

# ALTERSVORSORGE

## Die reale Rendite

Auflage 2017



**BF BETTER FINANCE**

The European Federation of Investors and Financial Services Users  
Fédération Européenne des Épargnants et Usagers des Services Financiers



# Altersvorsorge: Die reale Rendite

## Auflage 2017

### **Vorwort**

***Überwacht werden kann nur das Messbare:  
Warum dieser Bericht über die langfristige Wertentwicklung von  
Sparanlagen (leider) einzigartig ist***

#### **Einer der am schlechtesten gestellten europäischen Dienstleistungsmärkte für Privatkunden**

Anlage- und private Altersvorsorgeprodukte schneiden unter den EU-weiten Dienstleistungsmärkten für Verbraucher stets am schlechtesten ab. Dies geht aus dem Verbraucherbarometer der Europäischen Kommission hervor<sup>1</sup>.

Die Kommission weist zudem darauf hin, dass *„zu den anderen Gründen, die gegen langfristige Sparanlagen sprechen, die oft schwachen Ergebnisse von Finanzvermittlern bei der Erzielung vernünftiger Renditen bei angemessenen Vermittlungskosten gehören“*<sup>2</sup>.

Vorsorgespargen scheint eine der wenigen Dienstleistungen für Privatkunden zu sein, bei denen weder die Verbraucher noch die öffentlichen Aufsichtsbehörden über die reale Nettowertentwicklung der erbrachten Dienstleistungen angemessen informiert werden.

Diese Merkmale der privaten Altersvorsorge könnten natürlich auch eine Verbindung aufweisen.

---

<sup>1</sup> Verbraucherbarometer 2016 – Märkte verbraucherfreundlich gestalten, Europäische Kommission, 2016.

<sup>2</sup> Europäische Kommission - Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen über die langfristige Finanzierung der EU-Wirtschaft (2013)

## Die tatsächliche Wertentwicklung dieses Marktes ist weder den Kunden noch den öffentlichen Aufsichtsbehörden bekannt

Abgesehen von den Veröffentlichungen der OECD (der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung) über die reale Rendite bestimmter „Pensionsfonds“<sup>3</sup> konnten die Verfasser dieser Studie demnach keine weitere vollständige oder aktuellere umfassende Untersuchung zu den realen Nettoerträgen der privaten Altersvorsorge in den EU-Mitgliedstaaten auffinden. Sogar der vor Kurzem im Auftrag der Europäischen Kommission erstellte Bericht über „die Stellung der Anleger bei privaten Altersvorsorgeprodukten“ („*The position of savers in private pension products*“)<sup>4</sup> beruht - in Bezug auf Renditen und Wertentwicklung - auf dem oben genannten OECD-Bericht.

Wie in früheren Auflagen von BETTER FINANCE zur realen Rendite der Altersvorsorge festgestellt, sind die äußerst wertvollen Angaben im OECD-Bericht<sup>5</sup> leider sehr unvollständig:

- Die aktuellsten OECD-Veröffentlichungen über die Vorsorgerenditen, „Pension Markets in Focus 2016“ („Vorsorgemärkte im Fokus 2016“) und „Pension Funds in Figures – May 2017“ (Pensionsfonds in Zahlen - Mai 2017“) enthalten Angaben über die Rendite nach maximal zehn Jahren, was angesichts der langfristigen Natur dieser Produkte einen relativ kurzen Zeitraum darstellt.
- Von den fünfzehn von BETTER FINANCE analysierten EU-Ländern liegen lediglich für acht Angaben der OECD über den Zehn-Jahres-Zeitraum vor. Sieben Länder kommen darin nicht vor: Bulgarien, Frankreich, Polen, Rumänien, die Slowakei, Spanien und Schweden.

<sup>3</sup> <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/oecd-pensions-outlook-2012.htm>, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2016.pdf> und <https://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2017.pdf>

<sup>4</sup> Studie zur Stellung der Anleger bei privaten Altersvorsorgeprodukten – erstellt von der GD Binnenmarkt der Europäischen Kommission und der Financial Services User Group (veröffentlicht im August 2013)

<sup>5</sup> Namentlich die OECD-Studie „Pension Markets in Focus 2016“ (die Angaben beziehen sich auf einen Zeitraum von 1, 5 oder 10 Jahren).





- Ein Teil der betrieblichen Altersvorsorgeprodukte sowie die meisten Produkte der privaten Altersvorsorge fehlen ebenfalls, da die OECD-Daten nur über die Wertentwicklung von „Pensionsfonds“ im engeren Sinn informieren, aber nicht über „*Rentenversicherungsverträge und -fonds, die im Rahmen von Finanzinstituten (oft Banken oder Investmentgesellschaften) verwaltet werden, wie die Individual Retirement Accounts (IRA) in den USA*“.
- Es ist zweifelhaft, dass es der OECD gelungen ist, alle Aufwendungen von Vorsorgesparern zu erfassen - beispielsweise die Ausgabeaufschläge -, da die OECD überwiegend auf die Berichterstattung der nationalen Behörden angewiesen ist, die diesen Punkt in der Regel nicht berücksichtigen.
- Mit Ausnahme Italiens gelten alle OECD-Angaben vor Steuern.

Dies bedeutet, dass die Finanzaufsicht der EU - die Europäische Kommission und die europäischen Finanzaufsichtsbehörden (Wertpapieraufsicht, Versicherungen und Pensionsfonds, Bankenaufsicht) - die tatsächliche Wertentwicklung der Leistungen, die sie regulieren und überwachen sollen, nicht kennen.

### **Das Versäumnis der europäischen Aufsichtsbehörden, für „Verbraucher“ relevante Daten über die Wertentwicklung zu veröffentlichen**

Die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) sind jedoch gesetzlich verpflichtet, Angaben über „Verbraucher-trends“ auf ihren jeweiligen Gebieten zu erfassen, zu analysieren und darüber Bericht zu erstatten (Artikel 9 (1) der europäischen Verordnungen zur Gründung der drei ESA).

Unseres Wissens nach stellen die Behörden für Bankenaufsicht<sup>6</sup>, Versicherungswesen und betriebliche Altersversorgung<sup>7</sup> keine Informationen über die Wertentwicklung von privaten Anlageprodukten in ihren jeweiligen Zuständigkeitsbereichen (Bankensparprodukte,

---

<sup>6</sup> EBA - <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1360107/Consumer+Trends+Report+2016.pdf>

<sup>7</sup> EIOPA – [https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-15-233%20-%20EIOPA Fourth Consumer Trends Report.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-15-233%20-%20EIOPA%20Fourth%20Consumer%20Trends%20Report.pdf)

Lebensversicherungen und Altersvorsorgeprodukte) zur Verfügung. Die Wertpapieraufsichtsbehörde berichtete in der Vergangenheit in Berichten zu „Trends, Risiken und Schwachstellen“ über die Portfoliorendite für „private Anleger“, beendete diese Praxis aber 2016<sup>8</sup>. Diese Angaben über die Wertentwicklung bezogen sich zudem teilweise auf Kapitalmärkte und nicht auf Anlagen für private Anleger, basierend auf der durchschnittlichen „Fünf-Jahres-Rendite“ eines Portfolios, das sich folgendermaßen zusammensetzt<sup>9</sup>:

- 47 % Aktien (Stoxx600: Aktien von europäischen Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung),
- 42 % Einlagen (Euribor 1 Jahr),
- und 11 % Anleihen (Barclays Euro Aggregate 7-10 Jahre).

Leider hat ein derartiges Portfolio kaum Gemeinsamkeiten mit den Durchschnittsportfolios von privaten Anlegern, die, wie die ESMA (Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde) selbst auf der folgenden Seite dieses Berichts feststellt, sich wie folgt zusammensetzen:

- 35 % Einlagen (die aber zum großen Teil mit Sicherheit nicht den einjährigen „Interbanken-Satz“ - Euribor - als Rendite erzielen und diesen auch nicht als Referenzwert haben),
- 32 % Versicherungen und Pensionsfonds,
- 17 % Aktien,
- 7 % Investmentfonds
- und 5 % Anleihen.

### **Wertentwicklung: Die Kapitalmärkte sind nicht mit Anlageprodukten für private Anleger gleichzusetzen**

Nach unseren Erfahrungen und Erkenntnissen ist es in der Tat leider so, dass die Wertentwicklung der Kapitalmärkte kaum etwas mit derjenigen der EU-Bürgern angebotenen Anlageprodukte gemeinsam hat. Dies gilt

<sup>8</sup> ESMA – Trends, Risks, Vulnerabilities Bericht Nr. 1, März 2016 und Nr. 1, März 2015

<sup>9</sup> ESMA – Trends, Risks, Vulnerabilities Bericht Nr. 1, März 2014; diese detaillierte Aufschlüsselung des privaten Finanzvermögens der EU-Haushalte wurde von der ESMA daraufhin nicht mehr veröffentlicht.





insbesondere für langfristige Spar- und Altersvorsorgeprodukte. Der Hauptgrund dafür liegt darin, dass die meisten EU-Bürger den überwiegenden Teil ihrer Ersparnisse nicht direkt in Kapitalmarktprodukten (wie Aktien und Anleihen) anlegen, sondern in „strukturierte Produkte“ (wie z. B. Investmentfonds, Lebensversicherungsverträge und Vorsorgeprodukte).

Man könnte sogar behaupten, dass Versicherungs- und Altersvorsorgeprodukte ähnliche Renditen wie ein gemischtes Portfolio aus Aktien und Anleihen ergeben, da dies die wesentlichen zugrunde liegenden Anlagekomponenten - Versicherungsprodukte und „strukturierte“ Altersvorsorgeprodukte - sind. Dies wiederum gab der ESMA Anlass, die Portfoliorendite für private Anleger zu berechnen. Dahinter verbarg sich jedoch mehr als ein „Vertrauensvorschuss“, da tatsächliche Begebenheiten wie Gebühren und Provisionen, Portfolioumschlagshäufigkeiten, Risiken des Vermögensverwalters usw. vernachlässigt wurden. Allein durch die Aufwendungen wird dieser Ansatz völlig unbrauchbar.

Die nachfolgende Tabelle belegt an zwei - leider nicht seltenen - konkreten Beispielen auf eindrucksvolle Weise, dass dies in der Praxis weitgehend ignoriert wird: Die Wertentwicklung der Kapitalmärkte ist nicht mit derjenigen von Anlageprodukten für private Anleger gleichzusetzen. Der Hauptgrund dafür sind die Gebühren und Provisionen, die privaten Anlegern entweder direkt oder indirekt berechnet werden. Die Europäische Kommission wies öffentlich daraufhin (siehe Fußnote 2 oben).

## Tabelle FW 1. Ein konkreter Fall einer betrieblichen Altersversorgung in Belgien

### Wertentwicklung Kapitalmärkte gegenüber Betriebsrentenversicherungen in Belgien 2000-2016\*

#### Wertentwicklung Kapitalmärkte (Benchmark-Index\*\*)

Nominale Wertentwicklung	100 %
Reale Wertentwicklung (vor Steuern)	44 %

#### Wertentwicklung Rentenversicherung (gleiche Benchmark\*\*)

Nominale Wertentwicklung	33 %
Reale Wertentwicklung (vor Steuern)	-4 %

\* Bis 30.06.2016

\*\* 50 % Aktien / 50 % Anleihen (MSCI Weltaktienindex<sup>10</sup> und JPM Euro-Staatsanleihen-Index) am 31.12.1999 angelegt

Quellen: BETTER FINANCE, Anbieter

In dem oben erwähnten konkreten Fall betrug die nominale Rendite des Vorsorgeprodukts gerade einmal ein Drittel der Rendite der gewählten Kapitalmarkt-Benchmark. Die belgischen Betriebsrentenversicherungen („Groupe Assurance Pension“) erteilen leider keine Auskunft über die Summe der Jahresgebühren (Gebühren, die für den zugrunde liegenden „Teil“ des Fonds erhoben werden, zuzüglich der Gebühren für den Versicherungsvertrag; siehe die Fallstudie „Belgien“ im Anhang dieses Berichts).

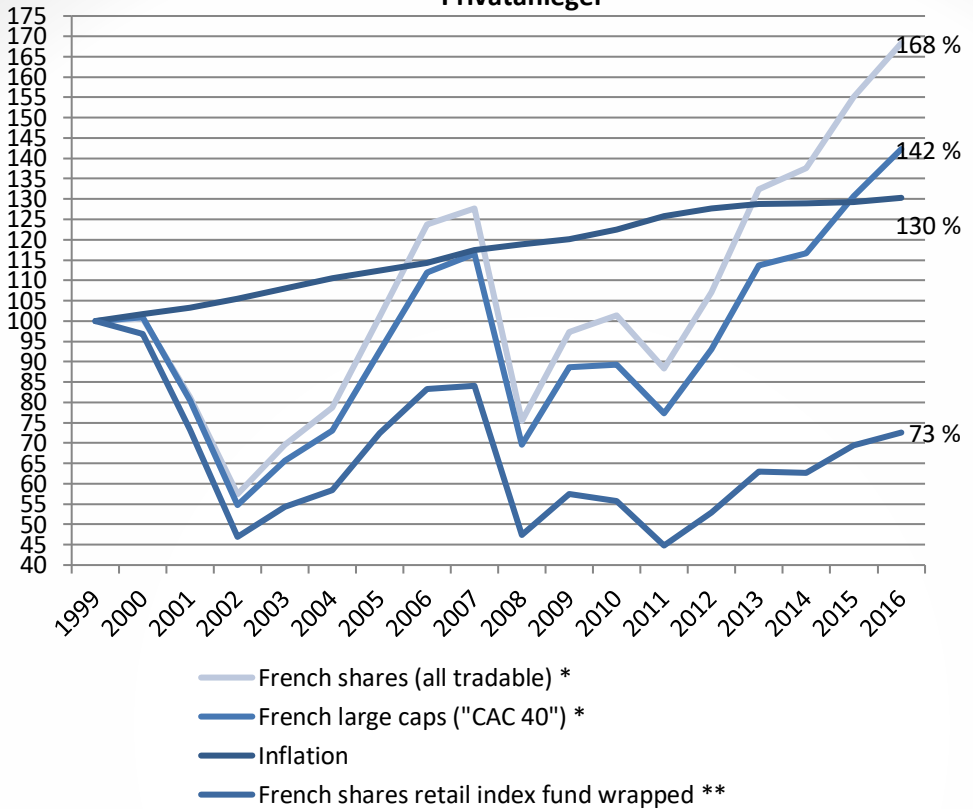
---

<sup>10</sup> „Die Informationen stammen aus für zuverlässig befundenen Quellen, aber J.P. Morgan übernimmt keine Gewähr für deren Vollständigkeit und Richtigkeit. Der Index wird mit Genehmigung verwendet. Der Index darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von J.P. Morgan nicht kopiert, verwendet oder verbreitet werden. Copyright 2015, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.“ (J.P. Morgan)





**Grafik FW I. Konkreter Fall eines französischen Aktienfonds für Privatanleger**



\* Reinvestierte Dividenden

Quelle: Fondsverwalter, Studie BETTER FINANCE

In dem oben geschilderten konkreten Fall schnitt ein privaten Anleger ein angebotener CAC40-Indexfonds<sup>11</sup> nach 12 Jahren um 8 300 Basispunkte schlechter als der zugrunde liegende Aktienfonds ab (+34 % anstatt +117 % für den Benchmark-Index von 2003 bis 2016), wobei die geringere Wertentwicklung ausschließlich auf Gebühren zurückzuführen war. Der Fonds vernichtete zudem den realen Wert der Kundenanlagen, da die Inflation doppelt so hoch wie die nominale Wertentwicklung war. Es ist doch ziemlich überraschend, dass dieser Fonds angesichts seiner besonders

<sup>11</sup> Verpackt als Versicherungsvertrag in der von der Vertriebsstelle angebotenen Form.



hohen Renditedifferenz zur Benchmark nach wie vor als „Index-Tracker“ beworben wird und sich in den Basisinformationsblättern des Fonds keine Warnhinweise befinden (obwohl dies durch EU-Recht vorgeschrieben ist).

Ein weiteres Thema für europäische Anleger, das anhand dieser Grafik ersichtlich wird, ist die Verwendung einer eingeschränkten Auswahl (nur Large Caps oder „Blue Chips“) von Aktienindizes, anstatt auf breitere Indizes zu setzen, obwohl der Anspruch besteht, „die Aktienmärkte“ insgesamt darzustellen. In der Praxis hat dies Nachteile:

- sowohl für Anleger, wie aus dieser Grafik hervorgeht (in den vergangenen 17 Jahren lag die Wertentwicklung des französischen Blue-Chip-Markts 26 % unter derjenigen des französischen Aktienmarkts insgesamt: +42 % gegenüber 68 %);
- als auch für europäische KMU, da ein erheblicher Teil der direkten Anlagen nur in Blue Chips fließt, während der breitere Markt, einschließlich mittlerer und kleinerer Werte, davon ausgenommen bleibt.

Der Ansatz der ESMA, Kapitalmarktrenditen irrtümlicherweise mit den Renditen für private Anleger gleichzusetzen, ist in den verfügbaren öffentlichen Studien leider weitverbreitet. Dies ist zum Beispiel in der jüngsten, von der Europäischen Kommission veröffentlichten Studie der Fall (siehe Fußnote 4).

Die Europäische Union hatte von den Aufsichtsbehörden völlig zu Recht verlangt, Informationen über die europäischen „Anlagetrends“ zu erfassen, zu analysieren und darüber Bericht zu erstatten. An Wirtschaftshochschulen wird gelehrt, dass nur das Messbare gesteuert und überwacht werden kann. Eine der größten rechtlichen Verantwortlichkeiten der Europäischen Aufsichtsbehörden besteht in der Übernahme einer *„Führungsrolle bei der Förderung von Transparenz, Einfachheit und Fairness auf dem Markt für Finanzprodukte bzw. -dienstleistungen für Verbraucher im Binnenmarkt, und zwar unter anderem durch die Erfassung und Analyse von Verbrauchertrends und die Berichterstattung über diese Trends...“*





## 2015: Die Europäische Kommission soll eine Analyse der tatsächlichen Nettowertentwicklung langfristiger Altersvorsorgeprodukte verlangen

Am 30. September 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission ihren Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion. BETTER FINANCE stellte mit Genugtuung fest, dass in diesem Aktionsplan das Problem der mangelnden Transparenz und fehlenden Analysen der realen Nettowertentwicklung von Altersvorsorgeprodukten in Angriff genommen wird: *„Zur weiteren Förderung der Transparenz bei Retail-Produkten wird die Kommission die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) auf der Grundlage von Artikel 9 der ESA-Verordnungen ersuchen, die Transparenz langfristiger Retail- und Altersvorsorgeprodukte in den Blick zu nehmen und die tatsächliche Nettoperformance und die Gebühren zu analysieren.“*

Bis August 2017 - zwei Jahre später - hatten die ESA von der Europäischen Kommission jedoch noch keinen Auftrag erhalten und haben diesbezüglich noch nichts unternommen. Sogar jeder Hinweis auf die Aktion im Rahmen der Kapitalmarktunion verschwand aus dem „Mittelfristigen Bericht über die Kapitalmarktunion“ und floss in einen umfassenderen Bericht über die „Märkte für Privatanleger-Anlageprodukte“ ein, ohne jegliche Angabe über weitere Schritte.

Inzwischen hatte die Europäische Kommission sämtliche Angaben über die frühere Wertentwicklung von Investmentfonds und ihre Benchmarks aus den Basisinformationsblättern für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)<sup>12</sup>, einem delegierten Rechtsakt vom 8. März 2017, entfernt. Dieser bedeutende Rückschritt bei Transparenz und Anlegerinformationen steht im völligen Widerspruch zur Initiative für eine Kapitalmarktunion. Den EU-Anlegern werden so entscheidende Informationen über die frühere Rendite der von ihnen gewählten Anlageprodukte und die Erfolgsquote der Anlageverwalter entzogen. Auch unabhängige Experten wie BETTER FINANCE wird es

---

<sup>12</sup>Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)

dadurch in Zukunft nicht möglich sein, die individuellen Produktrenditen (wie jene in der Grafik FW I) nachzuverfolgen.

## Ein kundenbasierter Ansatz für die Rendite von Altersvorsorgeprodukten

Das Ziel und die Herausforderung dieser von BETTER FINANCE und seinen Partnern auf den Weg gebrachten Studie liegen darin, Informationen über die frühere Wertentwicklung von langfristigen Altersvorsorgeprodukten für private Verbraucher zu erfassen, zu analysieren und darüber Bericht zu erstatten.

In unserem ersten Bericht 2013 legten wir die Methode fest, die auch für diese erheblich erweiterte Auflage 2016 verwendet wird und 15 Länder abdeckt, in denen insgesamt 85 % der EU-Bevölkerung leben.

Die reale Nettorendite der Altersvorsorgeprodukte sollte folgende Elemente umfassen:

- die langfristige Rendite (mindestens zwei vollständige Konjunktur- und Aktienmarktzyklen, da Zeichnungs- und Rücknahmetermine auch für die langfristige Rendite eine bedeutende Rolle spielen). Diesmal konnten wir in den meisten untersuchten Ländern die Wertentwicklung bis zu 17 Jahre zurückverfolgen;
- abzüglich sämtlicher Gebühren, Provisionen und Aufwendungen, die direkt oder indirekt vom Verbraucher zu zahlen sind;
- inflationsbereinigt (da bei langfristigen Produkten ausschließlich die reale Rendite interessant ist; dies ist der geeignete Ansatz, den die OECD gewählt hat, wie weiter oben erwähnt wurde);
- falls möglich, abzüglich der Steuerlast für den Verbraucher (in den USA sind Investmentfonds seit mehreren Jahrzehnten verpflichtet, in der Prospektzusammenfassung über die frühere Wertentwicklung zu informieren).





## Die Qualität der Informationen über die langfristige Rendite von Altersvorsorgeprodukten geht zurück

Die folgende Zusammenfassung, der Gesamtbericht und die Länder-Fallstudien zeigen, dass dies für ein unabhängiges Expertenzentrum wie BETTER FINANCE keine unmögliche, aber dennoch sehr schwierige Aufgabe ist, da zahlreiche Daten vor allem für frühere Jahre in vollständiger Form auf Länderebene einfach nicht verfügbar sind. In Anbetracht der komplexen Besteuerung der Altersvorsorge in den EU-Mitgliedstaaten ist es zudem äußerst schwierig, die reale Rendite nach Steuern zu berechnen.

Für 2017 stellten wir fest, dass sich die Qualität der Informationen über langfristige Altersvorsorgeprodukte nicht verbessert, sondern im Gegenteil verschlechtert hat:

- Weniger Informationen: So erteilt z. B. die belgische Dachorganisation der Versicherungsunternehmen Assuralia seit 2014 keine Auskunft mehr über die Rendite der geregelten „Zweig-21“-Versicherungen für die betriebliche und private Altersvorsorge (für „Zweig-23“-Produkte war dies ohnehin nie der Fall). Dies gilt auch für die nationale Aufsichtsbehörde FSMA.
- Spätere Informationen: Zum Zeitpunkt der Drucklegung war ein beachtlicher Teil der Renditeangaben noch nicht von den nationalen Branchenverbänden oder anderen Anbietern veröffentlicht worden.
- Ungeprüfte Information: Die wichtigste Informationsquelle sind nach wie vor die nationalen Branchenverbände, die ihre Berechnungsmethoden häufig nicht preisgeben. Die Renditeangaben werden oft nicht von unabhängigen Stellen überprüft und kontrolliert; manchmal basieren sie nur auf Mustererhebungen, die sich nur auf einen Teil der Produkte beziehen.
- Wie bereits erwähnt, hat die Europäische Kommission die Verpflichtung zur Offenlegung der früheren Wertentwicklung von privaten Anlageprodukten und ihrer Benchmarks im Basisinformationsblatt mit Wirkung ab 2018 und für OGAW-Fonds spätestens mit Wirkung ab Ende 2019 abgeschafft.

Es ist noch ein weiter Weg bis zur Förderung der im EU-Recht verankerten  
*„Transparenz, Einfachheit und Fairness auf dem Markt für Finanzprodukte“*.





# Altersvorsorge: Die reale Rendite

## Auflage 2017

### *Zusammenfassung*

Wie die Kommissionsdienststellen in ihrer Arbeitsunterlage 2013 feststellten, *„hat sich durch die Krise das Misstrauen gegenüber Finanzinstituten und -märkten vergrößert“*<sup>13</sup>. Auch das jüngste EU-Verbraucherbarometer<sup>14</sup> bewertet private Altersvorsorge- und Anlageprodukte erneut als einen der schlechtesten Verbrauchermärkte.

### **Abdeckung**

Dieser Bericht greift eine wesentliche Komponente dieses Misstrauens auf und erläutert dessen Ursache, nämlich die geringe Wertentwicklung privater Altersvorsorgeprodukte, nach Abzug von Inflation, Aufwendungen und (falls möglich) Steuern von der nominalen Rendite und im Vergleich zu den jeweiligen Kapitalmarkt-Benchmarks. Die geografische Abdeckung wird gegenüber der Erstauflage der Studie von BETTER FINANCE („Private Altersvorsorge: die reale Rendite“), die zum ersten Mal im Juni 2013 veröffentlicht wurde, wesentlich erweitert. Die ursprüngliche Gruppe aus Spanien, Frankreich und Dänemark wurde um Belgien, Bulgarien, Estland, Deutschland, Italien, Lettland, Polen, Rumänien, die Slowakei, Schweden, die Niederlande und Großbritannien vergrößert. Ferner wurde der Berichterstattungszeitraum verlängert, um die Wertentwicklung über einen Zeitraum von 17 Jahren (2000-2016) abzudecken, soweit Daten verfügbar

---

<sup>13</sup> Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen „Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft“ zum Grünbuch über die langfristige Finanzierung, Europäische Kommission, 25. März 2013, Seite 10 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>.

<sup>14</sup> Verbraucherbarometer 2016 – Märkte verbraucherfreundlich gestalten, Europäische Kommission, 2016

waren. Die Studie von BETTER FINANCE deckt nunmehr 86 % der EU-Bevölkerung ab.

Die untersuchten Länder können in drei Kategorien eingeteilt werden:

- einerseits Länder wie die Niederlande, Dänemark und Großbritannien, in denen das Volumen der Pensionsfonds und Lebensversicherungen das jährliche BIP (Bruttoinlandsprodukt) deutlich übersteigt und die reale Rendite von privaten Altersvorsorgeprodukten von wesentlicher Bedeutung ist;
- andererseits Länder wie Italien und Spanien, in denen die Altersvorsorge vor allem von der Qualität und Nachhaltigkeit von umlagefinanzierten Systemen abhängt;
- und schließlich Länder, die sich nicht genau einordnen lassen und in denen der Lebensstandard von Rentnern sowohl von der Nachhaltigkeit der Umlagesysteme als auch von der Rendite der Altersvorsorgeprodukte abhängen;
- Schweden ist ein Sonderfall, da die gesetzliche Altersvorsorge der ersten Säule nunmehr zu einem geringen Teil nicht mehr durch Umlagen, sondern vom Staat finanziert wird.

### **Warum Vorsorgerenditen für die Altersvorsorge wichtig sind**

Die an Fragen der Altersvorsorge beteiligten öffentlichen Behörden nennen in der Regel nur zwei Voraussetzungen, die erfüllt werden müssen, um die „Angemessenheit der Altersvorsorge“ zu sichern (das Ruhestandseinkommen soll einen großen Teil des früheren Erwerbseinkommens ersetzen):

- so früh wie möglich mit dem Sparen zu beginnen;
- die Notwendigkeit, einen nennenswerten Teil des Erwerbseinkommens zurückzulegen: „Um ein angemessenes Einkommensniveau im Ruhestand





zu sichern, müssen 10-15 % des durchschnittlichen Jahresgehalts gespart werden<sup>15</sup>.

Zum Beispiel liegt nach Angaben der OECD „angesichts der Herausforderungen der Rentensysteme die einzige langfristige Lösung zur Sicherung eines höheren Einkommens im Ruhestand darin, über längere Zeiträume höhere Beiträge zu zahlen“<sup>16</sup>.

Dem können wir nicht zustimmen.

Denn diese Beträge reichen nicht aus. Zumal eine dritte und viel wichtigere Anforderung fehlt, nämlich die Notwendigkeit einer positiven und angemessenen langfristigen Rendite (eine reale Nettorendite: inflationsbereinigt und nach Abzug von Gebühren und Provisionen).

An einem einfachen Beispiel wird deutlich, warum „mehr und über längere Zeiträume zu sparen“ nicht genügt und oft sogar zum Nachteil gereichen kann.

Wer bei einer angenommenen Inflation von null Prozent 30 Jahre lang 10 % seines Erwerbseinkommens anspart (wie von den öffentlichen Behörden empfohlen) und bei Renteneintritt eine Lebenserwartung von 25 Jahren aufweist, erzielt - ohne Berücksichtigung von Gebühren, Provisionen und Steuern - wie aus der Tabelle unten hervorgeht - **außer bei einer signifikant positiven Nettorendite (im oberen einstelligen Bereich) auch im Ruhestand kein angemessenes Ersatzeinkommen** („Angemessenheit der Altersvorsorge“), **wenn er frühzeitig und in erheblichem Umfang spart.**

---

<sup>15</sup> Weißbuch Weltwirtschaftsforum: „We’ll live to 100 – How can we afford it?“ (dt. *Wir werden 100 Jahre alt – Wie können wir uns das leisten?*), Mai 2017

<sup>16</sup> OECD-Rentenausblick 2016 (Leitartikel, Seite 10, 2016)



Tabelle EX1

Jährliche Nettorendite	Ersatzeinkommen
negativ 1 %	10 %
null	12 %
2 %	17 %
8 %	49 %

© BETTER FINANCE, 2017

## Positive Kapitalmarktrenditen (1999-2016)

Wir haben den Zeitraum der vergangenen 17 Jahre gewählt, da die Rendite von Altersvorsorgeprodukten mit einem langfristigen Horizont gemessen werden sollte und dieser Zeitraum zwei Aufschwungphasen (2003-2006 und 2009-2016) sowie zwei Abschwungphasen (die Phase nach der Dot-com-Blase 2001-2003 und die Finanzkrise 2008) umfasst. Diesen Zeitraum wählten wir für unsere Analyse, soweit Daten verfügbar waren. Die Wahl des Zeitrahmens wirkt sich in ganz erheblicher Maße auf die reale Rendite aus: Zur Erfüllung unseres Studienziels ließen wir deshalb diesbezüglich besondere Sorgfalt walten<sup>17</sup>.

Ferner erfassten wir für die vergangenen 17 Jahre die jährliche Wertentwicklung ein und derselben Anlage (französische Unternehmensspar- und Altersvorsorgepläne; siehe französische Fallstudie), um die Ergebnisse regelmäßigen Vorsorgesparens über einen Zeitraum von 17 Jahren mit einer Einmalanlage vor 17 Jahren zu vergleichen. Beide Anlageformen können jedoch nicht richtig miteinander verglichen werden.

Seit Anfang des 21. Jahrhunderts (vom 31. Dezember 1999 bis 31. Dezember 2016) entwickelten sich die Kapitalmarktrenditen positiv (maßvoll für Aktien und sehr positiv für Anleihen):

<sup>17</sup> Idealerweise sollte man sogar noch längere Zeiträume wählen, um die historischen Renditen zu analysieren, aber für frühere Jahre liegen oft keinen Daten vor.





- Auf nominaler Basis (vor Berücksichtigung der Inflation) legten die Weltaktienmärkte (in Euro) um 76 %<sup>18</sup>, der US-Aktienmarkt um 94 %<sup>19</sup> und die europäischen Aktienmärkte um 58 %<sup>20</sup> zu.
- Auf realer (inflationsbereinigter Basis) erzielten auch die europäischen Aktienmärkte 2016 wieder positive kumulierte Renditen (+19 %), wie in der Grafik unten dargestellt wird, obwohl manche europäischen Länder wie Griechenland und Italien nach wie vor negative Renditen verzeichnen. Mehrere Large-Cap-Märkte haben weiterhin mit negativen Renditen zu kämpfen, und auf europäischer Ebene befindet sich der sehr eng gefasste „Stoxx 50“-Index inflationsbereinigt noch immer im negativen Bereich (-17 %), der Index umfasst aber lediglich 50 europäische Aktien.

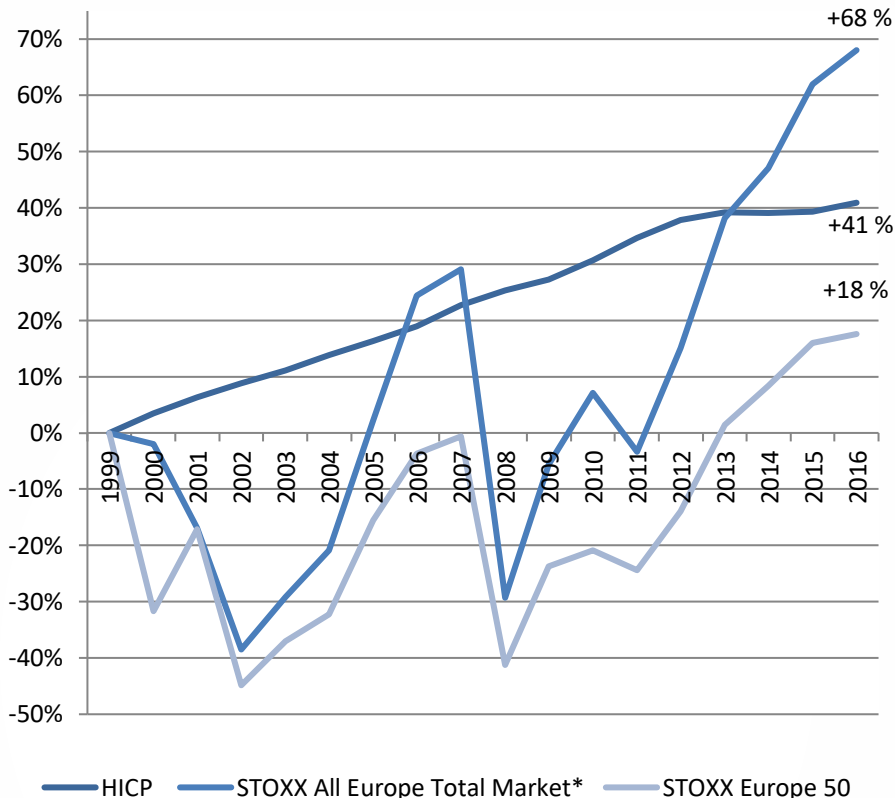
---

<sup>18</sup> Gemessen am MSCI All Country World (ACWI) GR Index in Euro.

<sup>19</sup> Gemessen am MSCI USA GR Index in Euro.

<sup>20</sup> Gemessen am MSCI Europe GR Index in Euro.

**Grafik EX 1. Kumulierte Wertentwicklung breiterer europäischer Aktienindex gegenüber eng gefassten Index**



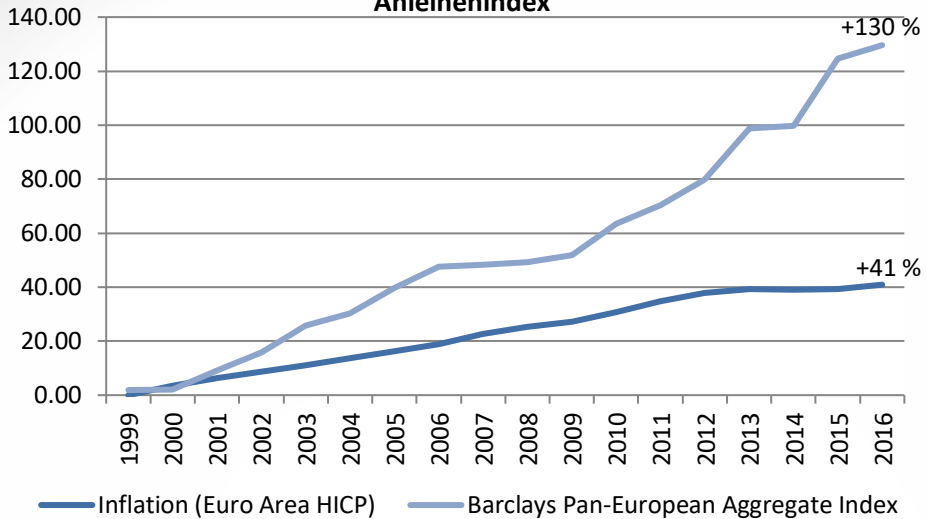
\* Wir verwendeten den MSCI Europe GR stellvertretend für die Wertentwicklung 2000 und 2001, da wir für diese Jahre keine Angaben zum STOXX All Europe Total Market auffinden konnten (beides sind breiteres Indizes)

- Anleihenmärkte blicken auf eine außergewöhnlich starke Phase zurück, die auf dem kontinuierlichen Rückgang der Zinssätze in den vergangenen 15 Jahren beruht: +130 % auf nominaler Basis und 63 % real (inflationsbereinigt).





**Grafik EX 2. Kumulierte Wertentwicklung europäischer Anleihenindex**



*Quellen: Barclays Pan-European Total Returns & Eurostat HICP Europe 28 Monthly*

Ein europäischer Anleger, der sein Kapital an der Schwelle zur Jahrhundertwende auf ausgewogene Weise direkt anlegte (50 % europäische Aktien / 50 % europäische Anleihen<sup>21</sup>)<sup>22</sup>, hätte eine stolze Rendite von nominal (einschließlich Gebühren und Steuern) +117 % und real 54 % erzielt, was einer durchschnittlichen Jahresrendite von +2,6 % (+4,7 % nominale Jahresrendite) gleichkommt.

### **Die meisten Altersvorsorgeprodukte legten vor Kurzem zu, ihre Entwicklung war jedoch nach wir vor unterdurchschnittlich**

Unsere Studien ergaben, dass die durchschnittliche Rendite der meisten langfristigen Altersvorsorgeprodukte nicht annähernd derjenigen von Kapitalmärkten entsprach und für europäische Vorsorgesparer allzu oft sogar den realen Wert vernichtete (in Form einer negativen Rendite nach

<sup>21</sup> Die verwendeten Indizes sind der Stoxx All Europe Total Market (MSCI Europe für die beiden ersten Jahre) für Aktien und Barclays Pan European Aggregate für Anleihen.

<sup>22</sup> Jährlich angepasst

Inflation). In den letzten Jahren wurden jedoch etwas bessere Renditen erzielt, was einer seit 2011 anhaltenden langen Hausse-Phase der Kapitalmärkte sowohl für Anleihen als auch für Aktien zu verdanken war. Selbstverständlich sind in den oben erwähnten Kapitalmarktrenditen noch keine Gebühren oder Provisionen berücksichtigt. Bei der Zuordnung der Wertentwicklung wird offensichtlich, dass die Höhe der Gebühren und Provisionen der Hauptfaktor für die langfristigen Altersvorsorgerenditen in Europa waren.

### Antriebsfaktoren für Vorsorgerenditen

In den meisten Ländern war die Inflation in den vergangenen Jahren rückläufig; dadurch verringerte sich die Differenz zwischen nominaler und realer Wertentwicklung. Antriebsfaktoren für die reale Nettorendite waren länderunabhängig:

- die Vermögensallokation von Vorsorgeprodukten;
- die Wertentwicklung von Kapitalmärkten, an denen Vorsorgeprodukte angelegt werden;
- die Geschicklichkeit der Vermögensverwalter bei Auswahl der Wertpapiere und Markt-Timing;
- dies gilt jedoch insbesondere für die realen Nettorenditen privater Altersvorsorgeprodukte, deren Höhe durch die von Vermögensverwaltern und Finanzvermittlern berechneten Gebühren und Provisionen verringert wird;
- sowie letztendlich Inflation und Steuerbelastung.

Je nach Ländern und Produkten sind markante Unterschiede bei der Vermögensallokation von Pensionsfonds festzustellen. Die wichtigste Anlagekomponente in Belgien und Deutschland sind Investmentfonds. Dies gilt auch - obwohl in geringerem Umfang - für Großbritannien. Dort besteht die Tendenz, dass Investmentfonds den direkten Aktienbesitz ablösen, dessen Anteil von 2001 bis 2014 von 57 % auf 20 % abnahm. Dagegen ist der überdurchschnittliche Besitz von Aktien (insbesondere dänischer Unternehmen) in Dänemark zum großen Teil durch die gute Wertentwicklung von Altersvorsorgeprodukten in diesem Land zu erklären.





In Schweden sind ebenfalls Aktien die bestimmende Größe. In Frankreich (Lebensversicherungen und Vorsorgekassen für öffentlich Bedienstete), Italien, Polen (Mitarbeitervorsorgefonds), Spanien, Rumänien und Lettland werden Anleihen bevorzugt, insbesondere Staatsanleihen. Im Zeitraum 2000-2016 hat sich das Engagement in Aktien insgesamt verringert, während die öffentliche Verschuldung durch die Erhöhung der Pensionsrückstellungen gestiegen ist, eine für private Anleger mittlerweile bedenkliche Tendenz, da dies die Aussichten auf angemessene Renditen trüben könnte, zumal die Anleihezinsen momentan auf einem historischen Tief sind.

Der seit 1999 andauernde Zinsrückgang bei Staatsanleihen wirkte sich positiv auf ausstehende Vermögenswerte aus, insbesondere in Ländern, in denen diese Anlageklasse dominiert. Möglichkeiten zum Angebot einer angemessenen Vergütung für neue Anlageströme werden dadurch jedoch reduziert.

Im Hinblick auf die Kompetenzen der Vermögensverwalter ist festzustellen, dass es den meisten von ihnen gelingt, langfristig mit ihren Kapitalmarkt-Benchmarks Schritt zu halten.

Gebühren und Provisionen stellen eine hohe Belastung für die Wertentwicklung von Altersvorsorgeprodukten dar; dies gilt insbesondere für private „strukturierte“ Vorsorgeprodukte sowie für fondsgebundene Lebensversicherungen. Die Struktur der berechneten Aufwendungen ist oft komplex, unübersichtlich und kann zwischen verschiedenen Vorsorgeanbietern und -produkten kaum verglichen werden. Einige Länder führten inzwischen für manche Altersvorsorgeprodukte Gebührengrenzen ein (Großbritannien, Rumänien, Lettland).

Zuletzt wird die Wertentwicklung von Anlagen durch Steuern verringert. Das für Altersvorsorgeprodukte allgemein angewandte Modell ist die nachgelagerte Besteuerung, bei der die Beiträge vom steuerpflichtigen Einkommen abgezogen werden, während das Vorsorgeeinkommen im Alter versteuert wird. Das angesparte Kapital kann im Ruhestand zumindest teilweise als Einmalbetrag ausgezahlt werden, der oft keiner Besteuerung

unterworfen ist. Grundlage unserer Berechnungen war der günstigste Fall, d. h. die Annahme, dass der Anleger den größtmöglichen Betrag, der auf einmal ausgezahlt werden kann, entnimmt.

Im folgenden Gesamtbericht werden die Renditebeiträge im Detail analysiert.

## Europäischer Ausblick auf Vorsorgerenditen

Im Jahr 2017 war der mittelfristige Ausblick auf die Angemessenheit der Rendite von europäischen Altersvorsorgeprodukten insgesamt bedenklich, wenn man sie jeweils in Bezug auf diese wichtigsten Antriebsfaktoren analysiert:

- Die europäischen Anleihenmärkte werden die außerordentlich hohen Renditen der vergangenen 17 Jahre aller Wahrscheinlichkeit nach nicht annähernd erreichen, aufgrund der kontinuierlich zurückgehenden Zinssätze, die sich mittlerweile auf ihrem niedrigsten Stand befinden.
- Die negativen Auswirkungen dieser vorherzusehenden Entwicklung der Anleihezinsen auf die Vorsorgerenditen werden durch den in den letzten Jahren gestiegenen Anteil von Anleihen in Portfolioprodukten zur Altersvorsorge verstärkt.
- Es ist keine signifikant rückläufige Tendenz bei Gebühren und Provisionen zu beobachten, und hinsichtlich Transparenz von Kosteninformationen kann keine Verbesserung festgestellt werden.
- Es gilt als unwahrscheinlich, dass die Inflation sowie die Zinssätze viel weiter zurückgehen werden, wobei noch nicht einmal klar ist, wie sich die „unkonventionellen“ geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken mit Blick auf mögliche „Marktblasen“ auswirken könnten.
- Auch bei der Besteuerung langfristiger Altersvorsorgeprodukte zeichnet sich kein deutlicher Abwärtstrend ab.

## Vorsorgerenditen nach Ländern

Die beste Wertentwicklung der vergangenen 17 Jahre (Ende 1999 bis Ende 2016) bei den einzelstaatlichen Altersvorsorgeprodukten erzielten die niederländischen Betriebsrentenfonds mit einer durchschnittlichen realen





Jahresrendite von ungefähr + 50 % (+2,84 % pro Jahr), wodurch sie sogar eine ausgewogene Direktanlage an den europäischen Kapitalmärkten (+47 %) übertrafen. Die durchschnittliche reale Jahresrendite von Pensionsfonds nach Abzug von Aufwendungen und Steuern erreichte etwa 4,13 % in Polen im Zeitraum 2002-2016<sup>23</sup> und 4,82 % in Dänemark im Zeitraum 2002-2016<sup>24</sup>. Eine negative reale Rendite beobachteten wir dagegen in Frankreich (fondsgebundene Lebensversicherungsverträge 2000-2016), Italien (offener Pensionsfonds 2000-2016), Lettland (staatlich geförderter Pensionsfonds, 2003-2016), der Slowakei (im Rahmen der zweiten Säule geförderte Rente), Spanien (Pensionsfonds 2000-2016) und den Niederlanden (Lebensversicherungen, 2000-2015).

Fondsgebundene Versicherungsprodukte haben anscheinend überall mit Problemen zu kämpfen, was hauptsächlich an den hohen (überwiegend nicht veröffentlichten) und vielschichtigen Gebühren liegt.

Diese schwachen oder sogar negativen Renditen gaben öffentlichen Behörden in mehreren Mitgliedstaaten Anlass, Maßnahmen zu ergreifen, um die Transparenz sicherzustellen und die von manchen Vorsorgeanbietern berechneten Gebühren zu beschränken (u. a. in Großbritannien, Rumänien und Lettland). Dieses Problem ist besonders stichhaltig, insbesondere in Ländern wie Großbritannien, in denen der Lebensstandard im Ruhestand ganz erheblich von vorfinanzierten Vorsorgesystemen abhängig ist.

Die nachfolgenden Tabellen umfassen eine detaillierte Aufschlüsselung der langfristigen Renditen der wichtigsten Kategorien von Altersvorsorgeprodukten in den 15 europäischen Ländern, die Gegenstand der Analyse waren.

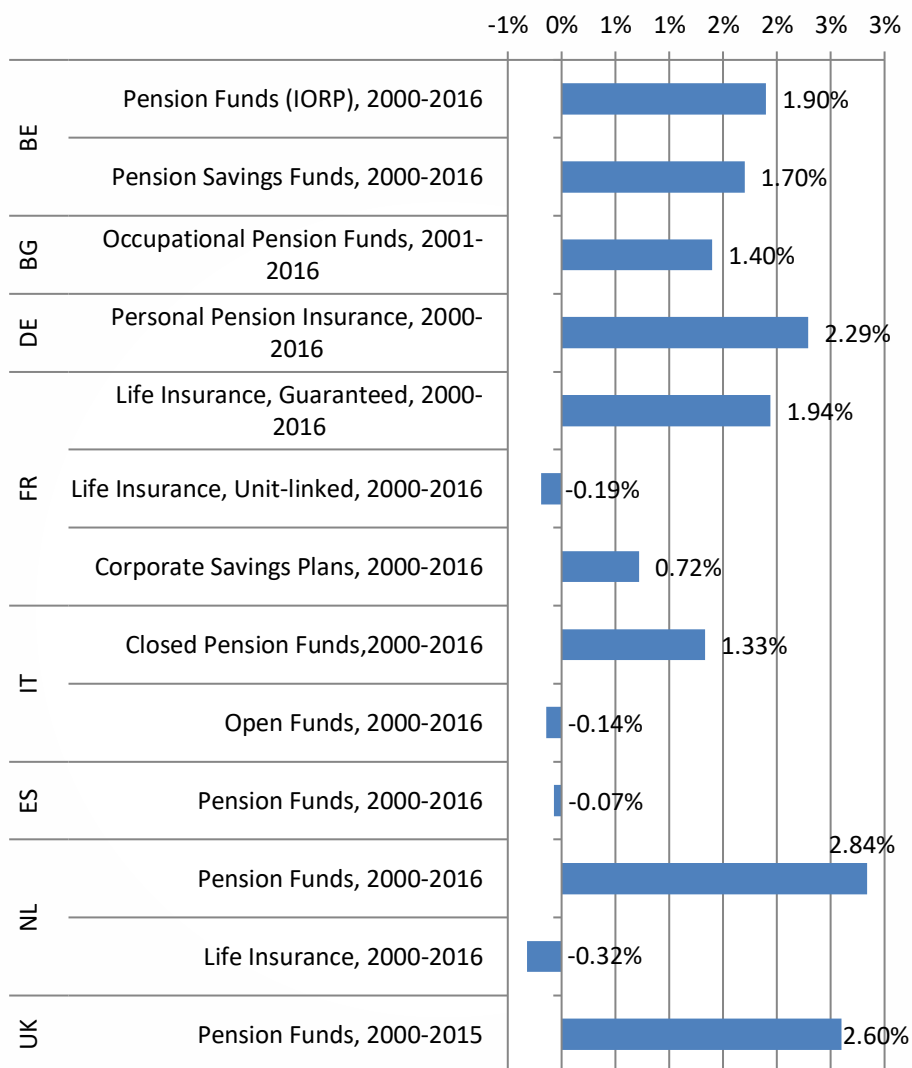
---

<sup>23</sup> In beiden Fällen wären jedoch die Renditen niedriger ausgefallen, aber wir konnten auch Daten früherer Jahre (von 2000 bis 2002) finden, als ein Kursverfall an den Aktienmärkten zu beobachten war.

<sup>24</sup> Für Bulgarien, Estland, Lettland, Rumänien und die Slowakei waren keine Gesamtrenditen verfügbar.



**Grafik EX 3(A) - ANNUALISIERTE REALE RENDITEN VON  
ALTERSVORSORGEPRODUKTEN - NACH AUFWENDUNGEN  
& INFLATION - VOR STEUERN - 2000/01**

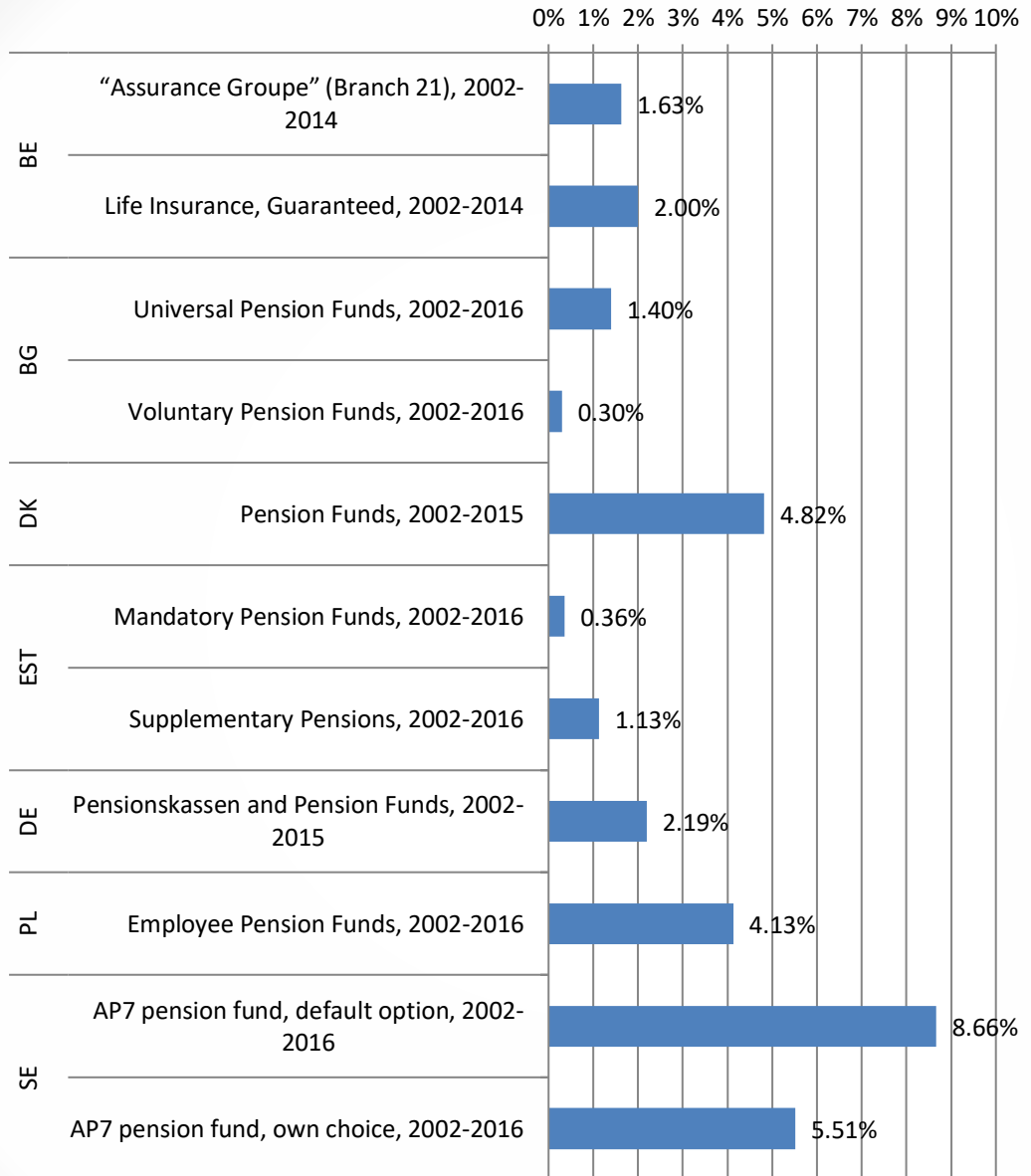


*Source: Recherche BETTER FINANCE*



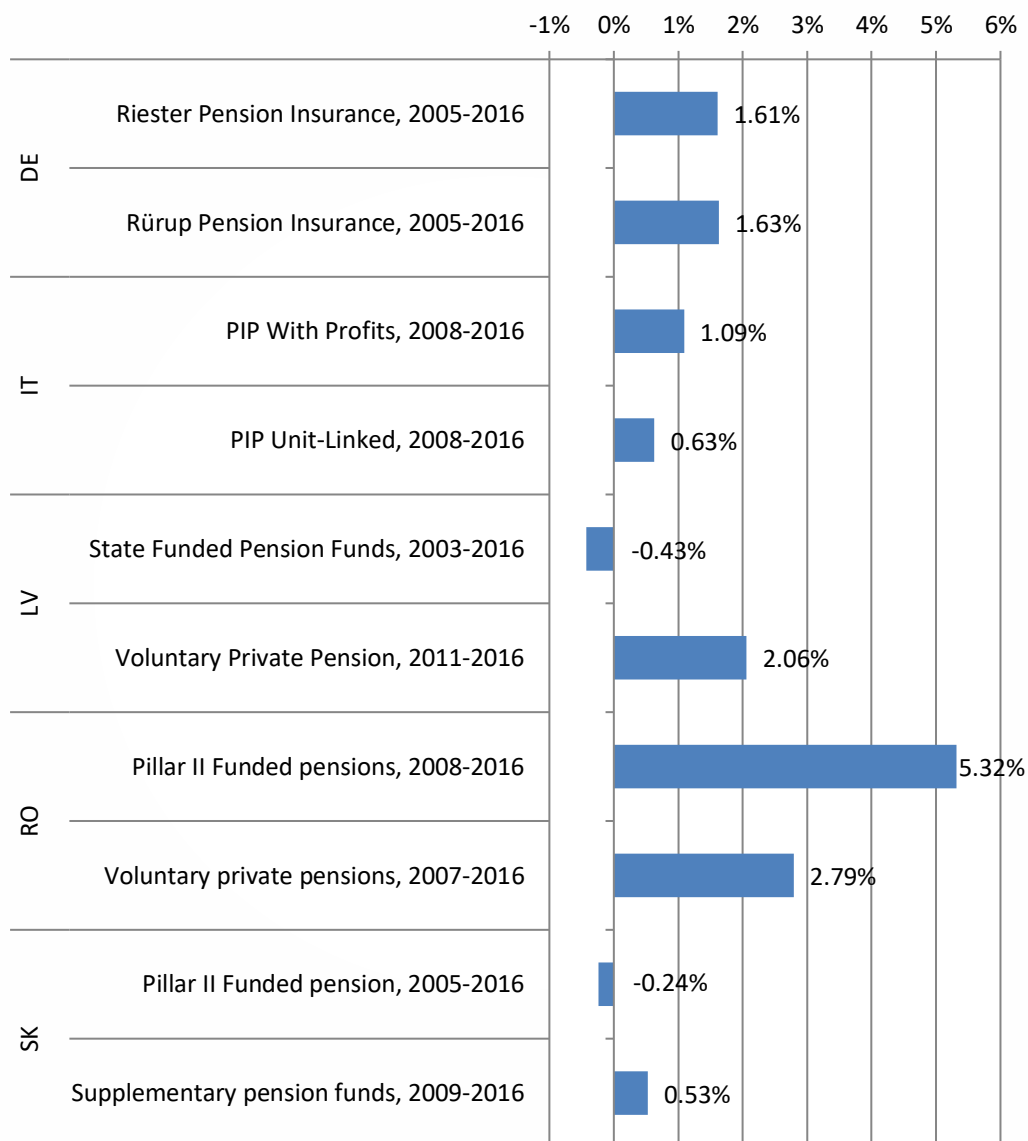


### Grafik EX 3(B) - ANNUALISIERTE REALE RENDITEN VON ALTERSVERSORGEPRODUKTEN - NACH AUFWENDUNGEN & INFLATION - VOR STEUERN - 2002



*Quelle: Studie BETTER FINANCE*

### Grafik EX 3(B) - ANNUALISIERTE REALE RENDITEN VON ALTERSVORSORGEPRODUKTEN - NACH AUFWENDUNGEN & INFLATION - VOR STEUERN - SPÄTERE ANFANGSTERMINE



Quelle: Studie BETTER FINANCE





# Altersvorsorgeprodukte: Die reale Rendite

Auflage 2017

## *Gesamtbericht*

### **Einleitung**

Im Juni 2013 veröffentlichte BETTER FINANCE eine Studie mit dem Titel „Private Altersvorsorge: die reale Rendite“ („Private Pension: The Real Return“), in der die Rendite von privaten Altersvorsorgeprodukten nach Abzug von Aufwendungen und Inflation (die „reale“ Rendite) und, soweit möglich, steuerbereinigt analysiert wurde. Dieser erste Bericht identifizierte zudem auch die Faktoren, die zu diesen Renditen in Dänemark, Frankreich und Spanien beitrugen, und umfasste zudem eine detaillierte Beschreibung der in diesen Ländern verfügbaren Altersvorsorgeprodukte.

Im September 2014 veröffentlichte BETTER FINANCE die Auflage 2014 der Studie „Private Altersvorsorge: die reale Rendite“ („Private Pension: The Real Return“) mit aktualisierten Daten für die drei Länder, die in der ursprünglichen Studie behandelt wurden, sowie für fünf weitere Länder und mit einer detaillierten Bewertung: Belgien, Deutschland, Italien, Polen und Großbritannien.

Das Ziel der Auflage 2015 der Studie von BETTER FINANCE war es, die bestehenden Länder-Fallstudien zu aktualisieren und die Berichterstattung auf 15 EU-Ländern auszuweiten, wobei Bulgarien, Estland, Lettland, die Niederlande, Rumänien, Schweden und die Slowakei hinzukamen. Dadurch umfasste die Studie ca. 85 % der EU-Bevölkerung.

Die Auflagen der Jahre 2016 und 2017 sind eine Aktualisierung der 15 bestehenden Länder-Fallstudien mit den zum Zeitpunkt der Drucklegung

aktuellsten verfügbaren Daten sowie Verbesserungen an der Erfassung der verfügbaren Altersvorsorgeprodukte als wesentliches Ziel, um alle Anlageprodukte einzubeziehen, die von den EU-Bürgern für die private Altersvorsorge tatsächlich genutzt werden. Ein weiterer Bestandteil sind Überblicke über die jeweiligen langfristigen Spar- und Altersvorsorgemärkte.

Die gesamte Studie zeigte, dass die reale Rendite von Altersvorsorgeprodukten während der untersuchten Zeiträume unter Berücksichtigung von Aufwendungen, Inflation und Steuern sehr niedrig war. Die Messung aller Elemente (Inflation, Aufwendungen und Steuern), durch die sich die Wertentwicklung der Anlage verringert, ist besonders wichtig in einem Umfeld niedriger Zinsen, da die reale Rendite für private Anleger deutlich im Negativbereich liegen kann. Da weder öffentliche Behörden noch andere unabhängige Stellen bisher einen umfassenden Ansatz zur Bereitstellung dieser unverzichtbaren Informationen für private Anleger anbieten, zielt diese Studie darauf ab, die Transparenz der Angaben über die langfristige reale Rendite von Altersvorsorgeprodukten in Europa zu verbessern. Dies steht im Einklang mit der jüngsten „Aktion“ der Europäischen Kommission zur Verbesserung der Transparenz von Wertentwicklung und Gebühren in diesem Bereich (im Rahmen ihres Aktionsplans zur Kapitalmarktunion).

## Länder-Fallstudien

Tabelle 1 enthält einige Schlüsselmerkmale der Altersvorsorgesysteme in den in dieser Studie analysierten Ländern.

**Tabelle GR 1. Länder-Fallstudien (Ende 2016)**

Belgien			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	92	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	22 %
Ansprüche privater Haushalte aus	202	Ansprüche privater Haushalte aus	48 %





Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)		Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	
Erwerbstätige Bevölkerung	4,9 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	29 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			61 %
<b>Bulgarien</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	5	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	12 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	1	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	1 %
Erwerbstätige Bevölkerung	3,2 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	31 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			-
<b>Dänemark</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	181	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	65 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	233	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	84 %
Erwerbstätige Bevölkerung	2,9 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	30 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			66 %
<b>Estland</b>			

Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	3	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	15 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	0	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	2 %
Erwerbstätige Bevölkerung	0,7 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	29 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			60 %
<b>Frankreich</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	203	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	9 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	1,718	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	77 %
Erwerbstätige Bevölkerung	29,2 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	31 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			68 %
<b>Deutschland</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	813	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	26 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	963	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	31 %
Erwerbstätige	42 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient	33 %





Bevölkerung		(% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014		50 %	
<b>Italien</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	256	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	15 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	657	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	39 %
Erwerbstätige Bevölkerung	25,2 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	36 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014		80 %	
<b>Lettland</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	3	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	13 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	0	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	1 %
Erwerbstätige Bevölkerung	1 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	30 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014		-	
<b>Niederlande</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	1,425	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	204 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	152	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	22 %



Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)		Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	
Erwerbstätige Bevölkerung	8,8 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	29 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			96 %
<b>Polen</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	39	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	9 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	18	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	4 %
Erwerbstätige Bevölkerung	17 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	23 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			53 %
<b>Rumänien</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	7	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	4 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	2	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	1 %
Erwerbstätige Bevölkerung	8,7 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	27 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			-





<b>Slowakei</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	9	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	11 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	4	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	5 %
Erwerbstätige Bevölkerung	2,7 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	20 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			81 %
<b>Spanien</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	168	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	15 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	167	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	15 %
Erwerbstätige Bevölkerung	22,7 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	29 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			90 %
<b>Schweden</b>			
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in Mrd. €)	397	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen (in % BIP)	87 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	112	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	25 %

Erwerbstätige Bevölkerung	5,1 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	32 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			56 %
<b>Großbritannien</b>			
Pensionsvermögen (in Mrd. €)	3,860	Pensionsvermögen (in % BIP)	163 %
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in Mrd. €)	743	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen (in % BIP)	31 %
Erwerbstätige Bevölkerung	32 Mio.	Altersabhängigkeitsquotient (% der Bevölkerung im Erwerbsalter)	28 %
Rentenersatzquoten, Männer, % des Einkommens vor dem Ruhestand, 2014			29 %

*Quelle: OECD, Eurostat, Weltbank,ritisches nationales Statistikbüro (ONS)  
Alle Abweichungen von OECD-Daten beruhen auf der Tatsache, dass sich die Daten aus dieser Tabelle nicht auf in Pensionsfonds angelegte Vermögenswerte, sondern auf Versorgungsansprüche beziehen*

Ein nützlicher Indikator für die Belastung der Rentensysteme ist der Altersabhängigkeitsquotient, der definiert wird als das Verhältnis zwischen der Gesamtzahl älterer Menschen in einem Alter, in dem sie normalerweise nicht mehr erwerbstätig sind (ab 65), und der Anzahl der Personen im erwerbsfähigen Alter<sup>25</sup>. Dieser Quotient ist in der Slowakei (20 %) und Polen (23 %) besonders niedrig. Am größten ist der Quotient in Italien (36 %), was bedeutet, dass der Druck auf das umlagefinanzierte System in diesem Land am höchsten ist. In Bulgarien, Dänemark, Frankreich, Deutschland, Lettland und Schweden liegt dieser Quotient bei mindestens 30 %.

<sup>25</sup> Definition von Eurostat: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=tsdde511>





In jedem Land besteht eine andere Kombination aus Altersvorsorge, Lebensversicherungsverträgen und Umlagefinanzierung, die die finanzielle Basis für das Gesamteinkommen der Personen im Ruhestand schafft<sup>26</sup>. Der öffentliche (gesetzliche) Teil der Altersvorsorge wird dargestellt durch die Rentenersatzquoten der staatlichen Rentensysteme, wobei der Anteil des Einkommens der männlichen Erwerbsbevölkerung vor dem Ruhestand für 2014 als jüngste Schätzung zugrunde gelegt wird. Am höchsten sind diese Rentenersatzquoten in den Niederlanden (96 %), dicht gefolgt von Spanien (90 %), wobei sie auch in der Slowakei (81 %) und Italien (80 %) ein beachtliches Niveau aufweisen.

Die Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Pensionseinrichtungen reichen von einem Mindestwert von 4 % in Rumänien bis zu 204 % in den Niederlanden. Mit Ausnahme der Niederlande, Schweden (87 %) und Dänemark (65 %) ist ihr Anteil in allen Ländern um 30 % niedriger. Daran zeigt sich, dass nur diese drei Länder sowie Großbritannien, für das wir das Altersvorsorgevermögen auch als Anteil am BIP (163 %) darstellen können, über einen längeren Zeitraum vorfinanzierte Altersvorsorgesysteme entwickelt haben, während andere Länder vorwiegend staatlich verwaltete Umlagesysteme verwendeten.

Es ist jedoch auch ein zweiter Indikator zu berücksichtigen, um das für den Ruhestand angesparte Kapital korrekt einzuschätzen: der BIP-Anteil der Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen für Lebensversicherungs- und Rentenprodukte. Zumal viele Altersvorsorgesysteme im gesetzlichen Rahmen von Lebensversicherungsverträgen organisiert sind, sowohl in der zweiten Säule (betriebliche Altersvorsorge) als auch in der dritten Säule (einschließlich privater Verträge) des Rentensystems. So beträgt z. B. der BIP-Anteil privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen 84 % in Dänemark und 77 % in Frankreich. In Ländern wie Frankreich werden Lebensversicherungen von Haushalten insbesondere genutzt, um zusätzliches Kapital für den Ruhestand anzusparen, obwohl die meisten von Versicherungsgesellschaften angebotenen Produkte nicht speziell für den

---

<sup>26</sup> Bei der Analyse der Finanzquellen des Vorsorgeeinkommens wurde Einkommen aus Immobilienbesitz nicht berücksichtigt.

Ruhestand konzipiert sind, da sich die Versicherten das von ihnen angesparte Kapital jederzeit - auch vor dem Ruhestand - auszahlen lassen können. Zwar kann nicht genau im Voraus bestimmt werden, welcher Anteil der Lebensversicherungsverträge in der Ruhestandsphase tatsächlich in Anspruch genommen wird; zahlreiche Umfragen bestätigen jedoch, dass dieses Ziel eine wichtige Motivation für den Abschluss eines Lebensversicherungsvertrags darstellt. Lebensversicherungsverträge sind in den osteuropäischen Ländern weniger stark verbreitet. Ihr BIP-Anteil beträgt in Bulgarien, Polen, Rumänien, der Slowakei und den baltischen Staaten Estland und Lettland nicht mehr als 5 %.

Alles in allem lassen sich die analysierten Länder in drei Kategorien einteilen:

- In der ersten Gruppe, bestehend aus Dänemark, Schweden, den Niederlanden und Großbritannien, übersteigt die Summe der Renten- und Lebensversicherungsverträge (Ansprüche und Verpflichtungen) das jährliche BIP. In diesen Ländern ist die Frage der realen Rendite der privaten Altersvorsorge für zukünftige Rentner insbesondere bei beitragsorientierten Systemen entscheidend.
- Mitgliedern der zweiten Gruppe stehen im Ruhestand kaum Mittel aus vorfinanziertem Vermögen zur Verfügung. Die Summe der Ansprüche aus Lebensversicherungsverträgen und Pensionsfonds beläuft sich in Bulgarien, Estland, Lettland, Polen, Rumänien und der Slowakei auf weniger als 15 % des BIP. In diesen Ländern sind die Bürger vor allem auf die Qualität und Nachhaltigkeit von Regelungen im Rahmen umlagefinanzierter Systeme angewiesen.
- Die dritte Ländergruppe liegt dazwischen. Der BIP-Anteil von Pensionsfonds und Lebensversicherungsverträgen beträgt 86 % in Frankreich, 70 % in Belgien, 57 % in Deutschland, 55 % in Italien und 30 % in Spanien. Die Bürger dieser Länder sind sowohl auf die Tragfähigkeit der umlagefinanzierten Systeme als auch auf die Rendite aus der privaten Altersvorsorge angewiesen. Die Regierungen konzentrieren sich auf den Ausbau ihres staatlichen Rentensystems (etwa in Italien) und/oder der Erweiterung des Anteils der privaten





Vorsorge (siehe Deutschland). Wenn jedoch die Ergebnisse der privaten Altersvorsorgeprodukte nicht die Erwartungen erfüllen, wird die Legitimität solcher Bemühungen öffentlich infrage gestellt.

Eine Einschränkung dieses Berichts liegt darin, dass darin die Nutzung von Immobilieneigentum als Vermögen im Ruhestand unberücksichtigt bleibt. Der Anteil der Haushalte mit Wohneigentum ist von Land zu Land sehr verschieden. In Deutschland ist er zum Beispiel besonders niedrig: Die meisten Haushalte leben dort zur Miete. Daher wurden vor Kurzem Bausparverträge als neueste Form der staatlich geförderten Altersvorsorge eingeführt. Die Rendite der Altersvorsorge ist umso wichtiger, als die meisten Rentner kein Wohneigentum nutzen können, um für ein angemessenes Einkommen im Ruhestand zu sorgen.

Wohneigentum ist aber nicht unbedingt die beste Wahl: Es ist nämlich kein flüssiger Vermögenswert, und häufig entspricht er nicht den Bedürfnissen älterer Menschen, sofern sie nicht in erheblichem Umfang auf Umkehrhypotheken zurückgreifen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn das Eigenheim für die Bedürfnisse im Ruhestand zu groß ist, oder bei Pflegebedürftigkeit. In diesem Fall ist möglicherweise finanzielles Vermögen mit angemessener Wertentwicklung vorzuziehen.

## Renditeverteilung

### Inflation

Mehrere der in dieser Studie analysierten Länder verzeichneten besonders hohe Inflationsraten, mit gravierenden Auswirkungen auf die im Betrachtungszeitraum erzielten realen Renditen. Dabei ist zu beachten, dass sogar in Ländern mit mäßiger Inflation der Zinseszineffekt über längere Phasen, wie dies bei der Altersvorsorge der Fall ist, erhebliche Kaufkrafteinbußen verursachen kann.

Table GR 2. Inflation [in %]																
	EU 28	Belgium	Bulgaria	Denmark	Estonia	France	Germany	Italy	Latvia	Netherlands	Poland	Romania	Slovakia	Spain	Sweden	UK
2000	3.5	3.0	11.3	2.4	5.0	1.8	2.2	2.7	1.7	2.9	8.4	40.7	8.4	4.0	1.3	0.8
2001	2.7	1.9	4.8	2.0	4.2	1.5	1.4	2.3	3.2	5.1	3.5	30.3	6.7	2.5	3.2	1.1
2002	2.4	1.3	3.8	2.6	2.7	2.2	1.2	3.0	1.5	3.2	0.8	17.8	3.2	4.0	1.7	1.6
2003	2.1	1.6	5.6	1.2	1.2	2.4	1.1	2.5	3.6	1.6	1.7	14.2	9.4	2.7	1.8	1.3
2004	2.4	2.0	4.0	1.0	4.8	2.2	2.2	2.3	7.3	1.3	4.3	9.3	5.9	3.3	0.9	1.6
2005	2.3	2.8	7.4	2.3	3.7	1.8	2.2	2.0	7.1	2.0	0.8	8.7	3.8	3.7	1.2	1.9
2006	2.2	2.1	6.1	1.6	5.1	1.7	1.4	2.1	6.7	1.7	1.4	4.9	3.7	2.7	1.5	3.0
2007	3.2	3.1	11.6	2.4	9.7	2.8	3.1	2.8	14.0	1.6	4.3	6.7	2.5	4.3	2.5	2.1
2008	2.2	2.7	7.2	2.5	7.5	1.2	1.1	2.4	10.4	1.7	3.3	6.4	3.5	1.4	2.1	3.0
2009	1.5	0.3	1.6	1.1	-1.9	1.0	1.0	1.1	-1.4	0.7	3.9	4.7	0.0	0.9	2.8	2.9
2010	2.7	3.4	4.4	2.8	5.4	2.0	1.7	2.1	2.4	1.8	2.9	7.9	1.3	2.9	2.1	3.6
2011	3.0	3.2	2.0	2.4	4.1	2.7	2.3	3.7	3.9	2.5	4.6	3.2	4.6	2.3	0.4	4.3
2012	2.3	2.1	2.8	1.9	3.6	1.5	2.0	2.6	1.6	3.4	2.1	4.6	3.4	3.0	1.0	2.6
2013	1.0	1.2	-0.9	0.5	2.0	0.8	1.3	0.6	-0.4	1.4	0.6	1.3	0.4	0.3	0.4	2.0
2014	-0.1	-0.4	-2.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.3	-0.1	-0.7	1.0	-0.1	-1.1	0.3	0.5
2015	0.2	1.5	-0.9	0.3	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.4	0.5	-0.4	-0.7	-0.5	-0.1	0.7	0.2
2016	1.2	2.2	-0.5	0.3	2.4	0.8	1.7	0.5	2.1	0.7	0.9	-0.1	0.2	1.4	1.7	1.6

*Source:* Eurostat (All-items HICP - Annual rate of change), Index, 2015=100

*Quelle:* Eurostat (Gesamt-HVPI – Jährliche Änderungsrate), Index, 2015 = 100

In den vergangenen 17 Jahren waren die höchsten durchschnittlichen Inflationsraten in den osteuropäischen Ländern zu beobachten. Der stärkste Kaufkraftverlust mit einem jährlichen Durchschnitt von 9,0 % wurde in Rumänien festgestellt. Insbesondere Anfang der 2000er Jahre litt Rumänien unter hohen zweistelligen Inflationsraten von 41 % (2000) und 30 % (2001), wobei die Inflation im Jahr 2004 schließlich auf unter 10 % zurückging. Außer Rumänien gab es lediglich zwei andere Länder mit zweistelligen Inflationsraten, nämlich Bulgarien (2000, 2007) und Lettland (2007, 2008), obwohl die Inflation dort weniger als 15 % betrug. Die durchschnittlichen jährlichen Inflationsraten in den anderen osteuropäischen Ländern variierten zwischen 4,0 % (Bulgarien) und 2,5 % (Polen), wobei die





Inflationsrate in Polen der eines westeuropäischen Landes, Spanien (2,2 %), am nächsten kam und die spanische Inflationsrate zugleich den EU-Durchschnitt darstellte. Zu den Ländern mit der niedrigsten Inflationsrate gehörten Schweden und Deutschland mit 1,5 %, dicht gefolgt von Frankreich und Dänemark (jeweils 1,6 %).

Während in den ersten neun Jahren des Jahrtausends keine deflationären Tendenzen erkennbar waren, kam es 2009 zum ersten Mal zu negativen Inflationsraten in den baltischen Staaten Estland (-1,9 %) und Lettland (-1,4 %). In jüngster Zeit - 2014 und 2015 - breitete sich die Deflation auf eine größere Zahl von Ländern aus (7 bzw. 6 Länder). Mit ihrem Ziel, die Inflationsraten unterhalb aber nahe der Grenze von 2 % zu halten, unternahm die Europäische Zentralbank beachtliche geldpolitische Anstrengungen, um die Inflation auf das gewünschte Niveau zurückzuführen. Im Jahr 2016 stiegen die Inflationsraten wieder in allen Ländern außer Bulgarien und Rumänien, und mit Niveaus um 2 % in Belgien, Deutschland, Schweden und Großbritannien schienen die deflationären Sorgen zu weichen.

Die niedrigen Inflationsraten der vergangenen Jahre gehen einher mit einem Abbau der staatlichen Haushaltsdefizite und der Staatsverschuldung, wie aus den Zahlen der folgenden Tabelle hervorgeht:



Tabelle GR 3. Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung [in %]				
	Haushaltsdefizit in BIP-%		Staatsverschuldung in BIP-%	
	2015	2016	2015	2016
Belgien	-2,5	-2,6	106,0	K. A.
Bulgarien	-1,6	0,0	26,0	29,5
Dänemark	-1,3	-0,9	39,5	37,8
Estland	0,1	0,3	10,1	9,5
Frankreich	-3,6	-3,4	95,6	96,3
Deutschland	0,7	0,8	71,2	68,3
Italien	-2,7	-2,4	132,1	132,6
Lettland	-1,3	0,0	36,5	40,1
Niederlande	-2,1	0,4	64,5	61,8
Polen	-2,6	-2,4	50,2	53,8
Rumänien	-0,8	-3,0	37,3	37,2
Slowakei	-2,7	-1,7	52,5	51,9
Spanien	-5,1	-4,5	99,8	99,4
Schweden	0,3	0,9	44,7	41,2
Großbritannien	-4,3	-3,0	88,0	85,4

*Quelle: Eurostat, Studie BETTER FINANCE*

Im Jahr 2016 war in Schweden, Deutschland, den Niederlanden und Estland ein Überschuss zu beobachten. Insbesondere Deutschland verzeichnete das dritte Jahr in Folge einen Überschuss, während Estland im zweiten Jahr hintereinander einen Überschuss aufwies. Das größte Haushaltsdefizit gemessen am BIP meldete mit -4,5 % Spanien, das damit im zweiten Jahr in Folge am unteren Ende liegt. Die Vorgabe durch den Maastricht-Vertrag (-3 % für das Verhältnis zwischen dem geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizit und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen) wurde sowohl von Rumänien (-3,0 %), Großbritannien (-3,0 %) als auch Frankreich (-3,4 %) verfehlt. Die beiden zuletzt genannten Länder verfehlten dieses Ziel im zweiten Jahr nacheinander.

In Bezug auf das zweite Kriterium des Vertrags von Maastricht, die Staatsverschuldung, betrachten wir bei den öffentlichen Behörden den öffentlichen Schuldenstand, der unter einer theoretischen Obergrenze von 60 % bleiben soll. In acht Ländern blieb der öffentliche Schuldenstand unter





dieser Obergrenze, während er in sieben (ausnahmslos westeuropäischen) Ländern darüber lag. Durch den 2016 erzielten Überschuss befinden sich die niederländischen Behörden mit 61,8 % unweit des angestrebten Schuldenstands.

### **Asset-Mix**

Es gibt auffällige Unterschiede zwischen der Vermögensallokation der Pensionsfonds in den europäischen Ländern, wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht:

**Tabelle GR 4. Vermögensallokation Pensionseinrichtungen,  
[% des Gesamtvermögens]**

		Kassenbestände und Bareinlagen	Schatzanweisungen und Schuld- verschreibungen	Aktien	Sonstige
Belgien	2005	9,7	25,2	36,3	28,8
Belgien	2010	6,5	42,8	37,7	13,0
Belgien	2015	4,4	43,9	41,8	9,9
Dänemark	2005	0,8	56,5	29,2	13,5
Dänemark	2010	0,5	70,0	15,5	14,0
Dänemark	2015	0,3	63,1	17,8	18,7
Estland	2005	6,0	54,6	37,4	2,0
Estland	2010	9,4	47,8	38,6	4,1
Estland	2015	20,2	48,5	31,0	0,3
Deutschland	2005	3,8	45,7	12,0	38,5
Deutschland	2010	2,5	46,3	4,7	46,5
Deutschland	2015	3,8	53,5	5,0	37,8
Italien	2005	4,7	40,8	15,7	38,9
Italien	2010	5,1	46,1	15,3	33,5
Italien	2015	4,1	49,7	19,5	26,7
Lettland	2015	17,1	59,5	21,1	2,2
Niederlande	2005	2,3	40,8	46,2	10,7
Niederlande	2010	2,4	41,9	35,5	20,2
Niederlande	2015	2,8	46,5	38,2	12,5
Polen	2005	4,1	63,4	32,0	0,4
Polen	2010	3,5	59,4	36,3	0,9
Polen	2015	6,9	10,4	82,3	0,5
Slowakei	2010	27,5	70,8	1,4	0,3
Slowakei	2015	17,4	78,4	1,8	2,4
Spanien	2005	5,0	63,6	21,4	10,0
Spanien	2010	19,3	57,6	12,1	11,0
Spanien	2015	16,7	62,4	11,4	9,4
Schweden	2005	1,4	57,7	34,4	6,5
Schweden	2010	3,4	71,5	18,3	6,8
Schweden	2015	2,2	66,7	18,3	12,8
Großbritannien	2005	2,6	22,7	47,7	27,0
Großbritannien	2010	3,7	28,5	30,9	37,0
Großbritannien	2015	2,4	34,4	20,2	43,0

*Quelle: OECD Global Pension Statistics*

Die Angaben über die Vermögensallokation in dieser Tabelle umfassen sowohl direkte Anlagen in Kassenbestände und Bareinlagen,





Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen sowie Aktien als auch indirekte Anlagen durch Organismen für gemeinsame Anlagen (Investmentfonds wie z. B. OGAW, AIF<sup>27</sup>). Zur „anderen“ Kategorie gehören Vermögenswerte, wie Darlehen, Grundstücke und Gebäude, Hedge- und Private-Equity-Fonds sowie sonstige strukturierte (nicht zugeordnete) Produkte.

In Belgien sind Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen 2015 (mit einem Anteil von 57 %) die wichtigste Anlagekomponente. Dieser Anteil hat sich innerhalb eines Jahrzehnts erheblich vergrößert und seit 2005 (25 %) mehr als verdoppelt. Bei allen anderen Anlagekategorien hat sich der Anteil verringert: Die Kassenbestände und Bareinlagen und anderen Vermögenswerte sind um mehr als die Hälfte zurückgegangen.

Das besondere Merkmal Dänemarks ist der dominierende Anteil von Unternehmenswertpapieren - sowohl in Form von Aktien als auch Anleihen. Öffentliche Anleihen spielen eine geringere Rolle, da die Haushaltsdefizite der öffentlichen Hand niedrig sind, wie in der Erstauflage der Studie erläutert wurde. Seit 2015 werden ca. 80 % der Vermögenswerte dänischer Pensionsfonds in Anleihen und Aktien angelegt, während Kassenbestände und Bareinlagen nahezu null betragen. Die Vermögensallokation 2015 und insbesondere der Anteil der Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen und des Eigenkapitals ähnelten insgesamt derjenigen des anderen skandinavischen Landes, das in diesem Bericht analysiert wurde: Schweden (ca. 65 % Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen, ca. 18 % Aktien).

Pensionsfonds in Estland, Lettland, der Slowakei und Spanien hielten während des Jahres 2015 mit ca. 20 % relativ große Anteile an Kassenbeständen und Bareinlagen. Während die Pensionsfonds der beiden baltischen Staaten ebenfalls bedeutende Aktienanteile hielten (Estland: 31 %, Lettland: 21 %), war der entsprechende Anteil spanischer Pensionsfonds (10 %) niedriger und betrug in der Slowakei nahezu null.

---

<sup>27</sup> AIF: Alternative Investmentfonds, bei denen es sich ausnahmslos um Nicht-OGAW-Fonds handelt

In Deutschland spielen Investmentfonds eine herausragende Rolle bei den Vermögenswerten von Pensionsfonds. Ein weiteres Merkmal deutscher Pensionsfonds ist der Anteil von Darlehen an den Vermögenswerten, von denen die meisten an Mitarbeiter in Unternehmen vergeben werden. Der in Aktien angelegte Anteil (5 %) ist der zweitniedrigste unter den analysierten Ländern. Dabei ist zu beachten, dass die OECD-Angaben Daten von Pensionskassen und mit weniger Risiken behafteten, aber weniger verbreiteten Pensionsfonds umfassen.

In Italien stellen 2015 öffentliche Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen die Hälfte des Vermögens der Pensionsfonds dar. Die Haushalte legten traditionell einen großen Teil ihres Vermögens in Staatsanleihen an, verringerten jedoch allmählich ihr Engagement in diesem Produkttyp; ihre Rücknahmen wurden inzwischen von institutionellen Anlegern, unter anderem Pensionsfonds, ausgeglichen<sup>28</sup>.

In den Niederlanden ist das Anlagevermögen gleichmäßig zwischen Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen einerseits und Aktien andererseits verteilt. Im Jahr 2015 war der Anteil von Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen (47 %) etwas größer, während vor zehn Jahren Aktien (46 %) geringfügig vorn lagen.

In Polen bestand das Anlagevermögen 2015 zu 82 % aus Sachwerten, wobei in dieser Anlageklasse in den letzten Jahren ein enormer Zuwachs verzeichnet wurde (von 32 % 2005 auf 82 % 2015). Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen spielten in den analysierten Ländern die geringste Rolle, und durch ihren Rückgang erhöhte sich wiederum der Anteil an Aktien und Bareinlagen sowie anderer Vermögenswerte, die sich langfristig als stabil erweisen.

Großbritannien ist seit jeher das Land, in dem bei der Vermögensallokation von Pensionsfonds Aktien einen wesentlichen Teil einnahmen. Von 2005 bis 2015 verringerte sich der Aktienanteil indessen von 47 % auf 20 %. Diese Tendenz wird durch den zunehmenden Rückgriff auf andere (nicht

---

<sup>28</sup> Zicchino, Lea; Alemanno, Andrea; „Italians are no Longer Bond People“; OEE Insights; Nr. 5; Juli 2017.





zugeordnete) Vermögenswerte ausgeglichen, zu denen zum Teil auch Aktien gehören können, sowie durch einen steigenden Anteil von Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen.

Die meisten Länder verzeichneten im Zeitraum 2005-2015 einen Rückgang bei Aktien und einen Anstieg der öffentlichen Anleihen bei der Vermögensallokation von Pensionsfonds, was zum Teil durch nicht realisierte Kapitalgewinne infolge des historischen Rückgangs der Zinssätze bedingt war<sup>29</sup>.

## Kapitalwertentwicklung

### *Aktienmärkte*

Die Renditen von Aktien sind von Natur aus kurzfristig volatil und bedürfen daher einer langfristigen Anlagestrategie. Die in diesem Bericht enthaltenen Berechnungen der effektiven Rendite reichen bis zum Jahr 2000 zurück, sodass wir die Wertentwicklung der Aktienmärkte eben in diesem Zeitraum analysieren. Das 21. Jahrhundert begann allgemein mit einer der stärksten Baisse-Phasen in der Geschichte und steht, in Verbindung mit der Abschwungphase 2007-2008, zwei länger anhaltenden Hausse-Phasen von 2003-2006 und 2009-2016 gegenüber.

---

<sup>29</sup> Ein Rückgang der Marktzinsen verursacht einen Anstieg des Marktwerts festverzinslicher Schuldtitel der Anleger.

**Tabelle GR 5. Historische Renditen an Aktienmärkten, jährlicher Durchschnitt**

		Nominale Rendite	Reale Rendite
Europa	(2000-2016)	2,1 %	0,1 %
Belgien	(2000-2016)	2,8 %	0,9 %
Bulgarien	(2006-2016)	-11,7 %	-14,2 %
Dänemark	(2000-2016)	9,8 %	8,1 %
Estland	(2003-2016)	7,2 %	3,9 %
Frankreich	(2000-2016)	1,2 %	-0,3 %
Deutschland	(2000-2016)	2,1 %	0,6 %
Italien	(2000-2016)	-1,0 %	-2,9 %
Lettland	(2005-2016)	3,1 %	-0,6 %
Niederlande	(2000-2016)	2,2 %	0,3 %
Polen	(2001-2016)	2,8 %	0,8 %
Rumänien	(2006-2016)	3,2 %	-0,4 %
Slowakei	(2000-2016)	8,2 %	4,7 %
Spanien	(2000-2016)	2,3 %	0,1 %
Schweden	(2000-2016)	3,3 %	1,8 %
Großbritannien	(2000-2016)	2,9 %	0,9 %

*Quelle: MSCI Indices (Nettorenditen), OMX Baltic Riga, Slowakei SAX, Eurostat*

*Alle verwendeten Indizes geben die Gesamtrendite (netto) wieder, außer für Lettland und die Slowakei, bei denen es sich um Preisindizes (ohne Dividenden) handelt*

Eine Analyse der Wertentwicklung der Aktien auf Länderbasis ist für den gesamten 17-Jahres-Zeitraum nicht für alle Länder, die Gegenstand der Studie sind, möglich, da die entsprechenden Indizes nicht immer verfügbar waren. Die meisten der Länder, für die diese Daten vorliegen, haben ihren nominalen Stand seit Anfang des Jahrtausends entweder wieder erreicht oder sogar ausgesprochen positive Renditen erzielt. Das einzige Land, das über den gesamten Zeitraum eine negative Rendite verzeichnete, war Italien (mit -1,0 %). Ein weiterer Aktienmarkt mit einer negativen Durchschnittsrendite, Bulgarien, wies insgesamt sehr schlechte Ergebnisse auf und fuhr innerhalb eines kürzeren Zeitraums von elf Jahren im Durchschnitt erhebliche Verluste (-11,7 %) ein. Die stärkste Wertentwicklung konnte am dänischen Aktienmarkt beobachtet werden, wo ein fast zweistelliges Wachstum (9,8 %) gemeldet wurde, gefolgt von





der Slowakei mit 8,1 % und Estland (7,2 %) für einen kürzeren Zeitraum (14 Jahre). Die anderen Länder mit positiver nominaler Rendite lagen weit hinter diesem Trio zurück, mit einem Durchschnittsniveau, das von 3,3 % (Schweden) bis 1,2 % (Frankreich) reichte.

Wie bereits erläutert, kann sich die Inflation auf lange Sicht in signifikanter Weise auf die reale Rendite auswirken, was insbesondere in den osteuropäischen Ländern zum Ausdruck kam. Die Analyse der inflationsbereinigten Entwicklung der Aktienmärkte („reale“ Rendite) ergab, dass sich die kräftigen Renditen für die Slowakei und Estland fast um die Hälfte verringerten (4,7 % bzw. 3,9 %), während der dänische Aktienmarkt mit einer realen Rendite von 8,1 % nach wie vor sehr gut abschnitt. Der schwedische Aktienmarkt erzielte eine stabile Rendite von 1,8 %, während in Belgien, Großbritannien, Polen und Deutschland ein mäßiger Anstieg verzeichnet wurde (zwischen 0,9 % und 0,6 %). Keinen wirklichen Zuwachs erzielten die Aktienmärkte in den Niederlanden, Spanien, Frankreich und Rumänien, wobei in den zwei letztgenannten Ländern ein leicht negativer Durchschnitt zu beobachten war (-0,3 % bzw. -0,4 %). Italien meldete einen deutlich negativen Durchschnitt mit einer realen Rendite von fast -3 % pro Jahr, während der rumänische Markt inflationsbereinigt durchschnittlich -14,2 % einbüßte.

Die in der Tabelle GR6 verwendeten Aktienindizes sind nur begrenzt aussagekräftig, da darin nur ein paar Dutzend Blue-Chip-Aktien vertreten sind, während alle mittleren und kleinen Werte ausgeschlossen bleiben. Allgemeinere Indizes sind notwendig, um die Renditen des gesamten Aktienmarktes in Europa besser widerzuspiegeln. Dazu gehören Kapitalisierungen mittlerer und kleiner Werte, deren Wertentwicklung in den vergangenen 17 Jahren die der „Blue Chips“ deutlich übertraf. Dies führte dazu, dass die Renditen der allgemeineren Aktienindizes von Ländern viel höher ausfallen (so war z. B. die in der Grafik FR I abgebildete reale Rendite des weiter gefassten französischen Aktienmarktes sehr positiv). Diese allgemeineren Länder-Aktienindizes sind jedoch leider weniger verbreitet und diesbezügliche Daten in Europa oft nur für die letzten Jahre verfügbar.



Betrachtet man ausschließlich das Jahr 2016, so tendierten die europäischen Aktienmärkte insgesamt weiter positiv. Entgegen dem langfristigen Trend ging jedoch die reale Rendite dänischer Aktien nach dem besonders erfolgreichen Jahr 2015 (37,4 %) zurück (-13,8 %). Die beiden einzigen weiteren Länder mit negativer realer Wertentwicklung waren Italien (-8,2 %) und Belgien (-6,9 %). Die stärkste reale Wertentwicklung verzeichneten bulgarische Aktienwerte (25,6 %), die jedoch langfristig am schlechtesten abschnitten, gefolgt von Rumänien (18,1 %) und Großbritannien (17,3 %) als weitere erfolgreichste Aktienmärkte 2015.

Bei der Prüfung der kumulierten Ergebnisse auf europäischer Ebene sowie in den einzelnen Ländern, in denen wir diese Analyse durchführten (siehe die Länder-Fallstudien für Frankreich, Deutschland, Spanien und Großbritannien), erzielten die Indizes der breiteren Aktienmärkte erheblich bessere Ergebnisse als die besser bekannten und enger gefassten Indizes mit „Blue Chips“ (Stoxx Europe 50, FTSE 100, DAX 30, IBEX 35, CAC 40).

Die folgende Grafik zeigt einen Vergleich zwischen dem weiter gefassten STOXX All Europe Total Market, der 1466 europäische Aktien umfasst (Stand 23. Juni 2017)<sup>30</sup> und dem wesentlich enger gefassten Stoxx Europe 50.

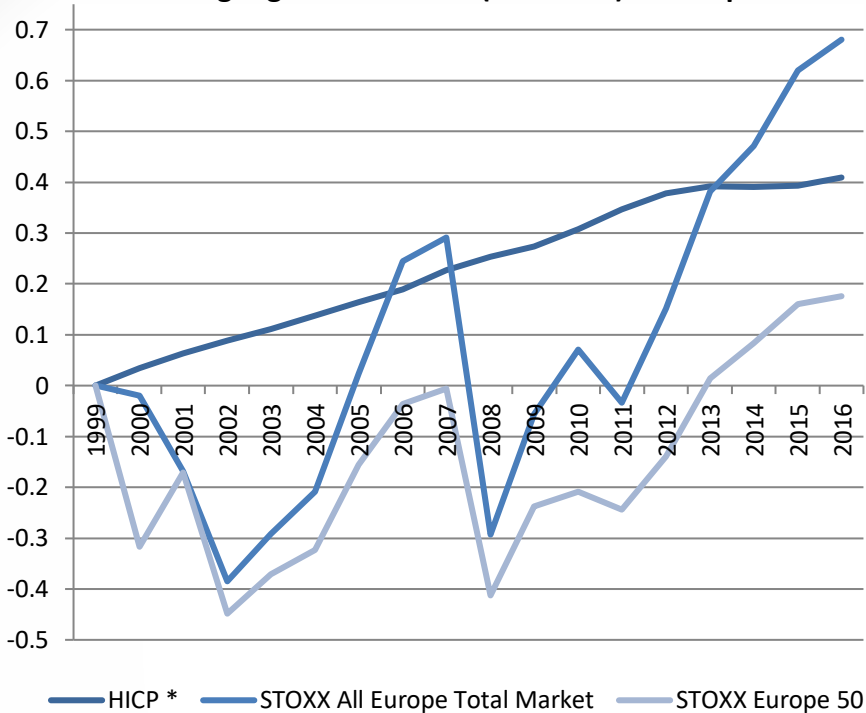
---

<sup>30</sup> <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=TE1P>. Für das Jahr 2000 waren keine Angaben vorhanden. Die Wertentwicklung des enger gefassten MSCI Europe TR (netto) (446 Komponenten; Stand 31. Mai 2017) für dieses Jahr wurden stellvertretend betrachtet.





**Grafik GR I - Kumulierte Wertentwicklung des breiten Index (STOXX All Europe Total Market) gegenüber dem enger gefassten Index (STOXX 50) in Europa**



*Quellen: BETTER FINANCE Berechnungen basierend auf STOXX Limited und Eurostat*

Auf europäischer Ebene ergibt sich zum Ende unseres 17-Jahres-Zeitraums ein bemerkenswerter Unterschied von 50,5 % zugunsten des breiteren Aktienmarktindex. Und während in den letzten 17 Jahren die Wertentwicklung des enger gefassten Index (17,6 %) durch die Inflationsrate (40,9 %) deutlich übertroffen wurde, blickt der breitere europäische Aktienmarkt auf eine positive reale Rendite zurück, mit einem kumulierten Gewinn von 68,0 %.

### **Staatsanleihenmärkte**

Wie bereits erwähnt, ist darauf hinzuweisen, dass ein Rückgang der Zinssätze zu einem Anstieg des Marktwerts von Anleihen führt, was sich

positiv auf die ausstehenden Verbindlichkeiten von Pensionsfonds auswirkte. Die Fähigkeit, eine angemessene Vergütung durch Neuemissionen von Anleihen anzubieten, hat sich dadurch verringert.

Die folgende Tabelle vermittelt einen Überblick über die Renditen von sechs wichtigen europäischen Aktienmärkten für den Zeitraum 2000-2016:

<b>Tabelle GR 6. Historische Renditen an Anleihemärkten, jährlicher Durchschnitt</b>			
		<b>Nominale Rendite</b>	<b>Reale Rendite</b>
Belgien	(2000-2016)	5,7%	3,6 %
Frankreich	(2000-2016)	5,3 %	3,6 %
Deutschland	(2000-2016)	5,1 %	3,5 %
Italien	(2000-2016)	5,6 %	3,6 %
Niederlande	(2000-2016)	5,2 %	3,3 %
Spanien	(2000-2016)	5,6 %	3,3 %
Großbritannien	(2000-2016)	6,0 %	3,9 %

*Quelle: Barclays (All Maturities Indices), Eurostat*

Der europäische Markt für Staatsanleihen verzeichnete während des gesamten, von uns analysierten Zeitraums stetige nominale Renditen, die sich zwischen 6,0 % (Großbritannien) und 5,1 % (Deutschland) bewegten. Die realen Renditen lagen sogar noch dichter beieinander, wobei auch hier Großbritannien mit 3,9 % an der Spitze lag und die Niederlande mit 3,3 % das Schlusslicht bildeten. Während die Aktienmärkte im Allgemeinen langfristig besser abschneiden, übertraf jeder der analysierten Staatsanleihenmärkte die entsprechenden, in Tabelle 6 aufgeführten Aktienmärkte im Zeitraum von 2000 bis 2016.

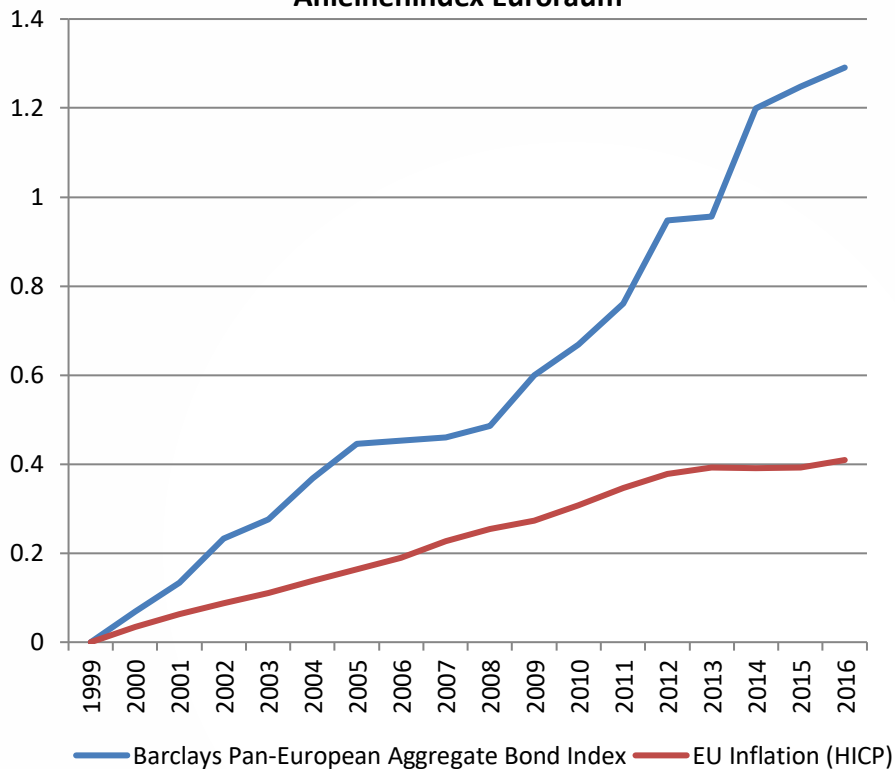
Mit Blick auf das Jahr 2016 bewegten sich die Ergebnisse der Anleihenmärkte mit Ausnahme Großbritanniens und Italiens in etwa im Bereich ihrer langfristigen Mittelwerte. Während britische Staatsanleihen eine außerordentlich hohe reale Rendite von 9 % erzielten, kamen italienische Staatsanleihen nach Abzug der Inflation nicht weit voran (0,3 %).





Die folgende Grafik zeigt die langfristige kumulierte Rendite europäischer Anleihen, d. h. Staats- und Unternehmensanleihen, insgesamt, gemessen am Barclays Pan-European TR:

**Grafik GR II - Kumulierte Wertentwicklung  
Anleihenindex Euroraum**



*Quelle: BETTER FINANCE Studie, basierend auf Angaben von Barclays*

Innerhalb der vergangenen 17 Jahre erzielten europäische Anleihen insgesamt eine sehr positive nominale Rendite, die signifikant über der Rendite europäischer Aktien lag, was durch den stetigen Rückgang der Anleihezinsen im Berichtszeitraum bedingt war. Angesichts des derzeitigen Niedrigzinsumfelds ist es schwierig, eine Fortsetzung dieser in der Vergangenheit beobachteten Tendenz vorherzusehen.

Wie aus der Grafik GR II hervorgeht, war dies in der Tat ein für die Anlageklasse Anleihen besonders günstiger Zeitraum, was durch die im Vergleich zur europäischen Inflation deutlich bessere Wertentwicklung belegt wird.

## Kompetenz des Portfolioverwalters/-beraters

In der Erstaufgabe der Studie von BETTER FINANCE wurde darauf hingewiesen, dass in fast allen Kategorien die Mehrheit der Investmentfonds gegenüber ihren Benchmarks das Nachsehen hatte. Investmentfonds spielen eine bedeutende Rolle bei der derzeitigen Vermögensallokation von Anlageinstrumenten für die Altersvorsorge. Daher ist ein Vergleich zwischen der Wertentwicklung von Investmentfonds und derjenigen ihrer Benchmarks besonders interessant.

Der jährliche „SPIVA“-Bericht von Standard & Poor’s erfasst den Anteil aktiver Fonds, die ihre Benchmark hinter sich lassen konnten. Die Ergebnisse des jüngsten europäischen SPIVA-Scoreboards zum Jahresende 2016 werden in der folgenden Tabelle aufgeschlüsselt:

Tabelle GR 7. Prozentualer Anteil europäischer Aktienfonds, die ihre Benchmarks übertreffen					
Fonds-kategorie	Vergleich index	1 Jahr (2016)	3 Jahre (2014-2016)	5 Jahre (2012-2016)	10 Jahre (2007-2016)
Angaben in Euro					
Europe Equity	S&P				
	Europe 350	20	26	26	12
Eurozone Equity	S&P				
	Eurozone BMI	20	16	12	10
France Equity	S&P				
	France BMI	33	33	22	16





Germany Equity	S&P Germany BMI	12	22	20	18
Italy Equity	S&P Italy BMI	39	36	42	24
Spain Equity	S&P Spain BMI	34	33	30	18
Netherlands Equity	S&P Netherlands BMI	38	18	6	3
<b>Angaben in Landeswährungen</b>					
UK Equity	S&P United Kingdom BMI	13	38	50	26
Denmark Equity	S&P Denmark BMI	97	78	79	20
Poland Equity	S&P Poland BMI	31	48	46	22
Sweden Equity	S&P Sweden BMI	45	77	55	46
<p><i>Quelle: S&amp;P Dow Jones Indices LLC, Morningstar.</i>  <i>Die überdurchschnittliche Wertentwicklung beruht auf gleichgewichteten Fund-Counts. Die Index-Entwicklung basiert auf der Gesamtrendite.</i></p>					

Die jüngsten Erkenntnisse für das Jahr 2016 belegen erneut, dass der größte Teil der Fonds ihre jeweilige Benchmark nicht schlägt, wobei Dänemark die einzige Ausnahme bildet. Unter den Fonds, die in europäische Aktien investieren, schafften nur 20 % eine bessere Entwicklung als ihre Benchmark (S&P Europe 350). Die schlechtesten Ergebnisse auf Ländervergleichsbasis verbuchten Deutschland und Großbritannien, wo nur 12 % bzw. 13 % den jeweiligen Landesindex überholen konnten. Vergleichsweise besser schnitten Fonds ab, die in den skandinavischen Ländern anlegten. Während 45 % der in schwedische Aktien investierten

Fonds ihre Benchmark schlugen, übertrafen fast alle Fonds mit Anlagen in dänischen Aktien den jeweiligen Landesindex (97 %).

Bei Altersvorsorgeprodukten sind die langfristigen, durchgehend positiven Renditen von besonderer Relevanz. Der SPIVA Europe Scoreboard berichtet über überdurchschnittliche Wertentwicklungen über einen Zeitraum von zehn Jahren als längsten Zeitrahmen. Im Vergleich zu ihren Benchmarks ist die langfristige Wertentwicklung der Fonds tendenziell schwächer. Innerhalb von 10 Jahren konnten nur 12 % der Fonds mit europäischen Aktien ihre Benchmark schlagen, wobei fast keiner dieser Fonds in niederländische Aktien investierte (3 %). Nur Fonds, die in Deutschland und Großbritannien anlegen, schneiden langfristig besser als nur auf das Jahr 2016 bezogen ab. Schwedische Aktienfonds blieben stabil und übertrafen in etwas weniger als 50 % der Fälle (46 %) ihre Benchmark. Der SPIVA Scorecard enthält zudem Hinweise, dass die Benchmark in weniger effizienten Märkten auch bei aktivem Portfoliomanagement nicht geschlagen werden konnte<sup>31</sup>. Endgültige Schlüsse lassen sich anhand dieser Berechnungen jedoch nicht ableiten, da sie sich auf einen zu kurzen Zeitraum beziehen, der nicht mehr als zwei Konjunkturphasen umfasst: Die Aktienmärkte brachen 2008 und 2009 ein, erholten sich danach allmählich bis Juni 2017, wobei sie zwischendurch in den meisten Ländern kurzzeitig zurückgingen. Bisherige Studien ergaben, dass sich Investmentfonds an baissierenden Börsen in der Regel stärker als ihre Benchmarks entwickeln, während sie in einem Hausse-Markt vergleichsweise schwächer sind.<sup>32</sup>

Für einen längeren Zeithorizont und insbesondere für Altersvorsorgeprodukte liefert eine vor Kurzem durchgeführte Studie<sup>33</sup> relevante Ergebnisse zu individuellen britischen Pensionsfonds, die von 35 Anbietern über einen Zeitraum von 30 Jahren (1980-2009) angeboten

<sup>31</sup> S&P Dow Jones Indices (2017): SPIVA® Europe Scorecard, Year-End 2016, April 2017.

<sup>32</sup> IODS (2014): Studie zur Wertentwicklung und Effizienz der EU-Vermögensverwaltungsbranche, eine Studie im Auftrag der Europäischen Kommission (GD Binnenmarkt und Dienstleistungen) und der Financial Services User Group (FSUG), August 2014

<sup>33</sup> Anastasia Petraki und Anna Zalewska (April 2014), „With whom and in what is it better to save? Personal pensions in the UK“, Arbeitspapier des Centre for Market and Public Organisation, Universität Bristol.





wurden. Große Anbieter übertrafen die Entwicklung der im Prospekt genannten Benchmarks, bei Schatzwechseln schnitten sie jedoch während der Gesamtlaufzeit des Fonds schlechter ab. Die Spezialisierung von Portfolioverwaltern im Anlageuniversum ergibt überdurchschnittliche Renditen auf Jahresbasis, aber nicht auf langfristiger Basis. Allgemein stellten sie fest, dass kurzfristige Wertentwicklungen auf der Grundlage arithmetischer Jahresdurchschnittswerte keine aussagekräftigen Indikatoren für die langfristige Wertentwicklung darstellen, welche anhand geometrischer Durchschnittsrenditen ähnlich wie die in der vorliegenden Studie verwendete Methode berechnet wird. Die Verfasser zeigten zudem auf, dass neuere Fonds im Vergleich zu älteren besser abschneiden, wobei der Wettbewerbsdruck Letzterer geringer ist, was an den Kosten für einen möglichen Fondswechsel liegt.

### **Aufwendungen für Kapitalanlagen**

Die Erkenntnisse aus der Erstaufgabe der Studie von BETTER FINANCE über die Komplexität und Belastung der Aufwendungen hat sich im Zuge der nachfolgenden Studien nicht wesentlich verändert. Die Struktur der berechneten Aufwendungen ist oft sehr komplex und kann zwischen verschiedenen Vorsorgeanbietern kaum verglichen werden. Folglich ist es für Verbraucher schwierig, die Größenordnung der Aufwendungen ihres Altersvorsorgeprodukts zu erfassen und in ihrer Gesamtheit nachzuvollziehen. Im Allgemeinen sind die Aufwendungen für private Altersvorsorgeprodukte höher als bei betrieblichen Pensionsfonds, da sich Arbeitgeber gegenüber einzelnen Antragstellern in einer stärkeren Position befinden, um mit konkurrierenden Anbietern zu verhandeln.

Zur Bewältigung dieser Komplexität legen manche Vorsorgeanbieter - etwa durch Regelungen für die automatische Mitgliedschaft in Großbritannien - feste Mitgliedsbeiträge fest, wodurch jedoch geringverdienende Beschäftigte benachteiligt werden. Das britische Amt für lauterer Geschäftsverkehr (Office of Fair Trading, OFT) wies 2013 auf den Mangel an Transparenz und Vergleichbarkeit der Gebühren hin, die Mitgliedern britischer Pensionsfonds berechnet wurden: So wurden mehrere Gebühren zusätzlich zu den jährlichen Verwaltungsgebühren (Annual Management



Charges, AMC) berechnet, auf deren Grundlage Pensionsfondsanbieter üblicherweise für ihre Dienste werben. Die Verteilung der Aufwendungen war zudem ganz erheblich und richtete sich unter anderem nach der Art (private Vorsorgepläne unterliegen deutlich höheren Gebühren als Betriebsrenten) und dem Umfang der Fonds.

Im Anschluss an die OFT-Studie erließ das Ministerium für Arbeit und Versorgungsbezüge (Department for Work and Pensions) eine Verordnung, die am 6. April 2015 in Kraft trat<sup>34</sup>. Die Basismodelle, die von den Arbeitgebern verwendet wurden, um ihre Verpflichtungen zur automatischen Anmeldung von Arbeitnehmern zu erfüllen, sehen für die jährlichen Verwaltungsgebühren eine Obergrenze von 0,75 % vor. Diese Obergrenze gilt für die meisten Aufwendungen, mit Ausnahme der Transaktionskosten. Zudem wurden Modelle, für die das „Risiko eines mangelhaften Kosten-Nutzen-Verhältnisses“ besteht, einem Audit unterzogen. Dabei stellte sich heraus, dass etwa ein Drittel der überprüften Modelle jährliche Verwaltungsgebühren von über 1 % berechneten und eine erhebliche Anzahl von privaten Anlegern mit Rücknahmegebühren von über 10 % konfrontiert wurden, wenn sie zu einem Fonds mit besser Wertentwicklung wechseln wollten. Ab Oktober 2017 sind zudem die für betriebliche Vorsorgemodelle geltenden Rücknahmegebühren auf 1 % der Mitgliedsleistungen begrenzt und Mitgliedern, die nach dem 10. Oktober 2017 beitraten, dürfen keine Gebühren für den vorzeitigen Ausstieg berechnet werden.

Während die Einführung transparenter, beschränkter und vergleichbarer Aufwendungen in mehreren der analysierten Länder debattiert wird, sind sie nicht unbedingt so weit vorangeschritten wie in Großbritannien.

## Besteuerung

Das für Altersvorsorgeprodukte allgemein angewandte Modell ist die nachgelagerte Besteuerung, bei der die Beiträge vom steuerpflichtigen Einkommen abgezogen werden und das Vorsorgeeinkommen im Rahmen der

---

<sup>34</sup> <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/8/contents/enacted>





Einkommensteuer oder in der Regel zu einem günstigeren Steuersatz versteuert wird. Manche Länder befinden sich derzeit in einer Übergangsphase, in der das Vorsorgeeinkommen zum Teil nachgelagert besteuert wird und für die Zukunft nur noch die nachgelagerte Besteuerung geplant ist.

Dieses sogenannte EET-System (Exempt-Exempt-Taxable), „eine Form der Besteuerung privater Altersvorsorgepläne, bei der Einkommen aus Anlagen und Kapitalgewinnen des Pensionsfonds befreit sind und Leistungen den Steuern auf das persönliche Einkommen unterliegen<sup>35</sup>“, ist in den in diesem Bericht analysierten Ländern am weitesten verbreitet. Es gibt nur wenige Ausnahmen, unter anderem in Polen, wo die umgekehrte Regel gilt: Die Beiträge werden aus dem steuerpflichtigen Einkommen entnommen, während das Vorsorgeeinkommen steuerfrei ist (die einzige Ausnahme vom TEE-System sind IKZE - private Vorsorgesparkonten). In Schweden wird das Vorsorgeeinkommen in allen drei Phasen versteuert, wobei als einzige Ausnahme Beiträge zur betrieblichen Altersvorsorge zum Teil abzugsfähig sind. In Bulgarien und für die kapitalgedeckte Altersvorsorge in der Slowakei sind sogar EEE-Systeme zu beobachten, bei denen die Altersvorsorge im Rahmen festgelegter Freigrenzen steuerfrei ist.

Das angesparte Kapital kann im Ruhestand zumindest teilweise als Einmalbetrag ausgezahlt werden, der oft keiner Besteuerung unterworfen ist. Bei unseren Berechnungen der Nettorendite gingen wir von der günstigsten Besteuerung aus, wenn sich der Anleger einen möglichst großen Teil des angesparten Kapitals auszahlen ließ.

Anlageprodukte zur Vorsorge im Ruhestand, die keine Altersvorsorgeprodukte im engeren Sinn sind, könnten eine günstige Steuerbehandlung nutzen. Dies ist der Fall bei Lebensversicherungen in Frankreich, aber sukzessive Erhöhungen der Sozialversicherungsbeiträge, die vom nominalen Einkommen abgezogen werden, führen zu einer tendenziellen Verringerung der Anlagerendite.

---

<sup>35</sup> OECD-Definition: <https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=5225>

Die folgende Tabelle umfasst einen Überblick über die wichtigsten Steuervorschriften auf Länderbasis:

**Tabelle GR 8. Überblick über die wichtigsten in den analysierten Ländern geltenden Steuervorschriften**

<b>Belgien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Beiträge bis zu festgelegten Grenzen abzugsfähig;</li> <li>● Keine Besteuerung in der Ansparphase;</li> <li>● Zweite Säule: Besteuerung in der Auszahlungsphase je nach Herkunft des Beitrags, zuzüglich lokaler Steuern;</li> <li>● Dritte Säule: Besteuerung in der Auszahlungsphase ab dem 60. Lebensjahr, zuzüglich lokaler Steuern;</li> </ul>
<b>Bulgarien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● EEE-System;</li> <li>● Jährliche Beiträge bis zu 10 % des jährlich zu versteuernden Einkommens sind steuerfrei;</li> </ul>
<b>Dänemark</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Beiträge sind in der Regel steuerlich abzugsfähig (außer Einmalbeiträge);</li> <li>● Zinsen, Dividenden, Gewinne und Verluste werden in der Ansparphase mit 15,3 % versteuert;</li> <li>● Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz in der Auszahlungsphase (Einmalauszahlungen sind steuerfrei).</li> </ul>
<b>Estland</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Kapitalgedeckte Renten werden nach dem EET-System besteuert, mit einigen Sonderbestimmungen (Abzugsmöglichkeiten) bei den Auszahlungen;</li> <li>● Zusatzrenten werden nach dem EET-System besteuert.</li> </ul>
<b>Frankreich</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Komplexes Steuersystem;</li> <li>● Einzahlungen in die beitragsorientierte Altersvorsorge (PERCO und PERP) sind steuerlich abzugsfähig; Sozialversicherungsbeiträge sind jedoch nicht absetzbar. Keine steuerliche Abzugsfähigkeit von Lebensversicherungsverträgen;</li> <li>● Besteuerung in der Ruhestandsphase (manchmal mit Steuererleichterungen).</li> </ul>
<b>Deutschland</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● EET-System, derzeit Übergangsphase zur nachgelagerten Besteuerung;</li> <li>● Beiträge für geförderte Altersvorsorgeprodukte bis zu festgelegten Grenzen abzugsfähig;</li> <li>● Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz in der Auszahlungsphase für geförderte Altersvorsorgeprodukte.</li> </ul>
<b>Italien</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● EET-System, Beiträge bis zu festgelegten Grenzen abzugsfähig;</li> </ul>





	<ul style="list-style-type: none"><li>● Aufgelaufene Beiträge unterliegen in der Ansparphase einer Besteuerung von 20 % (12,5 % auf Einkommen aus öffentlichen Schuldverschreibungen);</li><li>● In der Auszahlungsphase variiert die Besteuerung zwischen 9 und 15 %.</li></ul>
<b>Lettland</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Zweite Säule – Die kapitalgedeckte Altersvorsorge wird weder in der Beitrags- noch in der Ansparphase besteuert. Die Rentenleistungen unterliegen ab einem bestimmten Freibetrag der persönlichen Einkommensteuer;</li><li>● Dritte Säule – Die freiwillige private Altersvorsorge wird im Allgemeinen im Rahmen der zweiten Säule besteuert, jedoch gibt es in der Beitragsphase Abzugsgrenzen.</li></ul>
<b>Polen</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● TEE-System für Rentensparpläne (PPE) und private Rentenkonten (IKE), Beiträge zu individuellen Rentensparkonten (IKZE) sind bis zu den festgelegten Grenzen abzugsfähig (EET-System);</li><li>● PPE und IKE werden in der Ruhestandsphase nicht besteuert, IKZE unterliegen dem ermäßigten pauschalen Einkommensteuersatz von 10 %.</li></ul>
<b>Rumänien</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● In der kapitalgedeckten Altersvorsorge sind Beiträge und Kapitalerträge von der Steuer befreit, während Leistungen ab einer bestimmten Grenze der persönlichen Einkommensteuer unterliegen;</li><li>● Bei der freiwilligen privaten Vorsorge sind Beiträge bis zu einer bestimmten Höchstgrenze abzugsfähig, Kapitalerträge sind von der Steuer befreit und Leistungen unterliegen der persönlichen Einkommensteuer.</li></ul>
<b>Slowakei</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Kapitalgedeckte Renten sind in der Regel steuerfrei (EEE-System);</li><li>● Für Zusatzrenten gilt das EET-System, jedoch mit mehreren Ausnahmen und Sonderbestimmungen.</li></ul>
<b>Spanien</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● EET-System, Beiträge sind bis zu den festgelegten Grenzen abzugsfähig;</li><li>● Keine Besteuerung in der Ansparphase;</li><li>● Die Besteuerung hängt davon ab, ob die Auszahlung in Form einer Rente oder einer Einmalauszahlung erfolgt.</li></ul>
<b>Schweden</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● Beiträge zur betrieblichen Altersvorsorge sind zum Teil steuerlich abzugsfähig, während Beiträge zur privaten Altersvorsorge besteuert werden;</li><li>● Die Anlagerendite unterliegt dem normalen Steuersatz für Kapitalerträge von 15 %;</li><li>● Auszahlungen sind im Allgemeinen einkommensteuerpflichtig.</li></ul>
<b>Niederlande</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>● EET-System;</li><li>● Beiträge zu Pensionsfonds sind steuerfrei;</li></ul>

- Besteuerung zum persönlichen Einkommensteuersatz in der Auszahlungsphase.

### Großbritannien

- EET-System;
- Freibeträge und Steuererleichterungen für Beiträge bis zu einer Höchstgrenze („lifetime allowance“);
- Auszahlungen werden wie Einkommen besteuert; derzeit sind in Großbritannien drei Grenzsteuersätze in Kraft.

*Quelle: BETTER FINANCE, Anbieter*

## Fazit

Diese Studie hat zum Ziel, einen umfassenden Überblick über die reale Rendite der privaten Altersvorsorge in den 15 analysierten EU-Ländern zu vermitteln. Die Nettorendite nach Abzug von Gebühren, Provisionen, Inflation und Steuern ist von entscheidender Bedeutung, um die Kaufkraft des Vorsorgeeinkommens beim Eintritt in den Ruhestand zu sichern. Leider sind Informationen über diese reale Rendite kaum verfügbar und ihre Qualität verschlechtert sich häufig sogar. Daher bietet diese Studie einen globalen und kohärenten Ansatz, bei dem alle verfügbaren individuellen und historischen Daten genutzt werden, um die Transparenz zu fördern und EU-Vorsorgesparern Simulationen der realen Rendite anzubieten. Dabei ist zu bedenken, dass es aufgrund der Vielfalt der europäischen Altersvorsorgesysteme und des Mangels an verfügbaren Daten schwierig ist, konkrete Schlussfolgerungen zu ziehen. So werden zum Beispiel die meisten Pensionsfonds der analysierten Länder als beitragsorientierte Pläne angeboten, während Pensionsfonds in Deutschland ab sofort und die meisten in Belgien als leistungsorientierte Pläne bereitgestellt werden.

**Tabelle GR 9. Jährliche reale Rendite von Produkten der privaten Altersvorsorge (vor Steuern)**

Belgien	Pensionsfonds (EbAV [1]), 2000-2016: +1,90 % „Assurance Groupe“ („Zweig 21“), 2002-2014: + 1,63 % Altersvorsorgefonds, 2000-2016: +1,70 % Lebensversicherung mit Garantieverzinsung, 2002-2014: +2,00 %
Bulgarien	Universelle Altersvorsorgefonds, 2002-2016: +1,40 % Betriebsrentenfonds, 2001-2016: +1,40 %





	Freiwilliger Altersvorsorgefonds, 2002-2016: +0,30 %
Dänemark	Pensionsfonds, 2002-2015: +4,82 %
Estland	Gesetzlicher Rentenfonds, 2002-2016: +0,36 % Zusatzrentenfonds, 2002-2016: +1,13 %
Frankreich	Lebensversicherung mit Garantieverzinsung, 2000-2016: +1,94 % Lebensversicherung, fondsgebunden, 2000-2016: -0,19 % Unternehmenssparpläne, 2000-2016: +0,72 %
Deutschland	Pensionskassen & Pensionsfonds, 2002-2015: +2,19 % Riester-Rentenversicherung, 2005-2016: +1,61 % Rürup-Rentenversicherung, 2005-2016: +1,63 % Private Rentenversicherung, 2000-2016: +2,29 %
Italien	Geschlossene Pensionsfonds, 2000-2016: +1,33 % Offene Pensionsfonds, 2000-2016: -0,14 % PIP mit Gewinnbeteiligung, 2008-2016: +1,09 % PIP, fondsgebunden, 2008-2016: +0,63 %
Lettland	Staatlich geförderter Pensionsfonds, 2003-2016: -0,43 % Freiwillige private Rentenversicherung, 2011-2016: +2,06 %
Polen	Mitarbeitervorsorgefonds, 2002-2016: +4,13 %
Rumänien	Kapitalgedeckte Renten zweite Säule, 2008-2016: +5,32 % Freiwilliger Pensionsfonds, 2007-2016: +2,79 %
Slowakei	Pensionsfonds zweite Säule, 2005-2016: -0,24 % Zusatzrentenfonds, 2009-2016: +0,53 %
Spanien	Pensionsfonds (gewichteter Durchschnitt), 2000-2016: -0,07 %
Schweden	AP7 betrieblicher Rentenfonds, Standardoption 2000-2016: +8,66 % AP7 betrieblicher Rentenfonds, eigene Wahl oder andere(r) Fonds 2000-2016: +5,51 %
Niederlande	Pensionsfonds, 2000 - 2016: +2,84 % Lebensversicherung, 2000 - 2016: -0,32%
Großbritannien	Pensionsfonds, 2000-2015: +2,6 %

Quelle: BETTER FINANCE Studie, BETTER FINANCE Studie

[1] Betriebliche Rentenfonds im Sinne von Definition und Anwendungsbereich der EU-Richtlinie über „Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge“ (EbAV).

Diese Aktualisierung der Erstauflage der Studie von BETTER FINANCE bietet insbesondere eine Überarbeitung der realen Renditen der Altersvorsorge für den Zeitraum 2000-2016 im Vergleich zu 2002-2011, vor dem Hintergrund steigender Aktienmärkte und sinkender Inflationsraten. Wir versuchten zudem, die Berechnungen auf den längeren, von uns betrachteten Zeitraum zu erweitern (2000 bis 2016), sofern Daten verfügbar waren. Langfristig waren die durchschnittlichen realen Renditen relativ niedrig und lagen unter denen der Kapitalmärkte (Aktien und Anleihen).

In Frankreich ergab die Altersvorsorge durch die weithin genutzte Lebensversicherung positive Renditen für Garantieverträge und negative Renditen für fondsgebundene Versicherungen.

Italien und Großbritannien sind zwei gegensätzliche Beispiele für Versicherungsmodelle, die von den Regierungen gewählt wurden, um Defizite im Rentensystem auszugleichen. In Italien führte Ministerin Elsa Fornero von der Monti-Regierung eine ehrgeizige Reform durch, um trotz der sehr ungünstigen demografischen Entwicklung das staatliche Umlagesystem zu sichern. Die spärliche Rendite der privaten Altersvorsorge wird nur in begrenztem Umfang zum Ersatzeinkommen der Rentner beitragen können.

Dagegen ist die Altersvorsorge in Großbritannien viel stärker von vorfinanzierten Modellen abhängig. Die britische Regierung führte ein System der „automatischen Anmeldung“ ein, um den meisten Arbeitnehmern den Zugang zu den Leistungen von Pensionsfonds zu ermöglichen. Wegen der übermäßig hohen Gebühren, die Pensionsfondsmitgliedern berechnet werden, trafen die öffentlichen Behörden Maßnahmen, um die Transparenz zu erhöhen und die von Vorsorgeanbietern berechneten Gebühren zu begrenzen.

Wie in Italien ist auch in Deutschland die demografische Entwicklung sehr ungünstig, und die Regierung führte mehrere Reformen durch, um die private Altersvorsorge zu fördern, wobei die jüngsten Reformen insbesondere auf die betriebliche Altersvorsorge abzielen, sich aber auch





auf die stets in der Kritik stehende Riester-Rente durch höhere Freibeträge auswirken.

In Spanien werden betriebliche und private Modelle der Altersvorsorge erst seit Kurzem vom Staat gefördert. Private Altersvorsorge und Pensionsfonds werden nach dem günstigen EET-System besteuert; die Angaben zur privaten Altersvorsorge sind weitgehend unzureichend. Für den 17-Jahres-Zeitraum tendiert die reale Rendite von Pensionsfonds gegen null.

Nur eine kleine Minderheit von Polen ist an betrieblichen Altersvorsorgesystemen und privaten Altersvorsorgeprodukten beteiligt, da diese erst vor Kurzem eingeführt wurden. Die jährliche reale Rendite der Teilnehmer betrieblicher Pensionsfonds belief sich auf beachtliche 4 %. Die Offenlegungspolitik von Altersvorsorgeanbietern ist jedoch alles andere als befriedigend, zumal es keine Garantie gibt: Ein Marktabschwung würde sich ganz erheblich auf das Vermögen der Versicherten auswirken, ein Risiko, dessen sich nur wenige bewusst sind.

In den Niederlanden war die Wertentwicklung von Pensionsfonds mit +2,8 % über den langen 17-Jahres-Zeitraum verhältnismäßig besser, während Versicherungsgesellschaften im gleichen Zeitraum effektiv -0,3 % einbüßten.

Die besten Ergebnisse bei den geförderten Rentenfonds wurden in Rumänien erzielt: Die reale Rendite entsprach dort stattlichen 5,3 % vor Steuern, jedoch nur während eines 9-Jahres-Zeitraums. Obwohl die reale Rendite der freiwilligen Altersvorsorge nur etwa die Hälfte der kapitalgedeckten Rente erreichte, schnitt sie über einen Zeitraum von zehn Jahren ebenfalls sehr gut ab (+2,8 %).

In der Slowakei ging die reale Rendite kapitalgedeckter Renten während eines 12-Jahres-Zeitraums zurück (-0,2 %), während Zusatzrenten innerhalb eines Zeitraums von acht Jahren eine leicht positive Entwicklung aufwiesen (+0,5 %).



In Bulgarien konnte die universelle, betriebliche sowie die berufliche Altersvorsorge mithilfe des sehr günstigen EEE-Modells positive reale Renditen von 0,1 % bis 0,8 % erzielen.

In den baltischen Staaten konnten Zusatzrenten positive Renditen vor Steuern verbuchen (Estland 1,1 % und Lettland 2,0 %), während die kapitalgedeckte Rente in Estland gegen null tendierte und in Lettland auf realer Basis im Negativbereich lag.





## Empfehlungen

1. Die frühere relative Wertentwicklung für alle langfristigen Altersvorsorgeprodukte wiedereinführen und angleichen:

- Die Offenlegung der früheren Wertentwicklung von Anlageprodukten für private Anleger im Vergleich zu objektiven Kapitalmarkt-Benchmarks (wie dies bis 2017 für alle OGAW-Investmentfonds im Rahmen der OGAW-IV-Richtlinie und der Verordnung über Basisinformationsblätter von 2010 vorgeschrieben war<sup>36</sup>) wiedereinführen: langfristige historische Renditen, inflationsbereinigt, nach Abzug aller Aufwendungen für den Anleger und, falls möglich, nach Steuern.
- Der Zeitraum, auf den sich die Information über die frühere Wertentwicklung bezieht, muss mit dem Zeithorizont des Anlagehorizonts übereinstimmen, der derzeit mindestens zehn Jahre für OGAW-Fonds beträgt; für Altersvorsorgeprodukte sollte er daher länger sein.
- Angaben über die Summe der dem Endanleger sowohl direkt als auch indirekt berechneten Gebühren und Provisionen.
- Falls relevant, Angaben über den Deckungsstatus.
- Klar verständliche Angaben zu Übertragungs-/Ausstiegsmöglichkeiten und den diesbezüglichen Bedingungen.
- Erweiterung des Prinzips des<sup>37</sup> Basisinformationsblatts<sup>38</sup> (im Sinne eines standardisierten, klar verständlichen und knapp gehaltenen Informationsdokuments) für alle langfristigen Altersvorsorgeprodukte, einschließlich Pensionsfonds, Aktien und Anleihen.

---

<sup>36</sup> Aber aufgehoben am 8. März 2017 durch die delegierte Verordnung der Kommission (EU) 2017/653 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)

<sup>37</sup> PRIIP: Verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP)

<sup>38</sup> KID: Basisinformationsblatt (das zusammenfassende Dokument für OGAW-Fonds ist das Basisinformationsblatt).

2. Zügige Umsetzung des Aktionsplans der Europäischen Kommission zur „Kapitalmarktunion“ vom September 2015. *„Zur weiteren Förderung der Transparenz bei Retail-Produkten wird die Kommission die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) auf der Grundlage von Artikel 9 der ESA-Verordnungen ersuchen, die Transparenz langfristiger Retail- und Altersvorsorgeprodukte in den Blick zu nehmen und die tatsächliche Nettoperformance und die Gebühren zu analysieren.“*
3. Die EU sollte ihren Vorschlag für eine paneuropäische private Altersvorsorge (Pan-European Personal Pension Plan, PEPP) mit voller Kraft voranbringen, um zumindest die langfristige Kaufkraft der lebenslangen Anlagen der EU-Bürger im Standardanlagemodell zu sichern:
  - mit einer wirklich einfachen Standardoption (Möglichkeit zum Abschluss ohne Beratung oder verbundene Gebühren), niedrigen Kosten und großer Sicherheit;
  - mit kostenlosen alternativen Anlagemöglichkeiten, einschließlich Direktanlagen in börsennotierten Aktien und Anleihen, die im Einklang mit den Zielen der „Kapitalmarktunion“ stehen und EU-Bürgern die Möglichkeit bieten, eine angemessene langfristige Rendite und ein angemessenes Vorsorgeeinkommen zu erzielen;
  - Nutzung eines äquivalenten Steuersystems, vergleichbar mit den bestehenden nationalen Altersvorsorgeprodukten.
4. Das Spektrum der angebotenen Produkte vereinfachen, standardisieren und straffen:
  - Die Verwendung von Nicht-OGAW-Fonds (die ca. 20.000 „AIF“) in allen strukturierten langfristigen Altersvorsorgeprodukten, die privaten Anlegern angeboten werden, beschränken.
  - Die übermäßige Anzahl der EU-weit angebotenen OGAW verringern.
  - Sicherstellen, dass die ESA umfassende Befugnisse erhalten und nutzen, um zu verhindern, dass privaten Anlegern toxische Anlageprodukte jeder Art angeboten werden.





- Die ESA sollten dafür Sorge tragen, dass private EU-Anleger umfassenden Zugang zu Anlageprodukten mit niedrigen Gebühren, wie Aktien, Anleihen und Index-ETF, erhalten (im Einklang mit der EU-Initiative für eine Kapitalmarktunion).
5. EU-weite, transparente, wettbewerbsfähige und standardisierte Rentenmärkte für private Anleger schaffen und Vorsorgesparern größere Freiheit bei der Wahl zwischen Renten- und Einmalauszahlungen gewähren (jedoch erst nach Durchsetzung eines Mindestbetrags zur Sicherung einer lebenslangen Rente).
  6. Die Verwaltung gemeinsamer Anlagefonds verbessern: Mindestens die Hälfte der Mitglieder der Aufsichtsorgane sollten direkt von den Versicherten ernannt werden.
  7. Die Preisgestaltung von Anlageprodukten an die Interessen der Anleger anpassen, tendenziöse Empfehlungen beim Vertrieb verbieten und fachkundige Beratung zu langfristigen Anlageprodukten, einschließlich Aktien und Anleihen, garantieren; mehr Befugnisse für Aufsichtsbehörden, um den Vertrieb von toxischen Anlageprodukten an private Anleger zu verbieten.
  8. Eine Sonderbehandlung für alle langfristigen Deckungszusagen durch Aufsichtsvorschriften (insbesondere Solvency II) gewähren und dadurch eine angemessene Vermögensallokation ermöglichen.
  9. Die langfristige paneuropäische Altersvorsorge und Anlage gegenüber dem Kapitalverzehr und kurzfristigen Anlagen steuerlich begünstigen: Paneuropäische Produkte wie Europäische Langfristige Investmentfonds (European Long-term Investment Funds) und PEPP werden sich nicht weiter durchsetzen können, wenn sie nicht entsprechend steuerlich begünstigt werden, wie dies bereits bei zahlreichen anderen auf einzelstaatlicher Ebene geförderten langfristigen Anlageprodukten der Fall ist. Die Finanztransaktionssteuer (Financial Transactions Tax, FTT) sollte überarbeitet werden, um das festgelegte Ziel zu erreichen, Transaktionen von Finanzinstituten zu besteuern (die mit großem

Abstand umfangreichsten Transaktionen betreffen den Forex, gefolgt von Derivaten), anstatt Transaktionen der Realwirtschaft (insbesondere private Transaktionen und Transaktionen von Endanlegern in Aktien und Unternehmensanleihen). Zu diesem Zweck ist eine Besteuerung von Finanzaktivitäten (Financial Activities Tax, FAT) möglicherweise besser geeignet.

10. Die Grundlagen der Finanzmathematik (Zinseszins, Renditen, Renten) und Kapitalmärkte (Aktien, Anleihen) sollten an Schulen unterrichtet werden; die Finanzinstitute sollten ihre Kunden über Aktien und Anleihen informieren (und nicht nur über gebührenintensive „strukturierte“ Produkte) und zumindest für einen Teil ihrer Bemühungen bei der Vermittlung von Finanzwissen auf unabhängige Stellen zurückgreifen.





# Altersvorsorge: Die reale Rendite

## Auflage 2017

### *Länder-Fallstudie: Deutschland*

#### Einleitung

Das deutsche System der Altersvorsorge beruht auf drei Säulen:

- 1. Säule: Die gesetzliche Rentenversicherung
- 2. Säule: Freiwillige betriebliche Altersversorgung
- 3. Säule: Freiwillige private Altersversorgung

Im Jahr 2007 erhöhte die Bundesregierung das gesetzliche Renteneintrittsalter von 65 auf 67 Jahre. Eine Übergangsphase bis zur Vollendung des Rentenalters von 67 Jahren für Erwerbstätige mit weniger als 45 Beitragsjahren begann in 2012, einschließlich einer stufenweisen Verlängerung des Erwerbslebens um jährlich einen Monat bis 2029. Für Erwerbstätige mit 45 Beitragsjahren wurde im Juli 2014 das Rentenalter auf 63 Jahre herabgesetzt. Seit 2016 wird es aber wieder allmählich angehoben und wird 2028 schließlich 65 Jahre betragen. Das durchschnittliche effektive Erwerbsaustrittsalter lag 2014 mit 62,7 Jahren sowohl unter dem nominalen Renteneintrittsalter als auch unter dem OECD-Durchschnitt<sup>39</sup>.

Die gesetzliche Rentenversicherung, die beitragsorientiert ist, gibt es seit über 110 Jahren. Mit ungefähr 53 Millionen Mitgliedern ist es das größte Sozialversicherungssystem in Deutschland<sup>40</sup>. In der OECD gehört Deutschland zu den Ländern mit den höchsten staatlichen Rentenausgaben. Im Jahr 2016 führten alle Beitragspflichtigen der Sozialversicherung 18,7 % ihres Bruttolohns an das System ab. Arbeitgeber und Arbeitnehmer zahlen

---

<sup>39</sup> OECD (2015)

<sup>40</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016)

jeweils einen Beitrag in gleicher Höhe<sup>41</sup>. Mit 50 % lag die Nettoersatzrate für den durchschnittlichen Erwerbstätigen 2014 deutlich unter dem OECD-Durchschnitt von 63 %<sup>42</sup>. Eine der gravierendsten demografischen Veränderungen in Europa – die steigende Lebenserwartung bei sinkenden Geburtenraten – zwingt jüngere Generationen, sich um ein angemessenes Einkommen im Ruhestand durch private Vorsorge selbst zu kümmern.

Anfang der 2000er Jahre führte die Bundesregierung eine bedeutende Rentenreform durch, um die private Altersvorsorge durch Zulagen und Steuererleichterungen sowie durch ermäßigte Sozialversicherungsbeiträge bei betrieblichen Altersvorsorgeplänen zu fördern. Betriebliche Vorsorgepläne (2. Säule), von Arbeitgebern traditionell auf freiwilliger Basis angeboten, wurden 2002 in das Recht des Arbeitnehmers geändert, einen Teil seines Entgelts in einen betrieblichen Vorsorgeplan einzuzahlen (Entgeltumwandlung). Im gleichen Jahr wurde die Riester-Rente eingeführt, um die private Altersvorsorge zu fördern, und 2005 wurde mit der Rürup-Rente die private Altersvorsorge weiter aufgestockt.

## Anlageinstrumente für die Altersvorsorge

Die private Altersvorsorge gliedert sich in die freiwillige betriebliche Vorsorge und die freiwillige private Vorsorge. Von den derzeitigen Rentnern bezieht etwa die Hälfte Einkünfte aus einer privaten Altersvorsorge: Der Anteil am Bruttoeinkommen eines Rentners (derzeit 7 % aus der betrieblichen Vorsorge und 8 % aus der privaten Vorsorge) ist jedoch relativ niedrig<sup>43</sup>.

<sup>41</sup> Die Sozialversicherungsbeiträge werden normalerweise (und historisch) gleichmäßig verteilt. Ausnahmen sind aber möglich, z. B. bei geringfügiger Beschäftigung („Minijobs“). Die Beitragsbemessungsgrenze für 2017: 76.200 € für die alten Bundesländer (Beitragsbemessungsgrenze West) und 68.400 € für die neuen Bundesländer (Beitragsbemessungsgrenze Ost).

<sup>42</sup> OECD (2017), Nettoersatzraten (Indikator). DOI: 10.1787/4b03f028-en (Aufgerufen am 14. Juni 2017). <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm>

<sup>43</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016)





## Freiwillige betriebliche Altersvorsorge

Betriebliche Vorsorgepläne wurden von Arbeitgebern üblicherweise auf freiwilliger Basis angeboten. Seit Januar 2002 haben Arbeitnehmer ein Anrecht auf betriebliche Altersvorsorge durch Entgeltumwandlung, was bedeutet, dass von künftigen Arbeitsentgelt- oder Sonderzahlungen, etwa berufliche Vorsorge oder Lohn- und Gehaltserhöhungen,<sup>44</sup> bis zu einer Beitragsbemessungsgrenze von 4 % in Vorsorgeansprüche umgewandelt werden können, wenn keine andere arbeitsvertragliche Regelung besteht. Während Arbeitgeber den Bedarf an betrieblicher Altersvorsorge decken und sie bereitstellen müssen, können sie die Struktur des Alterssicherungssystems frei wählen, weshalb den Leistungsempfängern kaum Wahlmöglichkeiten bleiben. Es gibt fünf verschiedene Arten von Vorsorgesystemen, die sich wiederum in zwei Teilsäulen einteilen lassen: Direktzusagen sowie vier externe Formen der betrieblichen Alterssicherung - Unterstützungskassen, Direktversicherung, Pensionskassen und Pensionsfonds.

Die fünf verschiedenen Finanzierungsmethoden stehen in gewissem Wettbewerb zueinander, obwohl manche von ihnen kombiniert werden können. Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge zur betrieblichen Altersvorsorge sind freiwilliger Natur, obwohl die Arbeitgeber mindestens eine Direktversicherung anbieten müssen, sodass ihre Mitarbeiter steuerliche Vorteile (nachgelagerte Besteuerung) und ermäßigte Sozialversicherungsbeiträge nutzen können. Liegt ein verbindlicher Arbeitsvertrag vor, so sind die betrieblichen Renten im Allgemeinen für gesamte Industriebranchen organisiert, und Arbeitnehmer haben kein Recht auf ein abweichendes Vorsorgesystem. In vielen Tarifverträgen sind die Arbeitgeber zudem verpflichtet, die betriebliche Altersvorsorge mitzufinanzieren, ohne Mitspracherecht bei der Wahl des Vorsorgesystems. Die arbeitgeberfinanzierte Altersvorsorge stellt tatsächlich den größten Anteil an betrieblichen Plänen dar, obwohl immer mehr Systeme mit

---

<sup>44</sup> Beitragsbemessungsgrenze: Aufgrund des allgemein unterschiedlichen Lohn- und Gehaltsniveaus im „Westen“ und „Osten“ ist sie immer verschieden, beträgt aber höchstens 4 %. Die „Beitragsbemessungsgrenze Ost“ wird von 2018 bis 2025 stufenweisen angeglichen.



Entgeltumwandlung zu finden sind. Wird die betriebliche Altersvorsorge in Form einer Entgeltumwandlung durch steuer- und abgabenfreie Beiträge finanziert, verringern sich dadurch die Ansprüche aus der gesetzlichen Rentenversicherung.

In Deutschland wird die betriebliche Altersvorsorge in Form leistungsorientierter Pläne verwaltet, die entweder traditioneller oder hybrider Natur sind. Möglich sind beitragsorientierte Versorgungszusagen mit jährlich garantierter Mindestrendite oder beitragsorientierte Versorgungszusagen mit garantierter Mindestsumme der nominalen Vorsorgebeträge. Das deutsche Arbeitsrecht schreibt Arbeitgebern Versorgungszusagen an die Arbeitnehmer vor. Alle Arten der betrieblichen Altersvorsorge müssen zudem mindestens ein biometrisches Risiko übernehmen (z. B. Alter, Invalidität, Tod)<sup>45</sup>.

### *Direktzusagen*

Direktzusagen sind direkte Versorgungsrückstellungen, die der Arbeitgeber in der Unternehmensbilanz vornimmt, um eine betriebliche Altersvorsorge auszuzahlen, nachdem der Arbeitnehmer das Renteneintrittsalter erreicht hat. Seit einigen Jahren greifen Arbeitgeber zunehmend auf eine externe Finanzierung der Rückstellungen zurück (Contractual Trust Arrangements, CTA). Es ist gesetzlich vorgeschrieben, bei Insolvenz des Arbeitgebers Forderungen aus Direktzusagen durch den Pensions-Sicherungs-Verein (PSVaG) zu sichern. CTA-Rücklagen sind durch ihre gesetzliche Unabhängigkeit vor Insolvenzgläubigern geschützt. In der Regel sind Direktzusagen als reine Leistungen durch Arbeitgeber angelegt, sodass im Allgemeinen auch Entgeltumwandlungen möglich sind. Verlässt ein Mitarbeiter das Unternehmen, so kann seine Altersvorsorge nicht durch private Zahlungen weiterlaufen, obwohl die bis dahin erworbenen Anwartschaften fortbestehen. Direktzusagen sind die am meisten genutzte Art betrieblicher Vorsorgepläne in Bezug auf das verwaltete Vermögen.

---

<sup>45</sup> <http://www.aba-online.de/glossar.html> (Aufgerufen am 14. Juni 2017)





## *Unterstützungskassen*

Unterstützungskassen gehören zu den ältesten Formen der betrieblichen Altersvorsorge. Ihre Einrichtungen werden von einem oder mehreren Unternehmen finanziert, um Arbeitnehmern im Alter Leistungen bereitzustellen. Die beteiligten Arbeitnehmer besitzen keinen direkten Rechtsanspruch auf Leistungen von Unterstützungskassen, sondern nur Ansprüche gegenüber ihren Arbeitgebern. Die Unterstützungskassen legen die eingezahlten Mittel an, um die Betriebsrente zu einem späteren Zeitpunkt auszuzahlen. Sind in der Unterstützungskasse nicht genügend Mittel vorhanden, um die Versorgungszusagen zu erfüllen, so müssen die Arbeitgeber für die Differenz aufkommen. Der PSVaG sichert die Rentenanwartschaften bei Insolvenz des Arbeitgebers.

## *Direktversicherung*

Diese Arten der betrieblichen Altersvorsorge sind Lebensversicherungsverträge, die ein Arbeitgeber mit einer Versicherungsgesellschaft für seine Arbeitnehmer abschließt. Nur die zuletzt genannten oder überlebenden Hinterbliebenen haben Anspruch auf Leistungen von Direktversicherungen. Die Versicherungsverträge können durch eigene Beitragszahlungen weiterlaufen, wenn der Arbeitnehmer das Unternehmen verlässt, oder unter bestimmten Bedingungen auf den neuen Arbeitgeber übertragen werden. Zahlt ein Arbeitnehmer nur Beiträge in eine Direktversicherung ein, können Befreiungen von Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen gewährt werden<sup>46</sup>, oder der Arbeitnehmer kann alternativ die Riester-Förderung nutzen, wenn die Beiträge aus individuell versteuertem Einkommen stammen.

Die durch das deutsche Betriebsrentengesetz geregelte Mitnahme von Betriebsrentenansprüchen und die Anwendung der Riester-Förderung gemäß der oben angegebenen Grundvoraussetzung gelten auch für Pensionskassen und Pensionsfonds.

---

<sup>46</sup> Für Direktversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds: 4 % der Beitragsbemessungsgrenze West" (BBVG-RV West) + 1.800 € sind steuerfrei; 4 % der BBVG-RV West sind von Sozialversicherungsbeiträgen befreit.

## *Pensionskassen*

Pensionskassen sind von einem oder mehreren Unternehmen gegründete Einrichtungen, die als spezielle Lebensversicherungsgesellschaften geführt werden. Es sind juristische Personen, die sogar im Fall einer Insolvenz des Arbeitgebers Leistungen weiterzahlen und durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kontrolliert werden. Anders als bei Direktversicherungen werden die Arbeitnehmer selbst Versicherungsnehmer und häufig zugleich Mitglied der Pensionskasse. Die regulierten Pensionskassen bieten klassische Lebensversicherungsverträge an, die höchstens 35 % des Kapitals in Aktien anlegen dürfen. Sie dürfen abweichende Rechnungszinssätze anwenden und sogar die geltende Sterblichkeitstafel ändern. Die neuen, seit 2006 existierenden deregulierten Pensionskassen müssen als Lebensversicherer mit Garantiezinssätzen und spezifischen Berechnungsstandards auftreten.

## *Pensionsfonds*

Bei den am 1. Januar 2002 als neue Form der betrieblichen Altersvorsorge eingeführten Pensionsfonds handelt es sich um juristische Personen, die Arbeitnehmern einen Rechtsanspruch auf Leistungen der Altersvorsorge gewähren. Im Gegensatz zu Pensionskassen und Direktversicherungen unterliegen Pensionsfonds keinen quantitativen Kapitalanlagevorschriften und sind daher mit einem größeren Risiko verbunden. Pensionskassen werden von der BaFin beaufsichtigt und die Ansprüche von Mitgliedern und Leistungsempfängern sind bei Insolvenz des einzahlenden Arbeitgebers durch den PSVaG gesichert. Altersvorsorgeleistungen können als lebenslange Zahlungen erbracht werden, es besteht aber auch die Möglichkeit einer Kapitalleistung bei Eintritt in die Rentenphase.

Ansprüche aus betrieblichen Altersversorgungen verzeichneten vor allem von 2001 bis 2005 einen starken Zuwachs, gingen aber in den letzten Jahren etwas zurück. Seit 2005 vergrößerten sich nur die Ansprüche aus Direktversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds. Ihre absolute Anzahl erhöhte sich auf ungefähr 15 Millionen. Es sei darauf hingewiesen, dass Berechtigte auch mehrere Ansprüche auf sich vereinen können, wodurch die Zahl der tatsächlich betroffenen Arbeitnehmer geringer





ausfällt. Nach Erhebungen des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales sind Anspruchsberechtigte über ihre betriebliche Altersvorsorge oft schlecht informiert<sup>47</sup>.

**Tabelle DE 1. Ansprüche aus aktiven Betriebsrenten (in Millionen)**

	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2015
Direktzusagen und Unterstützungskassen	3,9	4,0	4,7	4,5	4,5	4,6	4,8	4,7
Direktversicherung	4,2	4,2	4,1	4,2	4,3	4,7	4,9	5,1
Pensionsfonds		0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Pensionskassen	1,4	3,2	4,1	4,5	4,5	4,6	4,8	4,8
<b>Gesamt</b>	<b>9,5</b>	<b>11,5</b>	<b>13</b>	<b>13,5</b>	<b>13,6</b>	<b>14,3</b>	<b>14,9</b>	<b>15</b>

*Quelle: Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016)*

Die Riesterförderung wird im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge selten in Anspruch genommen. Sie wird in nur in 1-2 % der Fälle genutzt<sup>48</sup>.

Während in Deutschland die betriebliche Altersvorsorge in Form der reinen Beitragszusage bisher nicht existierte, wurde im Sommer 2017 ein Gesetz zur Einführung tarifvertraglich geregelter Beitragszusagen ohne Mindestleistungen verabschiedet. Dieses „Betriebsrentenstärkungsgesetz“ ermöglicht die automatische Entgeltumwandlung bei Registrierung von Arbeitnehmern mit befristeter Möglichkeit zum freiwilligen Ausstieg und umfasst Maßnahmen zur Stärkung der betrieblichen Altersvorsorge für Geringverdiener, u. a. durch Freibeträge und steuerliche Anreize. Die Reform könnte frühestens im Januar 2018 in Kraft treten<sup>49</sup>.

### **Freiwillige private Altersvorsorge**

In den letzten Jahren unternahmen verschiedene Bundesregierungen erhebliche Anstrengungen, um für die private Altersvorsorge als Ergänzung zur gesetzlichen Rentenversicherung zu werben. Seit 2002 werden die

<sup>47</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016)

<sup>48</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2012)

<sup>49</sup> <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/112/1811286.pdf> (aufgerufen am 14. Juni 2017)

Riester-Sparpläne von der Regierung auf zwei verschiedenen Wegen gefördert: Zuschüsse und Steuererleichterungen. Im Jahr 2005 wurde die Rürup-Rente eingeführt, um insbesondere selbstständig Erwerbstätige durch Steuerentlastungen zu unterstützen.

### *Riester-Renten*

Riester<sup>50</sup>-Renten sind durch ein Zertifikat der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht anerkannte Produkte der privaten Altersvorsorge, mit denen Anleger eine staatlich geförderte Zusatzrente aufbauen können. Sie werden nachgelagert besteuert, wobei Sparer staatliche Zulagen erhalten, deren Höhe von den individuell eingezahlten Beiträgen abhängt. Zum Erhalt der vollen staatlichen Förderung muss die Summe der Einzahlungen in ein Riester-Produkt (d. h. eigene Einzahlungen zuzüglich Zulagen) mindestens 4 Prozent des rentenversicherungspflichtigen Einkommens (des vorausgehenden Jahres) betragen. Die jährliche Grundzulage beträgt pro Erwachsenem 154 Euro, die Kinderzulage 185 Euro für bis Ende 2007 geborene und 300 Euro für ab 2008 geborene Kinder. Die jährliche Mindesteinzahlung beträgt 60 Euro. Die Zulagen sind dann entsprechend geringer. Unter 25-jährige Sparer erhalten eine Prämie von 200 Euro, wenn sie sich für ein Riester-Produkt entscheiden. Die Riester-Förderung gibt es auch für die betriebliche Altersvorsorge, obwohl sie in dieser Form kaum genutzt wird. Diesbezüglich gibt es drei Arten: Direktversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds. Riester-Zulagen und Steuervorteile sind individuelle Förderungen, die nur im Todesfall auf den Riester-Vertrag des Partners übertragbar sind.

Riester-Auszahlungen sind erst ab 62 oder ab 60 bei bis 2011 abgeschlossenen Verträgen möglich. Sparer erwerben das Recht, das angelegte Kapital in eine lebenslängliche Rente umzuwandeln oder können sich bis zu 30 % der Anlagesumme pauschal auszahlen lassen. Ein Fünftel

---

<sup>50</sup> Benannt nach dem früheren Bundesminister für Arbeit und Soziales Walter Riester





des angesparten Kapitals steht für Rentenzahlungen ab dem vollendeten 85. Lebensjahr zur Verfügung<sup>51</sup>.

Für die Riester-Förderung sind folgende Anlagentypen möglich:

- **Banksparpläne:** Dabei handelt es sich um typische langfristige Sparpläne mit festen und variablen Zinssätzen.
- **Rentenversicherungen:** Es gibt zwei Arten dieser von Versicherungsgesellschaften angebotenen Riester-Produkte: klassische Rentenversicherungsverträge mit Garantieverzinsung und Gewinnbeteiligung. Zusätzlich gibt es Hybridverträge, bei denen ein Teil der Altersvorsorge in Investmentfonds angelegt wird. Sie bestehen aus einem Garantieteil und einem fondsgebundenen Teil, der von der Wertentwicklung des Investmentfonds abhängt.
- **Fondssparpläne:** Die angelegten Beträge sind fondsgebunden; sie werden in einem Investmentfonds angelegt, den Sparer aus einem Fondspool eines Finanzvermittlers auswählen. Der Finanzvermittler muss garantieren, dass bei Renteneintritt mindestens die eingezahlten Beiträge samt Zulagen verfügbar sind. Bei frühzeitigen Entnahmen sind Verluste möglich.
- **Wohn-Riester/Eigenheimrente:** Diese Verträge können als Wohnsparverträge abgeschlossen werden. Das relativ junge Riester-Produkt beruht auf dem Konzept des mietfreien Wohnens im Alter und ist als eine Form der privaten Altersvorsorge mit regelmäßigen Auszahlungen vergleichbar.

Bis Ende 2016 wurden etwa 16,5 Millionen Riester-Verträge abgeschlossen. Nach einem kontinuierlichen Anstieg in den Anfangsjahren ist die Zahl der Neuabschlüsse seit 2012 jährlich zurückgegangen. Mögliche Erklärungen sind unter anderem die Finanzkrise und das derzeitige Niedrigzinsumfeld sowie die weniger positive Berichterstattung über Riester-Produkte in den Medien, wodurch allgemein Zweifel<sup>52</sup> in Bezug auf staatlich geförderte Altersvorsorgeprodukte genährt werden. Dabei ist zu beachten, dass der

---

<sup>51</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2014)

<sup>52</sup> Diesbezügliche Belege finden sich in Hagen, Kleinlein (2012)

gleichzeitige Abschluss mehrerer Riester-Verträge möglich ist, sodass kein direkter Einfluss auf die Anzahl der Inhaber von Riester-Verträgen nachgewiesen werden kann. Staatliche Zuschüsse (Zulagen und Steuererleichterungen) sind jedoch auf 4 % des Bruttoeinkommens (maximal 2.100 Euro pro Jahr) begrenzt. Tatsächlich wurde nur eine geringe Zahl von nicht geförderten Riester-Verträgen abgeschlossen. Dies gilt unabhängig von der Tatsache, dass manche Inhaber von Riester-Verträgen „vergessen“, den Antrag auf die Riester-Förderung auszufüllen und andere nicht die vollen Zulagen erhalten. Ungefähr zwei Drittel der Riester-Verträge sind Rentenversicherungsverträge, die damit trotz eines Rückgangs der Neuabschlüsse 2015 und 2016 den größten Anteil der Riester-Anlagen darstellen. Bei den Fonds- und Wohnsparplänen hat sich während dieser beiden Jahre lediglich die Anzahl vergrößert. Insbesondere Wohnsparverträge verzeichneten in den letzten Jahren einen erheblichen Zuwachs, der auf den Boom am Immobilienmarkt angesichts der niedrigen Zinsen zurückzuführen ist. Nach Angaben der BaFin wird derzeit jeder fünfte Riester-Vertrag beitragsfrei gestellt, was bedeutet, dass die Sparer ihre Einzahlungen unterbrochen haben<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> <http://www.bmas.de/DE/Themen/Rente/Zusaetzliche-Altersvorsorge/statistik-zusaetzliche-altersvorsorge.html> (Aufgerufen am 14. Juni 2017)





Tabelle DE 2. Anzahl Riester-Verträge (in Tausend)

	Rentenversicherungs- verträge	Banksparpläne	Fondssparpläne	Wohn-Riester / Eigenheimrente	Gesamt
2001	1 400	K. A.	K. A.	K. A.	1 400
2002	2 998	150	174	K. A.	3 322
2003	3 451	197	241	K. A.	3 889
2004	3 557	213	316	K. A.	4 086
2005	4 524	260	574	K. A.	5 358
2006	6 388	351	1 231	K. A.	7 970
2007	8 194	480	1 922	K. A.	10 596
2008	9 285	554	2 386	22	12 248
2009	9 995	633	2 629	197	13 454
2010	10 484	703	2 815	460	14 462
2011	10 998	750	2 953	724	15 426
2012	11 023	781	2 989	953	15 746
2013	11 013	805	3 027	1 154	16 000
2014	11 030	814	3 071	1 377	16 293
2015	10 996	804	3 125	1 564	16 489
2016	10 903	774	3 174	1 691	16 542

Quelle: [http://www.bmas.de/SharedDocs/Downloads/DE/Thema-Rente/riesterrente-IV-2016.pdf?jsessionid=D8EDF9A373C48895A15A535F4E1E8C1A?\\_blob=publicationFile&v=1](http://www.bmas.de/SharedDocs/Downloads/DE/Thema-Rente/riesterrente-IV-2016.pdf?jsessionid=D8EDF9A373C48895A15A535F4E1E8C1A?_blob=publicationFile&v=1) (Aufgerufen am 14. Juni 2017).

### Rürup-Renten

Die 2005 eingeführte Rürup-Rente (oder Basisrente) ist die jüngste Form der Altersvorsorge und neben der betrieblichen Altersvorsorge und den Riester-Rentenplänen die dritte Art der privaten Altersvorsorge, die vom Bund durch Steuererleichterungen gefördert wird<sup>54</sup>. Die Rürup-Rente weist nämlich ähnliche Merkmale wie die gesetzliche Rentenversicherung auf. Bei Rentenbeginn nach der Vollendung des 62. Lebensjahrs (für Vertragsabschlüsse vor 2012 gilt das vollendete 60. Lebensjahr) bekommt der Verbraucher eine lebenslange monatliche Rente ausbezahlt.

<sup>54</sup> Benannt nach dem deutschen Wirtschaftswissenschaftler Bert Rürup



Einmalauszahlungen sind nicht möglich. Leistungen können weder übertragen noch veräußert oder kapitalisiert werden. Die Beiträge können bis zu einem hohen Betrag steuerlich begünstigt werden. Rürup-Renten eignen sich insbesondere für Selbstständige und Freiberufler, deren private Vorsorge bis dahin nicht vom Staat gefördert wurde. Wegen der hohen Sparfreibeträge sind sie auf höhere Einkommen zugeschnitten. Es gibt sie in Form von Rentenversicherungsverträgen, die im Gegensatz zu den Riester-Verträgen unkündbar sind und deren Einzahlungen nicht vor Rentenbeginn in Anspruch genommen werden können. Zudem ist es möglich, Rürup-Versicherungsverträge abzuschließen, die in Fondsparpläne investieren. Diese Verträge können sowohl mit als auch ohne Kapitalgarantie abgeschlossen werden<sup>55</sup>.

Ende Juni 2016 gab es ca. 2 Millionen Rürup-Verträge. Nach einem kräftigen Zuwachs seit der Einführung 2005 hat sich der Anstieg der neu abgeschlossenen Rürup-Verträge 2012 verlangsamt - eine Entwicklung, die bei den Riester-Verträgen aus ähnlichen Gründen zu beobachten war<sup>56</sup>.

---

55

[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Steuern/Weitere\\_Steuerthemen/Produktinformationsblatt/2016-12-12-Produktinformationsblatt-Basisrente.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Steuern/Weitere_Steuerthemen/Produktinformationsblatt/2016-12-12-Produktinformationsblatt-Basisrente.html) (aufgerufen am 14. Juni 2017)

<sup>56</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016)





Tabelle DE 3. Anzahl Rürup-Verträge (in Tausend)	
2005	148
2006	296
2007	608
2008	863
2009	1 080
2010	1 277
2011	1 490
2012	1 655
2013	1 763
2014	1 883
2015	1 973
1. Quartal 2016	1 991
2. Quartal 2016	2 007

*Quelle: Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016).*

### *Lebens- und Rentenversicherungsverträge*

Die Altersvorsorge in Deutschland erfolgt auch durch klassische Rentenversicherungs- oder Lebensversicherungsprodukte, nach Möglichkeit durch fondsgebundene Versicherungen. Ohne Riester-Zertifikat werden Rürup-Produkte oder sonstige Produkte der betrieblichen Altersvorsorge weder steuerlich begünstigt noch bezuschusst. Sie stellen jedoch nur einen geringen Anteil der privaten Altersvorsorge dar, in deren Rahmen Ende 2016 ungefähr 66,8 Millionen Verträge abgeschlossen waren<sup>57</sup>. Diese Verträge sind sehr unterschiedlicher Natur. Die Auszahlung erfolgt in der Regel bei Renteneintritt, obwohl es auch Verträge gibt, deren Auszahlung unmittelbar nach Abschluss beginnt („Sofortrente“). Sie ist sowohl als Einmalauszahlung als auch in Form einer Rentenauszahlung möglich.

<sup>57</sup> <http://www.gdv.de/zahlen-fakten/lebensversicherung/renten-und-kapitalversicherungen/> (aufgerufen am 14. Juni 2017)

Während das Rentengesetz vom Sommer 2017 in erster Linie die Stärkung der beruflichen Altersvorsorge zum Ziel hatte, wirkt es sich gleichermaßen auf die private Vorsorge aus, da die Grundfreibeträge für Riester-Verträge bereits 2018 von 154 Euro auf 175 Euro angehoben werden sollen.

## Aufwendungen

Informationen über die unterschiedlichen Arten von Aufwendungen für private Vorsorgeprodukte sind relativ schwierig zu erhalten und oft unverständlich für Verbraucher, was die Entscheidungsfindung erschwert.

Im Rahmen der zweiten Säule sind Arbeitgeber aufgrund der Leistungsorientierung der Vorsorgepläne um die Kosteneffizienz der betrieblichen Altersvorsorge bemüht, wobei der Wettbewerb zwischen den Finanzierungsmethoden zusätzlichen Kostendruck erzeugt. Bei Direktzusagen und Unterstützungskassen müssen Arbeitgeber die vereinbarten und genannten Versorgungszusagen erfüllen. Daher gehen wir nicht näher auf die Gebühren für diese beiden Arten der Betriebsrente ein.

Einer der wesentlichen Vorteile der betrieblichen Altersvorsorge liegt darin, dass ihre Gebühren in der Regel niedriger als für private Vorsorgeprodukte sind, die sich auf größere Gruppen verteilen. Die Arbeitgeber erhalten oft Mengenrabatt oder maßgeschneiderte Tarife mit niedrigen Verwaltungsgebühren. Dies ist insbesondere der Fall, wenn die Tarife für gesamte Branchen festgelegt werden.

Die betrieblichen Aufwendungen (Verwaltungsgebühren) der von der BaFin beaufsichtigten Pensionskassen und Pensionsfonds werden als prozentualer Anteil des gesamten Fondsvermögens dargestellt<sup>58</sup>. Daten über die Abschlusskosten konnten nicht gefunden werden; bei Betriebsrenten sind sie unübersichtlich und bei traditionellen Pensionskassen ist ihre Veröffentlichung sogar gesetzlich verboten.

---

<sup>58</sup> Getrennte Angaben über Gebühren waren für betriebliche Direktversicherungen nicht auffindbar.





**Tabelle DE 4. Anteil der Betriebsaufwendungen am Gesamtvermögen der Pensionskassen und Pensionsfonds (in %)**

	<b>Verwaltungsaufwendungen</b>
<b>2002</b>	0,254
<b>2003</b>	0,756
<b>2004</b>	0,980
<b>2005</b>	0,585
<b>2006</b>	0,427
<b>2007</b>	0,314
<b>2008</b>	0,276
<b>2009</b>	0,257
<b>2010</b>	0,237
<b>2011</b>	0,219
<b>2012</b>	0,211
<b>2013</b>	0,208
<b>2014</b>	0,196
<b>2015*</b>	0,211

*\* Die Angaben für 2015 sind vorläufig.*

*Quelle: OECD (2017), Global Pension Statistics (Aufgerufen am 22. Mai 2017).*

Tabelle DE5 enthält Angaben über Veränderungen für alle Arten von Lebensversicherungsverträgen.

**Tabelle DE 5. Aufwand Lebensversicherung**

	<b>Abschlussaufwendungen (in % der Beitragssumme des Neugeschäfts)</b>	<b>Verwaltungsaufwendungen (in % der mittleren Kapitalanlagen)</b>
<b>2000</b>	5,6	0,40
<b>2001</b>	5,5	0,39
<b>2002</b>	5,4	0,38
<b>2003</b>	5,0	0,37
<b>2004</b>	4,5	0,35
<b>2005</b>	5,6	0,35
<b>2006</b>	4,9	0,33

<b>2007</b>	5,2	0,31
<b>2008</b>	4,9	0,30
<b>2009</b>	5,2	0,29
<b>2010</b>	5,1	0,27
<b>2011</b>	5,0	0,25
<b>2012</b>	5,0	0,25
<b>2013</b>	5,1	0,24
<b>2014</b>	5,0	0,23
<b>2015</b>	4,9	0,22
<b>2016</b>	4,8	0,21

Quelle: <http://www.gdv.de/zahlen-fakten/lebensversicherung/ueberblick/#kostenquoten> (Aufgerufen am 4. Juni 2017).

Die Aufwendungen für Riester-Produkte sind häufig Gegenstand negativer Medienberichterstattung. Dabei wird oft unterstellt, dass die staatlichen Zulagen durch diese Aufwendungen fast vollständig verzehrt werden. Besonders undurchsichtig für Verbraucher ist die komplizierte Kostenstruktur und die mangelnde Transparenz von Riester-Verträgen. Zum Beispiel gibt es interne Kosten wie Abschluss-, Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen mit unterschiedlichen und zuweilen missverständlichen Berechnungsgrundlagen sowie externe Kosten, falls Teile in Investmentfonds angelegt werden. Seit Kurzem stehen Aufwendungen für Auszahlungen in der Rentenphase im Mittelpunkt der Kritik. Durch diese mangelhafte Transparenz entstand eine merkwürdige Situation, in der es sogar Anbietern, die geringe Aufwendungen berechnen, nicht gelingt, sich von den teuren Anbietern zu unterscheiden. Vom rechtlichen Standpunkt aus schrieb der deutsche Gesetzgeber bis 2016 lediglich vor, dass die Abschlusskosten für Riester-Produkte über mindestens fünf Jahre zu verteilen sind, um die anfängliche Kostenbelastung zu verringern.

Nach Berechnungen der Bundesregierung von Anfang 2000 betragen die Gesamtaufwendungen 10 % der jährlichen Sparprämie, und dies ist mittlerweile der Standard für die Berechnung von Riester-Aufwendungen<sup>59</sup>.

<sup>59</sup> Rürup-Kommission (2003)





Unsere eigenen Studien zeigen, dass von durchschnittlichen Gesamtkosten von schätzungsweise 10 % bis 12 % der jährlichen Sparprämie ausgegangen werden kann. Dabei ist jedoch eine enorme Kostenspanne zu beobachten, die für Versicherungsverträge von 2,5 % bis 20 % reicht<sup>60</sup>.

Im Hinblick auf die weniger genutzten Rürup-Verträge und ihre kürzere Geschichte sind Informationen noch schwieriger zu beschaffen. Wegen der fehlenden gesetzlichen Verpflichtung zur Offenlegung detaillierter Angaben ist bei der Kostenstruktur kaum Transparenz vorhanden. Im Gegensatz zu Riester-Produkten besteht keine Verpflichtung, die Aufwendungen bei Abschluss und Vertrieb über einen bestimmten Zeitraum zu verteilen<sup>61</sup>, es ist aber üblich, die gleichen Maßstäbe wie bei Riester-Produkten anzulegen. Die Gesamtaufwendungen für Rürup-Renten, ausgedrückt als Prozentanteil der jährlichen Sparprämie, sind nach den Schätzungen von Fachleuten etwas niedriger als für Riester-Renten. Weitere Formen der privaten Altersvorsorge, etwa klassische Rentenversicherungs- und Lebensversicherungsverträge, sind Berichten zufolge mit etwas niedrigeren Gesamtaufwendungen als Riester-Produkte verbunden.

Seit dem 1. Januar 2017 erhält jeder Verbraucher (jede Verbraucherin) vor der Unterzeichnung eines Riester- oder Rürup-Vertrags die entsprechenden Produktinformationsblätter. Diese Informationsblätter sind einheitlich und enthalten, neben einer umfassenden Auflistung der individuellen Aufwendungen, eine Darstellung der effektiven Kosten, woraus die durchschnittliche jährliche Renditeminderung hervorgeht, was den Vergleich zwischen Produkten vom gleichen Risikotyp erleichtern soll. Bei der vom Altersvorsorgeanbieter durchgeführten Berechnung der Renditeminderung werden für die gesamte Vertragslaufzeit stabile Beiträge zugrunde gelegt. Durch jede Abweichung von den unterstellten Annahmen, z. B. Veränderung des zugrunde liegenden Anlageinstruments, Beitragslücken oder vorzeitige Beendigung, verändert sich die voraussichtliche Renditeminderung. Die Kosten für die ab diesem Zeitpunkt wirksamen Veränderungen aufgrund des Wechsels des Riester- oder Rürup-

---

<sup>60</sup> Gasche, Bucher-Koenen, Haupt, Angstmann (2013)

<sup>61</sup> ZEW (2010)

Anbieters bei nach dem 1. Januar 2017 abgeschlossenen Verträgen, etwa Vertriebsaufwendungen für nur 50 % des übertragenen bezuschussten Kapitals, sind strikt begrenzt<sup>62</sup>.

Für die im Rahmen dieser Studie untersuchten Zeiträume sind keine Angaben über die durchschnittlichen Effektivkosten verfügbar. Daher legen wir für unsere Berechnungen nur zwei Arten von Aufwendungen zugrunde: die Anschaffungs- und die Verwaltungsaufwendungen. Für die Jahre 2016 und 2017 ermittelte Assekurata<sup>63</sup> durchschnittliche Effektivkosten von ca. 0,8 %<sup>64</sup> pro Jahr, wodurch sich eine im Vergleich zu unseren Berechnungen höhere Belastung durch Aufwendungen ergeben würde.

## Besteuerung

Durch ein Urteil des Bundesverfassungsgerichts von 2002 wurde die Besteuerung von Einkünften der Altersvorsorge umstrukturiert. Diese Änderung wurde 2005 wirksam und führte ein Besteuerungsmodell ein, das die verschiedenen Formen von Alterseinkünften in drei Gruppen einteilt.

Die gesetzliche Rentenversicherung und die Rürup-Rente gehören zur ersten Gruppe. Geförderte Rentensysteme, wie die betriebliche Altersvorsorge und die Riester-Rente, werden der zweiten Gruppe zugeordnet. Die dritte Gruppe umfasst normale Rentenversicherungs- oder Lebensversicherungsprodukte aufgrund ihrer zusätzlichen Funktion als Anlageprodukte.

<sup>62</sup> <http://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2017/04/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-6-Das-neue-Produktinformationsblatt.html> (Aufgerufen am 14. Juli 2017)

<sup>63</sup> „ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH“ ([www.assekurata.de](http://www.assekurata.de)) ist ein Privatunternehmen, das auf die Qualitätsbeurteilung von Versicherungsunternehmen aus Kundensicht spezialisiert ist und Ratings sowie Analysen anbietet. Zum Beispiel ist ASSEKURATA die einzige Ratingagentur, die die Ergebnisse von Befragungen von Versicherungsnehmern direkt in ihre Beurteilungen einbezieht. ASSEKURATA, eine lizenzierte europäische Rating-Agentur, wird von der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) überwacht. Die Beurteilungen von Assekurata sind weithin anerkannt und werden von Regierungs-, Unternehmens- und Verbraucherstellen eingesetzt.

<sup>64</sup> Assekurata (2017)





Die Beiträge zu den Produkten der dritten Gruppe sind immer aus versteuertem Einkommen zu zahlen. In den beiden ersten Gruppen werden die Beiträge durch Entgeltumwandlung finanziert. Beiträge sind bis zu einer Abzugsgrenze steuerfrei und im Allgemeinen während der Auszahlungsphase vollständig zu versteuern.

Während Produkte der zweiten Gruppe zum Teil bereits vor 2005 nachgelagert besteuert werden konnten, war dies für Produkte der ersten Gruppe nicht der Fall. Eine Übergangsphase bis zur vollständigen nachgelagerten Besteuerung begann 2005. Seitdem werden Jahr für Jahr höhere Beiträge steuerlich begünstigt, wodurch sich die Besteuerung der Auszahlungen im Rentenalter entsprechend vergrößert. Im Jahr 2025 können Einzelversicherte bis zu 20.000 € und Paare bis zu 40.000 € steuerfrei ansparen. Im Jahr 2005 waren 60 % des Höchstbetrags steuerlich abzugsfähig, was bedeutet, dass dieser Anteil um 2 % pro Jahr ansteigt, bis 2025 die Höchstgrenze erreicht sein wird. Der Arbeitgeberanteil von 50 % ist bereits steuerfrei. Dies hat zur Folge, dass 2016 insgesamt 32 % der Arbeitnehmerbeiträge zur Altersvorsorge steuerfrei waren.

2005 lag der Anteil der steuerpflichtigen Vorsorgeauszahlungen bei 50 %. Seitdem erhöhte sich ihr Anteil für Neuerrentete jährlich um 2 %, sodass Neuerrentete 2020 auf 80 % ihrer Vorsorgeauszahlungen Steuern zahlen müssen. Ab 2020 wird dieser Anstieg 1 % pro Jahr betragen und ab 2040 werden Rentner ihre Vorsorgeauszahlungen vollständig versteuern müssen<sup>65</sup>.

### **Freiwillige betriebliche Altersvorsorge**

Für betriebliche Altersvorsorgepläne 2013 und für Neuverträge ab 2005 sind für die einzelnen Arten der betrieblichen Altersvorsorge folgende Steuerbestimmungen anwendbar:

---

<sup>65</sup> Deutsche Rentenversicherung (2017)



### ***Direktzusagen und Unterstützungskassen***

Beiträge für Direktzusagen und Unterstützungskassen in Form von Entgeltumwandlungen sind von der Steuer im vollen Umfang befreit, während bis zu 4 % einer variablen Beitragsgrenze von Sozialversicherungsbeiträgen freigestellt sind. Die Leistungen werden als Einkommen zum individuellen Tarif besteuert.

### ***Direktversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds***

Direktversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds werden entsprechend der Steuergesetzgebung in gleicher Weise behandelt. 2017 waren von den Beiträgen im Rahmen der Entgeltumwandlung bis zu 4.848 € (4 % der Beitragsgrenze 2017 (1.800 €) von der Steuer und bis zu 3.048 € von Sozialversicherungsbeiträgen (4 % der Beitragsgrenze 2017) befreit<sup>66</sup>. Kapitalerträge sind steuerfrei, während Vergütungen zu versteuern sind.

## **Freiwillige private Altersvorsorge**

### ***Riester-Renten***

Seit 2008 sind die Gesamtbeiträge zu einem Riester-Produkt bis zu 2.400 € von der Erstbesteuerung befreit, sogar wenn sie mehr als 4 % des Vorjahreseinkommens betragen. Eine automatische Überprüfung durch das Finanzamt im Rahmen der Einkommensteuererklärung führt zu einer weiteren steuerlichen Entlastung des Differenzbetrags, der über die staatliche Förderung hinausgeht. Während der Ansparphase sind auch Kapitalerträge von der Steuer befreit, während Leistungen in der Ruhestandsphase von Sozialversicherungsbeiträgen freigestellt sind.

### ***Rürup-Renten***

Beiträge zu Rürup-Renten werden 2025 bis zu 20 000 € je Erwachsenen von der Steuer befreit sein. Im Jahr 2005 betrug der steuerlich abzugsfähige Höchstbetrag 60 % der eingezahlten Beiträge und während einer Übergangsphase erhöht sich dieser Anteil um 2 % pro Jahr.

---

<sup>66</sup> Sofern die Grenzen noch nicht durch die Arbeitgeberbeiträge erreicht wurden.





Tabelle DE 6. Steuerbefreiungen von Rürup-Beiträgen							
Beitragsjahr	2005	...	2016	...	2020	...	2025
Steuerlich abzugsfähig	60 %	...	82 %	...	90 %	...	100 %

Quelle: Bundesministerium der Finanzen (2016).

Leistungen aus Rürup-Renten werden in der Rentenphase zum persönlichen Einkommensteuersatz versteuert. Im Jahr 2005 wurden 50 % der Leistungen nachgelagert besteuert. Bis 2020 erhöht sich der steuerpflichtige Anteil jährlich um 2 %. Danach wird der Anteil jährlich um 1 % steigen, bis die Vergütungen schließlich ab 2040 vollständig zu versteuern sind<sup>67</sup>.

Tabelle DE 7. Besteuerung von Rürup-Renten							
Leistungsjahr	2005	...	2016	...	2020	...	2040
Steuerlich abzugsfähig	50 %	...	72 %	...	80 %	...	100 %

Quelle: Bundesministerium der Finanzen (2016).

### *Lebens- und Rentenversicherungsverträge*

Andere Altersvorsorgeprodukte, für die der Bund keine besondere Förderung anbietet, werden für alle bis 1. Januar 2005 unterzeichneten Verträge folgendermaßen besteuert:

Die Beiträge sind nicht mehr als Sonderausgaben abzugsfähig, sondern unterliegen der Einkommensteuer. Bei den Leistungen werden die entsprechenden Erträge (Differenz zwischen Beiträgen und Summe der Auszahlungen) in der Rentenphase zum persönlichen Einkommensteuersatz versteuert. Ferner ist zu unterscheiden, ob die Versicherungsleistung auf einmal oder als lebenslange Rente ausgezahlt wird. Bei Einmalauszahlungen sind nur 50 % des Ertragsanteils zu versteuern, wenn die Laufzeit des Vertrags mindestens 12 Jahre beträgt und der Versicherungsnehmer über 60 Jahre alt ist (bzw. 62 Jahre bei nach dem 31. Dezember 2011 abgeschlossenen Verträgen). Werden diese Bedingungen nicht erfüllt, so

<sup>67</sup> Bundesministerium der Finanzen (2016)

sind die Erträge voll zu versteuern. Erfolgt die Auszahlung in Form einer lebenslangen Rente, so sind zusätzliche Steuererleichterungen möglich, die vom Alter bei der Erstauszahlung abhängen. Wenn zum Beispiel der (die) Rentner(in) 60 Jahre alt ist, werden 22 % des Ertragsanteils mit der Steuer belegt, mit 65 zahlt er (sie) nur 18 %.

## Kapitalmarktrenditen in Deutschland

Wie in diesem Bericht für einige der wichtigsten Kapitalmärkte in der EU geschehen, untersuchen wir auch die Rendite des deutschen Aktienmarktes, um zu erfahren, wie gut die Kapitalmärkte im Betrachtungszeitraum abgeschnitten haben.

Ausgangspunkt dafür waren die gängigsten deutschen Aktienindizes: Der DAX (Deutscher Aktienindex), in dem die 30 größten Unternehmen an der Frankfurter Börse als Aktienindex für Blue Chips notieren, und der CDAX, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien (Ende 2016 waren es 425 Unternehmen) enthält, als „breiter“ Index. Die Daten für beide Indizes werden durch Gesamtrenditen wiedergegeben, um die Gesamtentwicklung mit anderen Altersvorsorgeprodukten zu vergleichen.

Es ist nicht überraschend, dass - wie bei den anderen Ländern, für die wir in diesem Bericht eine vergleichbare Analyse durchgeführt haben - die Wertentwicklung des „breiten“ Index diejenige des „eng gefassten“ Index übertraf: Über einen Zeitraum von 17 Jahren entsprach die kumulierte Differenz etwa 20 %. So schafften es beide Indizes zudem, die Inflation deutlich zu überwinden, während ihre Entwicklung vor allem in den letzten vier Jahren überdurchschnittlich war. Die überdurchschnittliche Entwicklung für den gesamten Zeitraum von 2000 bis 2016 lässt sich zum Teil durch die traditionell sehr niedrige Inflation in Deutschland erklären, die in den vergangenen vier Jahren fast stagnierte.

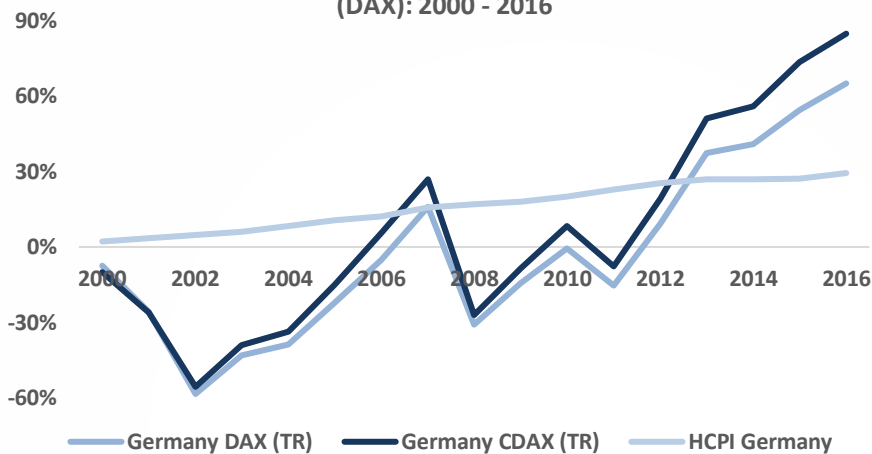
Ein Vergleich zwischen der auf das Jahr umgerechneten realen Wertentwicklung beider Indizes (1,6 % für den DAX und 2,2 % für den CDAX) und der Wertentwicklung nach Steuern von staatlich geförderten





strukturierten Produkten ist nahezu unmöglich, da sich die Zeiträume, in denen uns Daten vorliegen, voneinander unterscheiden. Zudem enthalten die Portfolios dieser Produkte sowohl Anleihen (die in diesem konkreten Zeitraum von 2000 bis 2016 im Gegensatz zur langfristigen Entwicklung besser als Aktien abschnitten) als auch ausländische Aktien.

**Grafik DE I. Kumulierte Wertentwicklung des deutschen Aktienmarkts: breiter Markt (CDAX) gegenüber Blue Chips (DAX): 2000 - 2016**



Quelle: DAX-Indices, Eurostat

## Vorsorgerenditen

Für Direktzusagen und Unterstützungskassen wird die Vorsorgerendite nicht berechnet. Es handelt sich um individuelle Zusagen an Arbeitnehmer, die sich nicht in Abhängigkeit der Wertentwicklung verändern. Diese Zusagen sind durch den Pensions-Sicherungs-Verein – Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit (PSVaG) geschützt. Arbeitnehmer konnten daher den genauen Betrag ermitteln, den sie in der Ruhestandsphase erwarten durften. Ferner liegen uns keine Angaben über die Wertentwicklung oder Aufwendungen für Direktversicherungen der zweiten Säule vor. Daher können wir nicht die reale Rendite dieses Finanzierungsinstruments der betrieblichen Altersvorsorge berechnen.

Bei der Berechnung der realen Rendite werden Steuern auf Kapitaleinkünfte (Dividenden, Zinsen, Kapitalgewinne) in der Ansparphase im Allgemeinen nicht berücksichtigt. Die Berechnungen werden jedoch erheblich durch die Tatsache erschwert, dass Berechnungsmethoden, nach denen Beiträge und Anlageerträge der Einrichtungen steuerfrei, Leistungen aber steuerpflichtig sind (Exempt-Exempt-Taxable, EET) oder Beiträge steuerpflichtig und Anlageerträge der Einrichtungen sowie Leistungen steuerfrei sind (Taxable-Exempt-Exempt, TEE) (oder Hybridformen), je nach effektivem Datum der Versorgungszusage und der Art des Instruments nach wie vor in Kraft sind. Folglich sind die Berechnungen der realen Rendite nach Abzug der Steuern vereinfacht und stellen nur eine Simulation in Form der nachgelagerten Besteuerung der betrieblichen Pensionskassen und Pensionsfonds sowie der Versicherungsverträge über eine persönliche Riester- und Rürup-Rente dar. Diesbezüglich wird der durchschnittliche Einkommensteuersatz für Rentner anhand spezifischer Daten des Bundesfinanzministeriums für das Jahr 2012, dem aktuellsten Jahr, für das Daten verfügbar sind<sup>68</sup>, vorausgerechnet. Daraus ergibt sich ein Steuersatz von 18 %.

Die klassische Rentenversicherung unterliegt nicht der nachgelagerten Besteuerung, wird jedoch (zum Teil) während der Kapitalansparphase besteuert (siehe Kapital Besteuerung). Die Daten zur Wertentwicklung sind zudem für einen längeren Zeitraum verfügbar, sodass die Ergebnisse nicht direkt mit Riester- und Rürup-Versicherungsverträgen verglichen werden können.

Diese Nachteile sind bei der Auslegung der realen Renditen sowie der Auswirkungen von Zulagen, wie Beihilfen, zu berücksichtigen.

---

<sup>68</sup> Daten zur Einkommensteuer für ein bestimmtes Jahr liegen erst drei Jahre danach vollständig vor und werden von den Statistischen Landesämtern entsprechend nachgebessert. Zu diesen Daten gehören auch gemeinsame Steuererklärungen.





## Freiwillige betriebliche Altersvorsorge

### *Pensionskassen und Pensionsfonds*

Die folgende Tabelle zeigt die Berechnungen der realen Rendite für die zweite Säule der von der BaFin beaufsichtigten Pensionskassen und Pensionsfonds.

**Tabelle DE 8. Durchschnittliche jährliche Anlagerendite von Pensionskassen und Pensionsfonds (in %)**

	<b>Nominale Rendite* vor Aufwendungen, Inflation, Steuern</b>	<b>Nominale Rendite nach Aufwendungen und vor Steuern, Inflation</b>	<b>Reale Rendite nach Aufwendungen, Inflation und vor Steuern</b>
<b>2002</b>	2,81	2,55	1,30
<b>2003</b>	4,58	3,79	2,67
<b>2004</b>	4,94	3,91	1,72
<b>2005</b>	4,89	4,27	2,00
<b>2006</b>	4,60	4,15	2,74
<b>2007</b>	4,16	3,84	0,75
<b>2008</b>	1,62	1,34	0,24
<b>2009</b>	4,76	4,49	3,48
<b>2010</b>	4,94	4,69	2,92
<b>2011</b>	3,01	2,79	0,45
<b>2012</b>	4,82	4,60	2,59
<b>2013</b>	4,29	4,08	2,72
<b>2014</b>	4,61	4,41	4,41
<b>2015**</b>	3,25	3,04	2,83
<b>Jahresdurchschnitt</b>	4,09	3,71	2,19

\* Nominale Rendite nach Anlagemanagementkosten

\*\* Die Angaben für 2015 sind vorläufig.

*Quelle: OECD (2016), OECD-Datenbank Wichtigste Wirtschaftsindikatoren (aufgerufen am 14. Juni 2017); Global Pension Statistics (aufgerufen am 14. Juni 2017); Eurostat; eigene Studien.*

Um die Auswirkungen der Besteuerung der realen Rendite von Pensionskassen und Pensionsfonds zu simulieren, wurde der durchschnittliche Einkommensteuersatz für Rentner auf 70 % der Auszahlungen angewandt, die im Jahr 2015 nachgelagert besteuert wurden.

**Tabelle DE 9. Die reale Rendite der Pensionskassen und Pensionsfonds**

	<b>Reale Rendite nach Aufwendungen, Inflation, Steuern (14-Jahres- Durchschnitt) / 2002-2015</b>
<b>Pensionskassen und Pensionsfonds</b>	1,82 %

*Quelle: Bundesministerium der Finanzen; eigene Studien*

Da deutsche Pensionsfonds und Pensionskassen derzeit ausschließlich als leistungsorientierte Instrumente oder als Hybrid-Pläne (siehe Kapitel Anlageinstrumente für die Altersvorsorge) angeboten werden, hält sich das Risiko für Arbeitnehmer bei ungünstiger Wertentwicklung in Grenzen<sup>69</sup>.

### **Freiwillige private Altersvorsorge**

Es ist schwierig, Informationen über die Wertentwicklung der privaten Altersvorsorge zu beschaffen und die Anwendung der geeigneten Methode ist insbesondere bei Riester-Verträgen sehr umstritten.

Berechnungen der realen Rendite der freiwilligen privaten Altersvorsorge werden nur für Versicherungsvertragsarten durchgeführt, da Angaben über die Renditen und Aufwendungen für andere Arten der privaten Altersvorsorge nicht durchgängig verfügbar sind. Dennoch gewährt dies einen bedeutenden Einblick in den wichtigsten Teil der geförderten privaten Altersvorsorge, zumal ungefähr zwei Drittel aller Riester-Renten sowie alle Rürup-Renten als private Versicherungsverträge entwickelt wurden.

---

<sup>69</sup> OECD (2016)





Die folgenden Schätzungen der realen Rendite beruhen auf den durchschnittlichen, von Assekurata berechneten Rücklaufquoten. Zu berücksichtigen ist, dass die Teilnahme an den Berechnungen von Assekurata freiwillig erfolgte. Zum Beispiel wurden in einer 2016 durchgeführten Umfrage 83 Anbieter um eine Teilnahme ersucht; davon nahmen 21 Anbieter nicht teil. Dies ergibt einen Marktanteil der Teilnehmer von 86 %. Das Ergebnis könnte aufgrund der freiwilligen Teilnahme verzerrt sein. Die von Assekurata angebotene Rendite setzt sich zusammen aus einem Garantiezins und einem vom Bundesfinanzministerium gedeckelten Höchstrechnungszins sowie einer Überschussbeteiligung<sup>70</sup>. Die Renditeangaben betreffen zudem den Anlageteil der Bruttoprämie, die etwa 60 % bis 90 % der Gesamtpremie entspricht und nicht nur von Abzügen von Vertriebsaufwendungen, sondern auch von Risikoprämien abhängt<sup>71</sup>.

Obwohl die Riester-Renten bereits 2002 eingeführt wurden, sind Angaben über die Anlagerendite erst seit 2005 verfügbar; dasselbe gilt für Rürup-Renten, die 2005 eingeführt wurden. Die Rendite für klassische Rentenversicherungen sind für einen Zeitraum von 17 Jahren verfügbar. Grundlage für unsere Schätzungen der realen Rendite war die Annahme, dass Anschaffungsaufwendungen für alle Arten von Versicherungsverträgen über fünf Jahre verteilt sind. Die Belastung durch Aufwendungen ist daher in den ersten fünf Jahren größer.

---

<sup>70</sup> Die Schlussüberschussbeteiligung und die Beteiligung an den Bewertungsreserven sind in diesen Berechnungen nicht enthalten, da sie schwierig zu vergleichen sind und nicht gleichmäßig angewendet werden. Der Schlussüberschuss wird in der Regel bei Vertragsablauf oder im Todesfall ausgezahlt. Ähnlich verhält es sich mit den Bewertungsreserven, von denen nur etwa 5 % der Versicherungsnehmer betroffen sind (siehe <http://www.gdv.de/2014/03/bewertungsreserven-kurz-erklart/>, aufgerufen am 14. Juni 2017). Zu beachten ist, dass sie im Durchschnitt etwa 20 % der Gesamtrendite darstellen. (Siehe <http://www.finanztip.de/kapitallebensversicherung/>, aufgerufen am 14. Juni 2017).

<sup>71</sup> In den Werbeanzeigen der Lebensversicherer beziehen sich die veröffentlichten Renditezahlen immer auf den Anlageteil der Prämien, wobei die Versicherer sehr oft nicht zwischen der Bruttoprämie und dem Anlageteil der Prämie unterscheiden, was für Verbraucher irreführend ist.



## Riester-Rente

**Tabelle DE 10. Durchschnittliche jährliche Anlagerendite von Riester-Rentenversicherungen (in %)**

	<b>Nominale Rendite vor Aufwendungen, Inflation, Steuern</b>	<b>Nominale Rendite nach Aufwendungen und vor Steuern, Inflation</b>	<b>Reale Rendite nach Aufwendungen, Inflation und vor Steuern</b>
<b>2005</b>	4,24	2,82	0,58
<b>2006</b>	4,18	2,79	1,39
<b>2007</b>	4,18	2,81	-0,24
<b>2008</b>	4,36	2,99	1,87
<b>2009</b>	4,27	2,92	1,92
<b>2010</b>	4,19	3,91	2,15
<b>2011</b>	4,05	3,79	1,43
<b>2012</b>	3,92	3,66	1,66
<b>2013</b>	3,56	3,31	1,97
<b>2014</b>	3,35	3,11	3,11
<b>2015</b>	3,11	2,88	2,68
<b>2016</b>	2,78	2,56	0,85
<b>Jahres-durchschnitt</b>	3,85	3,13	1,61

*Quelle: Assekurata; Eurostat; GDV; eigene Studien.*

Es ist jedoch zu beachten, dass Zulagen für Riester-Produkte, die in diesen Berechnungen nicht enthalten sind, bei der Bestimmung der Wertentwicklung eine wichtige Rolle spielen können. Dies gilt insbesondere für Geringverdiener oder für kinderreiche Familien. Bezieher von durchschnittlichen und höheren Einkommen profitieren ganz erheblich von Steuerbefreiungen.





## Rürup-Rente

**Tabelle DE 11. Durchschnittliche jährliche Anlagerendite von Riester-Renten (in %)**

	<b>Nominale Rendite vor Aufwendungen, Inflation, Steuern</b>	<b>Nominale Rendite nach Aufwendungen und vor Steuern, Inflation</b>	<b>Reale Rendite nach Aufwendungen, Inflation und vor Steuern</b>
<b>2005</b>	4,31	2,89	0,65
<b>2006</b>	4,20	2,81	1,41
<b>2007</b>	4,21	2,84	-0,22
<b>2008</b>	4,37	3,00	1,88
<b>2009</b>	4,27	2,92	1,92
<b>2010</b>	4,21	3,93	2,17
<b>2011</b>	4,07	3,81	1,45
<b>2012</b>	3,90	3,64	1,64
<b>2013</b>	3,57	3,32	1,98
<b>2014</b>	3,36	3,12	3,12
<b>2015</b>	3,13	2,90	2,70
<b>2016</b>	2,81	2,59	0,88
<b>Jahres-durchschnitt</b>	3,87	3,15	1,63

*Quelle: Assekurata; Eurostat; GDV; eigene Studien.*

Wie im Kapitel Anlageinstrumente für die Altersvorsorge erläutert, sind die Beiträge zu Rürup-Renten im Gegensatz zu Riester-Renten<sup>72</sup> nicht garantiert und können weder widerrufen noch kapitalisiert werden, wodurch folgendes Problem entstehen kann: Rürup-Renten richten sich in erster Linie an Selbstständige und Freiberufler, deren Einkommen von Jahr zu Jahr - insbesondere in Krisenphasen - erheblich schwanken kann. Werden die Beitragszahlungen nicht aufrechterhalten, so kann durch laufende Verwaltungsaufwendungen das angelegte Vorsorgeguthaben

<sup>72</sup> Beiträge (Bruttoprämien) und staatliche Zulagen für alle Arten von Riester-Verträgen sind garantiert.

allmählich zurückgehen. Verbraucherzentralen<sup>73</sup> empfehlen daher Rürup-Renten nur Verbrauchern, die beruflich auf festen Beinen stehen und deren Beitragszahlungen langfristig gesichert sind<sup>74</sup>.

Zur Simulation der realen Rendite nach Steuern wurde die Schätzung des durchschnittlichen Einkommensteuersatzes für Rentner für 72 % der Auszahlungen angewendet, die 2016 nachgelagert besteuert wurden.

<b>Tabelle DE 12. Die reale Rendite der Riester- und Rürup-Rente</b>	
	<b>Reale Rendite nach Aufwendungen, Inflation, Steuern (12-Jahres-Durchschnitt, in %)</b>
	<b>2005-2016</b>
<b>Riester-Rente</b>	1,26
<b>Rürup-Rente</b>	1,28

*Quelle: Bundesministerium der Finanzen; eigene Studien*

### **Private Rentenversicherung**

Die klassische Rentenversicherung wird nicht nachgelagert besteuert und die diesbezüglichen Angaben sind für einen längeren Zeitraum verfügbar, sodass ein Vergleich der Anlagerendite innerhalb der dritten Säule schwierig ist. Da die Beiträge aus versteuertem Einkommen gezahlt werden müssen, sind klassische Rentenversicherungen unter steuerlichen Aspekten im Allgemeinen weniger günstig als Riester- oder Rürup-Renten. Die Komplexität der Besteuerung in allen drei Phasen (Beitragsphase, Ansparphase<sup>75</sup> und Auszahlungsphase) konnte jedoch in dieser Studie nicht berücksichtigt werden, und Simulationen der Wertentwicklung nach Steuern werden daher nur für Vorsorgeprodukte mit nachgelagerter

<sup>73</sup> Etwa die Verbraucherzentrale Hamburg e.V.

<sup>74</sup> Gasche, Bucher-Koenen, Haupt, Angstmann (2013)

<sup>75</sup> Tatsächlich kann die Beitrags- und Ansparphase als identisch betrachtet werden, da der Versicherte normalerweise während der gesamten Dauer seines Erwerbslebens Beiträge zahlt. Zu Zwecken unserer Studie betrachten wir jedoch ausschließlich geldgewichtete Renditen und unterscheiden daher zwischen dem Zeitpunkt der Beitragszahlung, der Anlagephase und schließlich dem Zeitpunkt der Auszahlung der Anlage.





Besteuerung durchgeführt. Die folgende Tabelle zeigt Berechnungen der realen Rendite für Rentenversicherungsverträge der dritten Säule.

**Tabelle DE 13. Durchschnittliche jährliche Anlagerendite von Rentenversicherungen (in %)**

	<b>Nominale Rendite vor Aufwendungen, Inflation, Steuern</b>	<b>Nominale Rendite nach Aufwendungen und vor Steuern, Inflation</b>	<b>Reale Rendite nach Aufwendungen, Inflation und vor Steuern</b>
<b>2000</b>	7,15	5,63	3,40
<b>2001</b>	7,10	5,59	4,17
<b>2002</b>	6,12	4,64	3,37
<b>2003</b>	4,84	3,39	2,27
<b>2004</b>	4,43	3,00	0,83
<b>2005</b>	4,31	3,94	1,68
<b>2006</b>	4,24	3,90	2,48
<b>2007</b>	4,25	3,93	0,84
<b>2008</b>	4,39	4,08	2,95
<b>2009</b>	4,28	3,98	2,97
<b>2010</b>	4,20	3,92	2,16
<b>2011</b>	4,07	3,81	1,45
<b>2012</b>	3,91	3,65	1,65
<b>2013</b>	3,61	3,36	2,02
<b>2014</b>	3,40	3,16	3,16
<b>2015</b>	3,16	2,93	2,73
<b>2016</b>	2,86	2,64	0,93
<b>Jahresdurchschnitt</b>	4,48	3,85	2,29

*Quelle: Assekurata; Eurostat; GDV; eigene Studien.*

Die sehr hohen nominalen Renditen Anfang der 2000er Jahre führen zu einem Anstieg der jährlichen Durchschnittsrendite klassischer Rentenversicherungen. Ab 2005 sind die Renditen denen von Riester- und Rürup-Renten ähnlich.

## Fazit

Die reale Wertentwicklung von Pensionskassen und Pensionsfonds war über den gesamten Zeitraum 2002-2015 positiv, mit einer auf das Jahr umgerechneten Durchschnittsrendite von 1,8 % nach Steuern. Sogar in den schwierigen Jahren 2007, 2008 und 2011 wurden noch bescheidene reale Gewinne erzielt. Die freiwillige betriebliche Altersvorsorge wird in Deutschland derzeit nur in Form von leistungsorientierten oder Hybrid-Modellen angeboten, aber Rentenreformen, einschließlich der Einführung von beitragsorientierten Anlageinstrumenten für die Altersvorsorge, sind bereits im Gang. Es bleibt abzuwarten, ob durch die Abschaffung traditioneller Garantien, die bei Arbeitnehmern und Anbietern bereits Gegenstand zahlreicher Debatten und Unsicherheit war, die Teilnahme an betrieblichen Renten, insbesondere für KMU, gesteigert werden kann.

Die reale, auf das Jahr umgerechnete Rendite der freiwilligen privaten Altersvorsorge war ebenfalls positiv - etwa 1,6 % für Riester- und Rürup-Rentenversicherungen über einen Zeitraum von 12 Jahren, und 2,3 % für klassische Rentenversicherungen über einen Zeitraum von 17 Jahren. Lediglich bei den Riester- und Rürup-Renten gab es ein Jahr mit einer negativen realen Wertentwicklung (2007: jeweils -0,2 %), was auf die hohen Anfangskosten zurückzuführen war. Die Simulation der Wertentwicklung nach Steuern für staatlich geförderte Riester- und Rürup-Rentenversicherungen ergab eine auf das Jahr umgerechnete reale Durchschnittsrendite von jeweils 1,3 %. Die Entwicklung der Vorsorgerückstellungen durch freiwillige private Rentenversicherungen ist im letzten Jahr etwas ins Stocken geraten und ein beachtlicher Teil der abgeschlossenen Riester-Renten wird vorläufig auf Eis gelegt. Anhaltend niedrige Zinsen, die in einer kontinuierlich zurückgehenden Garantieverzinsung zum Ausdruck kommen (von 2,75 % 2005 auf 0,9 % 2017), tragen dazu bei, dass neu abgeschlossene Verträge weniger ergiebig sind. Während immer mehr Anbieter diese garantierten Mindestrenditen bereits unterlaufen, steht eine endgültige Abschaffung dieses regulierten Zinsanteils nach wie vor zur Diskussion. Der andere bedeutende Renditeanteil von Rentenversicherungen, die Überschussverteilung, ist in den





vergangenen Jahren drastisch zurückgegangen, sei es nur, um Deckungszusagen früherer Verträge mit höheren Garantierenditen zu erfüllen. Freiwillige private Altersvorsorge, insbesondere die mit hohem Verwaltungs- und Kostenaufwand verbundenen Rürup-Renten, stehen weiterhin im Zentrum der Kontroverse, wobei neue gesetzliche Anreize durch höhere Freibeträge 2018 bevorstehen.

### *Bibliografie*

- Assekurata (2017): Assekurata-Marktstudie zu Überschussbeteiligungen und Garantien 2017, Kurzpräsentation der wesentlichen Studienergebnisse, Januar 2017.
- Bundesministerium der Finanzen (2016): Besteuerung von Alterseinkünften, Juli 2016.
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2012): Ergänzender Bericht der Bundesregierung zum Rentenversicherungsbericht 2012 gemäß § 154 Abs. 2 SGB VI (Alterssicherungsbericht 2012), November 2012.
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2014): Zusätzliche Altersvorsorge, Januar 2014.
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2016): Ergänzender Bericht der Bundesregierung zum Rentenversicherungsbericht 2016 gemäß § 154 Abs. 2 SGB VI (Alterssicherungsbericht 2016), November 2016.
- Deutsche Rentenversicherung (2017): Altersvorsorge - heute die Zukunft planen. 10. Auflage (2/2017), Nr. 600, Februar 2017.
- Gasche, M., Bucher-Koenen, T., Haupt, M., Angstmann, S. (2013): Die Kosten der Riester-Rente im Vergleich, MEA Discussion Papers, 04-2013, München, Juni 2013.
- Hagen, K., Kleinlein, A. (2012): Ten Years of Riester Pension Schemes: No Reason to Celebrate, DIW Economic Bulletin, Volume 2, Nr. 2, S. 3-13, Berlin, 2012.
- Kommission für die Nachhaltigkeit in der Finanzierung der Sozialen Sicherungssysteme („Rürup-Kommission“ 2003): Rürup-Kommission (2003).
- OECD (2015): Pensions at a Glance - Deutschland, Dezember 2015.

- OECD (2016): Pension Markets in Focus, Auflage 2016, Oktober 2016.
- Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung („ZEW“ 2013):  
Transparenz von privaten Riester- und Basisrentenprodukten,  
Abschlussbericht zu Projekt Nr. 7/09, Mannheim, Juli 2010.





Copyright 2017 © BETTER FINANCE

BETTER FINANCE activities are partly funded by the European Commission. There is no implied endorsement by the EU or the European Commission of work carried out by BETTER FINANCE, which remains the sole responsibility of BETTER FINANCE.

