

Marlene Haupt

Kapitaldeckung in der Alterssicherung: Eine Governance-Perspektive

Die Skepsis der Öffentlichkeit gegenüber kapitalgedeckten Elementen der Alterssicherung ist in Deutschland tief verwurzelt und prägt die aktuelle Reformdebatte. Dabei ist die Gegenüberstellung von „sicheren“ umlagefinanzierten Renten und „riskanten“ Kapitalmärkten für die Altersvorsorge irreführend. Beide Systeme sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt, und die wirtschaftliche Begründung für eine Teilkapitaldeckung liegt in der Diversifizierung und der Glättung über Zeiträume hinweg. Die entscheidende Frage ist daher nicht, ob Kapitalmärkte eine Rolle spielen sollten, sondern unter welchen institutionellen Bedingungen sie dies auf stabile und nachhaltige Weise tun können. Ausgehend von den Erfahrungen Schwedens wird eine Agenda für institutionelle Reformen in Deutschland skizziert.

„Mit der Rente zockt man nicht“ – kaum ein Satz bringt die in Deutschland tief verankerte Skepsis gegenüber kapitalgedeckten Elementen der Alterssicherung prägnanter zum Ausdruck. Wann immer Reformvorschläge diskutiert werden, die eine stärkere Einbindung der Kapitalmärkte in die Altersvorsorge vorsehen, wird diese Intuition mobilisiert: Altersvorsorge und Kapitalmarktlogik gelten als schwer vereinbar, Sicherheit und Schwankungsanfälligkeit als Gegensätze. Diese Einschätzung speist sich nicht zuletzt aus prominenten Negativbeispielen. Aktuelle Skandalfälle wie beim Versorgungswerk der Zahnärztekammer Berlin und bei der Bayerischen Versorgungskammer prägen die öffentliche Wahrnehmung und nähren den Eindruck, Kapitaldeckung sei im Kern spekulativ, schwer kontrollierbar und für eine solide Alterssicherung ungeeignet (Heck et al., 2026; Herrmann, 2026).

Diese Haltung ist politisch wirkmächtig und historisch erklärbar. Die deutsche Erfahrung mit Hyperinflation, Währungsreformen und Finanzkrisen bzw. Börsencrashes (z. B. T-Aktie) hat ein ausgeprägtes Sicherheitsbedürfnis gegenüber nominal garantierten Ansprüchen entstehen lassen (Kim & Kriwoluzky, 2021; SVR Wirtschaft, 2023). Ein umlagefinanziertes Rentensystem erscheint in diesem Licht als Gegenmodell zur Volatilität der Kapitalmärkte: stabil, berechenbar und dem Zugriff kurzfristiger Marktbewegungen entzogen. Kapitaldeckung hingegen wird häufig mit Kurs-

schwankungen, Krisenanfälligkeit und der Gefahr dauerhafter Verluste assoziiert.

Bei näherer Betrachtung erweist sich diese Gegenüberstellung jedoch als irreführend. Denn auch das Umlagesystem ist keineswegs risikofrei. Seine Tragfähigkeit hängt fundamental von demografischen, wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen ab, die sich über lange Zeiträume verändern und den Finanzierungsdruck zunehmend erhöhen. Das zentrale Risiko der umlagefinanzierten Rente ist kein Kapitalmarktrisiko, sondern ein politisch-demografisches: die Unsicherheit darüber, ob künftige Generationen bereit und in der Lage sein werden, die zugesagten Leistungsversprechen zu finanzieren (SVR Wirtschaft, 2023).

In diesem Sinne ist die verbreitete Vorstellung, das Umlagesystem biete „Sicherheit“ im Gegensatz zur „riskanten“ Kapitaldeckung, nur auf den ersten Blick überzeugend. Tatsächlich handelt es sich um zwei unterschiedliche Formen von Risiko, die sich vor allem in ihrer zeitlichen Struktur und politischen Wahrnehmbarkeit unterscheiden: Während Kapitalmarktrisiken sich in kurzfristigen Wertschwankungen zeigen und entsprechend hohe öffentliche Aufmerksamkeit erhalten, bauen sich demografische und fiskalische Risiken langsam und über lange Zeiträume auf

© Der/die Autor:in 2026. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Prof. Dr. Marlene Haupt ist Professorin für Volkswirtschaftslehre und Sozialpolitik an der Hochschule München (HM).

und werden politisch häufig erst spät oder nur unvollständig adressiert – mit potenziell ebenso gravierenden Konsequenzen für die langfristige Tragfähigkeit des Systems.

Auch Skandale ändern an diesem Befund nichts. Sie weisen nicht auf ein Scheitern der Kapitaldeckung als Finanzierungsprinzip, sondern auf Defizite in ihrer institutionellen Ausgestaltung: mangelhafte Governance-Strukturen, unzureichende Kontrolle, politisierte Entscheidungsprozesse oder fehlende professionelle Distanz.

Die Wirkungen kapitalgedeckter Elemente in der Alterssicherung hängen daher weniger von den Eigenschaften der Kapitalmärkte selbst ab als von ihrer institutionellen Einbettung. Maßgeblich sind insbesondere die Strukturen, die Zugang, Kosten, Anlagestrategien, Kontrolle und Abschirmung gegenüber politischer Einflussnahme regeln. In diesem Sinne ist Kapitaldeckung in der Alterssicherung in erster Linie keine Finanzmarkt-, sondern eine Governance-Frage. Diese Perspektive bildet den Ausgangspunkt der folgenden Analyse.

Die unvollständige „Mehrsäuligkeit“ der deutschen Alterssicherung

Die Alterssicherung in Deutschland ist in außergewöhnlichem Maße auf die gesetzliche Rentenversicherung (GRV) konzentriert: 87 % der über 65-Jährigen beziehen eigene oder abgeleitete Leistungen aus der GRV; in den neuen Ländern liegt der Anteil sogar bei 95 %. Auch gemessen am Leistungsvolumen dominiert die GRV das System: Auf sie entfallen 69 % der gesamten Alterssicherungsleistungen, in den neuen Ländern sogar 90 % (BMAS, 2024). Diese Dominanz der Umlagefinanzierung spiegelt sich auch in den Vermögensbeständen wider. Das Deckungskapital der betrieblichen und staatlich geförderten privaten Altersvorsorge beläuft sich auf lediglich 8 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und liegt damit weit unter dem OECD-Durchschnitt von rund 105 %. In Ländern wie den Niederlanden oder Dänemark erreichen die Pensionsvermögen hingegen deutlich über 200 % des BIP (OECD, 2023).

Diese starke Konzentration auf die erste Säule prägt nicht nur die heutigen Alterseinkommen, sondern auch die Struktur der künftig aufgebauten Alterssicherungsansprüche. In der betrieblichen Altersversorgung (bAV) verfügten 2023 rund 18,1 Mio. sozialversicherungspflichtig Beschäftigte über mindestens eine aktive Anwartschaft; dies entspricht einem Verbreitungsgrad von rund 52 % (BMAS, 2024). Diese Durchschnittszahl verdeckt jedoch erhebliche strukturelle Unterschiede. Jansen (2025) zeigt, dass sich sowohl die Verbreitung als auch die Höhe der bAV-Beiträge systematisch nach sozialstrukturellen Merkmalen unterscheiden, insbesondere nach Geschlecht, Einkommen, Erwerbsumfang, Alter und Beschäftigungsform. Hinzu kommen deutliche Unterschiede nach Betriebsgröße: In Kleinstbetrieben verfügen lediglich

rund 25 % der Beschäftigten über eine bAV-Anwartschaft, in Großbetrieben rund 86 %.

Auch bei der staatlich geförderten privaten Altersvorsorge zeigt sich kein Bild flächendeckender Vorsorge. Ende 2023 bestanden zwar noch rund 15,5 Mio. Riester-Verträge, ein erheblicher Teil davon ist jedoch ruhend (BMAS, 2024). Ein validerer Indikator für aktive Vorsorge ist die Zahl der tatsächlich geförderten Personen: Im Beitragsjahr 2021 erhielten nur noch rund 10,2 Mio. Personen eine Riester-Förderung, was bezogen auf die erwerbstätige Bevölkerung einem Verbreitungsgrad von etwa einem Drittel entspricht (Jansen, 2025).

Nach der aktuellen Erhebung zur Verbreitung zusätzlicher Altersvorsorge verfügten im Jahr 2023 62,1 % der befragten Personen im Alter zwischen 25 und unter 67 Jahren neben der GRV über mindestens eine zusätzliche, aktiv besparte Altersvorsorge in Form einer bAV oder eines Riestervertrags. 16,3 % gaben an, sowohl über eine Anwartschaft in der bAV als auch über einen Riester-Vertrag zu verfügen. Umgekehrt betrieben 37,9 % der Befragten weder im Rahmen der bAV noch über einen Riester-Vertrag ergänzende Altersvorsorge (BMAS, 2024). Im Jahr 2020 hatte dieser Anteil noch bei gut 34 % gelegen (Nöh et al., 2024).

Deutschland verfügt damit über ein Alterssicherungssystem, das formal auf mehrere Säulen verweist, in dem die kapitalgedeckten Komponenten in der Breite jedoch bislang keine vergleichbare systemische Tragfähigkeit erreicht haben wie die umlagefinanzierte GRV. Deren langfristige Stabilität beruht auf politischen Festlegungen und Anpassungen von Beitragssätzen, Leistungsniveau, Regelaltersgrenze und Steuerzuschüssen. Durch die demografische Alterung gerät dieses Gefüge zunehmend unter Druck. Mit dem Übergang der geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand verschlechtert sich das Verhältnis von Beitragszahlenden zu Rentenbeziehenden. Entsprechend zeigen die offiziellen Projektionen: Unter geltendem Recht steigen die Beitragssätze langfristig deutlich an, während das Sicherungsniveau sinkt oder nur durch wachsende Bundeszuschüsse stabilisiert werden kann (Werdning et al., 2023; SVR Wirtschaft, 2023).

Ökonomisch bedeutet diese Entwicklung eine zunehmende intertemporale Lastenverschiebung und rückt damit Fragen der Generationengerechtigkeit in den Mittelpunkt. Den heutigen Rentenansprüchen stehen keine angesparten Vermögenswerte gegenüber, sondern politische Leistungsversprechen, deren Finanzierung von künftigen Generationen getragen werden muss. Mit fortschreitender Alterung der Gesellschaft wächst nicht nur die finanzielle Belastung für nachfolgende Kohorten, sondern auch das politökonomische Konfliktpotenzial intergenerationeller Verteilung. Die langfristige Funktionsfähigkeit der Umlage setzt voraus, dass künftige Mehrheiten bereit sind, diese Lasten zu tragen – in Form

höherer Beiträge, höherer Steuern oder niedrigerer relativer Renten. Diese Voraussetzung ist in alternden Gesellschaften keineswegs trivial, da sich mit der demografischen Verschiebung auch die wahlrelevanten Präferenzstrukturen und damit die politischen Mehrheitsverhältnisse verändern.

Gerade vor diesem Hintergrund kommt der Ausgestaltung der Finanzierungsstruktur der Alterssicherung besondere Bedeutung zu. Die zentrale Herausforderung besteht weniger in der Eliminierung von Risiken – was weder im Umlage- noch im Kapitaldeckungssystem möglich ist – als in ihrer angemessenen Verteilung und intertemporalen Glättung. In diesem Sinne lässt sich die ökonomische Argumentation für eine stärkere kapitalgedeckte Ergänzung der GRV als Beitrag zu einer breiteren Risikostreuung verstehen.

Kapitaldeckung in Deutschland zwischen ökonomischer Logik und institutioneller Realität

Die ökonomische Begründung für kapitalgedeckte Elemente in der Alterssicherung folgt weder einer ideologischen Präferenz für Marktmechanismen noch der Vorstellung, demografische Alterung lasse sich durch Finanzmärkte „lösen“. Ausgangspunkt ist vielmehr die Einsicht, dass unterschiedliche Finanzierungsverfahren unterschiedlichen Risikostrukturen unterliegen und dass ein System, das mehrere Verfahren kombiniert, diese Risiken breiter streuen kann.

Ein nahezu ausschließlich umlagefinanziertes System bindet die Alterssicherung fast vollständig an die inländische demografische und lohnwirtschaftliche Entwicklung. Kapitalgedeckte Elemente eröffnen demgegenüber die Möglichkeit, einen Teil der Altersvorsorge an Kapitalerträge und damit an eine breitere, auch internationale Wertschöpfungsbasis zu koppeln. Dadurch wird nicht ein Risiko durch ein anderes ersetzt, sondern die Abhängigkeit von einzelnen Risikofaktoren reduziert. Zugleich verändert Kapitaldeckung die inländische Finanzierungsbasis der Alterssicherung: Während das Umlagesystem ausschließlich an Arbeitseinkommen und Steueraufkommen anknüpft, werden durch kapitalgedeckte Elemente auch Kapitalerträge systematisch in die Finanzierung einbezogen.

Hinzu kommt ein intertemporaler Aspekt. Kapitaldeckung ermöglicht Vermögensbildung und damit eine zeitliche Glättung von Anpassungslasten. Während im Umlageverfahren demografische Verschiebungen unmittelbar in höheren Beitragssätzen, niedrigeren Leistungen oder steigenden Steuerzuschüssen wirksam werden, kann ein Kapitalstock in Phasen ungünstiger Altersstrukturen als Puffer dienen und die Lastenverteilung über die Zeit strecken (Werding et al., 2023). Der Aufbau kapitalgedeckter Elemente ist dabei notwendigerweise mit Übergangskosten verbunden, da neben laufenden Umlageverpflichtungen zusätzlich Vermögen gebildet werden muss.

In der deutschen Debatte wird dieser Argumentation häufig die sogenannte Mackenroth-These entgegengehalten, wonach Sozialausgaben stets aus dem laufenden Volkseinkommen zu bestreiten seien und Kapitaldeckung daher volkswirtschaftlich keine grundsätzliche Entlastung bringen könne. Wie Werding et al. (2023) zeigen, ist dieser Einwand insofern zutreffend, als auch kapitalgedeckte Renten letztlich in Güter und Dienstleistungen umgesetzt werden müssen, die in der jeweiligen Periode produziert werden. Der Einwand greift jedoch zu kurz, da er sowohl die Möglichkeiten internationaler Diversifikation als auch die intertemporale Pufferfunktion von Kapitalbildung ausblendet.

In der Summe ergibt sich damit eine klare ökonomische Logik für eine ergänzende Kapitaldeckung: nicht als Ersatz der Umlage, sondern als Instrument zur Diversifikation von Risikoquellen und zur zeitlichen Streckung von Anpassungslasten in einer alternden Gesellschaft. Vor diesem Hintergrund wurde mit den Reformen der frühen 2000er Jahre der gezielte Ausbau kapitalgedeckter Vorsorge als Ergänzung zur GRV konzipiert, insbesondere durch die Einführung der Riester-Rente und die Stärkung der bAV. Das Ziel einer flächendeckenden Verbreitung ergänzender kapitalgedeckter Vorsorge ist jedoch trotz mehrfacher Nachsteuerungen bislang nicht erreicht worden (Haupt, 2024).

Die Ursachen hierfür liegen weniger in ökonomischen Grundsatproblemen als in Defiziten der konkreten institutionellen Ausgestaltung. Die Erfahrungen mit der Riester-Rente, fragmentierten betrieblichen Lösungen und einzelnen problematischen Versorgungseinrichtungen deuten auf wiederkehrende strukturelle Schwächen hin, insbesondere in Form hoher Komplexität, hoher Kosten, unklarer Verantwortlichkeiten sowie Defiziten in Governance und Aufsicht. In vielen Fällen zeigen sich Entscheidungsgremien mit begrenzter Kapitalmarktexpertise, wenig trennscharfe Verantwortungsstrukturen und eine unzureichende Abgrenzung zwischen politischer Steuerung und operativer Vermögensverwaltung. Öffentliche oder politiknahe Organisationsformen sind dabei in besonderer Weise anfällig für Zielkonflikte und sachfremde Einflussnahmen, etwa aus fiskalischen, standort- oder symbolpolitischen Motiven. Aktuelle Problemfälle in einzelnen Institutionen verdeutlichen die praktischen Konsequenzen dieser Governance- und Anreizdefizite.

Vor diesem Hintergrund spricht vieles dafür, dass die Leistungsfähigkeit kapitalgedeckter Elemente weniger von den Kapitalmärkten selbst als von ihrer institutionellen Einbettung abhängt. Governance-Strukturen, Anreizarchitektur, Kostenkontrolle und die glaubwürdige Abschirmung gegenüber kurzfristigen politischen Eingriffen sind zentrale Voraussetzungen. Der schwedische Fall eignet sich in besonderer Weise, um das Zusammenspiel dieser institutionellen Elemente zu analysieren.

Schweden als Referenzfall: Was gute Governance leisten kann

In der internationalen Debatte über kapitalgedeckte Elemente der Alterssicherung werden häufig Extremfälle herangezogen: Einerseits gilt Chile als abschreckendes Beispiel für eine weitgehende Individualisierung bei unzureichender Regulierung, andererseits erscheinen Länder wie Norwegen mit ihrem Staatsfonds als kaum übertragbare Sonderfälle. Dazwischen geraten Modelle aus dem Blick, die zeigen, dass Kapitaldeckung auch innerhalb eines obligatorischen, beitragsfinanzierten und individualisierten Rentensystems dauerhaft funktionsfähig organisiert werden kann. Der schwedische Fall gehört in diese Kategorie und ist gerade deshalb für die deutsche Debatte besonders instruktiv (Haupt & Kerkhoff, 2026).

Mit der großen Rentenreform Ende der 1990er Jahre führte Schweden neben der umlagefinanzierten Einkommensrente eine obligatorische kapitalgedeckte Komponente ein, die sogenannte Prämienrente. Insgesamt fließen 18,5% des rentenfähigen Einkommens in die erste Säule; davon werden 2,5% individuell und kapitalgedeckt angespart. Die Mittel sind den Versicherten persönlich zugeordnet, werden jedoch über eine zentrale Infrastruktur administriert. Die staatliche Rentenbehörde übernimmt Kontoführung, Abrechnung und Information; die Kapitalanlage erfolgt entweder über zugelassene Fonds oder über den staatlichen Default-Fonds AP7. Es handelt sich damit nicht um einen Staatsfonds, sondern um ein individualisiertes, obligatorisches und beitragsfinanziertes Kapitaldeckungssystem mit zentraler Organisation.

Zentral für das Funktionieren des Systems ist seine Entscheidungsarchitektur. Versicherte, die keine aktive Anlageentscheidung treffen, werden automatisch dem staatlichen Default-Fonds AP7 SÅfa zugeordnet – bis heute die große Mehrheit der Versicherten. Dieses Design ist kein Verzicht auf Wahlfreiheit, sondern eine institutionelle Antwort auf ein empirisch gut belegtes Verhaltensmuster: Die meisten Menschen treffen in komplexen Vorsorgefragen keine oder nur zufällige Entscheidungen. Der Default ersetzt diese Entscheidung durch eine standardisierte, professionell verwaltete Lösung, ohne die Möglichkeit individueller Wahl auszuschließen (Haupt & Kerkhoff, 2026).

Ebenso bedeutsam ist die Kosten- und Skalierungsarchitektur des Systems. Von Beginn an wurde die Prämienrente als zentrale Plattform mit erheblicher Verhandlungsmacht gegenüber Fondsanbietern ausgestaltet. Anbieter waren verpflichtet, substantielle Gebührenrabatte zu gewähren; zugleich sorgen zentrale Administration, Standardisierung und Skaleneffekte für dauerhaft niedrige Verwaltungskosten. Diese Kostenstruktur ist kein zufälliges Marktergebnis, sondern Ergebnis der institutionellen Ausgestaltung und entscheidend

dafür, dass ein hoher Anteil der Beiträge tatsächlich dem Kapitalaufbau zugutekommt (Haupt & Kerkhoff, 2026).

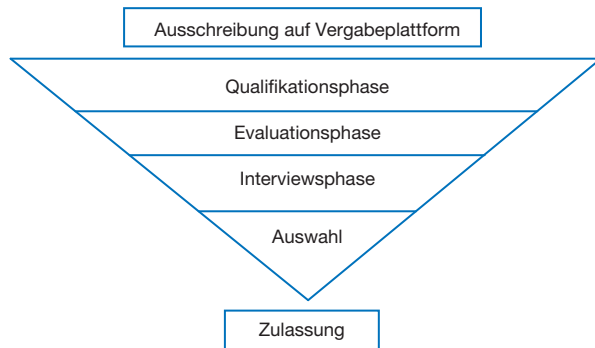
Analytisch besonders aufschlussreich ist der schwedische Fall jedoch nicht allein wegen seiner ursprünglichen Ausgestaltung, sondern wegen seiner späteren Governance-Korrektur. Das zunächst eingeführte Marktplatz-Modell beruhte auf einem offenen Zulassungsregime: Jeder Anbieter, der formale Mindestanforderungen erfüllte, konnte seine Fonds auf der Plattform listen. Im Zeitverlauf führte dies zu einer kaum überschaubaren Zahl von Produkten und schließlich zu schweren Missbrauchs- und Betrugsfällen in den 2010er Jahren, die das Vertrauen in das System spürbar beschädigten (Haupt & Kerkhoff, 2026).

Die politische Reaktion bestand jedoch nicht in einem Rückzug aus der Kapitaldeckung, sondern in einem grundlegenden Wechsel des Governance-Regimes. Mit der 2022 eingerichteten staatlichen Fondsauswahlbehörde (Fondtorgsnämnden) wurde das System von einem offenen, ex post kontrollierten Marktplatzmodell auf ein ex ante orientiertes, beschaffungsbasiertes Auswahlverfahren umgestellt. Fonds werden seither nicht mehr lediglich zugelassen, sondern in wettbewerblichen Verfahren aktiv ausgewählt. Die Behörde definiert Produktkategorien, Qualitätsanforderungen, Organisationsstandards und Kostenrahmen und vergibt zeitlich befristet eine begrenzte Zahl von Mandaten, die einer laufenden Überwachung unterliegen. Damit hat sich die Funktionslogik des Systems grundlegend verändert: Wettbewerb findet nicht mehr primär um die Aufmerksamkeit einzelner Versicherter statt, sondern um den Zugang zur öffentlichen Plattform. Aus einer nachträglichen Aufsicht über einen offenen Markt ist eine vorgelagerte institutionelle Produktauswahl geworden (Abbildung 1). Zugleich wird die Zahl der verfügbaren Fonds bewusst begrenzt, um Komplexität zu reduzieren, Überforderung zu vermeiden und die Qualität der angebotenen Produkte systematisch zu sichern (Haupt & Kerkhoff, 2026).

Der schwedische Fall illustriert damit eine zentrale Einsicht: Kapitaldeckung ist kein Governance-Problem an sich, stellt aber besonders hohe Anforderungen an Governance-Strukturen und legt deren Schwächen schonungslos offen. Ihre Leistungsfähigkeit hängt weniger von den Kapitalmärkten selbst als von der Qualität der institutionellen Einbettung ab – insbesondere von Entscheidungsarchitektur, Kostenregulierung, Auswahlmechanismen, Aufsicht und der glaubwürdigen Abschirmung gegenüber kurzfristigen politischen Eingriffen.

Gerade aus deutscher Perspektive ist Schweden deshalb kein „Erfolgsmodell“ im Sinne einer idealen Blaupause, sondern ein analytisch besonders aufschlussreicher Referenzfall: nicht, weil dort alles konfliktfrei funktioniert hätte, sondern weil sich dort exemplarisch zeigt, dass kapitalgedeckte Altersvorsorge nur dann dauerhaft tragfähig ist, wenn sie als

Abbildung 1
**Beschaffungsphase der staatlichen
 Fondsauswahlbehörde in Schweden**



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Haupt und Kerkhoff (2026).

öffentliche Infrastruktur mit klaren Governance-Strukturen und nicht als fragmentierter Produktmarkt organisiert wird (Haupt & Kerkhoff, 2026).

Konsequenzen für die Weiterentwicklung der Alterssicherung in Deutschland

Die bislang begrenzte Bedeutung kapitalgedeckter Vorsorge in Deutschland ist weniger als Ausdruck mangelnder ökonomischer Rationalität zu interpretieren als vielmehr als Ergebnis ihrer institutionellen Ausgestaltung. Ökonomisch spricht vieles dafür, umlagefinanzierte und kapitalgedeckte Elemente zu kombinieren, um unterschiedliche Risiken zu diversifizieren und Anpassungslasten intertemporal zu glätten. Die Erfahrungen der vergangenen 25 Jahre zeigen jedoch, dass diese Logik allein nicht ausreicht, um kapitalgedeckte Vorsorge in der Breite der Bevölkerung wirksam zu verankern. Vor allem vulnerable Beschäftigten- und Bevölkerungsgruppen sorgen nicht betrieblich oder privat für das Alter vor. Trotz der Einführung der Riester-Rente und der Ausweitung der bAV durch den Rechtsanspruch auf Entgeltumwandlung ist es nicht gelungen, eine tragfähige zweite und dritte Säule zu etablieren, die sowohl im Leistungsvolumen als auch im Verbreitungsgrad eine systematische Ergänzung der GRV darstellt und nicht nur auf Teile der Beschäftigten beschränkt bleibt.

Wie Jansen (2025) auf Basis aktueller Daten zur Verbreitung der betrieblichen und privaten Altersvorsorge zeigt, konzentriert sich kapitalgedeckte Vorsorge weiterhin stark auf bestimmte Beschäftigtengruppen. Insbesondere Personen mit niedrigem Einkommen, Teilzeitbeschäftigte, Erwerbstätige mit unterbrochenen Erwerbsbiografien sowie jüngere Kohorten sind unterdurchschnittlich vertreten. Kapitalgedeckte Vorsorge erfüllt damit bislang nur eingeschränkt die Funktion einer systematischen Ergänzung der GRV. Stattdessen bleibt sie in

erheblichem Umfang selektiv organisiert und sozialstrukturell ungleich verteilt.

Diese Befunde verweisen weder allein auf Defizite in der Sparfähigkeit noch allein auf eine mangelnde Sparbereitschaft der Individuen, sondern auf strukturelle Grenzen eines institutionellen Designs, das primär auf freiwillige, produktförmige und fragmentierte Lösungen setzt. Internationale Erfahrungen ebenso wie die verhaltensökonomische Evidenz sprechen dafür, dass solche Arrangements systematisch unter geringer Teilnahme, ausgeprägter Trägheit im Entscheidungsverhalten und einer selektiven Inanspruchnahme entlang sozialstruktureller Merkmale wie Einkommens-, Bildungs- und Beschäftigtengruppen leiden. Gerade unter Bedingungen begrenzter finanzieller Spielräume und begrenzten Finanzwissens entfalten solche Arrangements ihre selektive Wirkung. Auch die Erfahrungen mit der Riester-Rente und der bAV legen nahe, dass Komplexität, Intransparenz, Kostenbelastung und die Heterogenität der Angebotslandschaft erhebliche Zugangsbarrieren erzeugen. In der Konsequenz entstehen Vorsorgelücken gerade dort, wo aus verteilungs- und alterssicherungspolitischer Perspektive ein besonderer Absicherungsbedarf besteht.

Vor diesem Hintergrund spricht vieles dafür, dass eine breitere Verankerung kapitalgedeckter Elemente nur dann zu erwarten ist, wenn sie institutionell vereinfacht, stärker standardisiert und mit einer veränderten Entscheidungsarchitektur versehen wird, die sowohl begrenzte Sparfähigkeit als auch verhaltensbedingte Einschränkungen der Sparbereitschaft systematisch berücksichtigt. In diesem Zusammenhang gewinnen die jüngsten Reformvorhaben der Bundesregierung – insbesondere das Altersvorsorgedepot und die Frühstart-Rente – an Bedeutung. Beide Ansätze zielen darauf, mit möglichst niedrigen Zugangshürden kapitalgedeckte Vorsorge zu ermöglichen sowie Komplexität zu reduzieren, Kosten zu begrenzen und langfristige Anlagehorizonte zu fördern. In ihrer derzeitigen Ausgestaltung sind sie jedoch als ergänzende und punktuelle Instrumente einzuordnen. Sie verändern die bestehende institutionelle Architektur der zweiten und dritten Säule nicht grundlegend, sondern fügen sich in die weiterhin fragmentierten Strukturen ein.

Aus analytischer und Governance-Perspektive spricht daher vieles dafür, kapitalgedeckte Vorsorge weniger als Markt für eine Vielzahl heterogener Einzelprodukte zu organisieren, sondern stärker als Bestandteil einer öffentlichen Vorsorgeinfrastruktur. In der aktuellen Reformdebatte wird in diesem Zusammenhang ein Modell diskutiert, dessen zentrales Element ein öffentlich verwalteter, stark aktienbasierter und breit diversifizierter Fonds ist. Die Mitglieder der jeweiligen Zielgruppe würden dabei automatisch einbezogen (Auto-Enrolment), zugleich jedoch die Möglichkeit erhalten, nicht teilzunehmen (Opt-out). Der Fonds würde als Standard-Anbieter (Default) mit privaten Anbietern im Wettbewerb stehen und könnte auf-

grund seiner Größe mit sehr niedrigen Kosten je Versichertem operieren. In dieser Funktion ließe sich ein solches Modell auch für die bAV öffnen, etwa für kleinere Arbeitgeber, die entsprechende Lösungen nicht ohne Weiteres selbst organisieren können.

Internationale Erfahrungen – insbesondere aus Schweden – zeigen, dass ein solcher institutionell gebündelter Ansatz Skalenvorteile, dauerhaft niedrige Kosten, eine professionelle Kapitalanlage und eine höhere Robustheit gegenüber politischen und marktlichen Störungen ermöglichen kann. Der entscheidende Unterschied liegt dabei weniger im Umfang der Kapitaldeckung als in ihrer institutionellen Einbettung.

Ein institutionell gebündelter Ansatz dieser Art würde zugleich zentrale Schwächen der bisherigen deutschen Konstruktion adressieren: die hohe Komplexität, die Intransparenz der Produktlandschaft, die im internationalen Vergleich hohen Kostenquoten sowie die unzureichende Reichweite in der Breite der Erwerbsbevölkerung. Durch die Bündelung von Administration und Vermögensanlage, die Einführung einer einfachen Standardlösung und die Konzentration auf eine skalierbare Struktur ließen sich diese Probleme zumindest teilweise systematisch reduzieren. Dabei geht es nicht um die Verdrängung bestehender betrieblicher oder privater Angebote, sondern um die Etablierung eines klar definierten Kerns, der als Referenz- und Auffanglösung fungiert und insbesondere dort greift, wo marktförmige oder betriebliche Lösungen bislang nicht oder nur unzureichend zustande kommen.

Die eingangs skizzierten Skandalfälle verdeutlichen, dass die zentralen Risiken kapitalgedeckter Alterssicherung weniger in den Kapitalmärkten selbst liegen als in ihrer institutionellen Einbettung. Sie verweisen nicht auf ein Scheitern der Kapitaldeckung als Finanzierungsprinzip, sondern auf Defizite in Kontrolle, professioneller Steuerung und klarer Aufgabentrennung. Gerade deshalb kommt der institutionellen Ausgestaltung eine zentrale Bedeutung zu. Langfristige Anlagehorizonte, kollektive Risikoteilung, strikte Kostenkontrolle und eine klare Trennung zwischen politischer Rahmensetzung und operativer Vermögensanlage sind keine nachgeordneten Designfragen, sondern Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit eines solchen Arrangements.

Im Ergebnis spricht vieles dafür, die Weiterentwicklung der kapitalgedeckten Alterssicherung in Deutschland nicht primär als Reform einzelner Produkte, sondern als institutionelle Gestaltungsaufgabe zu begreifen. Entscheidend ist dabei weniger, ob Kapitaldeckung als Finanzierungsprinzip grundsätzlich geeignet ist, als unter welchen organisatorischen und regulatorischen Bedingungen sie einen stabilisierenden Beitrag zum Mehrsäulen-Alterssicherungssystem leisten kann. Die vorangegangene Analyse legt nahe, dass hierfür insbesondere einfache und verlässliche Zugangsstrukturen, eine klare Aufgaben- und Verantwortungszuordnung, wirksame Kostenkontrolle, professionelle Vermögensanlage und eine robuste institutionelle Abschirmung gegenüber kurzfristigen Eingriffen zentrale Voraussetzungen sind. Die zentrale Reformfrage lautet folglich weniger, ob Kapitaldeckung grundsätzlich sinnvoll ist, als ob es gelingt, diese institutionellen Voraussetzungen für dauerhaft leistungsfähige und systematisch eingebundene kapitalgedeckte Säulen zu schaffen.

Literatur

- BMAS – Bundesministerium für Arbeit und Soziales. (2024). *Alterssicherungsbericht 2024*.
- Haupt, M. (2024). Aktuelle Diskussionen zum Ausbau kapitalgedeckter Altersvorsorge als Ergänzung des Rentensystems. *Wirtschaftsdienst*, 104(2), 82–86.
- Haupt, M. & Kerkhoff, M. (2026). Kapitalgedeckte Altersvorsorge in Schweden: Der Zertifizierungsprozess im Rahmen der Prämienrente. *Sozialer Fortschritt*, 75(1), (im Erscheinen).
- Heck, N., Homrich, L., Osel, J. & Schreiber, M. (2026, 11. Januar). Bayerische Versorgungskammer verzockt 690 Millionen Euro. *Süddeutsche Zeitung*.
- Herrmann, G. (2026, 13. Januar). Bohrer und Garnelen: Berlins Zahnärzten fehlt eine Milliarde Euro in ihrer Rentenkasse. *Süddeutsche Zeitung*.
- Jansen, A. (2025). Zum Status quo bei der betrieblichen und privaten Vorsorge: Systemrelevanz mit begrenzter Reichweite. *Deutsche Rentenversicherung*, 4/2025, 255–281.
- Kim, C. H. & Kriwoluzky, A. (2021). Der Fall der T-Aktie: Börsencrashes können dauerhaft Investitionsentscheidungen von Haushalten negativ beeinflussen. *DIW Wochenbericht*, 88(25), 423–429.
- Nöh, L., Schaffranka, C. & Werding, M. (2024). Ergänzende Kapitaldeckung der Altersvorsorge: Gründe, Gestaltungsoptionen und Auswirkungen. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 25(1), 28–44.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. (2023). *Pension Markets in Focus 2022*. OECD Publishing.
- SVR Wirtschaft – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. (2023). Wachstumsschwäche überwinden – in die Zukunft investieren. *Jahresgutachten 2023/24*.
- Werding, M., Schaffranka, C., Nöh, L. & Lembcke, F. K. (2023). *Ergänzende Kapitaldeckung der Altersvorsorge: Gründe, Gestaltungsoptionen und Auswirkungen* (Arbeitspapier Nr. 02/2023).

Title: *Funded pensions in old-age provision: a governance perspective*

Abstract: *Public scepticism towards funded pensions is deeply rooted in Germany and continues to shape the current reform debate. This article argues that the opposition between “safe” pay-as-you-go pensions and “risky” capital markets is misleading. Both systems are exposed to different types of risk, and the economic rationale for partial funding lies in diversification and intertemporal smoothing. The decisive question is therefore not whether capital markets should play a role, but under which institutional conditions they can do so in a stable and sustainable way. Drawing on the Swedish experience, the article outlines an institutional reform agenda for Germany.*