

Fuest, Winfried; Matthes, Jürgen; Pfister, Matthias

Article

Die Bedeutung der Pensionsfonds für Altersvorsorge und Finanzmärkte

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Fuest, Winfried; Matthes, Jürgen; Pfister, Matthias (2001) : Die Bedeutung der Pensionsfonds für Altersvorsorge und Finanzmärkte, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 28, Iss. 3, pp. 74-92,
<https://doi.org/10.2373/1864-810X.01-03-04>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/156805>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

DOKUMENTATION

DIE BEDEUTUNG DER PENSIONS FONDS FÜR ALTERSVORSORGE UND FINANZMÄRKTE

iw-trends

Kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme sorgen für niedrigere Beitragsätze bei gleich hohen Sicherungsperspektiven. Sie mindern die Personalzusatzkostenlast. Außerdem steigern sie Effizienz und Ergiebigkeit der Kapitalmärkte, beschleunigen das Wirtschaftswachstum und fördern den Strukturwandel. Doch anders als in den angelsächsischen Volkswirtschaften sind in Deutschland und in den anderen großen kontinentaleuropäischen Ländern die gesetzlichen umlagefinanzierten Rentensysteme immer noch dominant. Deshalb haben hier betriebliche Alterssicherungssysteme und die hierfür bedeutsamen Pensionsfonds nur geringes Gewicht. In Deutschland gibt es zwar inzwischen auch Pensionsfonds, sie werden jedoch anders als in den USA und Großbritannien durch restriktive Vorschriften behindert. Ein Ausbreiten der Pensionsfonds auf angelsächsische Dimensionen würde rechnerisch beispielsweise in Deutschland den Aktienmarkt um rund 50 Prozent und den Risikokapitalmarkt um deutlich über 110 Prozent aufstocken. Inzwischen bemüht man sich auf EU-Ebene um einen Abbau von Regulierungen, die eine europaweite Aktivität von Pensionsfonds behindern, um so auch für diese Finanzdienstleistungen das Binnenmarktprinzip durchzusetzen. Doch vor allem auf der Ebene der Besteuerung der Altersvorsorge ist eine weitergehende Harmonisierung erforderlich. Die Europäische Kommission plädiert in diesem Zusammenhang für eine generell nachgelagerte Besteuerung.

Die drei Säulen

Die rasch alternde Bevölkerung und die hohen Beitragslasten machen grundlegende Reformen der Alterssicherungssysteme unausweichlich. Das gilt für alle Industriestaaten, für Deutschland aber in besonderem Maß. Sinnvolle Reformen dürfen sich indes nicht auf Reparaturen der gesetzlichen Rentensysteme beschränken, sondern müssen am gesamten System der Alterssicherung ansetzen. Dieses System ruht auf drei Säulen:

- Die erste Säule ist die staatliche Rentenversicherung, bei der die laufenden Renten vorwiegend mit den Beiträgen der gegenwärtig Aktiven finanziert werden (Umlageverfahren).

- Die zweite Säule wird von der betrieblichen Altersvorsorge gebildet.
- Die dritte Säule umfasst die private, individuell finanzierte und organisierte Vorsorge.

Diese Dokumentation lenkt das Augenmerk auf die zweite Säule. Denn Pensionsfonds sind Kapitalsammelstellen, die Mittel aus der betrieblichen Altersvorsorge am Kapitalmarkt rentabel anlegen. Neben dieser Kapitaldeckung gelten beitragsorientierte Leistungszusagen und liberale Anlageregeln als wesentliche, aus der angelsächsischen Praxis abgeleitete definitorische Merkmale von Pensionsfonds.

Tabelle 1:

Die drei Säulen der Alterseinkommen

- Anteile am Einkommen von Rentnerhaushalten¹⁾ in Prozent -

	Deutschland	Niederlande	Schweiz	Großbritannien	USA
Erste Säule	85	50	42	65	45
Zweite Säule	5	40	32	25	13
Dritte Säule	10	10	26	10	42 ²⁾

1) Zwei-Personen-Haushalte.

2) Davon 25 Prozent Erwerbseinkommen.

Quelle: Deutsches Institut für Altersvorsorge, 1999.

Ein internationaler Vergleich zeigt, dass diese drei Säulen in den einzelnen Industrieländern sehr unterschiedliches Gewicht haben (Tabelle 1). In Deutschland trägt die erste Säule nach wie vor die Hauptlast der Altersvorsorge. In den Niederlanden und in der Schweiz ist zwischen der ersten Säule einerseits und den beiden übrigen Säulen andererseits ein annäherndes Gleichgewicht erreicht. In den USA werden die Hauptlasten zu etwa gleichen Teilen von der gesetzlichen und der individuellen Vorsorge getragen, wobei die Alters-Erwerbseinkommen einen nennenswerten Part tragen.

Reformdruck

Dieser internationale Vergleich macht deutlich, dass für Deutschland der Reformdruck besonders groß ist. Denn das gesetzlich getragene Umlageverfahren gerät hierzulande von zwei Seiten unter Druck. Zum einen gilt für Deutschland wie für andere Industriestaaten der Befund einer rasch alternenden Bevölkerung (Tabelle 2). In Deutschland liegt der Anteil der über 64-Jährigen derzeit bei etwa 16 Prozent. Zur Mitte des Jahrhunderts werden es

laut einer UN-Langfristprognose über 28 Prozent sein. Ähnliche Trends sind auch in den anderen Industrieländern zu beobachten. Diese Verschiebung der Altersstruktur führt dazu, dass immer weniger Aktive eine ständig wachsende Zahl Inaktiver finanzieren müssen. Dieses Ungleichgewicht wird durch die steigende Lebenserwartung der Senioren noch akzentuiert. Schließlich wurden besonders in Deutschland aus arbeitsmarktpolitischen Motiven heraus die Erwerbsbiografien über Frühverrentungen verkürzt. Dies belastet das Umlageverfahren zusätzlich.

Tabelle 2:

Alternde Bevölkerung im Spiegel der UN-Prognose¹⁾

- Anteil der über 64-Jährigen an der Gesamtbevölkerung in Prozent -

	2000	2010	2020	2030	2040	2050
Italien	18,2	20,8	24,1	29,1	34,5	34,9
Deutschland	16,4	19,8	21,6	26,1	28,8	28,4
Großbritannien	16,0	17,1	19,8	23,1	25,0	24,9
Frankreich	15,9	16,6	20,1	23,2	25,3	25,5
USA	12,5	13,2	16,6	20,6	21,5	21,7

1) Mittlere Variante der UN-Bevölkerungsprognose.

Quelle: United Nations, 2000.

Vorteile der Kapitaldeckung

Bei den unausweichlichen Reformen bietet sich vor allem für Deutschland ein Ausbau der zweiten und dritten Säule der Absicherung an, also die stärkere Nutzung kapitalgedeckter Sparformen. Diese sind weniger anfällig für demographische Entwicklungen und absorbieren wegen der höheren Rentabilität während der Ansparzeit bei gleichem Absicherungsniveau weniger Kaufkraft. Außerdem mildern sie den Druck der Personalzusatzkosten und stärken damit die Wettbewerbskraft der hälftig an der Beitragszahlung zur gesetzlichen Rentenversicherung beteiligten Unternehmen.

Projektionen, die im Auftrag der Bundesregierung auf der Basis amtlicher Bevölkerungsprognosen errechnet worden sind, weisen nach, dass der Beitragssatz in der gesetzlichen Alterssicherung ohne Reformen von derzeit 19,1 Prozent des beitragspflichtigen Einkommens bis zum Jahr 2030 auf bis zu 26 Prozent angehoben werden muss, falls das Rentenniveau nicht drastisch gesenkt werden soll. Beide alternativen Perspektiven sind weder ökonomisch sinnvoll, noch aus der Sicht der heutigen Beitragszahler tolerabel.

Mit der Rentenreform 2001 will der Gesetzgeber die Beitragssätze langfristig auf maximal 22 Prozent begrenzen.

Ein stärkeres Einbeziehen der zweiten und dritten Säule der Alterssicherung ist nicht nur aus Sicht der Beitragslasten und der Absicherungsperspektiven der Versicherten vorteilhaft, sondern hätte daneben auch positive Effekte für die Ergiebigkeit und Effizienz der Kapitalmärkte (European Federation for Retirement Provision, 1996). Das Kapitalangebot und die Liquidität der Kapitalmärkte würden zunehmen. Die Kapitalbeschaffung, vor allem auf den Aktienmärkten, würde damit leichter und kostengünstiger. Davon profitieren vor allem kleine und mittlere Unternehmen, die bislang vorwiegend auf die traditionelle Kreditfinanzierung angewiesen waren.

*Stärkung der
Finanzmärkte*

Die höhere Ergiebigkeit der Kapitalmärkte senkt die Transaktionskosten und erleichtert den Strukturwandel. Denn Wertpapiere sind leichter handelbar als Unternehmensanteile oder Darlehen.

Mit dem Ausbau kapitalgedeckter Alterssicherungssysteme nähme überdies die Zahl der Marktteilnehmer zu, auf der Anbieterseite des Kapitalmarkts ebenso wie auf der Nachfrageseite. Dies intensiviert den Wettbewerb und macht den Preismechanismus funktionstüchtiger. Die effizientere Kapitalallokation und die dadurch steigende Kapitalproduktivität wirken sich positiv auf das Wirtschaftswachstum aus. Wie groß die Effekte eines liquiden und effizienten Kapitalmarkts für Wirtschaftswachstum und Strukturwandel sein können, zeigen die amerikanischen Erfahrungen mit dem boomenden neuen Aktienmarkt während der 90er-Jahre.

Damit liegen die Vorteile einer vermehrt kapitalgedeckten Altersvorsorge auf der Hand: geringerer Kaufkraftentzug durch niedrige Beitragssätze bei gleich hohen Sicherungsperspektiven, verminderte Personalzusatzkostenbelastung, ergiebigere und effizientere Kapitalmärkte. Dies alles sind Faktoren, die den Strukturwandel fördern und das Wirtschaftswachstum beschleunigen.

Allerdings muss hierbei im Blick gehalten werden, dass ein Übergang von einem Umlagesystem zu einer kapitalgedeckten Vorsorge zu Doppelbelastungen führt. Die „Übergangs-Generation“ muss durch Sparen einen ei-

genen Kapitalstock aufbauen und gleichzeitig über Zwangsbeiträge die gegenwärtige Rentnergeneration finanzieren. Diese Übergangsprobleme würden jedoch dadurch entschärft, dass eine kapitalgedeckte Vorsorge ein höheres Alterseinkommen schafft.

Institutionelle Anleger

Die Vorteile einer Systemumstellung zeigen sich vor allem bei den institutionellen Kapitalanlegern. Sie können - sofern dies die gesetzlichen Anlagevorschriften zulassen - durch das Bündeln von Anlagemitteln Größenvorteile nutzen, ihre Wertpapierinvestitionen diversifizieren und dadurch eine günstigere Risiko-Ertrag-Relation erreichen. Damit ist es ihnen möglich, in riskantere und damit renditeträchtigere Projekte zu investieren als einzelne Anleger. So tragen sie zu einer effizienteren Kapitalallokation bei. In die gleiche Richtung wirkt ihre zumeist konsequente Shareholder-Value-Orientierung und der damit verbundene Renditedruck, den sie auf die Unternehmen ausüben, deren Aktien sie halten. Für diese strategische Orientierung sind vor allem die großen öffentlichen Pensionsfonds der USA bekannt (Matthes, 2000, 34 ff.).

Generell haben die institutionellen Investoren dazu beigetragen, dass die Politik den Anlegerschutz gestärkt, günstigere Transaktionsverfahren geschaffen und Finanzinnovationen (Derivate) durchgesetzt hat. All dies hat das Risikomanagement verbessert (Blommestein, 1998). Auch hiermit haben sie die Kapitalmärkte funktionstüchtiger gemacht. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass ein steigendes Gewicht institutioneller Investoren die kurzfristigen Schwankungen auf den Kapitalmärkten verstärken kann.

Pensionsfonds

Unter den institutionellen Anlegern spielen die Pensionsfonds eine zentrale Rolle. Wegen des langen Anlagehorizonts eignen sie sich besonders für Engagements in risikoträchtige, langfristig hochrentable Wertpapiere. Insofern können sie vor allem für junge, mittelständische und innovative Unternehmen Risikokapital bereitstellen, die sich erfahrungsgemäß besonders dynamisch und beschäftigungswirksam entwickeln (Europäische Kommission, 1999).

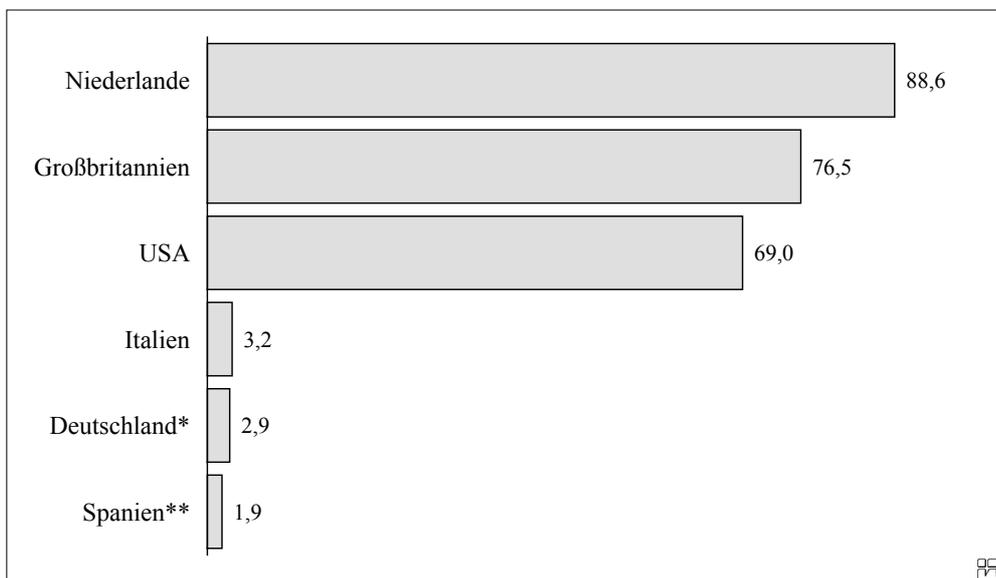
Ein internationaler Vergleich zeigt, dass die Pensionsfonds für die heimische Wirtschaft sehr unterschiedliches Gewicht haben (Schaubild 1). Am größten ist es in den Niederlanden. Hier machten die Kapitalanlagen von Pensionsfonds im Durchschnitt der Jahre 1995/98 fast 89 Prozent des Brut-

toinlandsprodukts (BIP) aus. In der Durchschnittsbetrachtung folgen Großbritannien und die USA mit merklichem Abstand. Allerdings ist in den beiden angelsächsischen Ländern das Gewicht der Pensionsfonds im Beobachtungszeitraum stark angestiegen, in den USA um 23 Prozentpunkte und in Großbritannien um 13 Punkte. Beide Länder haben inzwischen mit knapp 81 Prozent des BIP das niederländische Niveau annähernd erreicht.

Schaubild 1:

Finanzanlagen von Pensionsfonds

- in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, Jahresdurchschnitte 1995/98 -



*Pensions- und Sterbekassen (versicherungsfähnlich). ** Nicht-autonome Pensionsfonds.
Quelle: OECD, 2000; IMF; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

In den drei großen kontinentaleuropäischen Vergleichsländern hat die gesetzliche, umlagefinanzierte Rentenversicherung bislang weiterhin bestimmendes Gewicht. Außerdem dominieren in Deutschland andere Formen der betrieblichen Altersvorsorge (beispielsweise betriebliche Pensionsrückstellungen). Deshalb sind hier die Pensionsfonds nahezu bedeutungslos. Für Frankreich weist die OECD überhaupt keine Pensionsfonds aus.

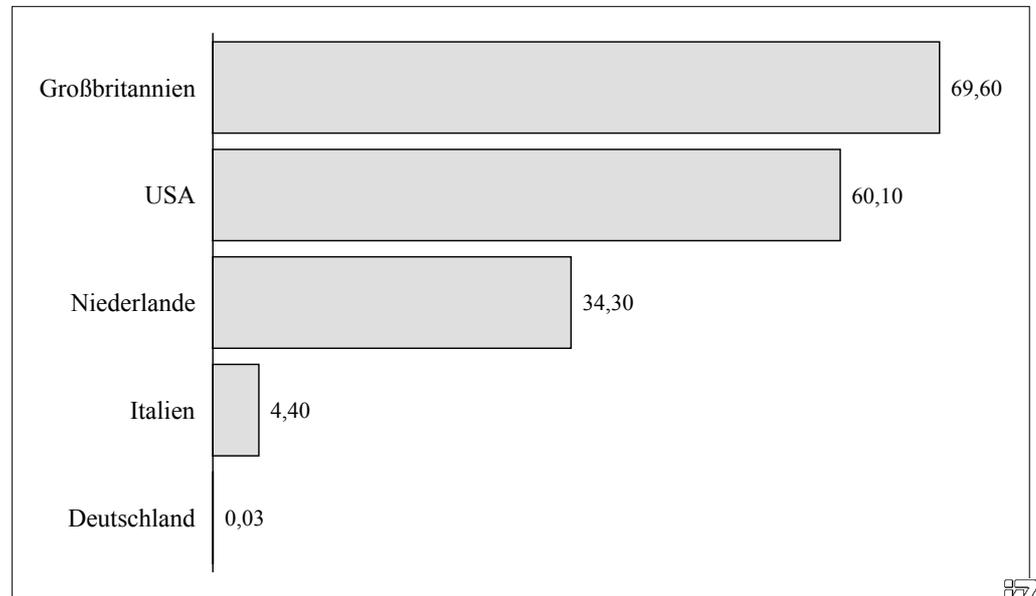
Beachtenswert ist das hohe Aktienengagement vor allem der angelsächsischen Pensionsfonds. In Großbritannien macht das Aktienvermögen knapp 70 Prozent der Finanzanlagen der Pensionsfonds aus, in den USA sind es 60 Prozent. Mit deutlichem Abstand folgen die Niederlande, in denen das Anlagekapital von Pensionsfonds immerhin noch zu einem Drittel aus Aktien besteht (Schaubild 2).

*Hohes
Aktienengagement*

Schaubild 2:

Aktien in den Finanzanlagen von Pensionsfonds

- Prozentanteile im Durchschnitt der Jahre 1995/98 -



Quelle: OECD, 2000; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Zu der geringen Bedeutung, die Pensionsfonds in Deutschland haben, kommt hinzu, dass sie sich bei der Kapitalanlage vorwiegend in festverzinslichen Wertpapieren und Darlehen engagieren, nicht aber in Aktien. Ähnliche Strukturen gibt es in Italien und Spanien.

Dahinter steht, dass generell das Aktienmarktengagement in Großbritannien, den USA und den Niederlanden verbreiteter ist als in den kontinentaleuropäischen Vergleichsländern Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien (Tabelle 3). Während der Marktwert inländischer Aktiengesellschaften in der ersten Ländergruppe zwischen 175 und 200 Prozent des BIP ausmacht, sind es in der zweiten Ländergruppe lediglich 60 bis rund 100 Prozent. Deutschland und Italien bilden diesbezüglich die Schlusslichter des internationalen Vergleichs.

Modellrechnung I

Mit Hilfe dieser Befunde ist eine Modellrechnung möglich, mit der die potenzielle Ausweitung der Aktienmärkte in Kontinentaleuropa abgeschätzt werden kann. Die Modellrechnung geht von der Annahme aus, dass die Pensionsfonds in den großen kontinentaleuropäischen Ländern die gleiche gesamtwirtschaftliche Bedeutung erlangen wie in den USA und Großbritan-

nien während des Beobachtungszeitraums 1995/98 (Länderdurchschnitt: rund 73 Prozent des BIP; Schaubild 1).

Tabelle 3:

Marktwerte heimischer börsennotierter Aktiengesellschaften¹⁾
- in Prozent des Bruttoinlandsprodukts -

	1995	1996	1997	1998	1999
Großbritannien	119	139	151	168	198
USA	92	107	128	142	179
Niederlande	69	91	124	153	176
Frankreich	32	38	48	68	105
Spanien	26	40	52	69	72
Deutschland	23	28	39	51	68
Italien	19	21	30	48	62

1) Ohne Investmentfonds.

Quelle: International Federation of Stock Exchanges; IMF.

Außerdem wurde das Anlageverhalten der angelsächsischen Pensionsfonds im Durchschnitt der Periode 1995/98 auf Kontinentaleuropa übertragen: Rund 65 Prozent ihrer Finanzanlagen legten die angelsächsischen Pensionsfonds in Aktien an (Schaubild 2), davon 75 Prozent in inländischen Aktien. Der letzte Referenzwert bezieht sich nur auf Großbritannien. Für die USA liefert die OECD keine Daten, doch gelten dort offenbar ähnliche Größenordnungen (European Federation for Retirement Provision, 1996).

Tabelle 4:

**Modellrechnung I: Aktienmarktpotenzial
in vier europäischen Industrieländern bei Ausweitung
der Pensionsfonds auf angelsächsische Dimensionen**

	Potenzialfaktor ¹⁾	Marktwert des Aktienkapitals		Differenz zwischen Ist und Kann
		Ist 1999	Kann (Ist+Potenzialfaktor)	
	BIP-Prozentpunkte	in Prozent des BIP		in Prozent von Ist
Frankreich	35	105	140	33
Spanien	35	72	107	49
Deutschland	35	68	103	51
Italien	35	62	97	56

1) Errechnet aus dem gesamtwirtschaftlichen Gewicht der Pensionsfonds in den USA und Großbritannien (Durchschnitt 1995/98: 73 % des BIP), dem Anteil der Aktien an den Kapitalanlagen der angelsächsischen Pensionsfonds (Durchschnitt 1995/98: 65 %) und dem Anteil der inländischen Aktien am Aktiendepot britischer Pensionsfonds (Durchschnitt 1995/98: 75 %). Eine Korrektur dieses Potenzialfaktors um die in Kontinentaleuropa existierende Verbreitung erübrigt sich wegen der zu vernachlässigenden Größenordnung.

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Hieraus errechnet sich ein Potenzialfaktor von 35 BIP-Prozentpunkten $((0,73 \cdot 0,65 \cdot 0,75) \cdot 100)$. Addiert man diesen Potenzialfaktor zu den Marktwerten inländischer Aktiengesellschaften, die in den vier kontinentaleuropäischen Vergleichsländern 1999 gemessen worden sind (Tabelle 3), zeigt sich, dass sich die Aktienmärkte dieser Länder um 33 Prozent (Frankreich) bis 56 Prozent (Italien) ausweiten könnten (Tabelle 4).

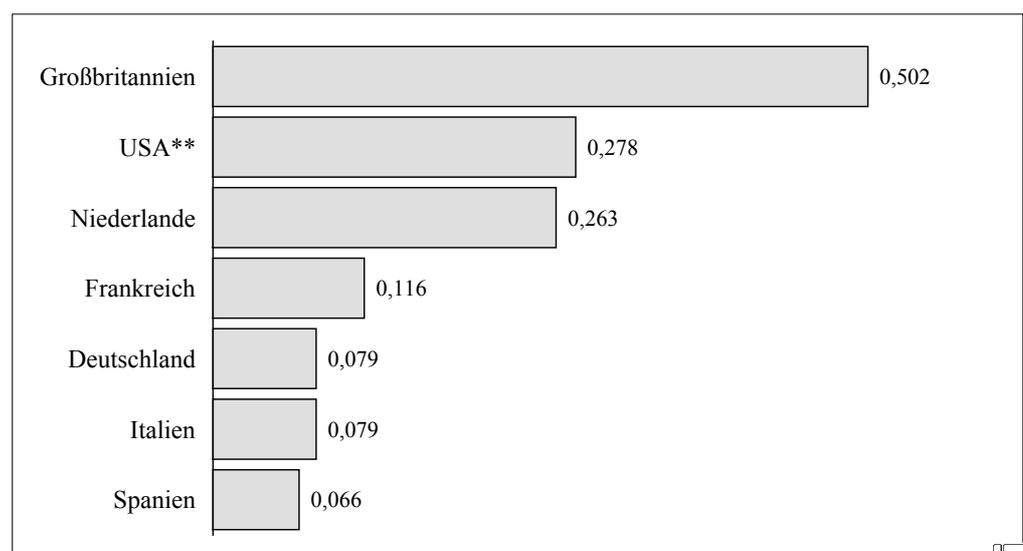
Die Modellrechnung ist eher konservativ angelegt. Würde man die angelsächsischen Referenzwerte nicht aus dem Periodendurchschnitt, sondern aus dem aktuellen Rand (1998) ableiten und als kontinentaleuropäische Ist-Werte dem im Vergleich zu 1999 niedrigeren Wert von 1998 ansetzen, errechnet sich ein wesentlich höheres potenzielles Wachstum der kontinentaleuropäischen Kapitalmärkte (rund 60 bis 80 Prozent).

Es sollte allerdings bedacht werden, dass die zusätzlichen Mittel für die kontinentaleuropäischen Pensionsfonds entweder aus zusätzlichem Sparen oder durch den Abbau anderer Alterssicherungsformen beschafft werden müssten.

Schaubild 3:

Risikokapitalmarkt-Investitionen*

- in Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Durchschnitt der Jahre 1995/99 -



* Investitionen von Risikokapitalgesellschaften. ** Wegen engerer Abgrenzung nicht vollständig vergleichbar.
Quelle: Baygan/Freudenfeld, 2000; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

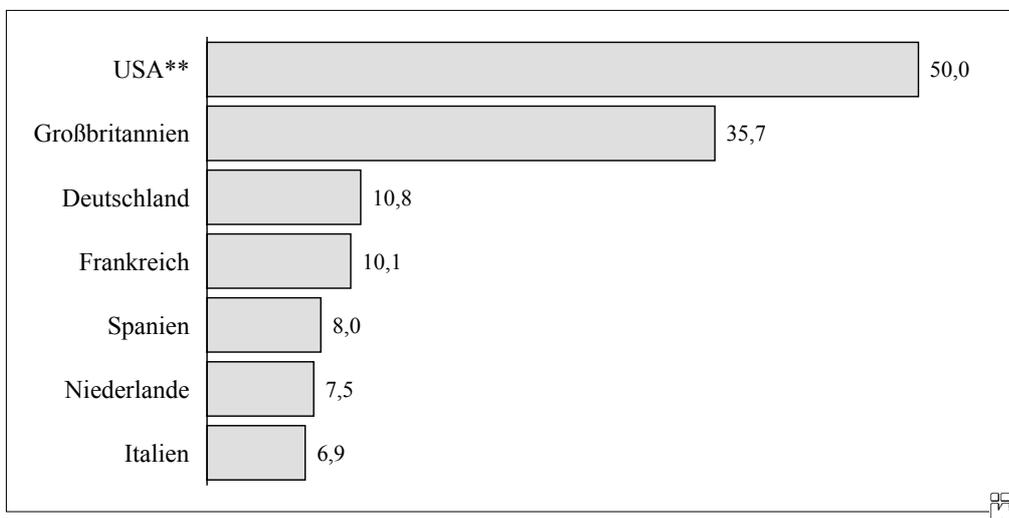
In einem zweiten Schritt soll ebenfalls mit Hilfe einer Modellrechnung abgeschätzt werden, welche Bedeutung eine vermehrte Präsenz von Pensionsfonds für die Ergiebigkeit der kontinentaleuropäischen Risikokapitalmärkte hätte. Ausgangspunkt der Modellrechnung ist das gesamtwirtschaftliche Gewicht der Anlagen von Risikokapitalgesellschaften.

Schaubild 3 zeigt, dass auch bei den Risikokapitalengagements die beiden angelsächsischen Länder und die Niederlande wesentlich besser abschneiden als die kontinentaleuropäischen Vergleichsländer. In Großbritannien erreichen die Risikokapitalinvestitionen im Durchschnitt der Jahre 1995/99 rund 0,5 Prozent des BIP, in den USA sind es 0,28 Prozent. In den großen kontinentaleuropäischen Ländern liegt dieser Anteil meist deutlich unter der 0,1-Prozent-Marke.

Schaubild 4:

Beitrag von Pensionsfonds zur Finanzierung nationaler Risikokapitalgesellschaften*

- Prozentanteile im Durchschnitt der Jahre 1995/99 -



* Einschließlich ausländischer Pensionsfonds. ** Wegen engerer Abgrenzung nicht vollständig vergleichbar.
Quelle: Bayan/Freudenfeld, 2000; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Die Bedeutung der Pensionsfonds als Quelle von Risikokapital ist in den USA und Großbritannien ebenfalls wesentlich größer als in Kontinentaleuropa. In den USA stammen 50 Prozent der von Risikokapitalgesellschaften aufgenommenen Mittel von Pensionsfonds, in Großbritannien sind es 35,7 Prozent (Schaubild 4). Deutschland kommt auf knapp 11 Prozent und

liegt damit noch an der Spitze der kontinentaleuropäischen Vergleichsländer.

Die Modellrechnung II zieht als Referenzland ausschließlich Großbritannien heran. Die USA werden nicht berücksichtigt, weil die Angaben zum Risikokapitalmarkt wegen einer engeren Abgrenzung unterschätzt sind.

Die Modellrechnung geht von der Annahme aus, dass die Pensionsfonds in den großen kontinentaleuropäischen Ländern ihren Anteil an der Risikokapitalfinanzierung so aufstocken, dass sie britische Größenordnungen erreichen. Aus der britischen Risikokapitalquote (0,502 Prozent des BIP im Durchschnitt der Jahre 1995/99) und dem Anteil der Pensionsfonds an der Finanzierung von Risikokapitalgesellschaften (35,7 Prozent) errechnet sich ein Potenzialfaktor von 0,18 BIP-Prozentpunkten $((0,502 \cdot 35,7) / 100)$.

Tabelle 5:

Modellrechnung II: Risikokapitalpotenzial in vier europäischen Industrieländern bei Ausweitung der Pensionsfonds auf britische Dimensionen

	Potenzialfaktor ¹⁾	Risikokapitalinvestitionen		Differenz zwischen Ist und Kann
		Ist 1999	Kann (Ist+Potenzialfaktor)	
	BIP-Prozentpunkte	in Prozent des BIP		in Prozent von Ist
Frankreich	0,18	0,210	0,390	86
Spanien	0,18	0,129	0,309	140
Deutschland	0,18	0,159	0,339	113
Italien	0,18	0,162	0,342	111

1) Errechnet aus dem Gewicht der Risikokapitalinvestitionen in Großbritannien (Durchschnitt 1995/99: 0,502 % des BIP) und dem Anteil von Pensionsfonds an der Finanzierung britischer Risikokapitalgesellschaften (Durchschnitt 1995/99: 35,7 %). Eine Korrektur dieses Potenzialfaktors um die in Kontinentaleuropa existierende Verbreitung erübrigt sich wegen der zu vernachlässigenden Größenordnung.

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Addiert man dieses potenzielle Mehr an Risikokapital zu dem 1999 in den kontinentaleuropäischen Vergleichsländern gemessenen Ist-Bestand an Risikokapital, errechnen sich potenzielle Aufstockungen der Risikokapitalmärkte zwischen 86 Prozent in Frankreich und 140 Prozent in Spanien (Tabelle 5). Auch hierbei handelt es sich um einen konservativen Messansatz.

Ein Ausweiten der Pensionsfonds auf angelsächsische Dimensionen würde demnach auf den kontinentaleuropäischen Märkten für Aktien und Risikokapital erhebliches Wachstumspotenzial freisetzen.

Bei all den hier skizzierten Vorteilen von Pensionsfonds für die Alterssicherung, das Wirtschaftswachstum, den Strukturwandel und die Kapitalmarkteffizienz drängt sich die Frage auf, warum sie in den großen kontinentaleuropäischen Industrieländern so wenig verbreitet sind. Die wesentlichen Ursachen hierfür sind (Europäische Kommission, 2000a; Deutsche Bank Research, 1999; 2001; Dresdner Bank, 2000; 2001):

*Institutionelle
Hemmnisse*

- Die betriebliche Altersvorsorge fand in diesen Ländern nur sehr begrenzt über die Kapitalmärkte statt. In Italien, Spanien und Deutschland waren betriebsinterne Rückstellungen üblich, die teilweise auch steuerlich gefördert worden sind. In Frankreich basiert die betriebliche Altersvorsorge noch immer überwiegend auf einer umlagefinanzierten Pflichtversicherung.
- Bei extern finanzierter betrieblicher Altersvorsorge wurden in diesen Ländern Investitionen in risikoträchtigen Anlageformen zumeist strikt begrenzt. In Deutschland dürfen extern finanzierte versicherungsförmige Systeme laut Versicherungsaufsichtsgesetz maximal 35 Prozent ihrer Anlagen in Aktien und höchstens 6 Prozent in Nicht-EU-Aktien anlegen (Dresdner Bank, 2000, 58 f.). Solche Beschränkungen behindern den Aufbau von Portfolios mit einer effizienten Risiko-Rendite-Struktur. So ist nachweisbar, dass Pensionsfonds in Ländern mit liberalen Anlageauflagen im Durchschnitt der Jahre 1984/98 Renditen von über 10 Prozent erwirtschaftet haben, in diesbezüglich strengen Ländern jedoch nur 6 Prozent (Europäische Kommission, 2000b, 4).
- Anders als andere Dienstleister (Banken, Versicherungen) dürfen Pensionsfondsanbieter nur im eigenen Land, also nicht in den anderen EU-Ländern, tätig sein. Die leistungssteigernden und preissenkenden Effekte eines EU-weiten Wettbewerbs sind dadurch unterbunden. Größenvorteile bei der Verwaltung und Anlage der Mittel können nicht genutzt werden. Europaweit tätige Unternehmen sind deshalb gezwungen, in jedem einzelnen EU-Mitgliedsland getrennte betriebliche

Altersversorgungen einzurichten. Die Kosten für ein solches Unternehmen werden auf 40 Millionen Euro pro Jahr geschätzt (Europäische Kommission, 2000b, 5).

EU-Reformvorschläge

Allerdings bemüht sich inzwischen die Europäische Kommission, diese Lücken im Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu schließen. Im Oktober 2000 hat sie einen Richtlinienvorschlag vorgelegt, mit dem sie zumindest auf aufsichtsrechtlicher Ebene den EU-weiten Wettbewerb von Pensionsfonds intensivieren will. Die Kommission bezieht hierbei hinsichtlich der Anlagevorschriften eine vergleichsweise liberale Position. Durch den Grundsatz der Anlagevorsicht (angemessene Diversifikation) ebnet sie einer effizienteren Portfoliogestaltung den Weg. Quantitative Vorschriften sind sogar weiterhin möglich, doch Länder mit bislang sehr restriktiven Auflagen müssen künftig einen liberaleren Kurs fahren: Höchstgrenzen für das Engagement von Pensionsfonds in Aktien oder Industrieobligationen dürfen die 70-Prozent-Markt nicht unterschreiten. Die Absicherung biometrischer Risiken (langes Leben, Invalidität, Hinterbliebenenversorgung) wird im Richtlinienentwurf nicht als obligatorisch eingestuft.

Die von der Kommission angestrebten Reformen weisen in die richtige Richtung und sollten deshalb - wie geplant - bis Ende 2003 umgesetzt werden.

Auf nationaler Ebene gibt es inzwischen ebenfalls Fortschritte im Bemühen, das Gewicht der Pensionsfonds in der Altersvorsorge zu vergrößern. In Italien und Spanien wurden in den 90er-Jahren Pensionsfonds mit liberalen Anlagekonditionen und einer grundsätzlich nachgelagerten Besteuerung eingeführt. Wenn sich in diesen Ländern gleichwohl der Markt für Pensionsfonds nur zögerlich entwickelt, liegt das daran, dass die erste Säule der Altersvorsorge noch nicht hinreichend beschnitten worden ist, um Anlagemittel für alternative Anlageformen freizumachen (Europäische Kommission, 2000a; Deutsche Bank Research 1999; 2001; Dresdner Bank, 2000).

Reformen in Deutschland

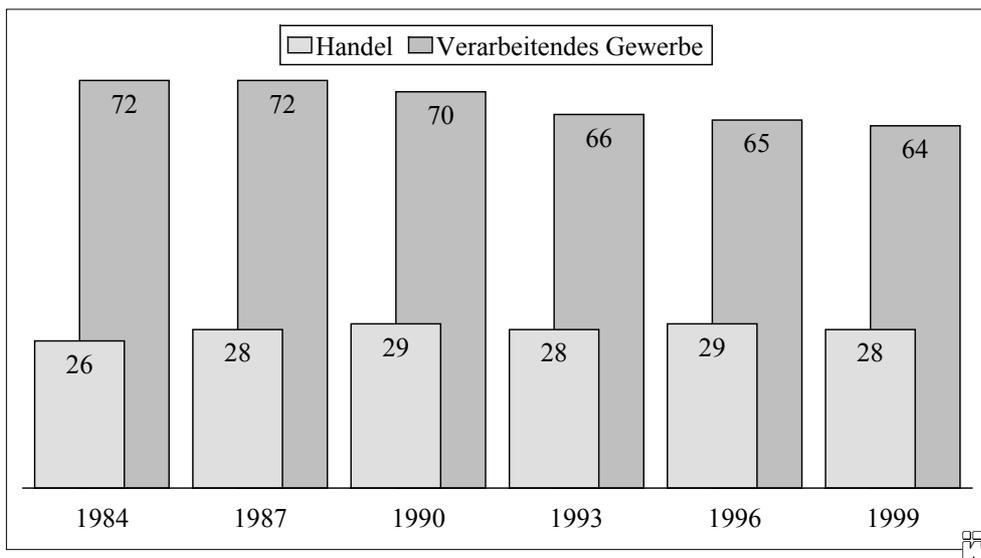
In Deutschland sorgte die kürzlich verabschiedete Rentenreform für Bewegung im Altersvorsorgesystem. Inzwischen sind Pensionsfonds hierzulande zugelassen, die in zentralen Punkten den Vorgaben des Richtlinienvorschlags der EU-Kommission entsprechen. Tendenziell stärken diese Maß-

nahmen die zweite Säule der Altersvorsorge. Die seit Jahren stagnierende Verbreitung der betrieblichen Altersvorsorge unterstreichen die Überfälligkeit solcher Reformen (Schaubild 5).

Schaubild 5:

Beschäftigte mit betrieblicher Altersversorgung in Westdeutschland

- Anteile an allen Beschäftigten in Prozent -



Quelle: ifo Institut, 2000.

1999 waren etwa 64 Prozent der Beschäftigten des Verarbeitenden Gewerbes Westdeutschlands über eine betriebliche Altersvorsorge abgesichert. Seit Mitte der 80er-Jahre ist diese Quote nahezu stetig gesunken. Im westdeutschen Handel gibt es zwar keinen sinkenden Trend, doch der Anteil der Beschäftigten mit betrieblicher Altersvorsorge ist mit 28 Prozent deutlich kleiner als in der Industrie. In den neuen Bundesländern zeigt sich in den letzten Jahren ein Aufwärtstrend, doch er liegt auf einem sehr niedrigen Niveau.

Die Pensionsfonds, die nun in Deutschland eingerichtet werden können, bilden eine Basis, auf der sich die betriebliche Altersvorsorge ausweiten kann. Darauf verweisen wesentliche Konstruktionselemente der Pensionsfonds:

- Es sind nun Beitragszusagen mit Mindestleistungen möglich (Höfer, 2001, 314 f.). Bei der Pensionskasse und bei der Direktversicherung, zwei der bisherigen Wege der betrieblichen Altersversorgung, waren

ausschließlich Leistungszusagen oder beitragsorientierte Leistungszusagen zulässig. Diese beiden Formen verpflichten die Arbeitgeber, im Versorgungsfall eine zuvor in der Höhe festgelegte Leistung zu gewähren. Das Finanzierungsrisiko lag somit beim Arbeitgeber. Beitragszusagen verpflichten dagegen die Arbeitgeber nur zur Zahlung bestimmter Beiträge an ein Versorgungswerk (Bundesverband deutscher Banken, 1999, 13 ff.). Für das Unternehmen bringt dies größere Sicherheit in der Kalkulation der Versorgungskosten. Dagegen steht die Garantie des Nominalwerts der eingezahlten Beiträge, wobei allerdings die Absicherungskosten biometrischer Risiken abgezogen werden können.

- Die Anlagevorschriften sollen im Rahmen des Vorsichtsprinzips liberaler als bisher gestaltet werden. Dieser Grundsatz ist allerdings noch nicht konkret ausgefüllt. Dabei sollte auf quantitative Höchstgrenzen, beispielsweise für die Anlage in Aktien, gänzlich verzichtet werden. Damit werden effizientere Rendite-Risiko-Relationen ermöglicht.
- Die Pensionsfonds decken auch die biometrischen Risiken ab (steigende Lebenserwartung sowie auf Wunsch Invalidität und Hinterbliebenenversorgung). Je umfangreicher solche Risiken abgesichert werden, desto geringer sind die Renditen der Anlagen. Deshalb sollten die Pensionsfonds mit solchen Risiken nicht überfrachtet werden, zumal es für die biometrischen Risiken in der gesetzlichen Rentenversicherung eine Grundversorgung gibt und daneben die Möglichkeiten freiwilliger privater Zusatzversicherungen genutzt werden können.

Besteuerung von Pensionsfonds

Bei der steuerlichen Behandlung der Pensionsfonds gibt es zwei Varianten einer nach oben limitierten, nachgelagerten Besteuerung:

- 1) Bis zu 4 Prozent der Beitragsbemessungsgrenze der gesetzlichen Rentenversicherung sind Zahlungen an Pensionsfonds für die Arbeitnehmer steuerfrei.
- 2) Alternativ können Aufwendungen für die Pensionsfonds durch Zulagen oder Abzug als Sonderausgaben steuerlich gefördert werden.

Die zweite Alternative entspricht der Besteuerung der „Riester-Rente“ im Rahmen der privaten Vorsorge innerhalb der dritten Säule der Altersvorsorge. Beide Möglichkeiten können bei entsprechenden Vereinbarungen zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer kombiniert werden.

In der Auszahlungsphase werden die aus unversteuerten Beiträgen finanzierten Leistungen versteuert. Von den darüber hinausgehenden Leistungen wird der Ertragsanteil versteuert.

Auch in den großen kontinentaleuropäischen Ländern werden somit inzwischen entscheidende Hemmnisse eines europaweiten Ausbreitens von Pensionsfonds beseitigt. Allerdings gibt es immer noch erhebliche Unterschiede bei den steuerlichen, sozial- und arbeitsrechtlichen Vorschriften. So werden in den einzelnen Mitgliedsstaaten die Beiträge, die Anlageerträge und die Veräußerungsgewinne steuerlich sehr unterschiedlich behandelt. In zehn Mitgliedsstaaten wird ausschließlich nachgelagert, in Luxemburg ausschließlich vorgelagert besteuert. In Deutschland gibt es parallel eine vorgelagerte (Teile der betrieblichen Altersversorgung und die gesetzliche Rentenversicherung) und eine nachgelagerte Besteuerung (Pensionsfonds und übrige Teile der betrieblichen Altersvorsorge). In drei Ländern (Dänemark, Italien und Schweden) werden Mischsysteme praktiziert (Übersicht).

Die Europäische Kommission (2001) mahnt diesbezüglich eine Harmonisierung an und favorisiert dabei für sämtliche betriebliche Altersversorgungssysteme, also auch für die Pensionsfonds, die nachgelagerte Besteuerung. Eine solche Harmonisierung, die für ein europaweites Ausbreiten der Pensionsfonds unumgänglich wäre, stößt allerdings auf nationale Widerstände. Dies ist insofern relevant, weil ein Angleichen der Systeme einstimmige Beschlüsse verlangt.

Die Widerstände erklären sich vor allem damit, dass die Umstellung von der vorgelagerten zur nachgelagerten Besteuerung zunächst mit erheblichen Steuerausfällen verbunden wäre (Fuest/Kroker, 2000, 7; 2001).

In der Bundesrepublik geht von der inzwischen realisierten nachgelagerten Besteuerung von Pensionsfonds ein Reformdruck auf die beiden anderen Säulen der Altersvorsorge aus. Vor allem für die gesetzliche Rentenversi-

*Steuerausfälle sind
verkraftbar*

cherung ist die nachgelagerte Besteuerung geboten, weil die Zwangsbeiträge die steuerliche Leistungsfähigkeit der Arbeitnehmer mindern.

Übersicht:

Besteuerung der betrieblichen Altersversorgung im internationalen Vergleich

	Nachgelagerte Besteuerung ¹⁾	Mischsysteme ²⁾	Vorgelagerte Besteuerung ³⁾
Belgien	x		
Dänemark		x	
Deutschland	x		x
Griechenland	x		
Spanien	x		
Frankreich	x		
Italien		x	
Irland	x		
Luxemburg			x
Niederlande	x		
Österreich	x		
Portugal	x		
Finnland	x		
Schweden		x	
Großbritannien	x		

1) Beiträge und Anlageerträge sowie Veräußerungsgewinne der betreffenden Einrichtungen steuerfrei, Leistungen steuerpflichtig.

2) Beiträge steuerfrei, Anlageerträge sowie Veräußerungsgewinne der betreffenden Einrichtungen und Leistungen steuerpflichtig.

3) Beiträge steuerpflichtig, Anlageerträge sowie Veräußerungsgewinne der betreffenden Einrichtungen und Leistungen steuerfrei.

Quelle: EU-Kommission, 2001.

Die Kosten einer Ausweitung der nachgelagerten Besteuerung auf eine private Altersvorsorge für alle Arbeitnehmer hängt von deren konkreten Ausgestaltung ab. Innerhalb der zweiten Säule der Altersvorsorge gilt für Pensionsfonds bereits die - wenn auch nach oben limitierte - nachgelagerte Besteuerung. Aus steuersystematischen Gründen müsste dieses Verfahren auch auf andere Formen der betrieblichen Altersvorsorge ausgedehnt werden.

Bei einer nachgelagerten Besteuerung in allen drei Säulen der Altersvorsorge, die sich allein schon aus Gründen der steuersystematischen Gleichbehandlung aufdrängt, summieren sich die Steuerausfälle nach internen Be-

rechnungen des Bundesfinanzministeriums auf jährlich 50 Milliarden DM. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass es sich hierbei keinesfalls um endgültige Steuerausfälle handelt. Die zeitliche Verlagerung der Steuerpflicht von der Ansparphase zur Auszahlungsphase bedeutet lediglich eine Steuerstundung.

August 2001

Winfried Fuest
Jürgen Matthes
Matthias Pfister

Literatur:

- Baygan, Günseli und Michael Freudenberg, 2000, The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy, OECD-STI Working Papers, Nr. 7, Paris.
- Blommestein, Hans, 1998, Impact of institutional investors on financial markets, in: OECD (Hrsg.), Institutional investors in the new financial landscape, Paris, S. 29 - 106.
- Bundesverband deutscher Banken, 1999, Betriebs-Pensionsfonds, Neue Impulse für die betriebliche Altersversorgung, Berlin.
- Deutsche Bank Research, 2001, Europa auf dem Weg zu Pensionsfonds, Sonderbericht vom 9. April, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bank Research, 1999, Pensionsfonds für Europa, Sonderbericht vom 19. Oktober, Frankfurt am Main.
- Deutsches Institut für Altersvorsorge, 1999, Gesetzliche Alterssicherung, Reformerfahrungen im Ausland, Ein systematischer Vergleich aus sechs Ländern, Köln.
- Dresdner Bank, 2000, Bedeutung von Pensionsfonds - ein internationaler Vergleich, Frankfurt am Main.
- Dresdner Bank, 2001, Die Märkte für Altersvorsorgeprodukte in Europa, Frankfurt am Main.
- Europäische Kommission, 1999, Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration, Euro Papers, Nr. 32, Brüssel.
- Europäische Kommission, 2000a, Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union, Brüssel.
- Europäische Kommission, 2000b, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Tätigkeiten von Einrichtungen zur betrieblichen Altersversorgung, Brüssel.
- Europäische Kommission, 2001, Mitteilung der Kommission an den Rat, das Europäische Parlament und den Wirtschafts- und Sozialausschuss, Beseitigung der steuerlichen Hemmnisse für die grenzüberschreitende betriebliche Altersversorgung, Brüssel.

- European Federation for Retirement Provision, 1996, *European Pension Funds: Their impact on European Capital Markets and Competitiveness*, London.
- Fuest, Winfried und Rolf Kroker, 2000, Rentenbesteuerung - eine Reform ist überfällig, in: *ifo Schnelldienst*, 53. Jg., Nr. 21, S. 6 - 8.
- Fuest, Winfried und Rolf Kroker, 2001, Nachgelagerte Rentenbesteuerung - eine unpopuläre jedoch systemgerechte Reformlösung, in: *Sozialer Fortschritt*, 50. Jg., Heft 4, S. 82 - 84.
- Höfer, Reinhold, 2001, Die Neuregelung des Betriebsrentenrechts durch das Altersvermögensgesetz (AvmG), in: *Betriebliche Altersversorgung*, Nr. 4, S. 314 - 320.
- ifo Institut, 2000, *Betriebliche Altersvorsorge, Achtes Forschungsvorhaben zur Situation und Entwicklung der betrieblichen Altersversorgung*.
- Matthes, Jürgen, 2000, *Das deutsche Corporate-Governance-System. Wandel von der Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken*, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Nr. 259, Köln.
- OECD, 2000, *Institutional Investors*, Statistical Yearbook, Paris.
- United Nations, 2000, *Replacement Migration: Is it a Solution to Declining and Aging Populations?*, New York.

The Importance of Pension Funds For Retirement and Financial Markets

iw-focus

Funded pension systems have several advantages over pay-as-you-go systems. They lower contribution rates and non-wage labour costs while providing the same retirement income level. And they tend to enhance the liquidity and efficiency of financial markets, accelerate growth and facilitate structural change. Despite these advantages and in contrast to the Anglo-Saxon countries, pay-as-you-go systems are still dominant in Germany and other large European countries. Germany recently introduced pension funds but equipped them with relatively restrictive regulations. If these funds reached the size of Anglo-Saxon pension funds, Germany's stock market value could rise by 50 per cent and its venture capital market value by 110 per cent. The European Commission has proposed guidelines for a single European market in pension funds to enable funds to offer their services EU-wide. However, significant obstacles still stand in the way, in particular in regard to taxation.