

Juliane Wolf

Bürgerfonds – eine Möglichkeit zur Erhöhung der Aktienteilhabe von deutschen Privatanlegern?

Die aus der umlagefinanzierten gesetzlichen Rentenversicherung resultierenden Zahlungen werden durch das sinkende Leistungsniveau für die Empfänger zu einer Rentenlücke führen.¹⁾ Die entstehende Sicherungslücke soll im Rahmen des „Drei-Säulen-Modells“ durch die betriebliche Altersvorsorge und/oder private Vorsorge kompensiert werden.²⁾ Sowohl der Verbreitungsgrad der betrieblichen Altersvorsorge³⁾ als auch derjenige der staatlich geförderten privaten Vorsorge mit Produkten wie der Riester- und Rürup-Rente⁴⁾ sind geringer als geplant. Die private Vorsorge wird auch durch die nun bereits seit über einem Jahrzehnt andauernde Niedrigzinsphase beeinträchtigt, insbesondere da in Deutschland Privatanleger traditionell nur in geringem Maß am Aktienmarkt teilnehmen und eine Präferenz für sichere Anlagen aufweisen.⁵⁾

Zur Vermeidung der mit diesen Entwicklungen verbundenen reduzierten Altersvorsorge wird in der politischen Diskussion die Einführung eines Standardvorsorgeprodukts vorgeschlagen, das schwerpunktmäßig auf Aktienanlagen basiert und bei dem der Staat Kriterien für das Produkt festlegen soll.⁶⁾ Eine Möglichkeit, ein Standardprodukt anzubieten, besteht in einem sogenannten Bürgerfonds. Hierbei zahlt ein definierter Kreis von Teilnehmenden (Arbeitnehmer, möglicherweise auch Selbstständige) eigene Mittel ein, die dann von dem Fonds verwaltet und angelegt werden. In diesem Beitrag wird diskutiert, inwieweit ein Bürgerfonds die Hindernisse von Privatanlegern für die Teilhabe am Aktienmarkt reduzieren könnte, um so eine stärker aktienbasierte Altersvorsorge zu erreichen.

Von einem rationalen Anleger wäre in einer Niedrigzinsphase bei unveränderter Nutzeneinschätzung von Risiko und Ertrag für seine Finanzanlagen⁷⁾ bei gleichbleibenden Perspektiven von Aktienanlagen ein höherer Anteil an gut diversifizierten Aktienportfolios im Rahmen einer passiven Anlagestrategie und eine Reduktion des Anteils an sicheren und renditearmen Anlageformen zu erwarten. Damit würde aus der Zinssenkung für die risikolosen Staatsanleihen zwar dennoch ein Nutzenrückgang resultieren, da sich das Endvermögen trotz der Umstrukturierung verringert und der Anleger zudem höhere Risiken eingeht, aber ein Teil des Nutzenrückgangs wird durch die mit der Umstrukturierung verbundene erwartete höhere Rendite kompensiert.

Theoretische versus reale Umschichtung der Portfolios

In der Realität lässt sich aber die aus der Theorie zu erwartende Portfolioumstrukturierung nicht beobachten. Vielmehr ist gemessen an realen Werten mit den sinkenden Zinsen in den letzten zehn Jahren sogar eine leichte Verschiebung von riskobehafteten Anlagen wie Aktien zu vergleichsweise sicheren Assetklassen wie Einlagen, Bargeld und Versicherungsverträgen festzustellen.⁸⁾ Das heißt nicht, dass es nicht individuelle Haushalte gibt, die ihr Engagement in riskobehafteten Anlageformen erhöhen⁹⁾, aber auf makroökonomischer Ebene lässt sich das nicht beobachten.¹⁰⁾ Zwar hat sich die Aktivität von Privatanlegern in Aktien im Zuge der Corona-Krise erhöht¹¹⁾, ob dies auch eine dauerhafte Veränderung ist und für welche Bevölkerungsschichten bleibt aller-

dings abzuwarten. Die Niedrigzinsen führen in der Konsequenz zu geringeren Renditen der Haushalte und reduzieren damit die Altersvorsorge. Haushalte könnten das durch eine erhöhte Sparleistung kompensieren. Allerdings zeigen Studien mal einen leicht positiven, mal einen schwach negativen oder auch keinen systematischen Einfluss des Zinsniveaus auf das Sparvolumen. Insgesamt kann damit nicht zwangsläufig davon ausgegangen werden, dass die niedrigeren Renditen durch höhere Sparleistungen kompensiert werden.¹²⁾

Wenn einige Haushalte auf die Niedrigzinsphase mit den aus der Theorie zu erwartenden Portfolioumstrukturierungen reagieren, so gibt es Hinweise, dass dies insbesondere Haushalte mit hoher finanzieller Bildung¹³⁾ sind oder die in der Vergangenheit damit bereits positive Erfahrungen gemacht haben.¹⁴⁾

Damit scheinen in einer Niedrigzinsphase gerade die Haushalte, die schon bislang wenig oder nicht in Anteilsscheine engagiert waren, auf eine Erhöhung der Aktienanteile in ihrem Portfolio zu verzichten und damit insgesamt niedrige Renditen zu erzielen. Gerade hier wäre im Sinne einer Renditeverbesserung zur Kompensation der Niedrigzinsenerträge aber eine solche Umstrukturierung geboten.

Auch bisher eingesetzte staatliche Unterstützungsmaßnahmen wie die Riester-Rente werden eher von denen in Anspruch genommen, die ohnehin schon ein entsprechendes Anlageverhalten zeigen und führen damit eher zu Mitnahmeeffekten als dass sie Anreize zur entsprechenden Portfoliobildung bewirken.¹⁵⁾



Wenn Anleger eher schwer zu einer höheren Aktienteilnahme zu bewegen sind, dies aber angesichts der Rahmenbedingungen zum Erreichen einer angemessenen Altersvorsorge notwendig wäre, stellt sich die Frage, ob dies durch einen staatlich organisierten Fonds zumindest teilweise ausgeglichen werden kann. In Abgrenzung zum Staatsfonds, bei dem staatliches Vermögen in speziellen Fonds in öffentlicher Hand mit makroökonomischer Zielsetzung gehalten, gemanagt oder verwaltet wird, um finanzielle Ziele zu erreichen,¹⁶⁾ zahlen bei einem Bürgerfonds Arbeitnehmer und gegebenenfalls auch Selbstständige Gelder in einen Fonds ein und das von ihnen so zugeführte Vermögen wird durch den Staat verwaltet. Im Unterschied zum Staatsfonds werden beim Bürgerfonds also nicht öffentliche Mittel, sondern die der Einzahlenden angelegt.

Das Konzept der Bürgerfonds

Dies kann im Rahmen der betrieblichen, aber auch der privaten Säule der Altersvorsorge genutzt werden. Ein solcher Bürgerfonds ist in einem ähnlichen Konzept auch unter dem Begriff der Deutschlandrente¹⁷⁾ vorgeschlagen worden während ein vergleichbarer Vorschlag der Verbraucherzentralen als Extrarente¹⁸⁾ bezeichnet wird. Bereits der Koalitionsvertrag von 2018 sieht ein Standardprodukt für die private Altersvorsorge vor.¹⁹⁾ Diese Idee weist Analogien mit Altersvorsorge-Lösungen auf Basis von Standardprodukten auf wie sie zum Beispiel in Großbritannien, Schweden und Kalifornien existieren.²⁰⁾ Solche Produkte zielen letztlich darauf ab, eine gut diversifizierte Anlage zu bieten, die mit dem Ziel der Renditesteigerung einen höheren Aktienanteil aufweist als das typische Portfolio eines Privatanlegers.

Sie berücksichtigen idealerweise die Erkenntnis, dass passive Anlagestrategien angesichts von weitgehend effizienten Märkten der aktiven Auswahl von Werten überlegen sind.²¹⁾ Bürgerfonds nehmen auch ein regelmäßiges Rebalancing vor, das heißt eine Anpassung der Portfolioanteile bei unterschiedlichen Wertent-

wicklungen der Bestandteile, aber auch eine altersabhängige Veränderung von Anteilen. Anlegern einen „Schubs“ zum Beispiel durch staatliche Eingriffe zu geben, Entscheidungen zu treffen, die für sie vermeintlich vorteilhaft sind, sie aber eigenständig häufig nicht treffen würden, wird auch als Nudging bezeichnet.²²⁾ Es stellt sich die Frage, ob ein solches Nudging durch einen Bürgerfonds für den Aktienwerb bestehende Hindernisse überwinden kann, um die Teilhabe von Privatanlegern am Aktienmarkt und damit die Renditen für diese Gruppe zu erhöhen. Dabei zeigt sich in empirischen Untersuchungen nicht ein vorherrschender, sondern eine Vielfalt von Gründen für die geringe Aktienteilnahme von Privatanlegern.

Sozioökonomische Größen wie die Einkommenshöhe²³⁾, das Vermögen und auch das Alter stellen Determinanten für die Aktienteilnahme dar. Die Teilhabe am Aktienmarkt ist im Alter von 55 bis 60 Jahren am höchsten.²⁴⁾ Dies lässt sich dadurch erklären, dass junge Haushalte in der Regel über ein geringeres Einkommen verfügen und damit tendenziell zunächst kurzfristige Anlageziele verfolgen und ältere Anleger angesichts des bevorstehenden Renteneintritts zunehmend in sicherere Anlageformen umschichten. Während das altersabhängig zur Verfügung stehende Kapital durch die Existenz eines Bürgerfonds sich wohl kaum verändern dürfte, kann der Bürgerfonds aber zu dem derzeit zum Teil fehlenden Bewusstsein beitragen, dass ein Engagement in Aktien auch bereits mit kleinen Beträgen – das heißt bei kleinen Einkommen und Vermögen – möglich und sinnvoll ist. Wenn dies gelingt, kann aus der Existenz eines Bürgerfonds durchaus bereits eine erhöhte Aktienteilnahme resultieren.

Geringeres Vertrauen bei ostdeutschen Anlegern

Auch das persönliche Umfeld hat einen starken Einfluss auf die Entscheidung zum Aktienbesitz. So kommen circa 28 Prozent der Aktienbesitzer über Familie, Freunde, Erbschaften oder Schenkungen



Prof. Dr. Juliane Wolf

Lehrstuhl BWL, insbesondere Finanzwirtschaft und Finanzdienstleistungen, Fachhochschule Münster

Es herrscht weitestgehend Einigkeit darüber, dass das Rentenniveau in Deutschland aufgrund der demografischen Entwicklung nur mit der staatlichen Säule nicht zu halten sein wird. Doch die kapitalgedeckte private Vorsorge, aber auch die betriebliche Altersvorsorge entwickeln sich nicht wie erhofft. Ein diskutiertes Mittel zur Verbesserung dieser Situation wäre ein staatlich organisierter Bürgerfonds. In diesem Beitrag geht die Autorin der Frage nach, ob ein solches Standardprodukt zielführend sein könnte. Bei einem Bürgerfonds zahlen die Arbeitnehmer ein und der Staat verwaltet das Kapital. Ein Vorteil wäre, dass sich allein durch die Reduktion auf einige wenige Standardprodukte der Aufwand und die Komplexität für Anleger reduzieren würden und somit die Hürden niedriger wären. Förderlich wäre laut Wolf auch, wenn das Produkt als Opt-out-Modell – wer nicht widerspricht, nimmt teil – ausgestaltet wäre. Doch sie weist ebenfalls darauf hin, dass auch bei niedriger Komplexität dennoch mehr Finanzbildung dem Ziel förderlich wäre. (Red.)

zu ihrer ersten Aktie und circa 10 Prozent über den Arbeitgeber.²⁵⁾ Erhält das Angebot eines Bürgerfonds einen so verbindlichen Charakter, dass man sich damit auseinandersetzen muss, könnte das den Kontakt mit der Anlage in Aktien, vielleicht ähnlich wie das persönliche Umfeld, bereits fördern. Dies kann auch dadurch verstärkt werden, dass Kollegen, Freunde und Ähnliches gleichermaßen mit dem Thema konfrontiert werden und damit ein positiver Ansteckungseffekt

entsteht. Es lässt sich auch heute noch feststellen, dass ostdeutsche Anleger in geringerem Maß am Aktienmarkt engagiert sind als westdeutsche. Dies begründet sich in einem geringeren Vertrauen in den Aktienmarkt und die Einschätzung der Anlage im Aktienmarkt als unmoralisch.²⁶⁾ Es ist durchaus vorstellbar, dass eine weitere Verbreitung von Aktienanlagen durch einen Bürgerfonds, der breite Teile der Gesellschaft anspricht, solche Vorbehalte reduzieren kann.

Komplexität von finanziellen Entscheidungen

Entscheidungen, deren Auswirkungen erst in der Zukunft erkennbar sind, sind durch eine gewisse Trägheit geprägt ebenso wie die Komplexität von finanziellen Entscheidungen ein Hindernis darstellt.²⁷⁾ Diese Hemmnisse zu überwinden, stellt einige Anforderungen an einen Bürgerfonds.

Um die Trägheit von finanziellen Entscheidungen zu reduzieren, ist es entscheidend, an potenzielle Anleger im Sinne eines Nudgings die Auseinandersetzung mit der Thematik aktiv heranzutragen. Dies kann durch obligatorische Modelle, wie es zum Beispiel das Umlagesystem ergänzende Altersvorsorgesystem in Schweden vorsieht, oder durch sogenannte Opt-out-Modelle erreicht werden. So kann im Rahmen von Opt-out-Modellen zum Beispiel bei Abschluss eines Arbeitsvertrags ein automatischer Beitritt vorgesehen werden, der vom Arbeitnehmer jedoch abgelehnt werden kann. Der Verzicht auf die Nutzung des Bürgerfonds erfordert damit eine aktive Entscheidung. Für solche Opt-out-Varianten hat sich gezeigt, dass sie höhere Teilnehmerquoten aufweisen als Varianten bei denen sich die Teilnehmer aktiv dafür entscheiden müssen (Opt-in-Variante).²⁸⁾

Sowohl im Vereinigten Königreich und als auch in Neuseeland wurden diese Opt-out-Modelle für Anlagen zur Bildung freiwilliger privater Renten eingeführt.²⁹⁾ Alternativ könnte eine Pflichtentscheidung eingefordert werden. Dann würde man von jedem Mitarbeiter

eine aktive Entscheidung darüber verlangen, ob er in den Bürgerfonds einzahlen möchte oder nicht, indem er vor Lohnauszahlung in einem entsprechenden Formular lediglich „Ja“ oder „Nein“ ankreuzt,³⁰⁾ womit vermutlich eine höhere Teilnahme als mit der Opt-in-Variante, aber eine niedrigere als mit der Opt-out-Variante erreicht wird. Über das Ausmaß, inwieweit die Initiative zum Beitritt zum Bürgerfonds den Anlegern überlassen bleibt, kann die Trägheit von finanziellen Entscheidungen unterschiedlich stark beeinflusst werden.

Um die Komplexität von finanziellen Entscheidungen mithilfe eines Bürgerfonds zu reduzieren, ist es erforderlich, die Auswahlmöglichkeiten übersichtlich zu halten und zu begrenzen. So wären idealerweise einige wenige Standardprodukte anzubieten, die sich im Sinne von passiven Anlagestrategien nur durch die unterschiedlichen Anteile von Aktienanlagen auf Indizes und festverzinslichen Wertpapieren unterscheiden. So kann ein Bürgerfonds mit überschaubaren Wahlmöglichkeiten unterschiedlichen Risikoeinstellungen auf Basis von wissenschaftlich fundierten Anlageprinzipien gerecht werden. Eines der Standardprodukte stellt dann das Produkt dar, das gewählt wird, wenn der Anleger keine Angaben macht, der sogenannte Default-Fonds. Bei dem schwedischen Fonds ist der Default-Fonds ein Mischfonds aus Aktien und festverzinslichen Wertpapieren. Es wurde hier kein Fonds mit schwerpunktmäßig festverzinslichen Wertpapieren gewählt, da befürchtet wurde, dass insbesondere Niedrigverdiener in diesen Fonds investieren und das damit einen negativen Effekt auf deren Erträge hat.³¹⁾

Konkurrenzprodukt für Finanzbranche

Die Komplexität reduziert sich mit einem solchen Vorgehen für Anleger deutlich. So entfallen zahlreiche Detailentscheidungen, wie die Auswahl von Indizes als Basis für passive Anlagestrategien, der Kostenvergleich von verschiedenen Anbietern oder auch ein regelmäßig sowie lebenszyklusabhängig vorzunehmendes

Rebalancing. Mit der Einrichtung eines Bürgerfonds und der Reduktion des Angebots auf einige wenige Standardprodukte im Vergleich zu dem vielfältigen Angebot am Markt lässt sich der Aufwand für den Anleger massiv reduzieren und die Komplexität wird deutlich verringert. Die Problematik besteht darin, dass ein so gestalteter Bürgerfonds ein direktes Konkurrenzprodukt für die Finanzbranche darstellt. So werden auf dem Markt zahlreiche ETFs, aber auch aktiv gemanagte Fonds angeboten. Neben den hohen Kosten bei aktiven Fonds aufgrund des aufwändigen Fondsmanagements ist die Finanzbranche auf das Erwirtschaften einer Gewinnkomponente angewiesen. Während bei einem freiwilligen Bürgerfonds verbunden mit einem Opt-in-Modell – wie das auch bei anderen Wettbewerbern gegeben sein kann – die Angebote durchaus gleichberechtigt nebeneinander stehen könnten, wäre bei einem Opt-out- oder gar obligatorischem Modell der Bürgerfonds in der Tat in einer bevorzugten Position. Es wäre daher vermutlich mit dem Widerstand der Finanzbranche zu rechnen.

Es ist deshalb zu diskutieren, ob zusätzlich auch private Fonds im Rahmen des Bürgerfonds angeboten werden sollten. So gibt es auch bei dem schwedischen Fonds über die fünf staatlichen Standardprodukte hinaus Wahlmöglichkeit zwischen über 800 zugelassenen Fonds von mehr als 100 Investmentgesellschaften. Die Vielzahl von privaten Fonds wird allerdings auch hier kritisiert,³²⁾ da die Komplexitätsreduktion damit nur in geringerem Ausmaß gelingt und die größere Auswahl eine verstärkte Hilfestellung im Entscheidungsprozess erfordert. Die im Rahmen eines Bürgerfonds verfügbaren privaten Fonds sollten dann aber auch einige Voraussetzungen erfüllen wie eine Kostenbegrenzung und das Schaffen einer hohen Transparenz. Dafür spricht auch, dass bei den derzeit staatlich geförderten Produkten zur privaten Altersvorsorge wie den Riester-Verträgen häufig die hohen Gebühren³³⁾ kritisiert werden. So werden im Rahmen des schwedischen Bürgerfonds Rabatte für die Managementgebühren der privaten Fonds ausgehandelt³⁴⁾ und bei britischen



Standardprodukten wurde ein Gebührendeckel von 0,75 Prozent des verwalteten Vermögens eingeführt³⁵⁾. Die Abwägung zwischen einem eigentlich wünschenswerten Bürgerfonds, der nur Standardprodukte anbietet, und den Interessen der Finanzindustrie, die die politische Bereitschaft beeinflussen wird, ist durchaus heikel, aber möglicherweise ist hier ein Kompromiss erforderlich, um die Bürgerfonds als erleichterten Zugang zum Aktienmarkt für Privatanbieter politisch durchsetzen zu können.

erwarten. Voraussetzung ist jedoch, dass die Anleger das Vertrauen in die Kompetenz des Bürgerfonds aufbringen und davon überzeugt sind, dass der Bürgerfonds in ihrem Interesse handelt, unter anderem indem nur die Selbstkosten erhoben werden und keine Interessenkonflikte zwischen den Zielen des Bürgerfonds und des Individuums bestehen.

Als Argument gegen die Übernahme von wirtschaftlichen Aufgaben durch staatliche Institutionen wird manchmal einge-

chen Vergabeverfahren vergebene, aber privat organisierte Standardprodukte in Neuseeland im internationalen Vergleich zu hohen Kosten führen.⁴²⁾ Angesichts des Umstandes, dass es nun bereits vergleichbare Standardprodukte in anderen Ländern gibt, können und sollten diese auch als Benchmark für die Kosten verwendet werden. Neben der Kostenkomponente ist zur Beurteilung des Erfolgs einer Anlage auch deren Rendite von Bedeutung. Auch hier zeigt das schwedische Standardprodukt eine Überrendite im Vergleich zu vielen privaten Angeboten. Allerdings ist auch zu berücksichtigen, dass seit 2010 die Anlagepolitik nicht nur im Rahmen von passivem Management den MSC World Index nachbildet, sondern über den Einsatz von Derivaten⁴³⁾ und faktorbasierten Anlagestrategien⁴⁴⁾ höhere Risiken eingeht. Bei den schwedischen Standardprodukten wurden vor 2010 jedoch auch – wie für einen Bürgerfonds eigentlich wünschenswert – Indizes nachgebildet und damit die Rendite von privaten Fonds dennoch um 2 Prozentpunkte übertroffen.⁴⁵⁾

Selbst wenn es gelingt, mit einem Bürgerfonds das erforderliche Vertrauen aufzubauen, kann dies bei uninformierten Anlegern schwinden, wenn sie mit ihrer Anlage Verluste erfahren. Um einen solchen abschreckenden Effekt durch Wertverluste zu vermeiden, wird zum Beispiel im britischen System im Rahmen eines Lebenszyklusmodells erst nach einer fünfjährigen Gründungsphase der Aktienanteil sukzessive erhöht.⁴⁶⁾ Letztlich ist es aber darüber hinaus auch bei einer Anlage in Bürgerfonds unvermeidlich, begleitend über die Grundidee des passiven Anlagemanagements und den geringen Verlustwahrscheinlichkeiten über sehr lange Anlagezeiträume gut und überzeugend zu informieren.

Gleichmaßen müssen die Anleger einordnen können, dass allein die höhere Rendite eines alternativen Fonds kein Zeichen für das schlechte Management des Standardprodukts ist. So kann dies ein Fonds sein, der höhere Risiken eingeht oder auch ein aktiver Fonds, der zwar vielleicht in einer Periode, aber in der Regel nicht systematisch höhere Ren-

„Neben der Kostenkomponente ist zur Beurteilung des Erfolgs einer Anlage auch deren Rendite von Bedeutung.“

Ein wichtiges Hindernis für die Aktienmarktteilnahme besteht darin, dass Nichtaktienbesitzer ihr Finanzwissen mehrheitlich als zu gering für eine Anlage in dem Segment einschätzen, auch diejenigen, deren objektives Finanzwissen durchaus gut ist. Auf der einen Seite scheint das notwendige Wissen für eine Aktienanlage überschätzt zu werden, insbesondere haben Nichtaktienbesitzer die Einschätzung, dass sie über einzelne Aktien und die ihnen zugrunde liegenden Unternehmen besser informiert sein müssten. Auf der anderen Seite fehlt vielen Nichtaktienbesitzern grundlegendes Wissen über die Risikostreuung und das Instrument des Exchange Traded Funds (ETF) mit denen gut diversifizierte Anlagen und passive Strategien relativ unkompliziert realisiert werden können.

Ebenso wenig sind sie sich nicht bewusst, dass sich Verlustwahrscheinlichkeiten über eine sehr langen Anlagehorizont deutlich reduzieren.³⁶⁾ Auch frühere Untersuchungen jenseits des deutschen Wirtschaftsraums zeigen, dass kognitive Fähigkeiten³⁷⁾ und der Bildungsgrad³⁸⁾ mit der Aktienmarktpartizipation korreliert sind. Insbesondere die finanzielle Allgemeinbildung wirkt sich positiv auf den Aktienerwerb aus.³⁹⁾ Ein Bürgerfonds könnte dieses fehlende Wissen und die Fehleinschätzung über das notwendige Wissen ausgleichen und hieraus ist ein positiver Effekt auf die Aktienteilnahme zu

wenden, dass diese weniger effizient seien als privatwirtschaftliche Unternehmen, was eine Gefahr für das erforderliche Vertrauen von Anlegern in den Bürgerfonds bedeuten könnte. Die Ineffizienz eines Bürgerfonds könnte sich in hohen Kosten und/oder einer niedrigen Rendite zeigen. Gerade passive Anlagestrategien mit hohen Volumina dürften die Kostenseite aufgrund der niedrigen Anzahl an Transaktionen im Rahmen halten. So weisen die schwedischen Standardprodukte mit zuletzt etwa 0,2 Prozent Kosten des Anlagevermögens vergleichsweise geringe Kosten auf, da sich aus der Zentralisierung und Bündelung von Verwaltungsaufgaben und Dienstleistungen bei steigenden Anlagebeträgen hohe Skaleneffekte ergeben.⁴⁰⁾

Gute und überzeugende Information notwendig

Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass hier aufgrund des verpflichtenden Charakters der kapitalgedeckten Altersvorsorge die Anlagevolumen höher sind als bei einer privaten, freiwilligen Variante zu erwarten ist und dementsprechend dann auch nicht mit einer gleichermaßen hohen Fixkostendegression gerechnet werden kann.⁴¹⁾ Dass aber auch private Angebote den staatlichen bei den Kosten nicht zwangsläufig überlegen sind, zeigt sich darin, dass zwar in einem öffentli-

reiten erwirtschaftet. Das heißt, damit Bürgerfonds in der Bevölkerung Akzeptanz finden, muss zwangsläufig begleitend Finanzwissen von Anlegern aufgebaut werden. Dies ist weniger detailliert und auch weniger umsetzungsorientiert als wenn die Bürger die Anlagen selbst vornehmen. Verfügen die Anleger nicht über dieses grundlegende Finanzwissen, besteht die Gefahr, dass sie bei ersten Rückgängen von Kursen am Aktienmarkt oder bei besseren Ergebnissen von privaten Fonds ihre Ausstiegsoption realisieren und die anfänglichen Sparziele in dem Bürgerfonds nicht realisiert werden, ähnlich wie dies – wenn auch vielleicht aus anderen Gründen – heute bei vielen Riester-Verträgen gegeben ist.

Risikoaversion und Verzerrungen

Gelegentlich wird gefordert, dass Bürgerfonds in nachhaltige und/oder ethische Anlagen investieren sollen. Dies ist einerseits nachvollziehbar, ist doch der Umbau zu einer zunehmend nachhaltig ausgerichteten Wirtschaft mit einem hohen Finanzierungsbedarf verbunden und könnten mit einem solchen Bürgerfonds die Mittel gerade in diese Bereiche gelenkt werden. Auf der anderen Seite trifft der Staat damit eine Anlageentscheidung für den Bürger, die auch Auswirkungen auf Risiko und Rendite haben. Zwar zeigt sich in vielen empirischen Studien eher eine leichte Überrendite von Aktienpositionen⁴⁷⁾ mit einer nachhaltigen Ausrichtung im Vergleich zu der Anlage ohne eine solche Selektion, allerdings kann eine Beschränkung des Anlageuniversums auf nachhaltige Werte auch die Diversifikation reduzieren und damit das unsystematische Risiko erhöhen. Zudem wird von den Kritikern des Standardprodukts die Möglichkeit der politischen Einflussnahme des Staats befürchtet⁴⁸⁾ und – auch wenn es gesellschaftliche attraktiv erscheint – kann sich dahinter ein Interessenkonflikt zwischen den staatlichen und den individuellen Zielen des Anlegers ergeben. Das spricht dafür, Standardfonds um eine moderate Anzahl an Möglichkeiten von nachhaltigen Anlagen zu ergänzen und die Entscheidung dem Anleger zu überlassen.

Deutsche Privatanleger weisen eine hohe Risikoaversion auf. Dies kann zum einen der Fall sein, weil das ihre ureigene Einstellung zum Risiko ist, aber die Risikopräferenzen können sich auch aus einer beschränkten Rationalität ergeben. Wenn der Anleger durch den Bürgerfonds dazu gebracht wird, entgegen seiner ureigenen Risikoeinstellung verstärkt in Aktien zu investieren, ist dies durchaus kritisch zu hinterfragen. Dass lässt sich nur durch das transparente Aufzeigen der Risiken des Fonds und einen informierten Anleger, der solche Informationen bewerten kann, vermeiden.

Anders ist es zu beurteilen, wenn beschränkte Rationalität die Aktienteilnahme verhindert. So finden sich Hinweise auf eine Verlustaversion, das heißt, dass ein potenzieller Verlust schwerer gewichtet wird als ein potenzieller Gewinn in gleicher Höhe. Zudem gewichten Anleger kleine Wahrscheinlichkeiten – wie sie für Crash-Szenarien bestehen – häufig zu hoch und haben eine Reueaversion, das heißt, sie bereuen die Anlage im Verlustfall und dies deutlich stärker als eine Nichtanlage im Gewinnfall.⁴⁹⁾

Solche Verzerrungen zeigen sich für Nichtaktienbesitzende stärker als für Aktienbesitzende. Bringen potenzielle Anleger aber dem Bürgerfonds ein hohes Vertrauen entgegen und sie investieren in eines der Standardprodukte, unterliegen diese Entscheidungen nicht mehr den irrationalen Einschätzungen.

Kapitalgarantien im Widerspruch zum Ziel

Aus dem Wunsch der Anleger nach einer hohen Sicherheit resultiert zuweilen die Forderung nach Kapitalgarantien. Solche Garantien verursachen jedoch Absicherungskosten, die die Rendite mindern. Auf einem gut funktionierenden, arbitragefreien Kapitalmarkt müsste ein perfekt abgesichertes Portfolio letztlich auch nur den risikolosen Zins erwirtschaften. Da die Aktienteilnahme gerade erhöht werden soll, um breite Teile der Privatanleger an den höheren Renditen teilhaben zu lassen, würden Garantien dies verhin-

dern. In einem freiwilligen Anlagesystem können sichere Anlagen mit geringer Rendite letztlich auch außerhalb von Bürgerfonds erreicht werden.

Die Überlegungen zeigen, dass Standardprodukte im Rahmen eines Bürgerfonds Hindernisse überwinden können, die einer höheren Aktienteilnahme von deutschen Privatanlegern entgegenstehen. Gerade angesichts der Niedrigzinsphase sind aber solche Umschichtungen im Sinne von langfristigen Anlagezielen wie der Altersvorsorge geboten. In der Realität lässt sich das jedoch nicht beobachten. Bürgerfonds können fehlendes Finanzwissen und die Komplexität von finanziellen Entscheidungen kompensieren, der Trägheit von Anlegern entgegenwirken, ein verstärktes Bewusstsein dafür schaffen, dass Aktienanlagen auch bei kleinen Vermögen und Einkommen möglich und sinnvoll sind und bei der Bildung von Aktienportfolios dazu beitragen, dass diese auf dem Stand der wissenschaftlichen Erkenntnisse im Sinne des passiven Managements erfolgen und Verzerrungen vermieden werden. Insbesondere Ausgestaltungen von Bürgerfonds, die die Auseinandersetzung mit dem Instrument unvermeidbar machen, das heißt verpflichtende, Opt-out- oder auch Modelle mit Pflichtentscheidungen, können diese Effekte bewirken.

Hohes Maß an Vertrauen in die Kompetenz notwendig

Gerade solche Modelle lassen jedoch den Widerstand der Finanzindustrie erwarten, weshalb im Sinne von politischer Durchsetzbarkeit hier die Frage diskutiert werden muss, ob auch private Fonds als Anlagemöglichkeiten im Rahmen eines Bürgerfonds angeboten werden sollten. Es hat sich gezeigt, dass ein hohes Maß an Vertrauen in die Kompetenz des Fonds erforderlich ist, um potenzielle Anleger für den Bürgerfonds zu gewinnen. Dazu muss der Fonds unter anderem ein hohes Maß an Transparenz hinsichtlich Kosten, Rendite und Risiken aufweisen. Auch kann nur so vermieden werden, dass das Nudging durch einen Bürgerfonds den Anleger in ein Investment



drängt, das nicht nur die angeführten Hindernisse vermeidet, sondern auch seinen ureigenen Risikoappetit übersteigt. Um den Anleger auch bei zwischenzeitlichen Kursrückgängen und besseren Ergebnissen von anderen Fonds dabei zu halten, ist aber auch hier der Aufbau von finanziellem Wissens unerlässlich, wenn gleich dies weniger detailliert und umsetzungsorientiert ist, als wenn er die Anlage selbst durchführen würde. Werden solche Voraussetzungen erfüllt, lässt ein Bürgerfonds darauf hoffen, dass größere Teile der Gesellschaft stärker an positiven Kapitalmarktentwicklungen partizipieren, wie es ganz besonders in Niedrigzinsphasen von Bedeutung ist.

Fußnoten

- 1) Vgl. Deutsche Bundesbank (2019c).
- 2) Vgl. Blank (2016).
- 3) Vgl. Clemens & Förstemann (2015).
- 4) Vgl. Hagen (2018).
- 5) Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2020).
- 6) Vgl. „Was in der Rente jetzt ansteht“.
- 7) Investitionen in Sachvermögen wie z.B. auch Immobilien werden hier analog zur Kapitalmarkttheorie nicht betrachtet. Hier würden die bereits allein aufgrund der Preisentwicklungen am Immobilienmarkt resultierenden Bewertungsunterschiede zu Verschiebungen von Portfoliostrukturen zwischen Sach- und Finanzvermögen führen. Vgl. Deutsche Bundesbank (2019a).
- 8) Vgl. Rupprecht (2018).
- 9) Vgl. Marek (2017) und Beer et al. (2016).
- 10) Vgl. Deutsche Bundesbank (2019a.) sowie Deutsche Bundesbank (2020).
- 11) Vgl. Bonnet (2021).
- 12) Vgl. Rupprecht & Annuß, (2017).
- 13) Vgl. Beer et al. (2016).
- 14) Vgl. Ampudia & Ehrmann (2017).
- 15) Vgl. Corneo et al. (2010).
- 16) Vgl. International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008).
- 17) Vgl. Hessisches Ministerium der Finanzen et al. (2017).
- 18) Vgl. Roth (2020).
- 19) Vgl. CDU, CSU und SPD (2019), Zeilen 4278-4280.
- 20) Vgl. Börsch-Supan et al. (2017) und Deutsches Aktieninstitut (2019a).
- 21) Vgl. Jacobs et al. (2020).
- 22) Vgl. Thaler & Sunstein (2009).
- 23) Vgl. Christiansen et al. (2005).
- 24) Vgl. Fageereng et al. (2017).
- 25) Vgl. Ebert et al. (2019).
- 26) Vgl. Deutschen Aktieninstitut (2019b).
- 27) Vgl. Ebert et al. (2019).
- 28) Vgl. Thaler & Sunstein, Nudge, Wie man kluge Entscheidungen anstößt, Berlin 2009, S.153 ff und DAI (2019a).
- 29) Vgl. Hessisches Ministerium der Finanzen et al. (2017).
- 30) Vgl. Thaler & Sunstein, Nudge, Wie man kluge Entscheidungen anstößt, Berlin 2009, S. 157–158.
- 31) Vgl. Börsch-Supan et al. (2017).
- 32) Vgl. Barr (2013).
- 33) Vgl. Hessisches Ministerium der Finanzen et al. (2017) sowie Hagen & Kleinlein (2011).
- 34) Vgl. Börsch-Supan et al. (2017).
- 35) Vgl. DAI (2019a).
- 36) Vgl. Ebert et al (2019).
- 37) Vgl. Christelis et al. (2006).
- 38) Vgl. Christiansen et al. (2005) und Christelis et al. (2006).
- 39) Vgl. van Roij et al. (2007).

- 40) Vgl. Börsch-Supan et al. (2017). Die Autoren kommen in verschiedenen Szenario-Rechnungen zu einem Kostenvorteil von circa 0,6 bis 1,2 Prozentpunkte des schwedischen Standardfonds im Vergleich zu Riester-Verträgen, S. 28. Vgl. auch Hessisches Ministerium der Finanzen et al. (2017), die für das staatliche Standardprodukt in Großbritannien jährliche Verwaltungskosten von durchschnittlich 0,5% des angesparten Vermögens benennen, was unter den durchschnittlichen Kosten von deutschen Riester-Produkten liegt.
- 41) Vgl. Lueg & Schwark (2019).
- 42) Vgl. Roth (2020).
- 43) Vgl. Lueg & Schwark (2019).
- 44) Vgl. AP7 (o.D.)
- 45) Vgl. Lueg & Schwark (2019)
- 46) Vgl. DAI (2019a).
- 47) Vgl. Deutsche Bundesbank (2019b).
- 48) Vgl. Lueg & Schwark (2019).
- 49) Vgl. Ebert et al. (2019).

Literaturverzeichnis

- Ampudia, M. & Ehrmann, M. (2017), Macroeconomic experiences and risk taking of euro area households, in: *European Economic Review*, Bd. 91, Teil C, S. 146–156.
- AP7 (o.D.). AP7 Safa. Abgerufen am 21. April von <https://www.ap7.se/english/ap7-safa/>
- Barr, N. (2013), The pension System in Sweden, Report to the Expert Group on Public Economics. <https://eso.expertgrupp.se/wp-content/uploads/2013/08/Till-vebben-ESO-2013-7.pdf>
- Beer, C., Gnan, E. & Ritzberger-Grünwald, D. (2016), Saving, portfolio and loan decisions of households when interest rates are very low – survey evidence for Austrian households, in: *Oesterreichische Nationalbank: Monetary Policy & the Economy*, Nr. 1, S. 14–32.
- Blank, F. (2016), Einstieg in den Ausstieg? – Die Entwicklung der Förderung der „Riester-Rente“, in: *Sozialer Fortschritt*, Heft 4, S. 97–102.
- Börsch-Supan, A., Roth, M. & Wagner, G.G. (2017), Altersvorsorge im internationalen Vergleich: Staatliche Produkte für die zusätzliche Altersvorsorge in Schweden und dem Vereinigten Königreich, Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.), Forschungsbericht 494, Berlin.
- Bonnet, P. (2021, 21. März), Die neue Liebe zur Aktie: Wieso die Corona-Krise immer mehr Menschen an die Börse treibt. <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/deutsche-bank-umfrage-die-neue-liebe-zur-aktie-wieso-die-corona-krise-immer-mehr-menschen-an-die-boerse-treibt-9906633>
- CDU, CSU und SPD (2018), Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD, 19. Legislaturperiode, Ein neuer Aufbruch für Europa, Eine neue Dynamik für Deutschland, Ein neuer Zusammenhalt für unser Land. <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/656734/847984/5b8bc23590d4cb2892b31c987ad672b7/2018-03-14-koalitionsvertrag-data.pdf>
- Christelis, D., Jappelli & T. Padula, M (2006), Cognitive Abilities and Portfolio Choice, *Fiscione: Centre for Studies in Economics and Finance*, Working Paper No. 167. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292109000579>
- Christiansen, C., Joensen, J. & Ragvid, J. (2005), Are Economists More likely to Hold Stocks?, Working Paper Nr. 06 der Universität Aarhus. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=698721
- Clemens, J. & Förstemann, T. (2015), Das System der betrieblichen Altersversorgung in Deutschland, *Wirtschaftsdienst*, Heft 9, S. 627–635.
- Corneo, G., Keese, M. & Schröder, C. (2010), The effect of saving subsidies on household saving: Evidence from Germany, *Ruhr Economic Papers* 170, RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Ruhr-University Bochum, TU Dortmund University, University of Duisburg-Essen.
- Deutsches Aktieninstitut (2019a), Altersvorsorge mit Aktien zukunftsfest machen – Was Deutschland von anderen Ländern lernen kann, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Frankfurt. [tersvorsorge-mit-aktien-zukunftsfest-machen-was-deutschland-von-anderen-laendern-lernen-kann

Deutsches Aktieninstitut \(2019b\), Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2018, Frankfurt am Main.](https://www.dai.de/studien/#/pressemittlungen/dokumententitel/al-</p>
</div>
<div data-bbox=)

Deutsches Aktieninstitut (2020), Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2019, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2019a), Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017, Monatsbericht April, S. 31.

Deutsche Bundesbank (2019b), Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme, in: *Deutsche Bundesbank Monatsbericht* Oktober, S. 13–33.

Deutsche Bundesbank (2019c), Langfristige Perspektiven der gesetzlichen Rentenversicherung, Monatsbericht Oktober, S. 55–82.

Deutsche Bundesbank (2020), Sektorale Portfolioanpassungen im Euroraum in der Niedrigzinsphase, Monatsbericht April, S. 19–44.

Ebert, S., Grote, M. & Laudenbach, C. (2019), Zum Rätsel der Aktienmarktteilnahme in Deutschland, Eine Studie von ForscherInnen der Frankfurt School of Finance and Management und der Goethe-Universität Frankfurt am Main im Auftrag der Deutschen Börse AG.

Fageereng, A., Gottlieb, C. & Guiso, L. (2017), Asset Market Participation and Portfolio Choice over the Life-Cycle, in: *The Journal of Finance*, Nr. 2, S. 705–750.

Hagen, K. (2018), Mängel der Riester-Rente sprechen für ein Standardprodukt, in: *DIW Wochenbericht* Nr. 23, S. 494.

Hagen, K. & Kleinlein, A. (2011), Zehn Jahre Riester-Rendite: kein Grund zum Feiern. *DIW Wochenbericht*, Nr. 47, S. 3–14.

Hessisches Ministerium der Finanzen, Hessisches Ministerium für Wirtschaft, Energie, Verkehr und Landesentwicklung & Hessisches Ministerium für Soziales und Integration (2017), *Deutschland-Rente*, Konzeptpapier. https://finanzen.hessen.de/sites/default/files/media/hmdf/deutschland-rente_-_konzeptpapier_zur_pressekonferenz_am_28.4.2017.pdf

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*: „Santiago Principles“. https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiago-principles_0_0.pdf

Jacobs, H., Laudenbach, C., Müller, S., Schreiber, P. & Weber, M. (2020), Die genial einfache Vermögensstrategie, So gelingt die finanzielle Unabhängigkeit, Frankfurt/New York.

Lueg T. & Schwark. P. (2019), Staatsfonds in der individuellen Alterssicherung – kein Modell für Deutschland, in: *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung*, Heft 1, S. 125–140.

Marek, P. (2017), Saving patterns in the low-interest-rate-setting – results of the 2016 PHF summer survey, *Deutsche Bundesbank Research Brief* Nr. 12.

Roth, M. (2020), Aufgaben und Organisation des Trägers eines staatlich organisierten Standardprodukts für die Altersvorsorge, *Verbraucherzentrale Bundesverband* (Hrsg.), Berlin.

Rupprecht, M. (2018), Low Interest Rates and Household Portfolio Behaviour in Euro Area Countries, in: *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Nr. 3, S. 174–178.

Rupprecht, M. & Annuß, C. (2017), Sparen in Zeiten niedriger Zinsen – wirtschaftspolitische Unterstützung nötig?, in: *Wirtschaftsdienst*, Nr. 2, S. 130–134.

Thaler, R. H. & Sunstein, C. R., (2009), *Nudge, Wie man kluge Entscheidungen anstößt*, Berlin.

Van Rooij, M., Lusardi, A. & Alessie, R. (2007), Financial Literacy and Stock Market Participation, *DNB Working Paper* No. 13564, National Bureau of Economic Research, Cambridge. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13565/w13565.pdf

Was in der Rente jetzt ansteht. (2020, 3. Dezember) *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/deutsche-rentenversicherung-was-in-der-rente-jetzt-ansteht-17082713.html>