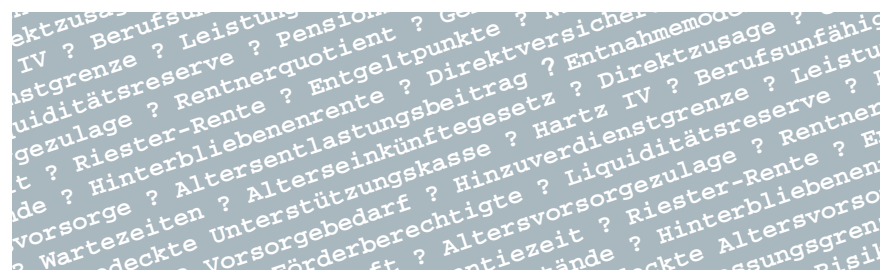
#### *Vorteile der kapitalgedeckten Rente*

Wo im Wirtschaftsleben Risiken vorkommen, treten bekanntermaßen auch Chancen auf, wie die folgende Aufzählung für den Fall der kapitalgedeckten Rente zeigt:

- > Höhere Renditechancen und Glättung von Börsenschwächen durch langen Anlagehorizont
- > Durch globale Anlagemöglichkeiten kann das System internationalisiert und das Anlagerisiko reduziert werden
- > Die Produkt- und Anbietervielfalt ermöglicht dem Vorsorgesparer sich auf seine individuellen Präferenzen einzustellen
- > Der Gerechtigkeitsgedanke kommt klar zum Tragen, da das Prinzip der Eigenverantwortung statt der Solidarität vorherrscht
- > Brisante Diskussionen um „Rentenlöcher“ und Schuldzuweisungen an die Rentner oder die Beitragszahler entfallen

*Vergleich: Umlagesystem versus Kapitaldeckung*

*Fazit: Als „effizient“ gilt ein Rentensystem, wenn es klar definierte Ziele besitzt, die mit den geringsten volkswirtschaftlichen Mitteln erreicht werden können. In der Wirklichkeit der Industrieländer sind kaum „effiziente“ Systeme anzutreffen. Ersichtlich ist dies sowohl an der Vielfalt der Systeme, der fehlenden Transparenz als auch der enormen „Regulierungswut“ in diesem Bereich. Das weit verbreitete Drei-Säulen-System kann als Umlagefinanzierung und als Kapitaldeckung gefahren werden. Beide Varianten weisen Vor- und Nachteile auf. Die Umlagefinanzierung reagiert kurzfristig sensibel auf konjunkturelle und demographische Faktoren, während die Kapitaldeckung vom langfristigen Kapitalmarktrend abhängt. Die Vorteile sind beim ersten System die größere Sicherheit beim zweiten die besseren Renditechancen. Neben der Rendite sind die Kosten der „Rentenbürokratie“ und des Verteilungsprozesses zu berücksichtigen.*



## Das Drei-Säulen-System in Deutschland (Stand, Reformen, Perspektiven)



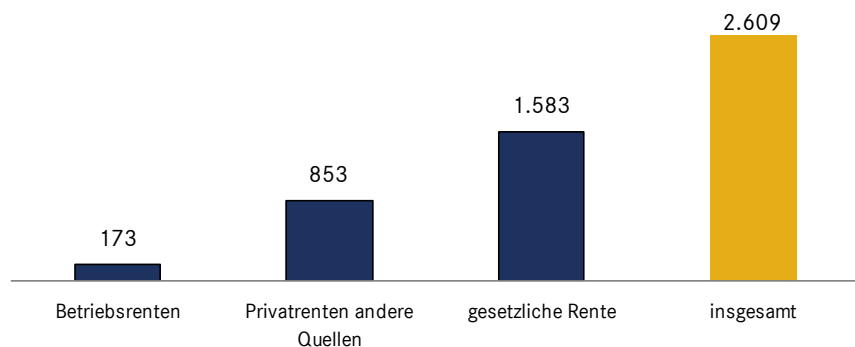
*Jahrzehnte lange Dominanz  
der Gesetzlichen  
Rentenversicherung (GRV)*

### Die Gesetzliche Rentenversicherung eine „Generationenlüge“?

Die Schätzung der Anteile an den Altersversorgungseinkünften in der Bundesrepublik ergab in 2005 für die Pflichtversicherungen 82%, wovon wiederum 80% auf die Gesetzliche Rentenversicherung (GRV) und der Rest auf die Renten der berufsständischen Versorgungswerke (BVW) entfallen. Etwa 90% aller Renten werden im Umlageverfahren abgewickelt. Die kapitalgedeckte Rente steckt noch in den Kinderschuhen.

Bei den individuellen Alterseinkünften dominiert die GRV mit etwa 60%, da hier noch andere Einkünfte wie Mieten, Dividenden oder Zinsen mitberücksichtigt werden.

*Rentnerhaushalt in Deutschland 2003 (zwei Rentenbezieher)*



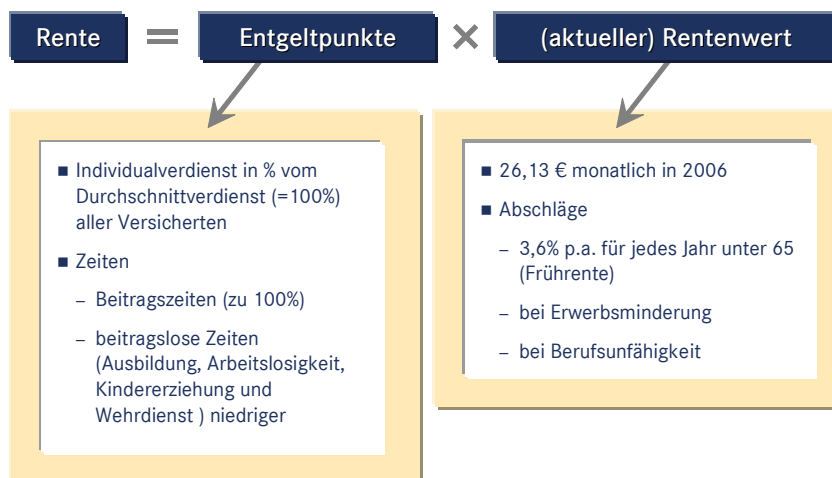
*Quelle: Statistische Bundesamt*

### Niveau und Berechnung (aktuelle Rentenformel)

Der GRV wurde ab 1957 die Lohnersatzfunktion zugedacht. Seitdem ist sie an das Arbeitnehmereinkommen (makroökonomische Bruttolohnsumme) gekoppelt und wird regelmäßig – zeitweise mit zweistelligen Raten wie in den Boomjahren 1974 bis 1976 – „üppig“ angepasst (dynamisiert). Die Berechnung der Individualrente erfolgte nach einer Rentenformel, die noch heute in leicht korrigierter Fassung verwendet wird.

*Das System blieb intakt ...*

In Zeiten einer florierenden Wirtschaft wurde auf dem Generationenvertrag (Faustregel: Junge zahlen für die Alten und erwerben selber Rentenansprüche) basierende System als gerecht empfunden und nicht in Frage gestellt. Zusammen mit den in der damaligen Zeit relativ höheren Einkünften aus der zweiten und dritten Säule wurde das Alterseinkommen als weitgehend ausreichend angesehen. Diskussionen um die „Rentenlücken“ waren unbekannt. Die o. g. Rentenformel konnte strikt angewendet werden und musste nicht durch „Einbau von Sonderfaktoren verwässert“ werden um das Gleichgewicht in der Rentenkasse zu halten.

*Ermittlung der individuellen Gesetzlichen Rente (Formel)*

## Bisherige Reformen: Ursachen und Ausgang

1974 erreichte die GRV mit einem Anteil von über 60% am damaligen (durchschnittlichen) Bruttolohn ihre historische Höchstmarke, um in den Folgejahren sukzessive bis auf 45% (2004) abzusinken.

Was war die Hauptursache dieses dramatischen Rückgangs?

*... bis Ende der 70er Jahre ...*

Im Mittelpunkt des Systemeinbruchs stand die kontinuierliche Konjunkturabschwächung. Das deutsche BIP-Wachstum ermäßigte sich in den vergangenen 30 Jahren von (durchschnittlich) über 4% p. a. auf zuletzt fast „Null“ und erholt sich heute nur langsam. Für 2006 werden 2,1% und für 2007 etwa 1,8% erwartet.

Viel gravierender wirkte sich die ungünstige Demographie aus. Die auseinanderklaffende Schere zwischen dem sinkenden Renteneintrittsalter und der steigenden Lebenserwartung hatte zur Folge, dass die Bezugsdauer sich von 12,0 auf 16,2 Jahre erhöhte. Jeder Anstieg der Rentenbezugsdauer wirkt sich wie eine Erhöhung der Rentnerzahl aus, die zuletzt um etwa 300.000 jährlich zugenommen hat.

*... sich erste Risse zeigten*

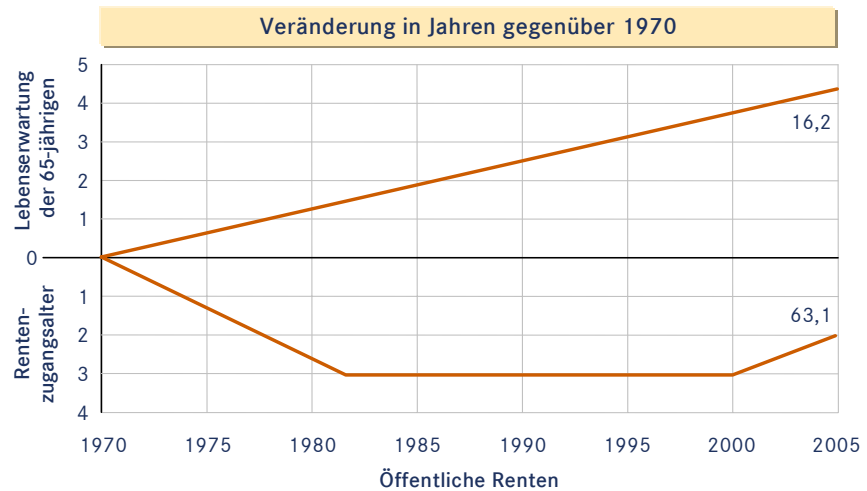
In den vergangenen 30 Jahren erhöhte sich (inklusive der Neuen Bundesländer) die Zahl der Altersrentenbezieher um 108% auf 24,2 Mio. Personen, während die Population der Beitragszahler nur um 71% auf 33,5 Mio. Personen angewachsen ist.

Diese ausgewählten Zahlen mögen die dramatischen Auswirkungen des demografischen Wandels auf das gesetzliche Rentensystem ausreichend veranschaulichen.



### Restliche Lebenserwartung und Renteneintrittsalter von Männern

Konjunktur und Demographie kippen das Gleichgewicht



Quelle: DIA, Deutsche Bundesbank

Ohne ständige Sanierungsmaßnahmen hätte sich bereits vor 20 Jahren – nach dem Verbrauch der Schwankungsreserve von ursprünglich 6 Monaten – in der GRV-Kasse ein gewöhnliches „Haushaltsloch“ ergeben.

Rentner bei der Sanierung der Kassen stark geschont

In folgenden Reformen hat die Politik aus Rücksicht auf die Wählerstimmen die Rentner vom Sanierungskurs weitgehend ausgenommen. Erst in den Vorlagen von 2001 und 2004 wurden erste Abstriche (Krankenkassenbeiträge für Rentner, weitgehende Einschränkungen bei der Erwerbsunfähigkeits- und Hinterbliebenenrenten) gemacht, während aber gleichzeitig die Aktiven erneut viel stärker zur Kasse gebeten wurden (höhere Beitragssätze und Bemessungsgrundlagen, Verschärfung der Anrechnungszeiten, Anhebung bei Frühverrentung).

Die Aufzählung der Einzelbelastungen beider Parteien, geschweige denn eine „Aufrechnung“ bringt allerdings keinen neuen Erkenntniswert. Wichtig bleibt der Eindruck, dass die Beitragszahler bislang eindeutig benachteiligt wurden, was statistisch belegbar ist.

Was wurde aber aus dem bis dato hochgejubelten Generationsvertrag?

Zum einen sind seit 1960 die GRV-Ausgaben (als Summe, nicht als Einzelrenten!) etwa um 40% stärker als die Brutto Lohnsumme (Einkommen der Aktiven) gestiegen. Bei einem „gerechten Generationsvertrag“, wäre eine parallel verlaufende Entwicklung zu erwarten. Auch hätte nach dem Gerechtigkeitsverständnis der Eingangsbetragssatz von 14% aus dem Jahr 1957 konstant bleiben müssen.

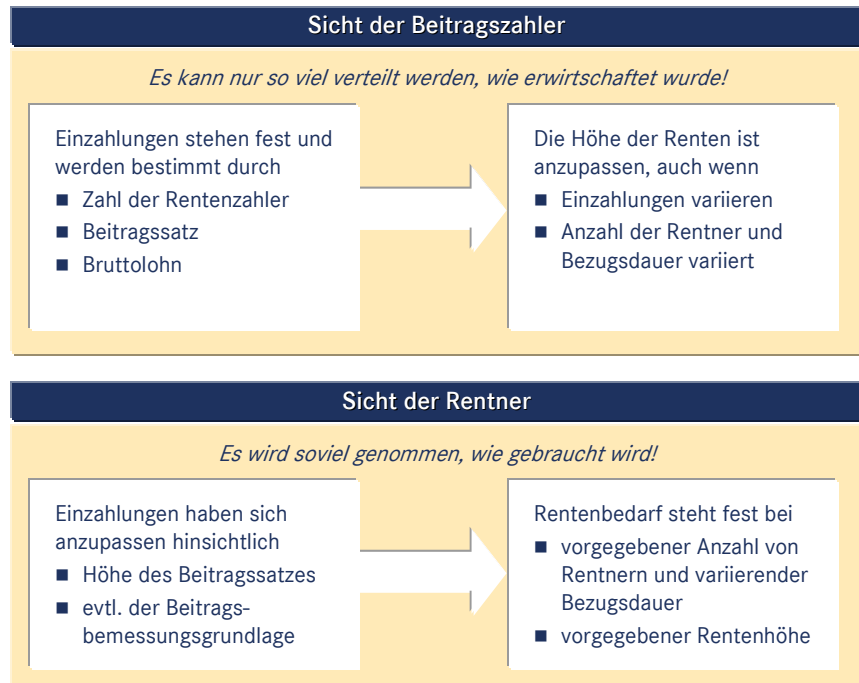
Generationsvertrag: Wie ist das „Jahrhundertwerk“ zu interpretieren?

Wie vorgetragen, liegt dem Generationsvertrag die o. g. Rentenformel zugrunde, bei der der jährlich neu festzulegende Rentewert das „Schräubchen“ bildet, an der die Regierung zu drehen pflegt. Bei ihrer strikten Einhaltung der Rentenformel hätte sich aus dem „Rententopf“

eines jeden Jahres – dessen Volumen durch die Bruttolohnsumme und dem Beitragssatz determiniert wird – die Rentnerpopulation, unabhängig von ihrer Anzahl anteilmäßig bedienen müssen. Bei steigender Anzahl und verlängerter Bezugsdauer würde ein solches Verfahren rein rechnerisch mit sinkenden Renten verbunden sein, was politisch nicht durchsetzbar war.

*Generationenvertrag extrem ausgelegt (Varianten)*

*Wer besitzt die besseren Karten im Rentenpoker?*



*Die Zahl der „Neurentner“ und nicht die Rentenhöhe ist das Hauptproblem*

Die Verhinderung des sich abzeichnenden „Rentenlochs“ erfolgte allerdings zu Lasten der Beitragszahler und führte immer wieder zur formelwidrigen Auffüllung des „Rententopfes“. Infolge höherer Einzahlungen in denselben hat sich der Anteil der Rentenbeiträge am Bruttoinlandsprodukt in den vergangenen 40 Jahren von 5,8% auf 11% fast verdoppelt. Diese Zahl verdeutlicht ebenfalls die Höherbelastung der Beitragszahler.

In der allgegenwärtigen „Belastungsdiskussion“ gilt es fairerweise folgendes festzuhalten: Bei einem überproportionalen Anstieg der Rentnerzahl kollidiert dieser Befund nicht mit der Aussage, dass die Durchschnittsrente im gleichen Zeitraum nur unterproportional, d.h. um etwa 50% gestiegen sind und in etwa dem Lohnanstieg entsprach. Nicht die Rentenhöhe sondern die Anzahl der Rentner stellen das Problem dar! Es gibt also keine „Schuldigen“ außer der Demographie (Kinderlosigkeit?). Der Generationenvertrag gibt keine Auskunft über die Behandlung demografischer Risiken!

*Wer hat demographische Risiken zu tragen – die*

Bei dessen „Interpretation“ fällt auf, dass der besser steht, wer die besseren Karten – nicht unbedingt die besseren Argumente – bei der Politik



### Rentner oder die Aktiven?

hat. Sind es die Aktiven müssen sich die Rentner an den „Rententopf“ anpassen, wie oben dargestellt. Sind es die Rentner, ist der „Rententopf“ variabel, und die Einzahlungen in denselben werden erhöht. In beiden Fällen – wie ersichtlich – kommt zwar der Generationenvertrag zur Geltung, die Auswirkungen sind jedoch diametral unterschiedlich. Welche ist nun die „gerechte“ Variante? Wie dargestellt, hat sich die Politik in der Vergangenheit einseitig für die „rentnerfreundliche“ Variante entschieden. Insofern verwandelte sich nach dem Empfinden der Aktiven der „Generationenvertrag“ langsam zu einer „Generationenlücke“. In freier Auslegung galt nicht mehr die Maxime „Die Jungen sorgen für die Alten!“, sondern die „Alten forderten von den Jungen!“.

### Berufsständige Versorgungswerke (BVW-Werke)

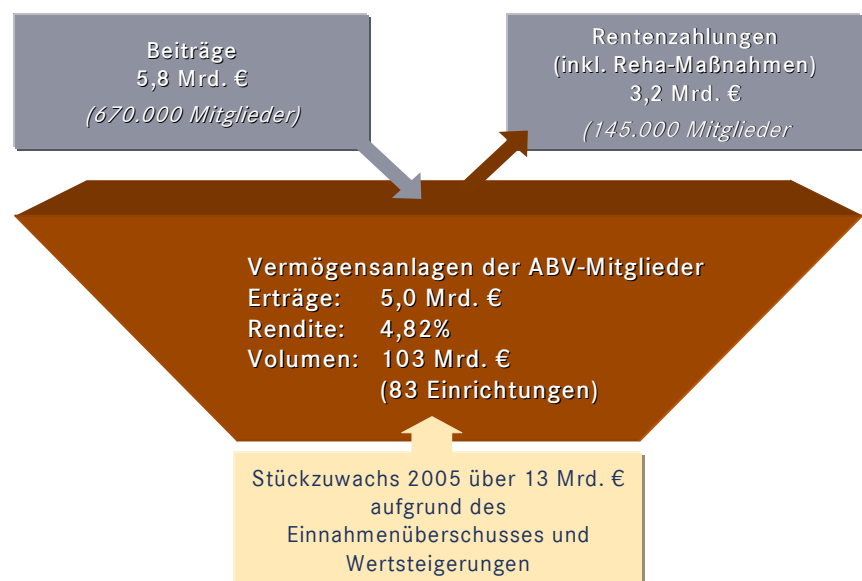
#### Klein bei Beträgen, aber ...

Pflichtversorgungsträger sind auch die Versorgungswerke für bestimmte Berufsgruppen (Heilberufe, juristische und technische Berufe). Sie bieten Rentenleistungen auf der Basis der Kapitaldeckung an und kommen ohne Staatszuschüsse aus. So wundert es nicht, dass diese Institutionen gut mit dem Geld ihrer Mitglieder umgehen können. Die etwa 60fach zahlreicheren GRV-Versicherten „besitzen“ ein 20-mal kleineres Reinvermögen als die BVW-Werke. Die gesetzliche Schwankungsreserve ist dort mittlerweile auf 5 Mrd. € (Spitzenwert 43 Mrd. €) geschrumpft, während die Versorgungswerke über ein Vermögen von 103 Mrd. € (2005e) verfügen. Ihre Anlagerendite lag mit 4,8% p. a. ebenfalls deutlich über der GRV. Die BVW-Werke bilden heute eine „geschlossene Gesellschaft“ und bleiben neuen Berufsgruppen verschlossen.

#### ... groß beim Vermögen

### Berufsständische Versorgungswerke (Grundabgaben)

#### ... und renditeorientiert



Quelle: ABV (Arbeitsgemeinschaft Berufsständischer Versorgungswerke)



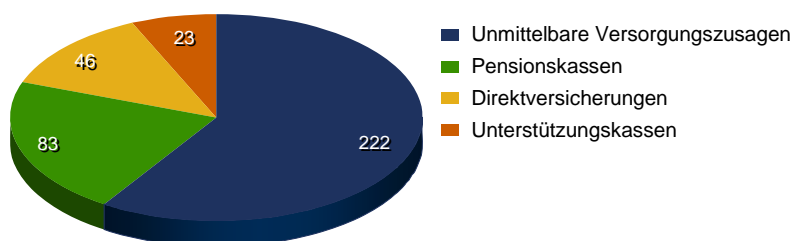
Nur ein Schattendasein bei den Betriebs- und den Privatrenten

#### Betriebsrenten (BAV-System)

*Fünf Formen und viel Papier:  
Musterbeispiel für eine  
„Rentenbürokratie“*

Beiträge in die Betriebliche Altersversorgung (BAV) zahlen nicht – wie fälschlich angenommen wird – allein die Betriebe, sondern auch Arbeitnehmer im Rahmen der sog. Gehaltsumwandlung. In den Durchführungsformen der Pensionskasse, des Pensionsfonds und der Direktversicherung findet eine Kapitaldeckung statt, bei der Variante Direktzusage (Systemdominanz mit 80%) und der Unterstützungskasse dagegen ein umlageähnliches System. Einzahlungen und Zusagen werden durch den Pensionssicherungsverein (PSV) abgesichert.

#### Deckungsmittel der Betriebsrenten 2004 (in Mrd. €)



Quelle: DIA, ABA

*Geringe Beitragsrelevanz,  
hohe Leistungsversprechen*

Obwohl die Betriebsrenten heute gerade 6% der gesamten Alterseinkünfte – absolut etwa 25 Mr. € – ausmachen, betrug 2004 das kumulierte Anwartschaftsvermögen der Betriebsrenten (Deckungsmittel) über 370 Mrd. €. Dieses Volumen entspricht etwa 50% der aktuellen DAX-Börsenkaptalisierung.

*„Kostenlose“ Quelle der  
Unternehmensfinanzierung*

In der Praxis stehen nur ausgegliederte Pensionsmittel dem Kapitalmarkt als Anlage zur Verfügung. Die übrigen Mittel „arbeiten kostenlos“ im Betrieb (Innenfinanzierung) und erscheinen in den Bilanzen als Pensionsrückstellungen. Für die Betriebe selbst ergeben sich auch in der Gewinn- und Verlustrechnung zweierlei Vorteile: Zum einen sparen sie Steuern, da Pensionsrückstellungen Aufwand darstellen. Zum anderen sparen sie Zinsen und müssen keine Sicherheiten (z. B. bei Kreditaufnahmen) wie bei einer Fremdfinanzierung hinterlegen.

#### Privatrenten

*Wovon ich im Alter lebe,  
bestimme ich selbst*

Der ökonomische Unterschied zwischen der privaten Vermögensanlage generell und der Altersvorsorge liegt in den Produkteigenschaften. Ob ein Privatmann seine Vorsorge der Wertsteigerung von Briefmarken anvertraut, seinem Aktiendepot bzw. der Immobilie bleibt ausschließlich ihm überlassen.

Ein Vorsorgeprodukt zeichnet sich im Unterschied zu anderen Finanzprodukten neben der Langfristigkeit der Anlage u. a. durch eine regelmäßige



„Ansparphase“ (Beitragszahlung) und einer „Endsparphase“ (Rentenphase) aus. Nicht ohne Grund legt der Gesetzgeber die Definition „förderungswürdiger Altersvorsorgeprodukte“ restriktiv aus und schreibt diese Eigenschaften bei der Förderung vor. Vorsorgeprodukte sollten darüber hinaus wenig Risiko aufweisen, was generell der bisherigen Anlagementalität der Deutschen entspricht. Die Geldvermögenshaltung der Privaten Haushalte zeigt diese Vorliebe zu defensiven Formen.

*Geldvermögen der privaten Haushalte nach Anlagearten (in Mrd. €)*

*Geldvermögen traditionell defensiv angelegt*

	Ende 2004		Ende 2005	
Geldanlage bei Banken	1.448	35,5%	1.492	35,0%
Geldanlage bei Versicherungen	1.052	25,8%	1.103	25,9%
Festverzinsliche Wertpapiere	431	10,6%	411	9,6%
Anlage in Aktien	246	6,0%	283	6,6%
Anlage in sonstigen Beteiligungen	206	5,1%	211	5,0%
Investmentfonds	462	11,3%	516	12,1%
Pensionsrückstellungen	233	5,7%	243	5,7%
Insgesamt	4.078	100,0%	4.260	100,0%

*Quelle: die bank*

Produktbezogen sind zur Vorsorgekategorie nur die Rentenversicherungen, fondsgebundene Lebensversicherungen und (bedingt) die Kapitallebensversicherungen zu zählen.

*Mit der Lebensversicherung erreicht der Anteil der dritten Säule 25%*

Je nach Abgrenzung (ohne/mit Kapitallebensversicherungen) betrug der Anteil der dritte Säule an den gesamten Alterseinkünften (2004) zwischen 4% und 21%, in absoluten Zahlen ausgedrückt liegt er zwischen 6 Mrd. € und 48 Mrd. €. Also eine sehr breite Spanne!

#### Rentenreform 2004 (1): Leere Rentenkassen verhindern echten Systemwandel

*Experten nennen 15 Reformen seit 1957*

In der Öffentlichkeit werden die Eckpunkte der Rentenreform von 2004 (Alterseinkünftegesetz) selten kritisch diskutiert. Zu kurz kommen die Zweifel, ob der erhoffte Systemwandel „Weg von der Umverteilung hin zur Kapitaldeckung“ staatlicherseits gewollt und ob eine Umstellung „mitteltechnisch“ in absehbarer Zeit überhaupt darstellbar ist. Diese Feststellung ist wichtig, da – wie mehrmals betont – die Mehrheit der Bundesbürger in der kapitalgedeckten Privatrente die Lösung der heutigen Rentenmisere sieht.

Bei der Gesamtwürdigung des Reformpaketes sind darüber hinaus folgende Besonderheiten hervorgehoben:

*Tagesthema: Wie stopfe ich das „Rentenloch“*

Während zum Hauptziel, das „Rentenloch“ in der GRV zu stopfen, ein umfangreicher Maßnahmenkatalog ausgearbeitet wurde, sind Konzepte zur „Förderung der betrieblichen und privaten Altersvorsorge“ äußerst

knapp gehalten. Sie ergeben sich ohnehin als Konsequenz aus der allgemeinen Änderung der Besteuerung aller Altersrenten, unabhängig aus welcher Säule sie stammen. Kritiker behaupten deswegen, der Gesetzgeber betrachte um des sozialen Friedens willen einmal wieder den Ausbau der zweiten und dritten Säule als reines „Ablenkungsmanöver“.

Einen wahren revolutionären Systemdurchbruch durch die Umstellung vom Umlage- auf das Kapitaldeckungsverfahren sieht die Reform wegen akuter Mittelknappheit selbstverständlich nicht vor. Stattdessen wird mit überlangen Übergangszeiten von über 30 Jahren gearbeitet.

Im Einzelnen entstehen folgende Probleme:

- > Kurzfristig bringt die Steuerbegünstigung des Vorsorgesparens durch die nachgelagerte Besteuerung signifikante Budgetprobleme. Weitere Steuergeschenke sind fiskalpolitisch nicht darstellbar. Auch wenn das Gesetz langfristig als aufkommensneutral (Konstruktion: steuerliche Entlastung der Beiträge per heute, Besteuerung der Renten per morgen) konzipiert ist, fließen Steuermehreinnahmen erst in Jahrzehnten. Die Kassen sind aber heute leer!
- > Die auf die GRV-Pflichtbeiträge anzurechnende freiwillige Vorsorge stößt schnell auf die vorgegeben Höchstgrenzen. Beim Normalbürger ist der steuerlich begünstigte Spielraum damit nicht sehr groß. Mit anderen Worten: Für den Kapitalstockaufbau besitzen weder der Staat noch die Privaten das nötige Geld.
- > Die Rechnung der Reformer geht nur dann auf, wenn das Rentensystem keine Defizite mehr produzieren wird. Wie störanfällig aber die GRV trotz Einbau neuer Stabilisatoren – der Nachhaltigkeitsfaktor soll z. B. das stärkere Wachstum der Rentnerzahl abfedern – bleibt, zeigt folgendes Zahlenbeispiel in dem die Größenordnungen etwa bundesdeutschen Verhältnissen entsprechen.

Selbst ein solides BIP-Wachstum von 2% p. a. bringt interessanterweise keine Lösung, wenn die Lohnquote und die Anzahl der sozialversicherungspflichtigen Arbeitsverhältnisse weiter um 0,5% bzw. 2% sinken. Dann entsteht eine Lücke von 1,4 Mrd. € trotz konjunktureller Mehreinnahmen von 2,6 Mrd. €. Die Begründung für diese auf den ersten Blick unverständliche Instabilität liegt in der Koppelung der GRV an den Faktor Arbeit.

*Rentenkasse benötigt p.a. 5 Mrd. € Mehreinnahmen – die Konjunktur bringt sie nicht ein*



*Koppelung der Rente an den Faktor Lohn wirkt verheerend (in Mrd. €)*

	2005 (Basis)	2006 (Prognose)
1 BIP	1.600	1.632 (+2,0%)
2 Lohnsumme	1.120	1.134 (+1,3%)
3 Lohnquote (Gewinnquote)	70% (-30%)	69,5% (-30,5%)
4 Gewinnsumme	480	498 (+3,8%)
5 Beiträge Rentenkasse (inkl. Arbeitgeber) bei 9% von Lohnsumme	100,8 (201,6)	102 (204,2)
Differenz 1 (konjunkturbedingter Überschuss)		2,6
6 2% der Lohnsumme nicht mehr sozialabgabepflichtig in 2006 (Trend am Arbeitsmarkt)		100,10 (200,1)
Differenz 2		-4,1
7 Mindeseinnahmen Rentenkasse		-1,4

Entsteht ein „Loch“ in der Rentenkasse, wird es kurzfristig mit Überbrückungskrediten/Zuschüssen des Bundes gestopft. Was passiert aber langfristig?

*Ziele für 2040 heute wohl schwer nachprüfbar*

Auch da prophezeien die Experten der GRV nichts Gutes. Sie wird ohne Erhöhung der Beitragssätze, Rentenanpassungen, Subventionen und andere „Reparaturmaßnahmen“ kaum auskommen. Als Zielgrößen sind für das Jahr 2040 (!) Beitragssätze von maximal 22% und ein Rentenquotient (Renten im Verhältnis zu Löhnen) von minimal 43% vorgesehen, jedoch nicht verbindlich festgeschrieben. Vom Ansatz her sollen Beitragszahler und Rentner paritätisch weiter bei der Langfristsanierung des Systems „gerecht“ mitwirken. Wie bei allen Langfristprognosen sind naturgemäß solche Zielmarken mit Vorsicht zu behandeln.

*Bei 25% BIP-Wachstum p. a. wäre die Kapitaldeckung sofort möglich*

Zum Schluss ein wenig Utopie. Die Abkehr vom Umverteilungssystem kann ohne Finanzierung der laufenden Rentenausgaben von 190 Mrd. € p. a. nicht gelingen. Eine grobe Rechnung zeigt, dass in Deutschland erst ein utopisches BIP-Wachstum von 25% p. a. dem Staat erlauben würde, aus neuen Steuermitteln – die voll für die laufenden Rentenzahlungen verwendet werden müssten – diese Finanzierung darzustellen. Denn erst wenn der Staat die „Altlasten“ der GRV übernimmt, hätten die Bürger von heute auf morgen die Möglichkeit, sich auf die kapitalgedeckte Rente umzustellen. Dafür brauchen wir aber 25% Jahreswachstum!

Rentenreform 2004 (2): Gibt es Profiteure oder Verlierer?

*In der Ausführung ist vieles wieder zu kompliziert*

*Normalbürger interessieren Steuervorteile, Zulagen und Produktflexibilität*

Kein Staat kann es allen bei Sozial- und Steuerreformen recht machen. Während die Beurteilung des Reformwerkes auf der Makroebene auf allgemeine Ziele wie Rendite, Sicherheit und Flexibilität abstellt, interes-

sieren den Normalbürger konkrete Vor- und Nachteile. Der Bürger beurteilt die Reform aus der Sicht seiner Vorteile.

Diese sind nicht immer in Euro und Cent berechenbar, sondern auch an zahlreichen nicht pekuniären Zusatzkriterien auszumachen (z. B. Anwendungsbereich, Kündigungsrecht, Verpfändbarkeit, Übertragbarkeit, Beleihbarkeit, Tauschmöglichkeit in andere Produkte). Auf diese Zusatzkriterien sind die Ein-/Auszahlungen sowie die Abgaben während der „Sparphase“ und der „Endsparphase“ (Rentenzeit) zu untersuchen.

*Paragraphenschungel lässt  
abermals grüßen!*

Konsens ist, dass analog zu vorgegangenen Reformen die Einzelbestimmungen wieder als zu kompliziert empfunden werden. Sie bilden einmal mehr ein Musterbeispiel des Verharrungsvermögens der deutschen „Rentenbürokratie“. So wird aus den wechselnden Paragraphen niemand so richtig schlau, nicht einmal die Steuerbehörden. Bei vielen Vorsorgeprodukten kann das engmaschige Netz von Ausnahmen, Förderbedingungen, zeitlichen und betragsmäßigen Begrenzungen nicht überzeugen.

#### *Undurchsichtiges System von Einzelbestimmungen*

Einzahlungen	Auszahlungen
Wer zahlt ein ?	Wie/an wen wird ausgezahlt ?
geförderter Personenkreis?	Rentner, Hinterbliebene, Dritte?
Arbeitgeber/Arbeitnehmer?	vererbbar und/oder verpfändbar?
einmalig/monatlich?	Monatszahlungen und/oder kapitalisierbar?
Altersbegrenzung?	was sind förderschädliche Tatbestände?
<b>A B G A B E N</b>	
Sozialabgaben/Steuern (ja/nein)?	Sozialabgaben/Steuern (ja/nein)?
voll bzw. Ober-/Untergrenzen?	voll bzw. Ober-/Untergrenzen?
Pausch-, Fest- oder Staffelsätze?	voll oder nur Ertragsanteil?
welche Bemessungsgrundlage für die Förderhöhe der Einzahlungen?	abhängig vom Alter bzw. Abgabenstatus in der Ansparphase?
Förderung über Steuern/Zulagen?	nachbelagerte Besteuerung (ja/nein)?

*Prinzip: Vorteile von heute  
sind morgen zu versteuern*

In der Rentendiskussion wird unkritisch vermerkt, bestimmte Gruppen wurden durch die Reform stark begünstigt, während die „breite Masse,, – wie üblich – leer ausgeht. Wie stichhaltig ist diese Behauptung? Tatsächlich erhalten Freiberufler und Selbstständige die Chance (Rürup-Rente), durch Steuervorteile oder Zulagen den Vermögensaufbau ernsthaft zu betreiben. Der bis zum Jahr 2025 bei Verheirateten von heute 24.800 € auf 40.000 € ansteigende steuerbegünstigte Vorsorgesparbetrag spricht für sich. Beträgt der Steuersatz 45%, ergäbe sich eine monatliche Steuerersparnis von 1.500 €. Diesen Zahlen wird gerne die Riester-Förderung gegenübergestellt, die ab 2008 auf 678 € jährlich (Standardfamilie) be-



*Wegfall der Förderung bei einigen „Altprodukten“*

schränkt ist. Auf den ersten Blick liegen tatsächlich Welten dazwischen!

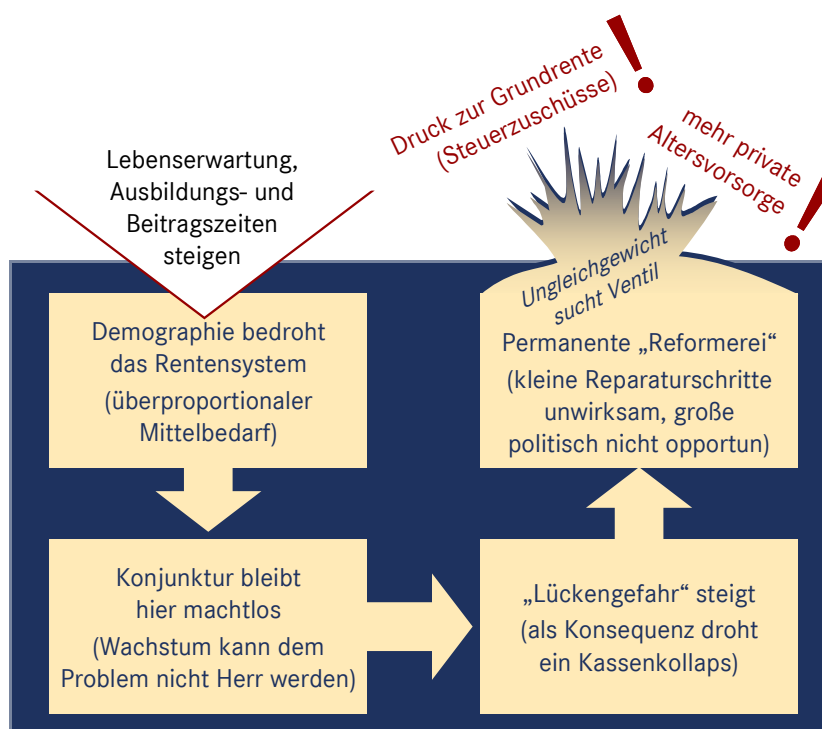
Vorab ist die Höhe der Rürup-Förderung nicht an irgendein bestimmtes Kriterium gebunden. Zudem werden zwei gewichtige Nachteile bei der Argumentation außer Acht gelassen. Zum einen können die heutigen Vorteile durch zukünftige Steuerbelastungen womöglich ganz wettgemacht werden. Zum anderen wird übersehen, dass die aktuellen Vergünstigungen z. T. durch Steuernachteile bei alten „vorsorgekonformen“ Produkten, wie der Kapitallebensversicherung, erkaufte wurden. Insgesamt sind also die scheinbaren Vorteile der Besserverdienenden zu relativieren. Leider haben es Presse und Medien versäumt, auf diesen wichtigen Sachverhalt hinreichend hinzuweisen.

*Die Erfahrung lehrt:  
Ungleichgewichte suchen  
sich immer ein Ventil!*

Rentenreform 2004 (3): Wohin führt das Ungleichgewicht?

Um weiter mit den Skeptikern zu argumentieren, wird auch zukünftig das deutsche Rentensystem trotz der 2004er Reform unverändert von Ungleichgewichten geplagt. Weil ungleichgewichtige Systeme sich grundsätzlich längerfristig ein Stabilisierungsventil suchen, sehen wir diesen im Rentensystem einerseits in der Gestalt der privaten Altersvorsorge und andererseits in der Grundrente. Auch ein Mischweg wäre denkbar. Wichtig bleibt die Erkenntnis, dass selbst eine boomende Wirtschaftskonjunktur nicht vermag, die rentenschädlichen Folgen des demographischen Wandels zu kompensieren.

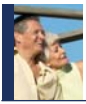
*Jedes Ungleichgewicht sucht sich ein Ventil*



Der Staat propagiert die Individualvorsorge nicht uneigennützig so massiv. Wenn die Bürger dies nicht tun, gibt es in 30 Jahren Probleme, alle durchzufüttern.

*Was alle schon immer wussten: „Notlösung“ aber kein Systemwandel*

*Fazit: Im Unterschied zur „vermögenslosen“ Gesetzlichen Rentenversicherung (erste Säule), die über 80% der Alterseinkünfte in Deutschland darstellt, liegt die Bedeutung der Betriebs- und Privatrenten (zweite und dritte Säule) im hohen Vermögensbesitz. Die 2004er Reform, welche die Ära der Kapitaldeckung einläuten soll, kommt u. E. zu spät. Die Regierung kann heute nur noch „reagieren“ und kaum selbständig „agieren“. In dieser ungünstigen Lage ist von den erklärten Reformzielen allein die Stabilisierung der ersten Säule ernst zu nehmen. Die Stärkung der zweiten und dritten Säule dürfte dagegen eher aus „optischen Gründen“ beigefügt worden sein, weil ihre Umsetzung angesichts leerer Kassen kurzfristig kaum realisiert werden kann. Beim Stabilisierungsziel bedient sich der Gesetzgeber – wie oft in der Vergangenheit – bekannter Instrumente (Beitragssätze, Renteneintrittsalter, Anrechnungszeiten, Rentenkürzungen). Auch die ausgewogene Belastung der Beitragszahler und Rentner folgt dem erstmals 2001 eingeschlagenen Trend. Neu ist die merkliche Steuerförderung des Vorsorgesparens (nachgelagerte Besteuerung), die am stärksten Selbständige und Freiberufler betrifft. Dennoch bleiben die Aussichten für eine dauerhafte Stabilisierung der GRV auch nach dieser Reform gering. Längerfristig ist ihr Ersatz durch eine Grundrente für alle Bürger, die auf einer breiteren Finanzierungsbasis (alle Einkommensbezieher) ruht, nicht auszuschließen.*







Hat die kapitalgedeckte Rente eine Zukunft in Deutschland?



## Voraussetzungen für ein kapitalgedecktes Rentensystem

*Bedeutung der dritten Säule  
nur durch Wachstum  
möglich*

Wie dargestellt, wird nach dem Willen des Gesetzgebers die GRV mindestens bis 2040 Bestandsschutz genießen. Für den Fall, dass ihr Niveau unter einen kritischen Eckwert (43% des Bruttolohnes) fällt, sind staatliche Gegenmaßnahmen vorgesehen. Die etablierte Position der ersten Säule impliziert nicht den Kehrschluss, dass die private kapitalgedeckte Vorsorge in Deutschland niemals Fuß fassen werde. Es kommt darauf an, um wie viel schneller „die Konkurrenten“, d. h. die betriebliche und die private Altersvorsorge, wachsen werden.

Da wir die Entwicklungschancen der zweiten Säule als gering eingestuft haben, konzentrieren sich die weiteren Überlegungen auf das Potenzial der dritten Säule. Zwecks ihrer richtigen Einschätzung sind drei Fragenkomplexe zu prüfen:

*Was determiniert das private  
Vorsorgewachstum?*

- > Wird die Auslagerung der betrieblichen Pensionsrückstellungen in kapitalmarktorientierte, noch unterentwickelte Pensionsfonds gelingen? Werden die Fonds so professionell und renditestark gemanagt, dass sie ein Vorbild für unentschlossene „Vorsorgewillige“ liefern?
- > Sind angesichts hoher Abgabenbelastungen die privaten Haushalte und Selbstständige/Freiberufler trotz staatlicher Anreize in der Lage, für zusätzliche Vorsorge zu sparen? Kann die Transparenz hiesiger Produkte, die Provisionsstruktur und Beratungsqualität die Anleger zum Zusatzsparen animieren? Ist von Umschichtungen aus anderen Anlagen in „klassische“ Vorsorgeprodukte auszugehen?
- > Bietet der deutsche Kapitalmarkt Vorsorgesparern genügend Anlagemöglichkeiten für attraktive Renditen? Wie sinnvoll ist es, eventuell auf Auslandprodukte auszuweichen? Wird die Tiefe des einheimischen Kapitalmarktes aufgrund von IPOs und anderer vorsorgeinduzierter Kapitalmaßnahmen zunehmen?

## Pensionsfonds im Kommen?

*Ratingagenturen fordern  
Auslagerung der  
Pensionsrückstellungen*

Es ist ein Verdienst der Rating-Agenturen und nicht der Rentenreform, dass es sukzessive zu Bilanzauslagerungen der Pensionsrückstellungen in Pensionsfonds nach angelsächsischem Muster kommen wird. Langfristig anlegen heißt aktienorientiert anlegen. Weil die Pensionsfonds so verfahren, ist in Deutschland von einer markanten Belebung der Börsengänge auszugehen, die das Aktienangebot erweitert. Im Unterschied zu angelsächsischen Ländern ist hierzulande der Anteil börsennotierter Unternehmen im Vergleich zur Wirtschaftskraft des Landes noch gering.

## Bilanzauslagerung der Pensionsfonds (Methoden)

Kasse ausreichend vorhanden		AUSLAGERUNG → Auslagerung 1: Dotation in den Pensionsfonds aus Kassenzahlung	
AKTIVA	PASSIVA	AKTIVA	PASSIVA
Sachanlagen 60	Eigenkapital 40	Sachanlagen 60	Eigenkapital 40
Kasse 40	Verbindlichkeit 50	Kasse 30	Verbindlichkeit 50
	Pensionsrückstellung 10		
<b>Summe 100</b>	<b>Summe 100</b>	<b>Summe 90</b>	<b>Summe 90</b>

keine Kasse; Sachvermögen fungibel		AUSLAGERUNG → Sachanlagen werden verkauft und zur Kasse gemacht; anschließend wie 1	
AKTIVA	PASSIVA	AKTIVA	PASSIVA
Sachanlagen 100	Eigenkapital 40	Sachanlagen 90	Eigenkapital 40
	Verbindlichkeit 50	Kasse 10	Verbindlichkeit 50
	Pensionsrückstellung 10		Pensionsrückstellung 10
<b>Summe 100</b>	<b>Summe 100</b>	<b>Summe 100 (90)</b>	<b>Summe 100 (90)</b>

keine Kasse; Sachvermögen gebunden		AUSLAGERUNG → Kredit wird aufgenommen; anschließend wie 1	
AKTIVA	PASSIVA	AKTIVA	PASSIVA
Sachanlagen 100	Eigenkapital 40	Sachanlagen 100	Eigenkapital 40
	Verbindlichkeit 50	Kasse 10	Verbindlichkeit 50
	Pensionsrückstellung 10		Kredit 10
			Pensionsrückstellung 10
<b>Summe 100</b>	<b>Summe 100</b>	<b>Summe 100</b>	<b>Summe 100</b>

*Problem Nr. 1: Fehlende Mittel erschweren die Auslagerung*

Die Auslagerung von Pensionsrückstellungen vollzieht sich nicht reibungslos, da die Mittel im Betriebsvermögen fest gebunden sind. Nur die DAX-Unternehmen konnten derzeit ohne Kapitalmaßnahmen bzw. Veräußerung von Betriebsteilen eigene Pensionsfonds bilden. An Kapitalerhöhungen, wie sie die US-Konzerne für diesen Zweck durchgeführt haben, ist in Deutschland nicht zu denken.

Würden die Unternehmen alternativ den Weg der Fremdfinanzierung (Bankkredite, Anleihen) anstreben, gewännen sie nichts, denn die Ratings blieben bei gesteigerter Verschuldung und verschlechterten Kennziffern unverändert schlecht. Als Möglichkeit bleibt am Ende eine sukzessive Auffüllung der Pensionsfonds aus erwirtschafteten Gewinnen, was lange dauern kann.



*Problem Nr. 2: Zu niedrige Pensionsrückstellungen erfordern Nachdotierungen*

Hinzu kommt eine weitere Erschwernis. Die von den Rating-Agenturen monierte Unterdeckung vieler Pensionsrückstellungen bei Leistungszusagen (vorhandene Mittel reichen nicht aus um den Verpflichtungen nachzukommen), wird die Notwendigkeit einer Auffüllung nach sich ziehen. Dies verlangen auch die Banken, die sich nach der Kreditvergabe nach Basel II nunmehr an Kennzahlen orientieren, die nur aus der IFRS-Rechnungslegung ableitbar sind, die solche Lücken verbietet.

*Auslagerung versus Nachdotierung von Pensionsrückstellungen*

Auslagerung <i>(man braucht liquide Mittel)</i>				Nachdotierung <i>(man braucht Eigenkapital)</i>			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
Anlagen	80	Eigenkapital	60	Anlagen	60	Eigenkapital	60
							50
Kasse	20	Pensionsrückstellungen	20	Kasse	40	Pensionsrückstellungen	20
		Bankkredit	20			Bankkredit	20
Summe	100	Summe	100	Summe	100	Summe	100
	80		80				

■ = wird verrechnet

■ = durch Nachdotierung (10) wird das Eigenkapital verringert (50)

*Dennoch hohes börsenfähiges Anlagepotenzial?*

Ungeachtet geschilderter Probleme würde eine Vollauslagerung der Pensionsmittel aller deutschen Firmen an die Börse ein Volumen von über 300 Mrd. € erbringen. Im Unterschied zu anderen Börsensegmenten und nicht notierten Gesellschaften haben die DAX-Konzerne bereits 60% ihrer Pensionsverpflichtungen ausfinanziert. Weil ihre Anlagen in die nicht dem Versicherungsaufsichtsgesetz unterliegenden Trust-Konstruktionen eingebracht werden, belaufen sich die Aktienquoten zum Teil auf über 40%.

*Wer arm ist, „muss“ sparen, wer reich ist, „kann“ sparen*

Ist die „Fähigkeit“ und „Willigkeit“ zum Vorsorgesparen vorhanden?

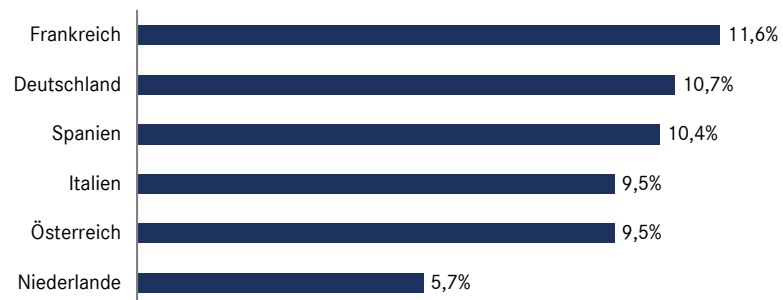
Es ist ein Trugschluss, die Sparfähigkeit einer Volkswirtschaft von ihrem Einkommensniveau abhängig zu sehen. Wenn dem so wäre, dürften nicht die „armen“ Chinesen, sondern die „superreichen US-Amerikaner“ Weltmeister im Sparen sein, beträgt doch das BIP pro Kopf und Jahr im ersten Fall 2.000 USD und im zweiten 40.000 USD. Beim Sparen verhält es sich genau umgekehrt. Die Einwohner des Reiches der Mitte weisen eine Quote von 35% (des verfügbaren Einkommens) auf. In den USA ist sie dagegen negativ (-2%). Auch das asiatische „Armenhaus“ Indien weist eine Sparquote von 28% aus.

*Deutschland ist nach der Wiedervereinigung im Sparen kein Europameister mehr*

In der alten EU-15 war diese Diskrepanz lange Zeit nicht so groß. Deutschland ist heute mit einer Sparquote von knapp 11% kein Europameister mehr und liegt deutlich hinter Frankreich (über 11%) zurück, in etwa auf einem Niveau mit Spanien. Eine andere Kennzahl

belegt ebenfalls die noch bestehenden relativen „Sparreserven“ der Deutschen. Gemessen am Prozentanteil der Rentenausgaben am BIP belegt die Bundesrepublik Platz 5 bzw. Platz 9, gemessen am Sozialetat des Staatshaushaltes (führend ist in beiden Fällen Italien). Zu beachten bleibt, dass sich durch die deutsche Wiedervereinigung eine nachteilige „Verwässerung“ ergab und die „alte“ Bundesrepublik ihre Primus-Position in Europa bei Rentenleistungen eingebüßt hat.

*EU-Sparquoten 2005 (Anteil am verfügbaren Einkommens der Privathaushalte)*



Quelle: Statistisches Bundesamt

*„Not macht erfinderisch“ – wie wäre die Sparwilligkeit der Deutschen zu wecken?*

Wo „Sparfähigkeit“ vorhanden ist, kann „Sparwilligkeit“ geweckt werden. Zwei Tatsachen sprechen für die These, dass die Voraussetzungen hierzulande günstig sind. Zum einen die Erkenntnis, dass der deutsche Sozialstaat an seine Grenzen gestoßen ist, zum anderen, dass die Bundesbürger laut Umfragen über die sie erwarteten „Rentenlöcher“ sehr gut informiert sind. Vor diesem Hintergrund halten wir eine (freiwillige) Erhöhung der Sparquote in Deutschland auf 12% für realistisch, was in absoluten Zahlen ein Volumen von mindestens 20 Mrd. € darstellt.

Sind ausreichende Renditeaussichten für eine kapitalgedeckte Rente am deutschen Aktienmarkt vorhanden?

*Hiesiger Aktienmarkt ist seit Jahrzehnten unterentwickelt ...*

Werden Volumina angelsächsischer und japanischer Pensionsfonds (der Government Pension Investment besitzt eine Anlagemasse von über 1.000 Mrd. USD) sowie die Kapitalisierung der dortigen Börsen mit den deutschen Realitäten verglichen, scheint folgende Frage berechtigt: Ist der hiesige Aktienmarkt groß und attraktiv genug, um eine Anlageplattform für die gerade entstehende kapitalgedeckte Rente zu bilden?

*...weil Deutsche Aktienmuffel sind*

Bei ihrer Beantwortung ist ein weiterer Blick über die Grenzen lohnend. Die Depots langfristig investierter ausländischer Pensionsfonds bestehen bis zu 70% aus Aktienanlagen. Sie sind nicht nur zahlreicher, sondern auch um ein Mehrfaches größer als die wenigen „echten“ deutschen



Adressen und operieren in einem fungiblen Kapitalmarkt. Die sprichwörtliche Angst des Deutschen vor dem „Teufelszeug Aktie“ hat sich nach dem Desaster am Neuen Markt eher noch verstärkt. Um den hiesigen Markt zu beleben, braucht man es den Ausländern nur nachzumachen und Pensionsfonds zu fördern.

Wie sind die Chancen für eine kapitalgedeckte Rente und das Aktiensparen im Einzelnen zu beurteilen? Es sind hierzu die Nachfrage und das Angebot nach Aktien getrennt zu untersuchen.

Die vorsorgeinduzierte Zusatznachfrage dürfte kurzfristig kontinuierlich auf 20 – 25 Mrd. € p. a ansteigen und aus folgenden Komponenten bestehen (makroökonomischer Schätzansatz):

*Altersvorsorge und mehr  
Aktiennachfrage (kurzfristig)*

- > dem zusätzlichen Aktiensparen im Rahmen der Umschichtung innerhalb der „alten Sparquote“ von derzeit knapp 11%
- > dem „Neusparen“ im Rahmen einer auf 12% erhöhten Sparquote (Annahme: 30% dieser Quote geht in Aktien)

Ein mikroökonomischer Ansatz basierend auf der Anzahl abgeschlossener Riester- und Rürup-Verträge, der bekannten durchschnittlichen Ansparsumme und der Aktienquote in den Einzeldepots kommt auf ein „Neusparen“ in Aktien von 12 bis 15 Mrd. € p. a. .

*Altersvorsorge und mehr  
Aktiennachfrage (langfristig)*

Falls nach „Ausschöpfung“ der dargestellten Komponenten die Aktienanlage in der Altersvorsorge gut anläuft und die Vorsorgesparer mehr Vertrauen schöpfen, ist es denkbar, dass auch langfristig der „Appetit“ der Privathaushalte auf Aktien zunimmt. Bei einem jährlichen Anstieg der Aktienquote am Geldvermögen um 0,5 Prozentpunkte durch kontinuierliche Portfolioumschichtungen und ein BIP-Wachstum von 2% (mehr Aktiennachfrage bei gleicher Sparquote) würde sich dauerhaft ein Zusatzvolumen oberhalb von 20 Mrd. € etablieren. Es ist noch viel „Luft nach oben“. In den aktienfreundlichen Ländern wie den USA, Großbritannien, der Schweiz oder Japan liegt die Quote mitunter bei über 50%, in Deutschland gerade bei 7% – 10%.

Wenngleich diese Zahl von 20 Mrd. € isoliert astronomisch erscheint, darf dieses Volumen nicht überinterpretiert werden. Es entspricht gerade einer Zunahme der DAX-Kapitalisierung von derzeit 3,5% oder von 200 Index-Punkten, nicht gerade ein Quantensprung!

*Aktienmarkt kann private  
Mehrnachfrage und den  
neuen Anlagehunger ...*

Die Befriedigung der Zusatznachfrage durch ein zusätzliches Angebot stellt für den Markt kein Problem dar. Dieses wird sich aus Börsengängen, Kapitalerhöhungen, Privatisierungen und Auslandsaktien speisen. Für den unwahrscheinlichen Fall, dass die Mehrnachfrage durch das Mehrangebot nicht absorbiert werden kann, erfolgt der Ausgleich über

Kurssteigerungen.

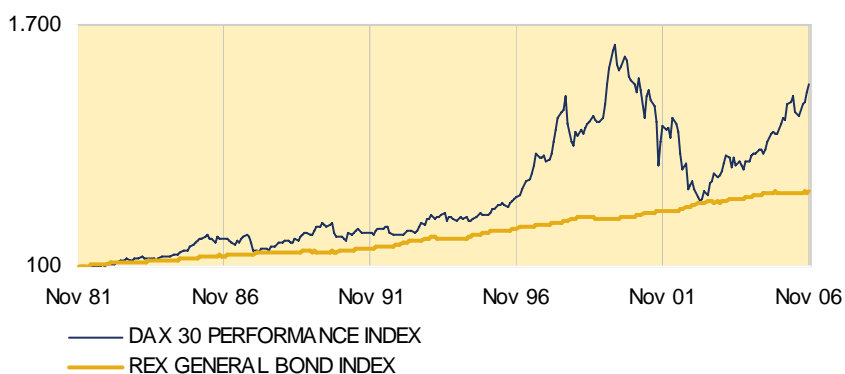
Dauerhafte Markterweiterungen werden ohnehin nicht von Privatanlegern initiiert. Der große Schub ist mittelfristig vom Auslagerungsprozess in die entstehenden Pensionsfonds und der Nachdotierung derselben wegen Unterdeckung zu erwarten.

*... der Pensionsfonds leicht verkraften*

Die vorliegende Attraktivität des deutschen Aktienmarktes können ergänzend die unterschiedlichen Performancevergleiche liefern. Im Langfristvergleich bleiben Aktien grundsätzlich attraktiver als andere Anlageformen, z. B. Renten. Diese Aussage kann zum wiederholten Mal durch den schon so oft zitierten – aber nicht desto trotz unverändert gültigen – Langfristvergleich zwischen der Aktien- und Rentenperformance untermauert werden. In den vergangenen 25 Jahren konnten die DAX-Aktien p. a. durchschnittlich 10% zulegen, die Renten dagegen nur 6%. Der Renditevorteil ist wohl überzeugend.

*Performance des Aktien- und des Rentenmarktes in Deutschland (vergangene 25 Jahre)*

*Die Börsenweisheit „Aktie schlägt Rente“ überzeugt*



Quelle: Datastream

Anlageerfolg mit Produkten der Privaten Altersvorsorge (Konzept)

*Junge sparen weil sie müssen, Selbständige weil sie Steuern sparen*

Ungeachtet zahlreicher Bedenken bleibt die Individualinvestition in Vorsorgeprodukte für die vermögenslose junge Generation ohne Alternative. Ein Vermögensaufbau sollte sich in folgenden Schritten vollziehen, wemgleich der aufgezeigte Weg keine Patentlösung darstellt:

➤ **Erster Schritt: Berechnung der persönlichen Versorgungslücke**

Die „persönliche“ Versorgungslücke ist als Differenz zwischen einem gewissen Prozentsatz (z. B. 80%) des letzten Erwerbseinkommens und der Altersrente (aus der ersten Säule) definiert. Die so ermittelte Größe kann um individuelle Einnahmen (andere Renten, Mieterträge) sowie Ausgaben (Kreditkosten) bereinigt werden. Es gehört heute zur Lieblingsbeschäftigung vieler Rentenexperten mit ausgeklügelten



Modellen, das Ausmaß dieser Lücke zu schätzen. Da die GRV Höchstgrenzen aufweist, wird klar, dass die Lücke mit steigendem Bruttogehalt in der Aktivenzeit zunimmt.

*Wie kann die individuelle "Einkommenslücke" gemessen werden?*

Aktivenzeit ( A )		Rentenzeit ( R )	
Lohn (brutto)	6.000 (A1)	GRV-Rente (brutto)	1.800 (R1)
Lohn (netto)	5.000 (A2)	GRV-Rente (netto)	1.500 (R2)
verfügbares Einkommen (nach Abzug Pflichtbeiträge)	4.000 (A3)	Betriebsrente	500 (R3)
		Privatrente	700 (R4)
Dividenden/Zinsen	1.000 (A4)	Altersrenten gesamt (nach Steuern)	2.400 (R5)
Renten (andere)	500 (A5)	Dividenden/Zinsen	1.000 (R6)
Gesamteinkommen (nach Steuern)	5.000 (A6)	Renten (andere)	500 (R7)
		Gesamteinkommen (nach Steuern)	3.600 (R8)

Lücken können im Einzelfall auf verschiedene Weise definiert werden. Je nachdem welche Einkommenskomponenten aus der Aktiven- und der Rentenzeit gegenübergestellt werden, fallen sie unterschiedlich hoch aus. Vergleicht man das Wertepaar R8/A6 (Tabelle) liegt sie bei 28%, vergleicht man R1/A1 schnellst sie auf ganze 70% hoch! Bei den Berechnungen wird die gleiche Konsumneigung wie in der aktiven Zeit zugrunde gelegt. Ohne darauf zu achten, dass die Versorgungslücke auch durch weniger Sparen geschlossen werden kann.

*Frage 1: Wie viel muß ich monatlich sparen um meine „Lücke“ zu schliessen?*

Ist die „Versorgungslücke“ erst einmal errechnet, kann unter Zugrundelegung bestimmter Prämissen die notwendige monatliche Sparrate zu ihrer Schließung ermittelt werden.

- > Zweiter Schritt: Ermittlung der individuellen Risikobereitschaft

Je schwankungsanfälliger (volatiler) ein Wertpapier im Vorsorgeportfolio ist, desto risikoreicher ist es. Hilfreich für eine Unterteilung in Risikoklassen sind die von den Geschäftsbanken angewandten Klassifizierungsmodelle. Die Anlagerisiken lassen sich grundsätzlich durch eine Diversifikation und einen längeren Anlagehorizont reduzieren.

*Frage 2: Wie reduziere ich meine Anlagerisiken?*

- > Dritter Schritt: Auswahl risikoadäquater Vorsorgeprodukte und ihre Portfoliogewichtung in Abhängigkeit vom Anlagehorizont (Zeitspanne bis zum Rentenbeginn).

Grundsätzlich besteht eine positive Korrelation zwischen der Rendite eines Wertpapiers und dessen Volatilität, die wiederum im Zeitverlauf abnimmt. Je länger also der Anlagehorizont, umso höher sind i. d. R. die Performancechancen eines Portfolios.



Frage 3: In welche Anlagen sollte ich investieren?

Was die Kursschwankungen anbelangt, sind Aktien risikoreicher als Renten. Als „Faustformel“ wird in der Anlagepraxis häufig unterstellt, dass der Aktienanteil nicht die Marke „100 minus Alter“ überschreiten soll. So sollte der Anteil an Dividendenwerten im Depot eines 50-jährigen die Quote von 50% nicht übersteigen. Die Theorie kennt viele andere konservative Anlagestrategien, die sich für eine Altersvorsorge eignen (z. B. Investments in dividenden- oder substanzstarke Titel).

*Vorsorgedepot in Abhängigkeit vom Anlagehorizont und Risikostil*

Beispiele für individuelle Anlagestrategie

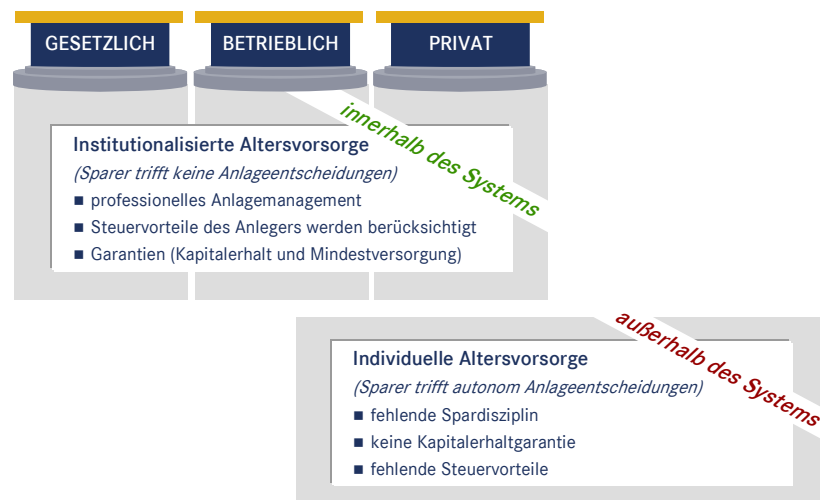
Einstiegsalter		Anlegertyp		
		risikobereit	risikoneutral	risikoscheu
bis 35 Jahre	Aktien	60%	40%	20%
	Renten	20%	45%	70%
	andere	20%	15%	10%
bis 45 Jahre	Aktien	45%	30%	15%
	Renten	40%	60%	80%
	andere	15%	10%	5%
bis 55 Jahre	Aktien	30%	20%	10%
	Renten	60%	75%	90%
	andere	10%	5%	

Sind obige Fragen geklärt, muss überlegt werden, ob die Anlagestrategie alleine oder mit einer Bank gemacht werden soll. Schließlich sind alle Publikationen, beginnend mit seriösen Finanz- und Anlagemagazinen bis hin zu „heißen“ Börsenbriefen, voll von Tipps in Sachen Altersvorsorge.

Frage 4: Mache ich die Vorsorge „in Eigenregie“ oder mit einer Bank?

Wie kann in diesem Dschungel das Richtige gefunden werden? Zwar ist es nicht unmöglich, Vorsorgestrategien selber zu entwickeln. Zum Nachdenken sollen dennoch einige Argumente genannt werden, die für eine – unter Hinzuziehung der qualifizierten Bankberatung – „organisierte“ Anlagestrategie sprechen.

*Vorteile der institutionalisierten Altersvorsorge*





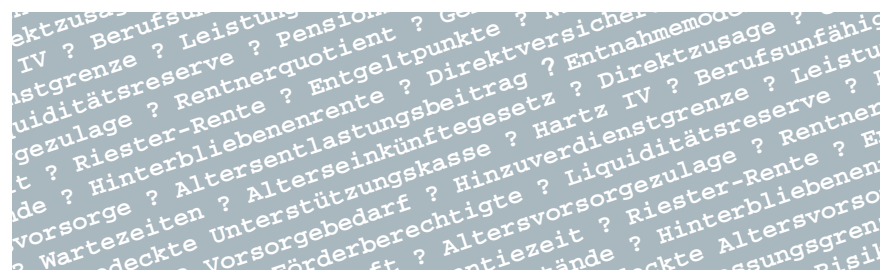
*Vorteil jeder Bankberatung:  
Spezialwissen nutzen!*

Zwar kann „keiner in die Glaskugel“ schauen und Banken sind auch nicht immer erfolgreicher in der Wertpapieranlage als Privatleute. In der Frage der Altersvorsorge wird es nicht anders sein. Unstrittig ist aber, dass Banken über Spezialwissen verfügen, welches sich ein Normalbürger ohne Zusatzkosten und Zeitaufwand nicht aneignen kann. Auf dieses Spezialwissen, welches die individuelle Anlageentscheidung oft erleichtert, kann der Kunde in der Beratung zurückgreifen.

*Kurzfristig kapitalgedeckte  
Rente eher utopisch*

Fazit: *Unabhängig von der Frage ihrer Vorteilhaftigkeit wird sich eine kapitalgedeckte Rente in Deutschland nur über internes Wachstum etablieren können. Sie wird auch in kommenden Jahrzehnten die Gesetzliche Rente nicht völlig ersetzen. Nach dem Willen des Gesetzgebers genießt die letzte sogar eine Art von „Bestandsschutz“. Geht es mit der Umwandlung in dem gleichen Tempo wie bisher weiter, wird erst in 25 bis 30 Jahren die private die gesetzliche Leistung an Bedeutung ablösen. Die für das private Vorsorgesparen notwendige Sparfähigkeit ist in Deutschland gegeben. Die Sparwilligkeit sollte aus der Einsicht geboren werden, sich auf den „verarmten Sozialstaat“ nicht mehr verlassen zu können. Das private Zusatzsparen wird den Kapitalmarkt von der Nachfrageseite her stärken. Zusätzliche Anlageimpulse dürfte die Auslagerung der betrieblichen Pensionsrückstellung in Pensionsfonds bringen. Andererseits sind die in- und ausländischen Börsen imstande, diese Vorsorgevolumina – am Aktienmarkt ist jährlich mit etwa 20 - 25 Mrd. € an „frischem Geld“ zu rechnen – problemlos aufnehmen.*

*Eine Bankberatung in Sachen Privatvorsorge muss nicht mit einem für den Kunden nachteiligen Produkterwerb verbunden sein. Angesichts des harten Wettbewerbs wird wohl zum Schluss der Kunde und nicht die Bank der König bleiben!*



## Zusammenfassung



## Basiswissen über das Drei-Säulen-System, die Umlagefinanzierung und die kapitalgedeckte Rente

### *Basiswissen über das Drei-Säulen-System ...*

> Rentensysteme funktionieren global auf unterschiedlichste Weise. Am häufigsten werden die Mittel von Beitragszahlern (Arbeitgeber, Arbeitnehmer, Selbständige, Privatpersonen) angesammelt und durch institutionelle Träger (staatliche Versicherungsanstalten, betriebliche Träger, Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften) als Renten ausgezahlt. Erfolgt die Auszahlung sofort, sprechen wir von der Umlagefinanzierung, erfolgt sie nach einer gewissen Sparzeit (Anlagezeit), wird sie als kapitalgedecktes Rentensystem bezeichnet.

### *... der Altersversorgung im ...*

> Sowohl die gesetzliche Pflichtrente (erste Säule der Altersversorgung) als auch die grundsätzlich freiwilligen Betriebs- und Privatrenten (zweite und dritte Säule) können nach einer der beiden oder nach einer Mischung dieser beiden Varianten durchgeführt werden. Bei der „Säulenanalyse“ fragen wir, wer der juristisch Verpflichtete (Rententräger) ist. Pflichtrenten können nicht nur der Staat, sondern auch die Branchen- oder Berufsverbände vorschreiben.

> Pflichtrenten werden nicht selten aus Beiträgen aller Einkommensbezieher eines Landes (Betriebe, Selbstständige, Freiberufler, private Einkommensbezieher) und nicht allein von Arbeitnehmern und Arbeitgebern aufgebracht. So funktionieren viele sog. Grundrenten (Schweiz, Großbritannien, Niederlande). In einigen Staaten werden Grundrenten völlig bzw. vorwiegend aus Steuermitteln getragen.

### *... umlagefinanzierten und ...*

> Während im Umlagesystem die Beiträge „junger“ Beitragszahler (A, B und C) direkt an die Rentner (X, Y und Z) zu Auszahlungen gelangen, wird bei der Kapitaldeckung erst ein Kapitalstock gebildet, durch dessen Auflösung jeder Rentner (also A, B, C = X, Y, Z) seine individuelle Sparsumme als Monatsrente oder Einmalzahlung bezieht. Der direkte Bezug zu seiner jahrzehntelangen Spartätigkeit liegt vor.

### *... kapitalgedeckten Rentensystem*

> Das Gewicht einzelner Säulen variiert stark im internationalen Vergleich und korreliert mit der Höhe der Staatsquote. Die Diskussion, welches Rentensystem oder welche Säule „effizienter“ sei, erscheint angesichts nicht formulierter Rentenziele wenig ergiebig. Nur wenn diese klar genannt werden (z. B. die Gesetzliche Rente wird auf 60% des letzten Nettolohnes der Aktivenzeit festgelegt), kann durch den Vergleich des „säulenspezifischen“ Mittelbedarfs eine Aussage getroffen werden. So wird eine kapitalgedeckte Pflichtrente besser ausfallen (hinsichtlich Rendite und/oder Sicherheit) als andere Varianten. Staatlich verordnete Lösungen müssen nicht unbedingt mit dem Makel „schlechter“ bzw. „ineffizienter“ behaftet werden.

*Welches Rentensystem arbeitet „effizienter“?*

- > Trotz der fehlenden Zielsetzung hat sich folgende „weiche“ Interpretation durchgesetzt. Umlagevarianten sollten nach Verteilungskriterien (Solidarität, Grundversorgung, schnelle Beseitigung von „Lücken“, Gerechtigkeit usw.), kapitalgedeckte Varianten – so wie andere Kapitalanlagen – nach Anlagekriterien (z. B. Rendite, Sicherheit und Flexibilität) beurteilt werden.

*„Einkommensarme“ aber „vermögensreiche“ Rentner*

- > In europaweiten Debatten um die „Effizienz“ der Rentensysteme und der „Einkommenslücken im Alter“ werden häufiger Vergleiche der Renten mit den Löhnen in der Aktivenzeit gemacht. Dabei bleiben sowohl andere Einkunftsarten (Zinsen, Mieten u. s. w.) als auch der Vermögensstatus der Rentner unberücksichtigt. Hohes Vermögen relativiert stark die Aussagen über die angebliche „Massenarmut im Rentenalter“.
- > Ein ohne Steuermittel auskommendes Rentensystem ist im Gleichgewicht, wenn Einnahmen die Ausgaben decken. Im Umlagesystem kommt es zu Störungen durch konjunkturelle und demographische Daten. Es entstehen temporäre Überschüsse (positiv) bzw. Defizite (negativ). Das als „Rentenloch“ bekannte Defizit steht aktuell im Mittelpunkt der öffentlichen Rentendebatten in vielen Industrieländern.

*Schlechte Konjunktur und Demographie stören im Umlagesystem*

- > Zu den Konjunkturfaktoren, die die Einnahmenseite der Rentenfinanzen bestimmen, zählen primär die Zahl der Beschäftigten bzw. der Beitragszahler und der Bruttolohn, an den der Beitragssatz gekoppelt ist. Demographische Daten, die langfristig wirken und die Ausgabenseite beeinflussen, beziehen sich dagegen z. B. auf die Dauer der Rentenzahlungen, das Verhältnis der Rentner zu Beitragszahlern oder die Zahl der Erwerbsunfähigen.

*Börsenturbulenzen und viele interne ...*

- > Bei der Kapitaldeckung nimmt das Risiko von Gleichgewichtsstörungen mit der Anspar- bzw. der Rentendauer zu, da Kapitalmarkturbulenzen im langen Zeitraum wahrscheinlicher erscheinen. So müssen z. B. in der Privaten Rentenversicherung die von einem Beitragszahler bis zu 45 Jahre lang (zum Eintritt seines Rentenalters) eingezahlten Beiträge erst am Kapitalmarkt angelegt und danach das angesammelte Sparkapital etwa 15 Jahre in monatlichen Rentenraten „entspart“ werden. Ein Rententräger (Anbieter von Privatrenten), welcher mit derart festen Produktkonditionen arbeitet, wäre – rein theoretisch – 60 Jahre lang Marktunsicherheiten ausgesetzt.

*... Risiken gefährden das Gleichgewicht bei der ...*

- > Risiken (Störungen) können in der Bilanz sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite eines Rententrägers, der kapitalgedeckte Produkte anbietet, vorkommen. Sie sind auf viele externe und interne Ursachen zurückzuführen. Auf der Aktivseite (Sicherheitsmittel für



die Rentenverpflichtungen) sind Börsenturbulenzen externen, Allokationsfehler in den Portfolios aber internen Ursprungs. Auf der Passivseite (widerspiegeln die Rentenverpflichtungen) zählen zu den externen Faktoren z. B. die gesetzliche Änderung der Mindestverzinsung oder die Anhebung des Renteneintrittsalters. Die Geschäftspolitik des verpflichteten Konzerns (Frühverrentung, Sozialpläne, zu geringe Dotierungen) können wiederum intern die Geschäftspläne des von ihm beauftragten Rententrägers durcheinander bringen.

*... kapitalgedeckten Rente*

- > Der Staat verfügt in Rentenfragen über viele Eingriffsmöglichkeiten. Bei der umlagefinanzierten Pflichtrente sind diese Einflussmöglichkeiten am größten. Zu ihnen zählen die Bestimmung des Beitragsatzes und die „anrechnungstechnische“ Behandlung der Beitragszeiten. Bei den Betriebs- und Privatrenten verfügt der Gesetzgeber über ein feines Netz von Steuervergünstigungen und Zulagen bzw. – umgekehrt – von Benachteiligungen. Im Extremfall kann er die grundsätzlich freiwilligen Betriebsrenten und Privatrenten obligatorisch festschreiben.

*Macht der Staat eigene „Rentenpolitik“?*

- > Viele Staaten betreiben im Rahmen der Sozialpolitik eine separate „Rentenpolitik“, um ihre Haushalte im Gleichgewicht zu halten bzw. eine gewünschte Einkommensverteilung durchzusetzen.

Altersvorsorge in Deutschland: Stand, Reformen, Ausblick

*Das Rentensystem als Ganzes*

*Gesetzliche Pflichtrente wird durch Staatseingriffe ...*

- > In Deutschland dominiert seit 1957 (Generationenvertrag) mit über 80% aller Alterseinkünfte die umlagefinanzierte Gesetzliche Rentenversicherung (GRV). Zusammen mit den berufsständischen Versorgungswerken erreicht die Pflichtrente einen Anteil von knapp 85%.
- > Tatsächliches Ziel des Alterseinkünftegesetzes (Rentenreform 2004) ist es, das „Loch“ in der GRV durch ad hoc- Maßnahmen zu stopfen und langfristige Konzepte zur Abwehr von derartigen Defiziten auszuarbeiten. Die Politik nennt aus taktischen Gründen den Ausbau der zweiten und der dritten Säule als gleichwertige Reformziele.

*... auch zukünftig dominieren*

- > Aus heutiger Sicht bleibt auch in Zukunft die umlagefinanzierte GRV trotz ihrer abnehmenden Bedeutung die tragende Säule des Rentensystems. Hauptgründe sind die zu geringe Fähigkeit zum robusten Vorsorgesparen (hohe Zahlungsverpflichtungen an die derzeitige Rentnerpopulation) und damit zu lange Übergangszeiten bis zum Aufbau des für die Kapitaldeckung notwendigen Kapitalstockes. Eine völlige Systemumstellung auf die kapitalgedeckte Rente ist von offizieller Stelle nicht beabsichtigt. 2040 soll die GVR immer noch einen

*Ist in Deutschland eine Grundrente denkbar?*

Anteil von etwa 40% an den gesamten Renteneinkünften besitzen.

- > Es ist jedoch denkbar, dass langfristig die Pflichtrenten – nach dem Muster anderer EU-Länder – weitgehend auf einheitliche Grundrenten umgestellt und aus Steuereinnahmen und/oder durch alle Einkommensbezieher finanziert werden. Die Koppelung der Rentenbeiträge an den Faktor Arbeit wird bei rückläufiger Lohnquote und sinkender Zahl sozialversicherungspflichtiger Arbeitsverhältnisse als die größte konzeptionelle Schwäche der GRV angesehen. Eine Abkoppelung vom Lohn würde grundsätzlich eine Grundrente implizieren.

*Bislang: Kein fairer „Generationenvertrag“ sondern eher ...*

*Pflichtrente (erste Säule)*

- > Mit „Rentengeschenken“ hat die Politik immer wieder parteiübergreifend versucht, Wählerstimmen zu mobilisieren. Es ist denkbar, dass sie auch heute trotz anders lautender Beteuerungen gar kein Interesse hat, dieses Instrument „aus der Hand zu geben“, zumal öffentliche Rentenkassen häufig als „Lückenbüßer“ für andere Sozialaufgaben eingesetzt wurden.

*... eine „Generationenlüge“!*

- > Bedingt durch die schlechte Konjunktur und ungünstige Demographie (Wiedervereinigung verstärkte das Problem) kollabiert die deutsche GRV sukzessive seit den 80er Jahren. Durchgreifende Sanierungen scheiterten am politischen Opportunismus. Nach herrschender Meinung begünstigten alle „Reformen“, bis auf die letzte von 2004, einseitig die Rentner.

- > Mit den Reformen von 2001 und 2004 wird erstmalig versucht, auch die Rentner („Nullrunden“, Pflegeversicherungspflicht, Dämpfung der Rentenanpassung, Nachhaltigkeitsfaktor) und nicht nur die Beitragszahler (Anhebung des Beitragssatzes und des Renteneintrittsalters, Kürzung anrechenbarer Zeiten) paritätisch am Defizitausgleich und den langfristigen Stabilisierungskonzepten zu beteiligen.

*Zukünftig: Gleichbelastung der Rentner und Beitragszahler?*

- > Es bleibt zu befürchten, dass in Krisenzeiten die Politik die zweite und dritte zur Sanierung der ersten Säule – an ihrem Erfolg wird die Politik gemessen – „missbrauchen“ kann. Dafür sprechen schlechte Erfahrungen mit dem Bestandsschutz in anderen Bereichen (private Krankenkassen, Sozialabgabepflicht bei Betriebsrenten!).

*Betriebsrente (zweite Säule)*

*Günstige Finanzierung durch betriebliche Pensionsrückstellungen*

- > Die betriebliche Altersversorgung fristete bislang ein Schattendasein. Das komplizierte System der fünf Durchführungsverordnungen mit verwirrenden Einzelbestimmungen kann als Beispiel für die deutsche „Rentenbürokratie“ dienen. Für die Unternehmen war das System insofern vorteilhaft, da es die steuerlich als Betriebsaufwand begünstigten Pensionsrückstellungen zusätzlich als „zinslose“ Quelle der In-



nenfinanzierung anzapfen konnte.

- > Die Reform von 2004 begünstigt keinesfalls förderwillige Unternehmen, sondern belastet sie eher mit neuen bürokratischen Durchführungsaufgaben. Im Rahmen der Ankoppelung der Betriebsrenten an verschiedene Vorsorgeprodukte (Entgeltumwandlung, Riester-Rente) werden Rentenleistungen, die ökonomisch bei der Privaten Altersvorsorge anzusiedeln sind, der betrieblichen Sphäre zugeordnet. Sie verzerren damit die ohnehin geringe Bedeutung der zweiten Säule kräftig „nach oben“.
- > Das Interesse der deutschen Wirtschaft an der Stärkung der Betriebsrenten hat generell nachgelassen. Die Rolle der Pensionsrückstellungen als Finanzierungsquelle entfällt (Mittelauslagerung in Pensionsfonds). Leistungen dürften aus Kostengründen beschnitten werden. Die Firmen neigen gegenwärtig dazu, aus Risikoüberlegungen nur noch Beitrags- und keine Leistungszusagen zu geben. Neue Trends in der Arbeitswelt (Mobilität, hohe Arbeitsplatzrotation, Arbeitsmarktlage, Optionsprogramme) erlauben es Arbeitgebern gegenwärtig, auf Gewährung zusätzlicher Geldanreize an Mitarbeiter zu verzichten.

*Zum Schattendasein  
verurteilt?*

*Privatrente (dritte Säule)*

*Lebensversicherung und  
Sparbuch des Deutschen  
liebstes Kind*

- > Die Gründe, warum die Privatrente und die Betriebsrente hierzulande nicht Fuß fassen konnten, lagen im hohen Niveau der GRV und der Konzentration der „Anlageaktivitäten“ auf das Konten- und Bausparen, Anleihen und die Kapitallebensversicherung. Diese (z. T. steuerbegünstigten) Anlagen erhöhten zwar das Vermögen der Bundesbürger schlechthin, nicht aber das eigentliche Altersvorsorgevermögen bzw. die Alterseinkünfte. Nicht jedes Vermögen eignet sich für Vorsorgezwecke, besonders dann nicht, wenn regelmäßige Erträge und Fungibilität fehlen.

*Reform 2004: Novum durch  
nachgelagerte Besteuerung*

- > Der Kernpunkt der letzten Reform, den Kapitalstock aus Steuerersparnissen oder Zulagen im Rahmen der nachgelagerten Besteuerung (Beiträge heute steuerfrei, Renten morgen steuerpflichtig) bilden zu können, ist positiv zu werten. Es leuchtet ein, dass der Staat angesichts leerer Kassen sich schwer tut, auf laufende Einnahmen zu verzichten und die Förderung privater Rentenprodukte restriktiv auslegt. Aus diesem Grunde bleiben die nicht geförderten Wertpapiere der individuellen Vermögensanlage (z. B. fungiblen Aktien) hinsichtlich der Vererbung, der Beleihung bzw. der vorzeitigen Kündigung deutlich „flexibler“.



*Reform 2004: Freiberufler  
und Selbstständige heute  
„Profiteure“ ...*

- > Aus heutiger Sicht scheinen Freiberufler und Selbstständige die größten „Profiteure“ der Reform zu werden. Sie können als Verheiratete nach einer Übergangszeit ab 2025 jährlich steuersparend bis 40.000 € in Vorsorgeprodukte investieren. Bei einem Spitzensteuersatz von 45% (inkl. Solidaritätsbeitrag) beträgt die monatliche Ersparnis immerhin etwa 1.500 €! Damit hat diese Gruppe, grob geschätzt, reelle Chancen, in einem Zeitraum von 20 Jahren ein Altersvermögen von 800.000 € (davon 360.000 aus Steuerersparnissen) aufzubauen. Die späteren Renten unterliegen allerdings voll der Steuerpflicht, was die Vorteile deutlich relativiert.
- > Untere Einkommensschichten dürften dagegen kaum nennenswerten finanziellen Freiraum für die Kapitalstockbildung bekommen und eher der Verlockung verfallen, ihre Steuerersparnis konsumtiv zu verwenden. Rechtliche „Überwachungsmöglichkeiten“ fehlen.

*... morgen aber Steuerzahler*

*Kapitalmarktauswirkungen, Anlagestrategien und private Vorsorge*

*Pensionsfonds – neue  
Kapitalmarktimpulse*

- > Nach Expertenmeinung sparen die Deutschen nicht zu wenig, (159 Mrd. € oder fast 11% des BIP jährlich), sondern „falsch“. Ihr Sparverhalten wird mit Attributen wie zu defensiv, zu kurzfristig, zu immobilienlastig oder zu wenig gestreut beschrieben. Es erscheint durchaus denkbar, dass deutsche Haushalte, um die Altersvorsorge zu forcieren, bereit wären, ihre Sparquote auf 12% anzuheben, was jährlich über 20 Mrd. € „fresh money“ für Anlagezwecke impliziert.
- > Ungeachtet vorgenannter Restriktionen sind die Perspektiven für die Private Altersvorsorge hierzulande also nicht schlecht. Die Bundesbürger haben die Chance erhalten, einen signifikanten Kapitalstock durch Neusparen und Umschichtungen aufzubauen, von dem gut 20 bis 25 Mrd. € in Aktien fließen könnten. Dies entspricht alternativ dem Börsenwert von BMW, Continental, Deutsche Post oder der Commerzbank. Noch stärkere Impulse wird die sukzessive Auslagerung der betrieblichen Pensionsrückstellungen – Volumen der Deckungsmittel liegt z. Zt. bei etwa 300 Mrd. €, wobei die DAX-Gesellschaften bereits 60% ihrer Mittel ausgelagert haben – in spezielle Pensionsfonds bringen. Anders als die Lebensversicherungen dürfen sog. Pensionstrusts unbegrenzt in Aktien anlegen.

*Konservativer Anlagestil zu  
erwarten*

- > Das Gros des „frischen“ Vorsorgekapitals dürfte aus Risikogründen und bedingt durch gesetzliche Restriktionen (Kapitalerhalt, Mindestverzinsung, lange Anlagezeiten) zunächst nicht in Aktien, sondern in klassische Anlageprodukte wie Renten, Fonds und Anlagen mit niedrigem Risiko fließen. Der erwartete „Drang“ in Anleihen wird das ohnehin niedrige Zinsniveau festigen. Langfristig sollte sich jedoch aus



*Gute Gründe für eine  
Bankberatung in  
„Vorsorgefragen“*

Performancegründen ein Trend zur höheren Aktienquote etablieren.

- > Juristisch gelten als Altersvorsorge nur Anlagen, die von zertifizierten Trägern gekauft und/oder verwaltet werden. Zu den marktbekanntesten zählen hier die Basisrente (sog. Rürup-Rente, für Besserverdiener geeignet), die zulagengeforderte Riester-Rente (aktuell ein Verkaufsschlager!) und spezifizierte Zertifikate und Fonds.
- > Für junge Vorsorgesparer erscheint es sinnvoll, sich der Vorsorgestrategie der eigenen Hausbank anzuvertrauen und nicht unbedingt „eigene Ideen“ zu fahren. Hierfür sprechen vielfältige Gründe, wie die Rückgriffsmöglichkeit auf Expertenwissen, Befolgung einer Anlage disziplin, weniger Anfälligkeit für „heiße Börsentipps“ sowie nicht zuletzt die richtige Produktwahl, um die gewährten Steuervorteile und Zulagen zu erhalten.

### Schlusswort

Es gibt kaum in einem der westlichen Industrieländer einen gesellschaftlichen Konsens darüber, wie ein „effizientes“ Rentensystem aussehen soll. Die deutsche Erfahrung lehrt, je unkonkreter und dringlicher der Lösungsdruck, umso höher die Gefahr einer „Reformerei“. Für den Rentenbereich bedeutet das konkret: Laufende Mammutausgaben in der Gesetzlichen Rente verbunden mit hohen Pflichtbeitragen werden einen raschen Aufbau der Kapitaldeckung bremsen. Die Sachzwänge des „alten Rentensystems“ (Demographie, Lohnkoppelung, Bestandsschutz) dürften letztendlich über dem Neuerungs Willen siegen. Selbst wenn die Regierung ihren Opportunismus aufgab und Radikalreformen planen wollte, stünde sie angesichts leerer Kassen vor einer „Rentenfalle“. Insofern drängt sich der Verdacht auf, die Rentenreform von 2004 wird noch so manches Mal „nachgebessert“. Vor die Wahl gestellt, das „Rentenloch“ in der Staatsrente durch eine steuerfinanzierte Grundrente zu ersetzen oder zu ihrer Sanierung die Betriebs- und die Privatrenten bei Verletzung des Bestandsschutzes heranzuziehen, wird sich die Politik wohl eher für die zweite Alternative entscheiden. An revolutionäre Ideen – z. B. die Rente mit 57 statt mit 67 bei überproportionalen Abschlägen, die zur Defizitstopfung herangezogen werden könnten – ist ohnehin nicht zu denken. Die Zukunft des Rentensystems bleibt daher summa summarum eher düster. Was lernt der Normalbürger daraus? Am Zwang zur Privatvorsorge, selbst wenn ihm Teile davon vom Staat immer wieder „weggenommen“ werden, führt kein Weg vorbei.

*Verfasser: Dr. Viktor Heese*





Deutsche Apotheker- und Ärztebank  
Wertpapiere Privates Asset Management  
apoResearch

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6  
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0

Internet: <http://www.apobank.de>