

Ein staatliches Basisprodukt für die private Altersvorsorge

17. März 2014

Christian Kopf, Grüne LAG Wirtschaft und Finanzen Hessen
Ulrich Linnenbaum, Grüne LAG Verbraucherschutz NRW
Udo Philipp, Grüne LAG Wirtschaft und Finanzen Bayern

Dieses Hintergrundpapier legt Argumente für ein staatliches Basisprodukt für die private Altersvorsorge vor.

Das Wahlprogramm der Grünen zur Bundestagswahl 2013 enthält die Forderung, ein Basisprodukt zur kapitalgedeckten Altersvorsorge einzuführen:

Die gesetzliche Rentenversicherung ist aus unserer Sicht die zentrale und weiter zu stärkende Säule der Alterssicherung. Dennoch halten wir eine Risikomischung bei der Altersvorsorge für grundsätzlich richtig, weil das die Chance auf eine höhere Rendite ermöglicht. Private und betriebliche Alterssicherung sind wichtig für die Lebensstandardsicherung im Alter. Dafür wollen wir die Riesterrente grundlegend reformieren. Wir wollen ein einfaches, kostengünstiges und sicheres Basisprodukt für die staatlich geförderte zusätzliche Altersvorsorge einführen.

In dem folgenden Hintergrundpapier werden Argumente für ein solches Basisprodukt sowie Vorschläge für eine konkrete Ausgestaltung diskutiert.

Altersvorsorge ist eine zentrale gesellschaftliche Institution, die enorme finanzielle Mittel bindet und verteilt. Diese sollten sowohl für die einzelnen Bürgerinnen und Bürger möglichst effizient verwaltet wie auch gesellschaftlich sinnvoll genutzt werden. Das momentane System des Riestersparens erfüllt keines dieser beiden Kriterien. Wir schlagen daher ein kapitalgedecktes staatliches Basisprodukt zur Altersvorsorge vor, in das jede Bürgerin und jeder Bürger investiert, außer sie/er widerspricht explizit und entscheidet sich für ein Altersvorsorgeprodukt eines privaten Anbieters oder verzichtet explizit auf private Altersvorsorge (Opt-Out).

Mit dem hier vorgeschlagenen staatlichen Basisprodukt könnte sowohl der Verbraucherschutz deutlich verbessert werden als auch Kapital für nachhaltige Investitionen z.B. in den grünen Umbau der Wirtschaft zur Verfügung gestellt werden. Wir schlagen vor, das angesparte Vermögen zum größten Teil in Eigenkapital (Aktien sowie außerbörsliches Eigenkapital) zu investieren, da dies sowohl aus individueller wie aus gesellschaftlicher Sicht sinnvoller ist als die Anlage in festverzinsliche Schuldtitel.

Warum kapitalgedeckte Altersvorsorge?

Das letzte Jahrhundert mit zwei Kriegen, Währungsreformen, Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise hat verdeutlicht, dass die Altersvorsorge im Umlageverfahren wesentliche Vorteile gegenüber einem kapitalgedecktem System hat. Dennoch gibt es gute Gründe, einen Teil der Altersvorsorge kapitalgedeckt zu betreiben:

Der demographischen Entwicklung begegnen

Der Generationenvertrag ist erheblichen Belastungen ausgesetzt, wenn immer weniger Beitragszahler für immer mehr Rentner aufkommen müssen.

Die Abhängigkeit von hoher inländischer Erwerbstätigkeit mindern

Das momentane Rentensystem baut allein auf den Beiträgen abhängig beschäftigter Arbeitnehmer auf. Wenn aufgrund einer Wirtschaftskrise die Arbeitslosigkeit ansteigt oder wenn Arbeitnehmer sich freiwillig entscheiden, weniger zu arbeiten, wird das Rentensystem erheblich belastet.

Ein kapitalgedecktes System ist nicht abhängig von einem hohen Anteil von in Deutschland beschäftigten Erwerbstätigen. Deutsche Unternehmen können florieren, obwohl sie immer weniger Arbeitnehmer in Deutschland beschäftigen.

Außerdem kann das Kapital international investiert werden, um die Abhängigkeit von der deutschen Wirtschaftsentwicklung zu reduzieren.

Unternehmen langfristiges Eigenkapital für Zukunftsinvestitionen bereitstellen

Unternehmen benötigen Zugang zu Eigenkapital, um investieren zu können. Banken sind weder willens noch in der Lage Zukunftsinvestitionen zu finanzieren, die nicht über werthaltige Wirtschaftsgüter abgesichert sind. Selbst wenn ein Unternehmen sich weitgehend über Kredite finanzieren könnte, wäre dies fahrlässig, da Kredite festen Zins- und Tilgungsverpflichtungen unterliegen und das Unternehmen so bei der kleinsten Krise zahlungsunfähig würde. Die Finanzkrise hat gezeigt, wie fatal eine zu hohe Verschuldung des Wirtschaftssystems ist. Eigenkapitalfinanzierung ist wesentlich weniger krisenanfällig und stabilisiert das System.

Eigenkapital kann bei Familienunternehmen aus privatem Vermögen zur Verfügung gestellt werden. Dies ist jedoch per Definition begrenzt. Außerdem ist es nicht unbedingt gesellschaftlich wünschenswert, eine sehr hohe Vermögenskonzentrationen in privater Hand zu fördern. Daher sollten für Unternehmen auch alternative Eigenkapitalquellen wie der Kapitalmarkt offen sein. Um dies zu ermöglichen, muss es die Bereitschaft der Sparer geben, ihre Ersparnisse langfristig anzulegen und auf eine garantierte feste Verzinsung wie bei einem Kredit zu verzichten, um stattdessen am Erfolg des Unternehmens beteiligt zu sein. Die Sparer müssen bereit sein, Eigentümer anstatt Gläubiger zu werden.

In Deutschland ist diese Bereitschaft gering ausgeprägt. Einerseits muss aufgrund der Umlagefinanzierung der Renten nur im geringen Umfang privat Altersvorsorge betrieben werden. Es gibt auch nur wenige kapitalgedeckte betriebliche Altersvorsorgesysteme. Andererseits fließt der Großteil der privaten Altersvorsorge entweder in privat genutzte Immobilien, in Lebensversicherungen oder in festverzinsliche Anlageformen. Nur 11% der Bürgerinnen und Bürger halten Aktien, hingegen haben 47% eine Lebensversicherung abgeschlossen (Bundesbank 2013). Derzeit sind in Deutschland knapp 800 Milliarden Euro in Lebensversicherungen gebunden. Deutsche Lebensversicherungen halten jedoch weniger als 5% ihrer Anlagen in Aktien. Dies liegt zum Teil an Problemen der Regulierung,¹ aber noch viel mehr an dem Garantiezinsversprechen der Versicherer.

Die Folge daraus ist, dass die Unternehmen in Deutschland auf ausländische Kapitalgeber angewiesen sind, die in der Regel aus den USA und Großbritannien kommen.

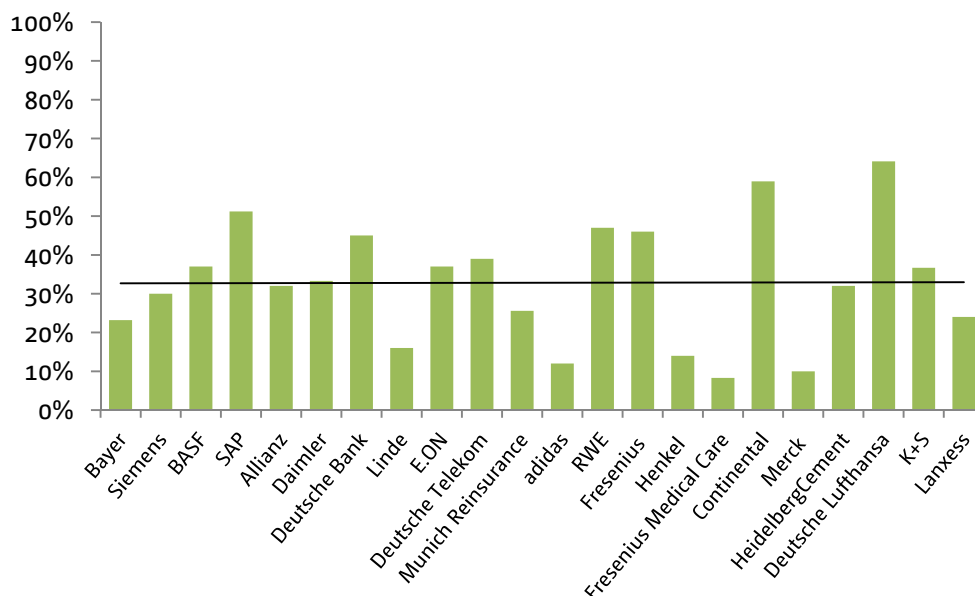
Die meisten großen deutschen Aktiengesellschaften gehören mehrheitlich ausländischen Investoren. Bei den DAX-30-Unternehmen halten diese sogar durchschnittlich eine Zweidrittelmehrheit. In Schweden, einem Land, in dem wie in den USA ein großer Teil der Altersvorsorge kapitalgedeckt organisiert ist, ist die Quote genau spiegelbildlich: nur gut 40% der Aktien schwedischer Unternehmen gehört ausländischen Investoren (Statistics Sweden 2013), und dies obwohl die Marktkapitalisierung der schwedischen Börse im Vergleich zum BIP um 60% größer ist als in Deutschland.

1. Die Eigenkapitalanforderungen für Lebensversicherer ist in der Solvency II Richtlinie geregelt. Wenn Lebensversicherer in vermeintlich risikolose Anlagen wie Staatsanleihen investieren benötigen sie kein Eigenkapital, bei festverzinslichen Wertpapieren mit gutem Rating nur wenig und bei vermeintlich riskanten Anlagen wie Aktien benötigen sie viel Eigenkapital.

Noch dramatischer sind die Verhältnisse, wenn frisches Kapital über die Börse eingeworben werden soll. Selbst wenn gezielt deutsche Investoren für den Börsengang eines Mdx-Unternehmens angesprochen werden, müssen in der Regel mehr als 80% des Kapitals bei ausländischen Investoren platziert werden.²

Das gleiche gilt für außerbörsliches Eigenkapital. In den letzten 15 Jahren sind über 200 mittelständische Unternehmen mit einem Unternehmenswert von mehr als 200 Mio. € an Private-Equity-Fonds veräußert worden. Kein einziges davon wurde an einen deutschen Fonds veräußert. Der Grund dafür ist, dass es fast kein Kapital in Deutschland für außerbörsliches Eigenkapital gibt und daher in Deutschland nur große angelsächsische und schwedische Private-Equity-Fonds tätig sind.

Quote deutscher Anteilseigner bei DAX-30-Unternehmen



Stand Mai 2013, eigene Recherche

In Schweden dürfen die kapitalgedeckten staatlichen und privaten Pensionsfonds auch in außerbörsliches Eigenkapital investieren. Auch in Schweden wurden in den letzten 15 Jahren mehr als 100 große mittelständische Unternehmen an Private-Equity-Fonds veräußert. 80% davon gingen an schwedische Fonds. Private Equity und Venture Capital spielen in Schweden eine mehr als doppelt so wichtige Rolle bei der Unternehmensfinanzierung wie in Deutschland.

Der fehlende Zugang zu heimischen Eigenkapitalquellen führt auch zu einer generellen Eigenkapitalknappheit, z.B. im deutschen Mittelstand und noch viel mehr bei den großen Banken, die in Bezug auf die Eigenkapitalquote zu den Schlusslichtern in Europa gehören. Selbst die gut kapitalisierten großen Unternehmen sehen sich seit einiger Zeit zunehmend veranlasst, ihre Geschäftspolitik nach der Quartalstaktung angelsächsischer Investoren auszurichten. Neben ihrer Kurzfristigkeit ist diesen Investoren die Sozialpartnerschaft in Deutschland weitgehend fremd.

Ein staatlicher Pensionsfonds würde weiterhin dazu führen, dass die Kapital- und damit auch Machtkonzentration bei den großen Fondsgesellschaften

². Die Zahlen stammen aus einer nicht öffentlich zugänglichen Auswertung von Börsengängen in den letzten 10 Jahren

abnimmt. Blackrock, der mit mehreren Billionen Dollar verwaltetem Vermögen weltweit größte Geldverwalter, hält z.B. bedeutende Anteile an einem großen Teil der börsennotierten deutschen Unternehmen (Handelsblatt 2011).

Um nachhaltige und sozial ausgewogene Unternehmenspolitik zu betreiben, wären daher langfristig orientierte deutsche Eigenkapitalgeber sehr wichtig. Dies ist der Grund, weshalb sowohl in Großbritannien als auch in der EU wichtige staatlich finanzierte Untersuchungen zur Förderung der langfristigen Unternehmensfinanzierung angestoßen wurden (Kay 2012, Finance Watch 2012, EU-Kommission 2013).

Eigenkapitalbasierte Finanzierungsquellen sind für den grünen Umbau der europäischen Wirtschaft unabdingbar. Ob es die Energiewende ist oder andere wichtige ökologisch sinnvolle Investitionen, immer ist erhebliches Kapital erforderlich. Banken sind weder willens noch in der Lage, dieses Kapital aufzubringen und eine weitgehende Finanzierung über Kredite wäre zu riskant und zu krisenanfällig.

Sollte die Altersvorsorge nicht besser komplett staatlich erfolgen?

Auch wenn man zu der Überzeugung gelangt, dass das Umlageverfahren durch eine gewisse Beimischung an Kapitaldeckung ergänzt werden sollte, heißt dies nicht automatisch, dass der kapitalgedeckte Teil der Altersvorsorge freiwillig und/oder über private Anbieter erfolgen muß. Man könnte auch die Beiträge für das staatliche Rentensystem erhöhen und die höheren Beiträge in einem staatlichen Pensionsfonds anlegen.

Ein kapitalgedecktes staatliches System mit obligatorischen Beiträgen oder Steuern ist insbesondere zur Absicherung gegen die Altersarmut besser geeignet, da es eine stärkere umverteilende Wirkung erzielen kann. Bürger, die für Altersarmut anfällig sind, haben meist auch in jüngeren Jahren bereits ein geringeres Einkommen und sind daher gar nicht in der Lage, ausreichend vorzusorgen.

Angesichts der hohen Beitragslast der Sozialversicherung in Deutschland hat sich die Politik Ende der 1990er Jahre dennoch für ein freiwilliges aber staatlich gefördertes System entschieden. Trotz der großzügigen staatlichen Förderung stößt das derzeit bestehende Angebot an Riesterrenten allerdings insbesondere bei Bevölkerungsgruppen mit geringem Einkommen nur auf wenig Akzeptanz. In der Gruppe der 20% einkommensschwächsten Haushalte hatten sieben Jahre nach Einführung der Riesterrente lediglich 14,7% der Anspruchsberechtigten einen Riestervertrag.

Verbreitung der Riester-Renten nach verfügbarem Haushaltseinkommen

Erhebungsjahr	Einkommensquintile				
	1 (arm)	2	3	4	5 (reich)
2003	2,6%	7,5%	8,5%	7,4%	11,0%
2005	5,1%	9,8%	17,2%	16,2%	21,1%
2007	10,2%	24,0%	30,8%	35,1%	38,2%
2008	14,7%	28,9%	41,9%	41,0%	42,5%

Quelle: Coppola und Reil-Held (2009)

Ein Teil der mangelnden Akzeptanz der Riester-Rente liegt am Prinzip der Freiwilligkeit der Beiträge. Die Bürgerinnen und Bürger sind teilweise zu kurzfristig und nicht bereit auf Konsum zu verzichten, um für das Alter vorzusorgen. Ein

anderer Teil liegt an der Unattraktivität der Riesterprodukte. Der wahrscheinlich wichtigste Grund für die mangelnde Akzeptanz in der Gruppe der einkommensschwächeren Haushalte liegt schlicht an mangelnden finanziellen Möglichkeiten. Das Problem der Altersarmut sollte daher auch in Zukunft mit einem System obligatorischer Beiträge und insbesondere auch über Steuern finanziert werden.

Altersvorsorge betrifft aber nicht nur Haushalte mit geringerem Einkommen.

Die über die Absicherung von Altersarmut hinausgehende Altersvorsorge kann durchaus freiwillig erfolgen. Eine radikale Umstellung des Systems der Freiwilligkeit hin zu höheren obligatorischen Rentenbeiträgen erscheint derzeit ohnehin politisch nicht durchsetzbar.

Warum Opt-Out und nicht komplette Freiwilligkeit?

Komplette Freiwilligkeit bei der Altersvorsorge scheitert aus verhaltensökonomischen Gründen (u.a. Kurzsichtigkeit) und aufgrund von Marktversagen (asymmetrische Information/*Adverse Selection*).

Verhaltensökonomische Hürden

Verschiedene Studien der Verhaltensökonomik haben gezeigt, dass Menschen Schwierigkeiten haben, Zahlungsströme in der Zukunft gebührend zu bewerten (vgl. Kahnemann 2012). Außerdem vermittelt die Schulbildung in Deutschland nicht die wesentlichen Grundlagen der Finanzmathematik, so dass die wenigsten Menschen in der Lage sind, mit Zinseszinsrechnung umzugehen. Auch wenn der Eindruck von Bevormundung entstehen könnte, ist ein Systemwechsel hin zu einer expliziten Entscheidung gegen Altersvorsorge (Opt-Out) gut vertretbar. Schließlich bleibt im Opt-Out-System die Freiheit der Menschen vollständig bewahrt: niemand wird gezwungen Vorsorge zu betreiben.

Inzwischen gibt es viele Studien zum Effekt eines solchen Systemwechsels. Es kann nachgewiesen werden, dass die Sparleistung in einem Opt-Out-System deutlich höher ist als in dem traditionellen Opt-In-System.

Bei einem Opt-Out-System könnte ein fester Prozentsatz des Einkommens direkt an der Quelle automatisch mit den Sozialabgaben einbehalten werden. Für Selbständige könnte der Betrag zusammen mit der Steuerzahlung fällig sein. Um die Akzeptanz des Opt-Out-Systems zu erhöhen, könnte anstelle eines festen monatlichen Betrages jeweils ein Teil der Gehaltssteigerungen automatisch einbehalten werden. Die Verhaltensökonomik hat gezeigt, dass sich Menschen am leichtesten von zukünftigen Erträgen trennen.

Marktversagen

Rentensparer haben ein Interesse daran, das Risiko der Langlebigkeit abzusichern. Wenn sie männlich sind, wissen sie zwar, dass sie im Durchschnitt 79 Jahre alt werden. Sie können aber nicht ihre Ersparnisse bis 79 aufbrauchen, schließlich könnten sie über 100 Jahre alt werden. Dieses biometrische Risiko ist individuell nicht zu tragen und ist ein Grund für die hohe Nachfrage nach Lebensversicherungen als Produkt der Altersvorsorge.

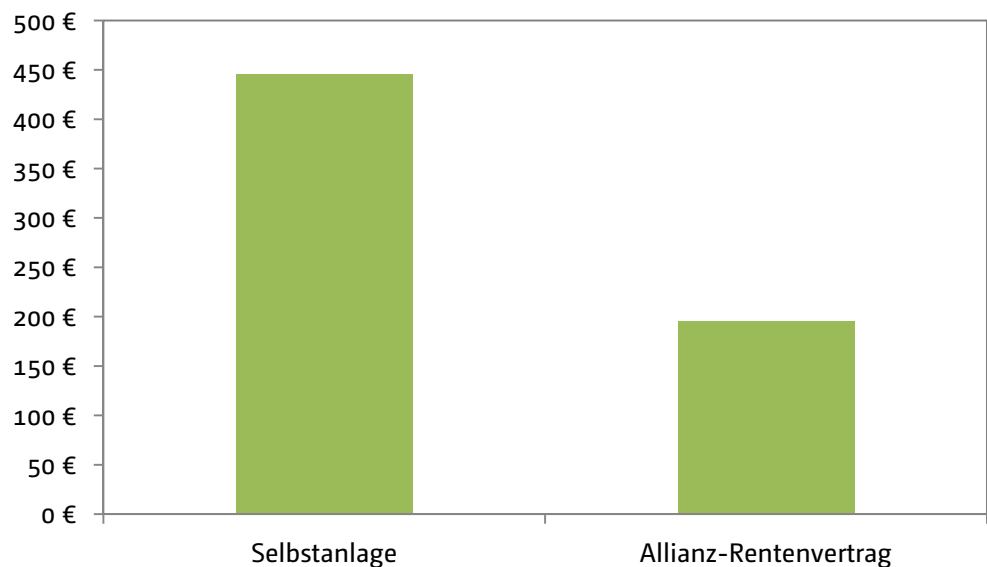
Lebensversicherer können jedoch nicht mit statistischer Lebenserwartung rechnen. Sie wissen nicht, ob ihre Kunden gesund leben oder Kettenraucher sind und einen gefährlichen Beruf ausüben. Außerdem lassen sich 80% der Kunden ihre Rentenverträge bei Erreichen des Rentenalters vorzeitig ausbezahlen. Unter denjenigen, die mit 65 lieber eine hohe Einmalzahlung zu Konsumzwecken

erhalten möchten, sind im Zweifel mehr ungesund lebende Menschen als unter den 20% die eine Verrentung wählen. Daher ist die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass diejenigen, die sich überhaupt der Mühe unterziehen, für ihr Alter vorzusorgen und sich mit 67 für eine lebenslange Rente anstatt einer Einmalzahlung entscheiden, eine überdurchschnittlich hohe Lebenserwartung haben.

Es handelt sich hier also um ein klassisches Marktversagen aufgrund asymmetrischer Information. Solange die Absicherung von Langlebigkeitsrisiko freiwillig bleibt, entsteht ein Teufelskreis: Die Versicherer erhöhen ihre Tarife, weil sie eine Negativauswahl (*Adverse Selection*) befürchten. Daraufhin versichern sich nur noch Menschen, die besonders auf ihre Gesundheit achten. So steigt die tatsächliche Lebenserwartung der Versichertengemeinschaft und die Versicherer erhöhen die Tarife erneut. Dies hält noch mehr Menschen mit kürzerer Lebenserwartung davon ab, sich zu versichern und so weiter.

Die Folge ist, dass eine private Rentenversicherung unattraktiv wird. Wenn sich z.B. ein Mann mit 25 entscheiden würde, jährlich 1.000 € zu sparen, seine Ersparnisse zu 1,75% anlegen könnte, mit 67 in Rente ginge und seine weiterhin mit 1,75% verzinste Ersparnisse bis zum Erreichen seiner statistischen Lebenserwartung mit 79 aufbrauchen würde, könnte er sich monatlich knapp 450 € Rente gönnen. Für denselben Mann bietet die Allianz derzeit für einen Rentenvertrag (1,75% Garantieverzinsung, Verrentung ab 67) lediglich eine Rente von knapp 200 € an.

Welche Altersrente kann durch 1.000 € Jahresbeitrag erzielt werden?



Modellannahmen: Anlage von jährlich 1.000 € zu 1,75% über 42 Jahre und Ausschüttung als monatliche Rentenzahlung, eigene Berechnung

Ein Grund für die Differenz sind die hohen Gebühren der Versicherungsgesellschaften. Noch wichtiger aber ist die viel höhere Lebenserwartung, mit der die Versicherer kalkulieren.

Ein Grund für diese Kalkulation ist, dass die Versicherer 25% der Überschüsse aus zu großzügiger Kalkulation als Gewinn einbehalten dürfen. Der wesentliche Faktor ist aber das geschilderte Marktversagen aus asymmetrischer Information.

Die Absicherung von Langlebigkeit kann daher nicht allein dem Markt überlassen werden. Idealerweise müsste es eine Pflichtversicherung geben, so wie auch die Krankenversicherung nur funktioniert, wenn sie für jeden obligatorisch ist. Wenn dies eine zu radikale Forderung ist, sollte ein Wechsel zu einem Opt-Out-System getestet werden. Im Idealfall setzt sich aufgrund der so geschaffenen Voreinstellung mittel- bis langfristig in der Gesellschaft die Erkenntnis durch, dass es sich um eine sehr effiziente und für nahezu alle Bürgerinnen und Bürger sinnvolle Form der Altersvorsorge handelt. Dadurch wäre die Wahrscheinlichkeit hoch, dass eine ausreichend große Grundmenge der Bevölkerung teilnimmt, um das Problem der Negativauslese in den Griff zu bekommen. Wichtig dabei ist allerdings, dass im Gegensatz zu heute auch die Auszahlung eines Rentenvertrages als Einmalbetrag nicht mehr möglich ist und dass die angesparte Rente nicht vererbt werden kann.

Warum sollte das Basisprodukt vom Staat angeboten werden?

Nur mit einem staatlichen Basisprodukt funktioniert das Opt-Out-System

Um die im vorigen Abschnitt geschilderten Probleme zu lösen, käme auch eine private Pflichtversicherung in Frage. Sobald sich jede Bürgerin und jeder Bürger versichern muss und jede private Rentenversicherungsgesellschaft jeden Bürger ohne Diskriminierung annehmen muss, könnte das Problem der *Adverse Selection* auch über den Markt gelöst werden. Allerdings wäre die letztliche Freiwilligkeit des Opt-Out-Systems nicht mehr möglich. Aus Fairnessgründen wäre es nicht möglich, einen privaten Anbieter auszuwählen, dessen Produkt jede Bürgerin und jeder Bürger kaufen müsste, außer sie/er widerspricht explizit.

Selbst wenn man bereit wäre, den Weg der Pflichtversicherung zu gehen, sprächen wichtige Gründe für einen staatlichen Anbieter.

Im derzeitigen System werden Gewinne privatisiert und Verluste sozialisiert

Aktuell schließt bei Riester- und Rürupversicherungen jeder Sparer individuell mit einer Bank oder einer Versicherung einen Vertrag ab. Sollte ein Versicherungsunternehmen schlecht wirtschaften und Konkurs anmelden müssen, besteht die Gefahr, dass die private Altersvorsorge in der Konkursmasse untergeht. Zwar gibt es unter den Lebensversicherungsunternehmen eine Auffanggesellschaft namens Protector, die ausreichend mit Kapital ausgestattet ist, um den Konkurs eines mittelgroßen Versicherungsunternehmens aufzufangen. Sollten jedoch die Allianz oder mehrere Unternehmen gleichzeitig in Schieflage geraten, wären die Mittel von Protector wahrscheinlich nicht ausreichend.

Das Risiko eines gleichzeitigen Ausfalls mehrerer Versicherer (systemisches Risiko) ist aufgrund der Zinsgarantien in Deutschland leider realistisch. Die Unternehmen sind aufgrund der niedrigen Zinsen heute bereits in großen Schwierigkeiten.³ Noch gefährlicher ist jedoch ein schnelles Ansteigen der Zinsen nach einer langen Niedrigzinsphase.

Versicherer investieren zu 95% in festverzinsliche Wertpapiere mit einer mittleren Laufzeit von über 10 Jahren. Wenn in ein paar Jahren die Zinsen wieder auf das langfristige Durchschnittsniveau ansteigen, können die Versicherer aufgrund ihres Geschäftsmodells die Verzinsung der Versicherungsverträge nur mit großer Zeitverzögerung wieder anheben. Sie werden daher kaum neue Verträge

3. Die Bundesbank schreibt, dass bei einer bis 2023 anhaltende Niedrigzinsphase 43% der Lebensversicherer (gemäß den Beitragseinnahmen) nicht in der Lage sein werden die regulatorischen Eigenmittelanforderungen zu erfüllen (Bundesbank 2013b, S. 73).

gewinnen können und viele Bestandskunden werden kündigen. Da bei einem Zinsanstieg zudem die Wertpapiere im Anlagevermögen der Versicherer leicht Kursverluste von über 20% erleiden können, kann es dann leicht zum Schreckensszenario der Finanzaufsicht kommen: ein *Run*, d.h. ein panikartiger Ansturm auf die Versicherungsunternehmen. Da bei hohem Storno Kapitalanlagen veräußert werden müssen, um die garantierten Rückkaufswerte zu bezahlen, werden die stillen Lasten realisiert und die Unternehmen haben u.U. nicht mehr ausreichende Mittel, um die Verpflichtungen aus den im Bestand verbleibenden Versicherungsverträgen zu erfüllen. Es kommt zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung, so wie von Diamond und Dybwig (1983) beschrieben, an deren Ende der Steuerzahler mit vielen Milliarden die Unternehmen retten muss, vor allem, weil die Versicherer drastisch zu wenig Eigenkapital ausweisen.

Eine der wichtigsten Schlussfolgerungen aus der Finanzkrise war, dass Banken zu wenig Eigenkapital hatten. Das jüngste Baseler Regelwerk schreibt daher 3% Eigenkapital auf die Bilanzsumme vor. In der Wirtschaftswissenschaft und in weiten Teilen der internationalen Politik besteht Einigkeit, dass die Quote deutlich höher, bei 10% oder mehr liegen sollte. Deutsche Banken weisen im Durchschnitt 4,2% Eigenkapital aus. Die Lebensversicherer haben im Durchschnitt nur 1,4% Eigenkapital in ihrer Bilanz.

Kursverluste von 1,4% würden also reichen, um Versicherer insolvent zu machen. Glücklicherweise erlaubt die BaFin Kursverluste von Wertpapieren, die bis zur Fälligkeit gehalten werden, nicht zu bilanzieren. Bilanziell tritt also keine Überschuldung ein. Wenn aber viele Kunden ihre Verträge kündigen, müssen die stillen Lasten realisiert werden und der Versicherer würde in den Konkurs getrieben, außer Kundemittel werden zur Haftung herangezogen⁴.

Im Dezember 2013 haben die europäischen Finanzminister nach jahrelangem Ringen Regeln für die Rettung von Banken durch den Zugriff auf Kundeneinlagen beschlossen und dabei Beträge unter 100.000 € pro Kunde explizit von der Haftung ausgeschlossen. Bei der deutschen Lebensversicherung gilt seit langem ein viel härteres Regime zur Rettung von Versicherungen durch die Verwendung von Kundengeldern – nur spricht niemand darüber. Hier gilt keine Mindestgrenze von 100.000 €. Wenn die hauchdünne Eigenkapitaldecke von 1,4% der Aktiva aufgezehrt ist, haften alle Kunden mit ihren gesamten Guthaben. Das Versicherungsaufsichtsgesetz gibt der BaFin nach § 89 VAG prophylaktisch das Recht, die Leistungen der Versicherer herabzusetzen. Das ist nichts anderes als eine Rettung durch die Kunden, bei der auch die kleinsten Kundenguthaben herangezogen werden.

Zum Glück für die Lebensversicherungsindustrie versteht kaum einer ihrer Kunden diese Regel. Warum würden diese sich sonst mit teuren Zinsgarantien abspeisen lassen, die nur für Schönwetterperioden taugen? Wer hat die Kunden aufgeklärt, wie unterkapitalisiert die Versicherungsgesellschaften sind, denen sie sich für Jahrzehnte anvertrauen? Und dass bei stärkerem Gegenwind die Versicherungsbeiträge zur Haftung herangezogen werden und weniger als der vertraglich garantierte Wert ausbezahlt wird? Zypern läßt grüßen.

Es kann ja sein, dass unsere Gesellschaft den massiven Verlust von Kundengeldern bei einzelnen Unternehmen wie Prokon toleriert. Wenn sich aber die kom-

⁴ Zunächst würden die Rückstellung für Beitragsrückerstattung und die Schlussüberschüsse genutzt. Wenn diese nicht ausreichen, kann die BaFin die Versicherungsguthaben kürzen.

plette private Altersvorsorge vieler Menschen in Luft auflöst und der Staat wie bei den Riester-Renten die Menschen sogar in diese Produkte gedrängt hat und die Unternehmen gezwungen hat, eine Bestandsgarantie auf die Beiträge auszusprechen, wird es politisch unmöglich sein, in einer solchen Krise die Unternehmen in Konkurs gehen zu lassen. Es wird erneut zu einer Rettung durch den Steuerzahler kommen, so wie deutsche Banken mit Hunderten von Milliarden von Steuergeldern gerettet wurden. Ein klassischer Fall von privatisierten Gewinnen und sozialisierten Verlusten.

Anstatt wie momentan eine implizite staatliche Garantie für die private Versicherungsbranche auszusprechen, sollte der Staat besser selbst ein Basisprodukt zur Altersvorsorge anbieten. Wenn Kunden dann trotzdem lieber ihre Altersvorsorge in Unternehmen wie Prokon anlegen, müssen sie nicht staatlich geschützt werden.

Ein staatliches Produkt erlaubt effektiven Verbraucherschutz

Das momentane System führt außerdem zu sehr hohen Kosten für die Verwaltung und den Vertrieb der einzelnen Produkte. Das liegt auch daran, dass die einzelnen Bürgerinnen und Bürger eine sehr geringe Verhandlungsmacht gegenüber den Banken und Versicherungen haben. Dadurch können diese hohe Gebühren durchsetzen. Lebensversicherungsgesellschaften verlangen in der Regel 5% der kompletten Versicherungssumme als sofort fällige Vertragsabschlussgebühr. Die Beiträge der ersten Jahre können sich also nicht für den Kunden aufzinsen. Außerdem werden im Durchschnitt jährlich knapp 1% Verwaltungskosten auf das angesparte Vermögen erhoben.

Die von den Versicherungsgesellschaften veröffentlichten Zahlen, sowohl zur laufenden Verzinsung der Guthaben wie zum Garantiezins, beziehen sich immer auf die Bruttorendite vor Kosten. Die Nettorendite ist deutlich geringer. Während momentan mit einer Garantieverzinsung von 1,75% geworben wird, liegt die garantierte Nettoverzinsung nach Kosten derzeit nur bei durchschnittlich 0,87% – der niedrigste beobachtete Wert liegt gar nur bei 0,44% (Assekurata 2014, S. 70). Dieser Unterschied von 0,88% in der jährlichen Verzinsung macht über die Laufzeit eines Rentenvertrages eine um 30% höhere Rente aus.⁵

Da alle Anleger das gleiche Interesse haben (maximale Rendite bei gegebenen Kosten) ist diese individuelle Verhandlung jedoch gar nicht erforderlich. Sinnvoller wäre es, wenn eine staatliche Stelle zentral für alle Bürgerinnen und Bürger ein Angebot für die staatlich geförderte private Altersvorsorge in Form eines staatlichen Pensionsfonds organisieren würde.

Ein solch kostengünstiges System ist möglich. In Schweden z.B. erfolgt ein Teil der Altersvorsorge über einen staatlichen Pensionsfonds. Dieser verlangt keinerlei Abschlussprovision und die laufende Verwaltungsgebühr beträgt lediglich 0,10%. Dieses sehr kostengünstige Angebot ist u.a. aufgrund der enormen Größenvorteile in der Vermögensverwaltung möglich. Die Verwaltung eines Fondsvermögens von einer Million Euro verursacht annähernd so hohe Kosten wie die Verwaltung eines Portefeuilles von einer Milliarde oder von 100 Milliarden Euro.

5. Annahme: Eine 25-jährige Frau spart 1.000 Euro jährlich. Die Verrentung erfolgt im Alter von 67 Jahren bis zum statistischen Todeseintritt mit 81 Jahren. Die Verzinsung mit 1,75% erlaubt eine monatliche Rente von 390 Euro, eine Verzinsung mit 0,87% lediglich eine Rente von 300 Euro.

Diesen Skaleneffekten unterliegen auch private Unternehmen, was die starke Konzentration im deutschen Markt für Altersvorsorgeprodukte erklärt. Allerdings scheint sich in diesem Markt ein Anbieter-Oligopol herausgebildet zu haben: die Kosteneinsparungen durch Größenvorteile werden nicht an die Kunden weiter gegeben. Zudem sind die Produkte aus Verbrauchersicht extrem intransparent und kaum zu beurteilen.

Grundsätzlich könnte der Staat die privaten Anbieter streng regulieren. Die Finanzindustrie und insbesondere die Lebensversicherungsgesellschaften haben jedoch eine extrem starke Lobby. Bei großen und wichtigen europäischen Regulierungsprojekten besteht daher grundsätzlich die Gefahr, dass diese wie z.B. bei der Solvency-II-Richtlinie so stark aufgeweicht werden, dass sie ihren eigentlichen Regulierungszweck nicht mehr erfüllen. Dies liegt unter anderem daran, dass die deutsche Bundesregierung die heimische Finanzindustrie zulasten der Finanzmarktstabilität und der Verbraucher schonen möchte.

Außerdem gelingt es den Unternehmen immer wieder, Finanzinnovationen zu erdenken, die Schlupflöcher in der Regulierung ausnutzen. Der demokratische Prozess, die Gesetze anzupassen, ist hier zu schwerfällig. Besser wäre es daher, den Bürgerinnen und Bürgern ein staatliches Basisprodukt anzubieten, das sämtliche Kriterien des Verbraucherschutzes erfüllt. Daraus wird eine disziplinierende Wirkung auf den Markt entstehen. Dass dies funktioniert, zeigt sich auch im Bankensektor, wo die Präsenz von kommunalen Sparkassen dazu führt, dass Bankdienstleistungen in Deutschland deutlich günstiger sind als z.B. in England, wo es diese Art öffentlicher Banken nicht gibt.

Neben der Frage, ob der Markt nicht besser geeignet wäre als der Staat, könnte der Vorwurf erhoben werden, dass der Staat unlauteren Wettbewerb betreibt und private Anbieter aus dem Markt drängt.

Wichtig ist, dass das staatliche Basisprodukt die private Altersvorsorge nicht ausschließen würde. Aufgrund des Opt-Out-Systems stünde es jeder/m Bürger/in frei, in den staatlichen Pensionsfonds zu investieren, ein Produkt eines privaten Anbieters zu nutzen oder gar keine zusätzliche Altersvorsorge zu betreiben.

Der Staatsfonds würde auch nicht subventioniert arbeiten sondern die echten Kosten berechnen. Der Markt würde also nicht verzerrt durch einen mit Dumpingbedingungen arbeitenden staatlichen Anbieter.

Durch die Opt-Out-Voreinstellung zugunsten des staatlichen Basisproduktes könnte allenfalls der Vorwurf entstehen, dass sich der Staat im Vergleich zu den privaten Anbietern Vertriebskosten erspart. Dieser Vorwurf müsste juristisch überprüft werden. Zumindest verstößt dieses System nicht gegen Europarecht, da es in Schweden seit vielen Jahren so praktiziert werden darf.

Das System ähnelt zudem dem Markt für Krankenversicherungen in Deutschland. Der Staat hat hier denselben Vertriebsvorteil. Das Basisprodukt ist die gesetzliche Krankenkasse. Wenn der Bürger nicht widerspricht, ist er gesetzlich versichert. Ab einem gewissen Einkommen, hat er aber die Wahl sich privat zu versichern. Wenn das Basisprodukt zur Altersvorsorge tatsächlich rechtlich problematisch wäre, könnte die Versicherungsindustrie mit demselben Argumenten auch die gesetzliche Krankenkasse zu Fall bringen.

Durch das Opt-Out-System würde zudem der Markt wesentlich vergrößert. D.h. mit hoher Wahrscheinlichkeit würde die Altersvorsorge über Privatanbieter

nicht vom Markt ver-schwinden. Wenn man politisch noch weitere Zugeständnisse machen will, könnte man mit der Versicherungswirtschaft einen Deal machen, dass diese in Zukunft weniger reguliert wird, wenn im Gegenzug das staatliche Basisprodukt eingeführt würde. Mit dem staatlichen Produkt gäbe es ein kostengünstiges und sicheres Angebot. Wer dann ein teures und unsicheres Angebot abschließt, muss dies selber verantworten und braucht nicht staatlich geschützt zu werden.

Staatsfonds sind besonders für Länder mit hohen Exportüberschüssen geeignet Länder, die so viel exportieren, dass sie die Erlöse ihrer Exporte nicht konsumieren können, müssen diese Erlöse anlegen. In Deutschland haben in den letzten beiden Jahrzehnten diese Rolle die Banken übernommen, die in festverzinsliche, aber im Nachhinein äußerst riskante Schuldverschreibungen angelegt hatten. Die Folge ist, dass das deutsche Auslandsvermögen über 300 Milliarden Euro⁶ niedriger ist, als es aufgrund der kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse eigentlich hätte sein müssen. Andere Länder mit hohen Exportüberschüssen wie Norwegen, Singapur, China oder Saudi-Arabien nutzen für diesen Zweck Staatsfonds, die international in Unternehmen und Infrastruktur investieren. Der Staatsfonds kann auch genutzt werden, um die Exportüberschüsse zu reduzieren, indem er in heimische Infrastruktur investiert (vgl. Gros und Mayer 2013).

Wie sollte die Kapitalanlage aus individueller Sicht erfolgen?

Die volkswirtschaftlichen Ziele der kapitalgedeckten Altersvorsorge wurden im ersten Teil dieses Aufsatzes geschildert: Risikodiversifikation sowie Aufbau eines Pools von langfristigem Eigenkapital, um nachhaltige Zukunftsinvestitionen finanzieren zu können. Aus diesen Grundsätzen ergibt sich, dass ein Teil der Anlagen international breit gestreut und ein Teil in Eigenkapital deutscher Unternehmen investiert werden sollte.

Das individuelle Ziel der Anlage sollte sein, das gesparte Geld mit einer möglichst hohen Rendite nach definierten ethischen Standards transparent anzulegen und dabei die Kosten für Verwaltung und Anlage möglichst gering zu halten. Es besteht wissenschaftlicher Konsens, dass aktives Fondsmanagement auf Dauer keine höheren Erträge erwirtschaftet als ein breit gestreuter Aktienindex (French 2008, S. 1561). Die Kosten für aktives Fondsmanagement lohnen sich in der Regel nicht. Der Staatsfonds sollte daher breit gestreut internationale Aktienindizes nachbilden, allenfalls mit einer gewissen Übergewichtung des deutschen Marktes, um deutschen Unternehmen langfristiges Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Eine passive Anlagestrategie ist zudem einfach, transparent und politisch kaum angreifbar.

Um langfristig eine möglichst hohe Rendite zu erzielen, sollte ein hoher Teil der Anlagen in Aktien sowie außerbörsliches Eigenkapital von Unternehmen investiert werden.

Auf lange Sicht ist eine Anlage in Aktien fast immer deutlich attraktiver als eine Anlage in festverzinsliche Wertpapiere. So zeigt die unten stehende Graphik beispielsweise den Gewinn, der bei einer Einmalanlage von 1.000 DM bzw. Euro zwanzig Jahre später erzielt worden wäre. Wer z.B. im Februar 1967 für 1.000 DM den DAX gekauft hätte, hätte im Januar 1987 einen Wertzuwachs von mehr

6. Je nach Quelle und je nach untersuchtem Zeitraum auch deutlich mehr. Die EU Kommission kommt sogar auf 550 Milliarden Euro (EU-Kommission 2012, S. 39).

als 4.000 DM erhalten. Wer im selben Zeitraum den REX (festverzinsliche Wertpapiere) gekauft hätte, hätte etwa 3.500 DM erwirtschaftet.

Der schlechteste Anlagezeitraum für Aktien in der folgenden Graphik ist zwischen Februar 1968 und Januar 1988. Der Gewinn über 20 Jahre beträgt immer noch 1.666 DM. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Verzinsung von 5,03%.

Welchen Gewinn erzielte eine Anlage von 1.000 € über zwanzig Jahre?



Quelle: Goecke 2012, S. 25

Angesichts der langen Haltedauer bei Rentensparplänen ist also auch aus individueller Sicht eine Anlage mit einer hohen Aktienquote vorteilhaft. Das schwedische staatliche Basisprodukt legt daher bis zum 55. Lebensjahr der Rentensparer 100% der Gelder in Aktien an. Die Aktienquote wird mit zunehmendem Alter kontinuierlich reduziert.

Sind Zinsgarantien für die Altersvorsorge unabdinglich?

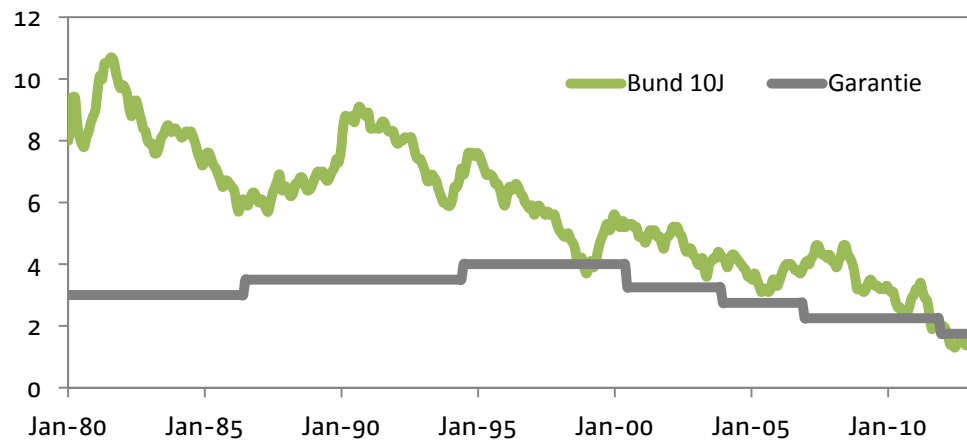
Private Rentenverträge über eine Lebensversicherung beinhalten derzeit eine garantierte Verzinsung von 1,75% auf den Sparanteil, was im Durchschnitt eine Nettoverzinsung von 0,87% bedeutet. Riesterprodukte sind nur dann förderfähig, wenn die Anbieter den Anlegern garantieren, dass sie einen Garantiezins von 0% erzielen (Beitragserhalt). Aufgrund der hohen Aktienquote kann der staatliche Pensionsfonds keine Zinsgarantien aussprechen. Dies ist zwar ein subjektiver jedoch kein objektiver Nachteil für den Sparer:

Zinsgarantien sind im Grunde wertlos

Zinsgarantien in der deutschen Lebensversicherung dürfen maximal 60% des Zinsniveaus von Bundesanleihen betragen. In Phasen hoher Zinsen ist die Garantie wertlos für den Kunden, da sie viel zu niedrig ist. Warum sollte man in den 1980er Jahren 3% absichern, wenn eine 10-jährige Bundesanleihe 8% abwarf? Wenn das Zinsniveau wie derzeit über einen längeren Zeitraum stark absinkt, kommen die Versicherungsgesellschaften in existentielle Schwierigkeiten (Bundesbank 2013b, S. 73). Das Versicherungsaufsichtsgesetz sieht daher explizit die Möglichkeit für die BaFin vor, die Zinsgarantien rückwirkend aufzuheben (§ 89 VAG). Sobald die Garantien also wirklich werthaltig würden, muss der Kunde damit rechnen, dass sie ausgesetzt werden. Vor dem Hinter-

grund der extrem niedrigen Eigenkapitalausstattung deutscher Lebensversicherer ist dieses Szenario leider realistisch.

Der Garantiezins deutscher Lebensversicherer im Vergleich zur Markttrendite



Quelle: eigene Berechnung

Eine Versicherung kann mit ihrem Modell des kollektiven Sparens Erträge zwar glätten, sie kann jedoch unmöglich langfristig andere Zinsen vergüten als der Markt (vgl. Goecke 2011).

Außerdem sind die Zinsgarantien rein nominal. Was nützt eine Zinsgarantie von 0% (Beitragserhalt) bei einem über 50 Jahre laufenden Riestervertrag, wenn die durchschnittliche Inflation in den letzten 50 Jahren 2,8% betrug? Bei einer Inflationsrate von 2,8% ist ein Euro heute in 50 Jahren nur noch 25 Cent wert.

Zinsgarantien sind zu teuer

Zinsen über viele Jahre abzusichern ist extrem teuer. Bereits die Kosten, einen Einmalbetrag für zehn Jahre abzusichern, sind so teuer, dass sie niemals Kundenakzeptanz erlangen würden.⁷

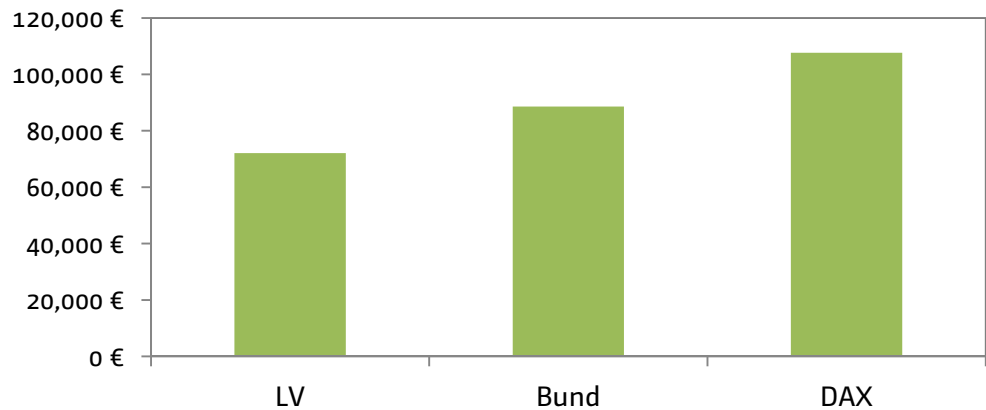
Das Modell der Lebensversicherung besteht aber darin, *zukünftige* Zahlungsströme über Jahrzehnte abzusichern. Dies ist am Markt schlicht unmöglich. Die Lebensversicherung begegnet diesem Problem, indem sie ihre Gelder fast ausschließlich in möglichst langlaufende festverzinsliche Wertpapiere anlegt. Sie hofft, dass es zu einer Rettung durch den Staat kommt, wenn die Zinsen wider Erwarten langfristig das Zinsniveau ihrer Anlagen unterschreiten. Für die Kunden führt dies zu einer Rendite, die niedriger ist, als sie selbst mit risikofreien Anlagen erzielen könnten und deutlich niedriger, als wenn auch in Aktien investiert würde.

Das folgende Schaubild zeigt die durchschnittliche Beitragsrendite einer dreißig Jahre laufenden Lebensversicherung im Vergleich zu einer alternativen Anlage in 10-jährige Bundesobligationen sowie in den DAX 30. Wenn ein Kunde 30 Jahre lang von 1981 bis 2011 jedes Jahr 1.000 € in eine Lebensversicherung eingezahlt hätte, wären ihm 72.079 € ausbezahlt worden. Dies entspricht einer Rendite von 5,2%. Hätte er jedes Jahr für 1.000 € zehnjährige Bundesobliga-

7. Will eine Anlegerin bspw. sicherstellen, dass sie in den nächsten zehn Jahren einen jährlichen Zins von mindestens 1,75% erhält, kann sie am Markt einen Zinsfloor kaufen. Der Preis dieses Zinsfloor beträgt derzeit 6,87% des Nennwerts der Anlage. Auf zehn Jahre gerechnet würden die Kosten der Zinsabsicherung mithin mehr als 1/3 des Zinsertrags auffressen. Der Preis von Optionen steigt mit zunehmender Laufzeit.

tionen gekauft und die Zinsen auch immer wieder genauso angelegt, hätte er 88.432 € erlöst. Dies entspricht einer Rendite von 6,5%. Hätte er gar jährlich den DAX 30 gekauft, hätte er 107.675 € erlöst und eine Rendite von 7,3% erzielt (und das, obwohl der DAX 30 im November 2011 nur bei 6.388 Punkten notierte).

Welches Vermögen erzielte eine Anlage von 1.000 € über dreißig Jahre?



Quellen: Assekurata 2012, eigene Berechnungen

Auch wenn Aktienkurse kurzfristig hohen Schwankungen unterliegen, ist die langfristige Entwicklung positiv. Für die Anleger besteht dann ein Risiko, wenn im Aktienboom Geld angelegt wird, das genau zum Zeitpunkt einer Aktienbaisse wieder gebraucht würde.

Rentensparer würden aber nicht einen hohen Einmalbetrag anlegen sondern jeden Monat einen kleinen Betrag. Dies reduziert das Risiko eines schlechten Anlagezeitraums erheblich, da über den langen Zeitraum mit hoher Wahrscheinlichkeit genauso oft in Phasen zu hoher Aktienkurse wie zu niedriger Kurse angelegt würde. Auch wird das Geld nicht auf einen Schlag gebraucht, sondern über viele Jahre als Rente aufgezehrt.

Außerdem bieten Aktien Inflationsschutz. Das Risiko von Kursverlusten ist somit immer im Vergleich zu dem nominalen Kapitalerhalt bei aktuellen Riesterprodukten zu sehen, der nach Jahrzehnten Vertragslaufzeit kaum werthaltig ist.

Bei der Diskussion über das möglicherweise zu hohe Risiko einer solchen Anlagestrategie sollte berücksichtigt werden, dass für die meisten und insbesondere die Bürgerinnen und Bürger mit geringeren Einkommen 90% oder mehr ihrer Rente durch die Umlagefinanzierung fest planbar sind. Daher würde selbst eine hohe Wertschwankung des kapitalgedeckten Teils von bspw. 20% nur eine Schwankung von weniger als 2% des verfügbaren Alterseinkommens ausmachen.

Wie ist eine Verrentung des Pensionsfonds möglich?

Wenn das oben geschilderte Problem der *Adverse Selection* durch das Opt-Out System gelöst wird, kann die Verrentung anhand der statistischen Lebenserwartung zum Zeitpunkt der Verrentung erfolgen. Das angesparte Kapital wird gemäß der statistischen Überlebenswahrscheinlichkeitskurve fristenkongruent angelegt. Zwar gibt es ein Risiko, dass die Lebenserwartung kontinuierlich weiter ansteigt, allerdings ist auch dies statistisch gut prognostizierbar, vor allem weil beim Erreichen des Renteneintrittsalters nur noch gut 15 Jahre prognostiziert werden müssen.

Literaturangaben

Assekurata (2012): Die Überschussbeteiligung in der Lebensversicherung, Köln: Assekurata

Bündnis 90/Die Grünen (2013): Bundestagswahlprogramm 2013, Kapitel C: Anders Wirtschaften, http://www.gruene.de/fileadmin/user_upload/Dokumente/BDK_2013/Beschluesse/C_Anders_Wirtschaften.pdf

Michela Coppola und Anette Reil-Held (2009): Dynamit der Riester-Rente. Ergebnisse aus SAVE 2003 bis 2008, Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel, Arbeitspapier Nr. 195, http://mea.mpisoc.mpg.de/uploads/user_mea_discussionpapers/1092_195-09.pdf

Deutsche Bundesbank (2013a): Private Haushalte und ihre Finanzen, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (2013b): Stabilitätsbericht, Frankfurt am Main

Douglas Diamond und Philip Dybwig (1983): Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, Band 91, Nr. 3, S. 401-419

EU-Kommission (2012): Current Account Surpluses in the EU

EU-Kommission (2013): Grünbuch langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft http://ec.europa.eu/internal_market/finances/financing-growth/long-term/index_de.htm

Finance Watch (2012): Langfristig Investieren: was kann die EU vom Kay Review lernen?, <http://www.finance-watch.org/unsere-arbeit/veranstaltungen/402-kay-review-konferenz?lang=de>

Kenneth French (2008): The Cost of Active Investing, *Journal of Finance*, Band 63, Nr. 4, S. 1537-1573.

Oskar Goecke (2011): Sparprozesse mit kollektivem Risikoausgleich, Institut für Versicherungswesen, Köln: Fachhochschule Köln

Oskar Goecke (2012): Alternative Zinsgarantien in der Lebensversicherung, Institut für Versicherungswesen, Köln: Fachhochschule Köln

Daniel Gros und Thomas Mayer (2013): Ein Vermögensbildungsfonds für Deutschland, Gastbeitrag in der FAS vom 22.11.2013, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/gastbeitrag-ein-vermoegensbildungsfonds-fuer-deutschland-12674947.html>

Handelsblatt (2011): Die heimlichen Herren des Dax, <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/blackrock-die-heimlichen-herren-des-dax/4150978.html>

Daniel Kahneman (2012): Thinking Fast and Slow, London: Pinguin

John Kay (2012): The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, www.bis.gov.uk/kayreview

Statistics Sweden (2013): Ownership of shares in companies quoted on Swedish exchanges, <http://www.scb.se/en/Finding-statistics/Statistics-by-subject-area/Financial-markets/Shareholding-statistics/Shareholders-statistics/Aktuell-Pong/6457/17770/>