

# Bielmeiers Welt

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Vorschlag einer Förderung privater Altersvorsorge aus Mitteln staatlicher Zinersparnis

### Summary

- » Extrem niedrige Zinsen führen beim deutschen Staat zu spürbar geringeren Zinsausgaben. Gleichzeitig brechen den Bürgern Zinseinnahmen aus ihren Ersparnissen weg, die als Stütze der privaten Altersvorsorge dienen sollten.
- » Vor diesem Hintergrund gibt es Überlegungen, wie der Staat einen Teil der Zinersparnis den Bürgern für die Altersvorsorge „zurückgeben“ könnte. Im Rahmen dieser Publikation unterbreiten wir einen entsprechenden Vorschlag.
- » Die Idee besteht in der Einführung einer staatlichen Altersvorsorge-Sparzulage für alle Bürger in Deutschland. Diese sollte die bisherige Arbeitnehmer-Sparzulage ersetzen. Die notwendigen Fördermittel wären über einen neu einzurichtenden staatlichen Altersvorsorge-Fonds bereitzustellen.
- » Dieser sollte mit Mitteln staatlicher Zinersparnis gefüllt werden. Hierzu verpflichtet sich der Staat, bei der Emission von Schuldverschreibungen parallel zu den Zinszahlungen einen fixen Teil der Zinersparnis an den Fonds zu überweisen.
- » Zulagenberechtigt wären grundsätzlich alle Bürger mit entsprechenden Verträgen von Geburt an. Es empfiehlt sich eine einkommensabhängige Staffelung des Zulagensatzes.
- » Es sollten alle Anlageprodukte anerkannt werden können, die altersvorsorgegeeignet sind und die sicherstellen, dass eine Auszahlung erst bei Renteneintritt erfolgt. Ein Produkt- und Anbieterwechsel müsste jederzeit möglich sein.
- » Zu den wesentlichen Vorteilen des Konzepts zählen die Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion des Altersvorsorge-Fonds, ein geringer bürokratischer Aufwand, die Glättung von zinsbedingten Ausgabenschwankungen in den Staatshaushalten und die Möglichkeit langer Ansparzeiten, so dass auch mit kleinen Sparbeträgen oder bei Ausfallzeiten beträchtliche Altersvorsorge-Vermögen aufgebaut werden können.

### WERTPAPIERE

Fertiggestellt:  
28.10.2016 9:30 Uhr

### INHALT

Summary	1
1. DIE IDEE	2
2. ANFORDERUNGEN AN EIN ALTERSVORSORGE-SPARZULAGEN-SYSTEM	3
3. DER VORSCHLAG IM EINZELNEN	3
3.1. Mittel aus der Zinersparnis	4
3.2. Altersvorsorge-Fonds	6
3.3. Altersvorsorge-Sparzulage	7
3.4. Altersvorsorge-Produkte	8
3.5. Renten-Auszahlung	8
3.6. Besteuerung	9
4. EINBINDUNG IN DIE SYSTEMATIK DER SPARFÖRDERUNG	9
5. VORTEILE DES KONZEPTS	9
6. QUANTIFIZIERUNG DER FINANZIELLEN WIRKUNG	10
7. FAZIT	12
I. IMPRESSUM	13

Ersteller:  
Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

## 1. DIE IDEE

Extrem niedrige Zinsen führen beim deutschen Staat zu spürbar geringeren Zinsausgaben für Staatsanleihen und Kredite. Gleichzeitig brechen den Bürgern Zinseinahmen aus ihren Ersparnissen weg, die als wichtige Stütze des Kapitalaufbaus in der privaten Altersvorsorge dienen sollten. Die gegenläufigen Entwicklungen sind bereits seit Jahren zu beobachten und verstärkten sich tendenziell immer weiter. Ein Ende der Niedrigzinsphase ist bis heute nicht absehbar.

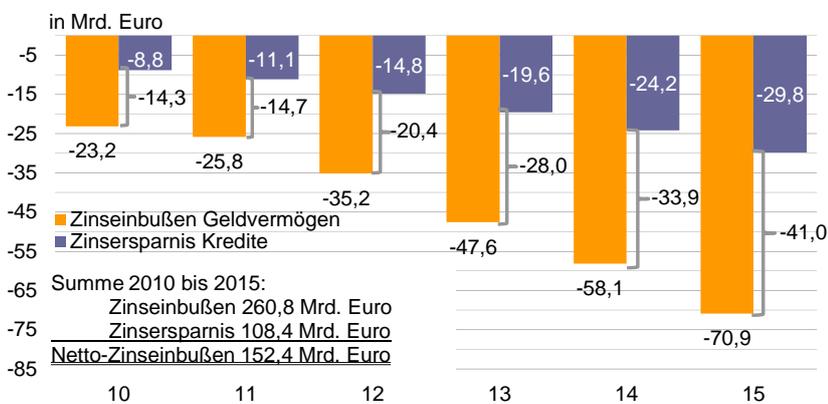
Im Rahmen einer Research-Studie<sup>1)</sup> vom April dieses Jahres haben wir die finanziellen Auswirkungen der extrem niedrigen und teils bereits negativen Zinsen für die privaten Haushalte in Deutschland berechnet. Danach summieren sich die Netto-Zinseinbußen im Vergleich zum Normalzinsniveau bis Ende 2015 auf insgesamt 152 Mrd. Euro. Dem stehen Zinssparnisse des Staates in ähnlicher Größenordnung gegenüber. So errechnete das Institut für Weltwirtschaft in Kiel vor einiger Zeit kumulierte Einsparungen bei der Zinslast des Bundes aus Neuemissionen von Anleihen der Jahre 2009 bis 2014. Danach ergaben sich bei diesen Emissionen Einsparungen durch das Niedrigzinsniveau für die Zeit bis 2015 von knapp 80 Mrd. Euro und bis 2030 von insgesamt rund 160 Mrd. Euro.<sup>2)</sup> Hinzu kommt die Zinssparnis bei nachfolgenden Emissionen sowie bei Ländern und Gemeinden. Neben den kräftig sprudelnden Steuereinnahmen ist die gesunkene Zinslast des Staates der Hauptgrund für die vergleichsweise entspannte Lage vieler öffentlicher Haushalte in Deutschland. Das gilt vor allem auch für den Bund.

**Extrem niedrige Zinsen entlasten den deutschen Staat, reduzieren aber die Einkünfte der Bürger**

1) „Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf die privaten Haushalte in Deutschland“, in: Konjunktur und Kapitalmarkt, Special vom 11.04.2016, eine Research-Publikation der DZ BANK AG

2) „Aktuelle Berechnung des IfW: Bund spart durch Niedrigzinsen 160 Mrd. Euro ein“, IfW-Medieninformation vom 9. April 2015

ZINSEINBUßEN\* UND ZINSPARNIS PRIVATER HAUSHALTE IN DEUTSCHLAND 2010 BIS 2015



\*bei Einlagen, Rentenpapieren (einschließlich Geldmarktpapiere und Rentenfonds) sowie Versicherungen; vor Steuern und Verwaltungsaufwendungen  
Quelle: DZ BANK AG

Vor diesem Hintergrund gibt es Überlegungen, wie der Staat einen Teil der Zinssparnis den Bürgern für die Altersvorsorge „zurückgeben“ könnte. Im Rahmen dieser Publikation unterbreiten wir einen entsprechenden Vorschlag. Dabei soll es nicht darum gehen, einen bis in letzte Detail ausgearbeiteten Gesetzesentwurf zu präsentieren. Vielmehr wollen wir die Idee einer staatlichen Altersvorsorge-Sparzulage in groben Zügen skizzieren und in die Diskussion einbringen.

**In dieser Publikation wird die Idee einer staatlichen Altersvorsorge-Sparzulage in groben Zügen skizziert**

## 2. ANFORDERUNGEN AN EIN ALTERSVORSORGE-SPARZULAGEN-SYSTEM

Einerseits sollte die Idee, die Altersvorsorge der Bürger mit Finanzmitteln aus der Zinsersparnis des Staates zu fördern, keine einmalige Aktion mit „Strohfeuer-Effekt“ sein. Andererseits darf sie aber auch nicht zu untragbaren dauerhaften Belastungen des Staates führen. Ideal wäre ein Vorschlag, der eher dazu beiträgt, die mit dem allgemeinen Zinsniveau stark schwankende Zinsbelastungen öffentlicher Haushalte zu glätten.

Gleichzeitig gilt es, die bisherigen Erfahrungen, die mit staatlichen Spar-Förderungen für private Haushalte gemacht wurden, zu berücksichtigen. Das betrifft vor allem die Riester-Rente, die Arbeitnehmer-Sparzulage und die frühere Eigenheimzulage. Die Praxis dieser Fördermaßnahmen hat gezeigt, dass folgende Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit die Bürger Vorsorge betreiben und die entsprechenden Zulagen in Anspruch nehmen:

- » geringer bürokratischer Aufwand für Sparer, aber auch für die Anbieter der Vorsorgeprodukte und den Staat
- » möglichst hohe Transparenz (Fördervolumen und –bedingungen, verständliche Produkte, Vermögensaufbau, Kosten)
- » einfache Zulagengewährung
- » Altersvorsorge-Förderung für alle Bürger und für alle für die Altersvorsorge geeigneten Produkte

Gleichzeitig sollte die Fördermaßnahme dazu beitragen, dass die Bürger frühzeitig mit dem Sparen beginnen, nachhaltig sparen und die Altersvorsorge als vorrangiges Sparziel gilt.

## 3. DER VORSCHLAG IM EINZELNEN

Der im Rahmen dieser Publikation unterbreitete Vorschlag besteht in der Einführung einer staatlichen Altersvorsorge-Sparzulage für alle Bürger in Deutschland. Die hierfür notwendigen Mittel wären über einen neu einzurichtenden staatlichen Altersvorsorge-Fonds (AV-Fonds) bereitzustellen. Dieser sollte wiederum regelmäßig vor allem mit Mitteln aus der Zinsersparnis des Staates in Phasen niedriger Zinsen gefüllt werden.

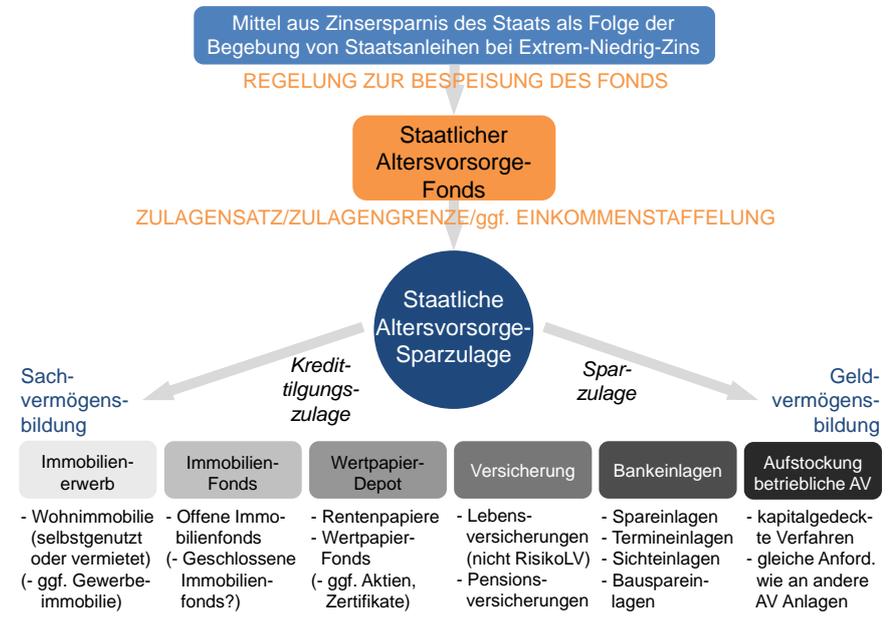
**Keine einmalige Aktion mit „Strohfeuer-Effekt“**

**Bisherigen Erfahrungen mit staatlichen Spar-Förderungen sind zu berücksichtigen**

**Die Förderung sollte einen Anreiz für nachhaltiges Sparen bieten**

**Vorschlag einer staatlichen Altersvorsorge-Sparzulage für alle Bürger in Deutschland**

**VORSCHLAG EINER FÖRDERUNG PRIVATER ALTERSVORSORGE AUS MITTELN STAATLICHER ZINERSPARNIS**



Quelle/Abbildung: DZ BANK AG

**3.1. Mittel aus der Zinersparnis**

In unserem Konzept sollte der neue Altersvorsorge-Fonds nicht nur mit einem einmaligen Startkapital ausgestattet werden, sondern vor allem aus regelmäßig fließenden Mitteln aus der staatlichen Zinersparnis gespeist werden. In diesem Zusammenhang gilt es, die Zinersparnis des Staates zu quantifizieren und ein längerfristig ausgerichtetes System zur Auffüllung des Fonds zu entwickeln.

**Quantifizierung der staatlichen Zinersparnis**

Wenn man die Zinersparnis des Staates im Vergleich zum „Normalzinsniveau“ ermitteln möchte, stellt sich die Frage, was als „normales“ Zinsniveau angesehen werden kann. Um das herauszufinden, bietet es sich an, die langfristige Entwicklung der Umlaufrendite genauer unter die Lupe zu nehmen. Dabei lassen sich drei Phasen ausmachen:

- » In der ersten Phase von 1960 bis 1997 bewegte sich das Zinsniveau unter starken Schwankungen auf sehr hohem Niveau. Im Durchschnitt lag die Umlaufrendite bei rund 7½ Prozent. Dabei spielten u.a. hohe Inflationsraten im Zusammenhang mit den Ölkrisen der 70er, 80er und 90er Jahre eine wichtige Rolle, so dass diese Phase sicherlich nicht als Normalzinsphase angesehen werden kann.
- » Dagegen verlief die zweite, von 1998 bis Mitte 2009 dauernde Phase, deutlich ruhiger. Die Umlaufrendite bewegte sich in einem Band zwischen 3 und 5½ Prozent. Da die Zeit, bis sich der Ausbruch der Finanzmarktkrise in der Umlaufrendite bemerkbar machte, weitgehend frei von größeren Inflationsereignissen und Krisen war, kann sie als „Normalzinsphase“ interpretiert werden.

**Die langfristige Zinsentwicklung lässt sich in drei Phasen einteilen**

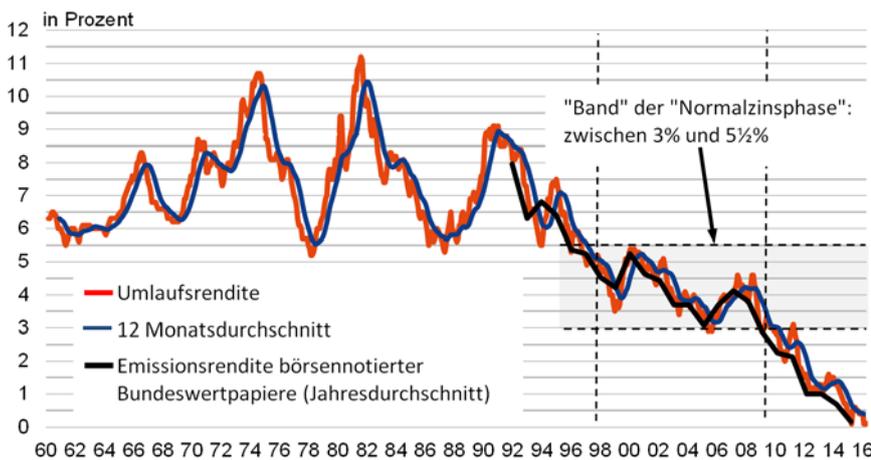
**Phase 1: Krisen-/inflationsbedingt hoher Durchschnittszins**

**Phase 2: Normalzinsphase**

» Die anschließend einsetzende, dritte Phase der Zinsentwicklung ist durch einen starken tendenziellen Zinsrückgang gekennzeichnet, der durch geldpolitische Krisenmaßnahmen verstärkt wurde. Zuletzt wurde sogar eine negative Umlaufrendite gemessen.

**Phase 3: Exterm-Niedrig-Zins**

ZINSENTWICKLUNG\* IN DEUTSCHLAND JANUAR 1960 BIS MÄRZ 2016



\* gemessen an der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten (Monatswerte und Zwölfmonatsdurchschnitt)

Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

Die Emissionsrendite öffentlicher Anleihen hat einen ähnlichen Verlauf. Auch hier lässt sich ein Zinsband von rund 3 bis 5½ Prozent als Normalzins einstufen. Rutscht die durchschnittliche Verzinsung, die der Staat bei der Emission von Anleihen bieten muss, unter die untere Linie dieses Bandes ab, ergibt sich eine Zinersparnis. Die konkrete Höhe der Zinersparnis für den Staat hängt davon ab, um wie viele Basispunkte die Untergrenze des Normalzinsniveaus unterschritten wird, wie hoch das Emissionsvolumen ausfällt und welche Laufzeiten für die Anleihen vorgesehen sind. Mit Hilfe der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank lässt sich auf Basis der ausgewiesenen Emissionen öffentlicher Anleihen und der Emissionsrenditen unter Berücksichtigung der Laufzeiten eine addierte Zinersparnis des Staates im Zeitraum von 2010 bis 2015 von rund 119 Mrd. Euro ermitteln.

**Die Zinersparnis des Staates hängt davon ab, um wie viele Basispunkte die Untergrenze des Normalzinsniveaus unterschritten wird**

**Längerfristig ausgerichtetes System zur Auffüllung des Altersvorsorge-Fonds**

Um eine regelmäßige Auffüllung des Altersvorsorge-Fonds über einen möglichst langen Zeitraum zu erreichen, empfiehlt es sich, dass der Staat immer bei der Emission einer Schuldverschreibung die Verpflichtung eingeht, gleichzeitig mit den Zinszahlungen an die Käufer des Wertpapiers einen festen Prozentsatz der Zinersparnis (Bereitstellungsfaktor) in den Altersvorsorge-Fonds einzuzahlen. 2015 setzte der Bund beispielsweise zehnjährige Bundesanleihen im Volumen von 55,3 Mrd. Euro ab. Die durchschnittliche Emissionsrendite lag in diesem Jahr um rund 2,5 Prozentpunkte unter der Untergrenze des Normalzinsbandes für diese Wertpapiere. Hieraus errechnet sich eine jährliche Zinersparnis von 1,4 Mrd. Euro. Hätte sich der Bund bei Emission der Papiere verpflichtet, zum Beispiel ¼ (Bereitstellungsfaktor) der Zinersparnis an den Altersvorsorge-Fonds zu überweisen, hätte das einen gleichmäßigen Zahlungsstrom mit einem jährlichen Überweisungsvolumen von 350 Mio. Euro zugunsten des AV-Fonds bis ins Jahr 2025 bewirkt. Andere Wertpapiere öffentlicher Emittenten würden je nach Laufzeit und Emissionsvolumen weitere Zahlungs-

**Der Staat sollte sich bei Emission einer Schuldverschreibung verpflichten, einen Teil der Zinersparnis an den AV-Fonds zu überweisen**

ströme auslösen, die im Falle der Erstemission dreißigjähriger Bundesanleihen bis zu drei Jahrzehnte vorhalten.

### **Konzept mit mehreren Vorteilen**

Das hier vorgeschlagene System einer Verpflichtung des Staates, bei Emission von Schuldverschreibungen parallel zu den Zinszahlungen einen fixen Teil der Zinsersparnis an den Altersvorsorge-Fonds zu überweisen, hat mehrere Vorteile:

- » Es generiert über längere Zeiträume kontinuierliche Einzahlungen in den Altersvorsorge-Fonds. Trotzdem verbleibt dem Staat, je nach Bereitstellungsfaktor, ein erheblicher Teil der Zinsersparnis aus Niedrigzinsphasen.
- » Das System ist durch die generierten Zahlungsströme mit einer hohen Planungssicherheit sowohl für den Altersvorsorge-Fonds als auch für die Staatshaushalte verbunden.
- » Es trägt zur Glättung von zinsbedingten Ausgabenschwankungen in den Staatshaushalten bei, indem der Rückgang der Zinsaufwendungen (einschließlich Überweisungen in den AV-Fonds) in Niedrigzinsphasen abgebremst wird. Dafür wird der Anstieg staatlicher Aufwendungen bei steigendem Zins verlangsamt, weil dann weniger oder keine Zahlungen in den Altersvorsorge-Fonds erfolgen.
- » Auch die demographisch bedingte langfristige Ausgabendynamik öffentlicher Haushalte wird abgeschwächt. Weil die gesetzliche Rente nicht mit den allgemeinen Einkommenssteigerungen mithalten kann, drohen langfristig höhere Sozialausgaben. Die staatlich geförderte private Altersvorsorge kann dem entgegenwirken.
- » Gleichzeitig fördert das System die Haushaltsdisziplin in Niedrigzinsphasen. Wenn öffentliche Haushalte durch extrem niedrige oder gar negative Zinsen stark entlastet werden, verleitet das falsche Preissignal niedriger Zinsen zu höheren Ausgaben und grenzwertigen Investitionen. Folgekosten können in Normal- oder Hochzinsphasen die Haushalte überfordern. Überweisungen an den Altersvorsorge-Fonds in Niedrigzinsphasen wirken diesem Problem entgegen.

**Das vorgeschlagene Konzept verbindet mehrere Vorteile:**

**Sichere Zuflüsse in den AV-Fonds**

**Hohe Planungssicherheit**

**Glättung zinsbedingter Ausgabenschwankungen**

**Glättung demographischer Ausgabenschwankungen**

**Förderung der Haushaltsdisziplin**

### **3.2. Altersvorsorge-Fonds**

Das hier vorgeschlagene Konzept sieht die Errichtung eines staatlichen Altersvorsorge-Fonds vor, in den regelmäßig Mittel aus der staatlichen Zinsersparnis überwiesen werden. Aus der so entstehenden Fondsreserve wird die Altersvorsorge-Zulage an die Sparer ausgezahlt.

#### **Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion**

Der Fonds hat vor allem eine Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion. Wenn während der Niedrigzinsphase mehr Mittel in den Fonds fließen, als in der jeweiligen Periode für die Altersvorsorgeförderung der Bürger entnommen werden, wächst die Fondsreserve, verzinst sich, und kann so über einen längeren Zeitraum genutzt werden. „Stellschrauben“ für den Aufbau der Fondsreserve in Niedrigzinsphasen sind auf der Einnahmenseite des Fonds der Bereitstellungsfaktor der staatlichen Zinsersparnis und die Fixierung der unteren Grenze des Normalzinsbandes. Auf der Ausgabenseite wird der Aufbau des Fondsvermögens vor allem von der Höhe der staatlichen Altersvorsorge-Zulage und der Gestaltung einer möglichen einkommensabhängigen Staffelung der Zulagensätze bestimmt.

**Der AV-Fonds hat eine Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion**

**"Stellschrauben" des Kapitalaufbaus sind der Bereitstellungsfaktor, die Untergrenze des Normalzinsbandes und die Zulagenhöhe**

### Kapitalaufbau

In jedem Fall wären die vorgesehenen Förderleistungen, der Bereitstellungsfaktor und die Untergrenze des Normalzinsbandes so zu gestalten, dass dem Altersvorsorge-Fonds während der Niedrigzinsphase spürbar mehr Mittel zufließen, als durch die Gewährung von Altersvorsorge-Zulagen wieder abfließen. Nur dann findet ein Kapitalaufbau statt.

Weitere Einnahmequellen des Fonds könnten von Bürgern aufgebaute und über das System geförderte Altersvorsorge-Vermögen sein, die beim Tod der Altersvorsorge-Sparer nicht oder nicht vollständig durch Rentenleistungen aufgebraucht wurden und für die es keine Erben gibt. Außerdem könnte ggf. das bisherige System der Arbeitnehmer-Sparzulage auf das hier vorgeschlagene System der Altersvorsorge-Sparzulage übertragen und die hierfür eingeplanten Mittel dem AV-Fonds zur Verfügung gestellt werden.

### Abschmelzen der AV-Fondsreserven nach der Niedrigzinsphase

Ein Ende der Niedrigzinsphase ist aktuell nicht absehbar. Bei Realisierung des vorgeschlagenen Konzepts dürften daher über einen längeren Zeitraum immer wieder neue Zahlungsströme aus der Zinsersparnis bei Emission von Staatsanleihen ausgelöst werden. Da die Zahlungsströme, je nach Laufzeit der Anleihen weit in die Zukunft reichen, würden dem Fonds auch nach Ende der Niedrigzinsphase noch für einen begrenzten Zeitraum Mittel zufließen. Allerdings würde der Mittelzufluss, wenn das Zinsniveau ins Normalzinsband zurückkehrt, nach und nach schwächer werden. Ab dem Zeitpunkt, ab dem der Mittelzufluss unter die Auszahlungen für Altersvorsorge-Zulagen absinkt, schrumpft die Fondsreserve. Spätestens wenn diese aufgebraucht ist, wäre der Fonds auf staatliche Zuschüsse angewiesen. Sollte das Zinsniveau dann dauerhaft in oder über das Normalzinsband zurückkehren, könnte der Altersvorsorgefonds keine Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion mehr übernehmen. Bei einem Zinsniveau, das sich dauerhaft über das Normalzinsband verschiebt, wäre eine Neubestimmung des Normalzinsbandes ratsam.

## 3.3. Altersvorsorge-Sparzulage

### Zulagenberechtigung

Das Konzept sieht vor, dass Bürgern, die auf ein anerkanntes Altersvorsorgeprodukt Sparbeträge einzahlen, aus Mitteln des Altersvorsorge-Fonds eine Zulage gewährt wird. Zulagenberechtigt wären grundsätzlich alle Bürger mit Steueridentifikationsnummer, d.h. beispielsweise auch Selbstständige, Beamte, Schüler oder Rentner, die ihre Altersvorsorge aufstocken möchten. Einzahlungen ins Altersvorsorgeprodukt können selbst, vom Arbeitgeber oder von Dritten vorgenommen werden. In diesem Konzept können Eltern bereits bei Geburt eines Kindes einen entsprechenden Vertrag zugunsten des Kindes abschließen, auf den sie oder auch die Großeltern freiwillig Sparbeträge einzahlen.

### Sparzulage

Die vorgesehene Zulage entspricht einem festgelegten Prozentsatz der Sparbeträge eines Jahres (z.B. 10 Prozent). Das förderungsfähige Sparvolumen wird auf einen bestimmten Betrag begrenzt (z.B. auf 1.200,- Euro im Jahr, d.h. bei 10 Prozent Förderung errechnet sich eine maximale Zulage von 120,- Euro im Jahr). Aus sozialpolitischen Gründen empfiehlt sich eine einkommensabhängige Staffelung des Zulagensatzes (z.B. von 15 Prozent für Bürger ohne oder mit sehr niedrigem Einkommen bis zu lediglich 3 Prozent für Bürger mit sehr hohem Einkommen). Die Zulage sollte vom

**Die "Stellschrauben" sind so zu justieren, dass in der Niedrigzinsphase mehr Mittel zu- als abfließen**

**Auch nach der Niedrigzinsphase würden dem AV-Fonds noch längere Zeit Mittel zufließen**

**Zulagenberechtigt wären alle Bürger, die auf ein anerkanntes AV-Produkt einzahlen**

**Aus sozialpolitischen Gründen empfiehlt sich eine einkommensabhängige Staffelung des Zulagensatzes**

Altersvorsorgeprodukt-Anbieter gegen Ende des nachfolgenden Jahres beantragt und auf Basis des Steuerbescheids für das vorausgehende Jahr bewilligt werden.

### 3.4. Altersvorsorge-Produkte

Produkte, die einen langfristigen Kapitalaufbau ermöglichen und die sicherstellen, dass eine Auszahlung erst bei Renteneintritt erfolgt, könnten als förderfähig anerkannt werden. Eine Kapitalgarantie (wie bei der Riester-Rente) sollte jedoch nicht von den Anbietern verlangt werden. Das zeigen die (nicht vorhersehbaren) Erfahrungen mit der Riester-Rente in der Niedrigzinsphase. Eine Übertragung auf ein anderes Altersvorsorge-Produkt oder einen anderen Anbieter sollte jederzeit (im Rahmen der produktspezifischen Kündigungsvereinbarungen) möglich sein. Die Anbieter müssten aber sicherstellen, dass einmal eingezahlte Sparbeträge immer in anerkannten Altersvorsorge-Produkten bleiben und frühestens bei Renteneintritt zur Auszahlung kommen. Der Kapitalaufbau könnte als Geld- oder als Sachvermögensbildung erfolgen.

#### Altersvorsorge als Geldvermögensbildung

Für die Geldvermögensbildung sollten grundsätzlich alle altersvorsorgegeeigneten Anlageformen zulässig sein – also beispielsweise Bankeinlagen, Wertpapierdepots (mit Rentenpapieren, Fonds und anderen geeigneten Wertpapieren), Lebensversicherungen und Pensionsversicherungen, Immobilienfonds, Genossenschaftsanteile und Beteiligungen. Denkbar ist auch die Aufstockung einer kapitalgedeckten Betriebsrente durch eigene Beiträge, die mit der Altersvorsorge-Zulage gefördert wird. Die Anbieter müssten in jedem Fall sicherstellen, dass die Anlage altersvorsorgegeeignet ist, dem Kapitalaufbau dient, ein Wechsel des Produkts oder des Anbieters jederzeit möglich ist und eine Auszahlung erst nach Renteneintritt erfolgt.

#### Altersvorsorge als Sachvermögensbildung

Die Altersvorsorge durch Sachvermögensbildung wäre durch den kreditfinanzierten Erwerb einer Immobilie möglich. Das betrifft vor allem selbstgenutztes Wohneigentum. Aber grundsätzlich spricht auch nichts gegen den Erwerb einer Mietwohnung oder Gewerbeimmobilie. Die Altersvorsorge-Zulage würde die kreditgebende Bank als Zuschuss zur Tilgungsleistung beantragen. Die Zweckbindung als Altersvorsorge-Variante sollte durch einfachen Vermerk im Grundbuch dokumentiert werden. Bei Verkauf der Immobilie wäre das geförderte Sparvolumen auf ein anderes Altersvorsorgeprodukt zu übertragen und der Grundbucheintrag könnte gelöscht werden.

### 3.5. Renten-Auszahlung

Auszahlungen von Altersvorsorgeprodukten wären frühestens bei Renteneintritt möglich. Die Auszahlung könnte entweder als Verrentung des angesparten Kapitals oder über einen langfristigen Auszahlungsplan erfolgen (z.B. gleichmäßige Zahlbeträge verteilt auf die durchschnittliche Restlebenserwartung plus Sicherheitspuffer). Es wäre auch denkbar, dass ein begrenzter Teil des angesparten Volumens (z.B. ¼) direkt bei Renteneintritt ausgezahlt wird, um Investitionen oder Anschaffungen, die mit den veränderten Lebensumständen in Zusammenhang stehen, finanzieren zu können.

Sollten Altersvorsorgeprodukte beim Tod des Berechtigten noch nicht oder noch nicht vollständig zur Auszahlung gekommen sein, würde eine Übertragung auf die Altersvorsorgeprodukte der Erben erfolgen. Ist das nicht möglich, wäre eine Übertragung auf den staatlichen Altersvorsorge-Fonds vorgesehen.

**Anbieter müssen sicherstellen, dass eingezahlte Sparbeträge immer in anerkannten Altersvorsorge-Produkten bleiben**

**Grundsätzlich sollten alle altersvorsorgegeeigneten Produkte zulässig sein**

**Altersvorsorge wäre auch durch den kreditfinanzierten Erwerb einer Immobilie möglich**

**Auszahlungen wären frühestens bei Renteneintritt möglich**

**Restvermögen von Vorsorgesparern ohne Erben fallen beim Tod dem AV-Fonds zu**

### 3.6. Besteuerung

Eine nachgelagerte Besteuerung (Einzahlungen aus nicht versteuertem Einkommen, Versteuerung der Rentenauszahlungen) hätte den Vorteil eines höheren Sparanreizes und des Zinseszineffekts auf den Steuervorteil bei Einzahlung.

## 4. EINBINDUNG IN DIE SYSTEMATIK DER SPARFÖRDERUNG

Die vorgeschlagene staatliche Altersvorsorge-Sparzulage könnte die bisherige Arbeitnehmer-Sparzulage ersetzen. Hiervon kann man sich eine nachhaltigere langfristige Sparmotivation erhoffen. Die Sparziele der Bürger wären so stärker auf das wichtige Thema Altersvorsorge fixiert.

Nicht nur die bisher Berechtigten, sondern alle Bürger könnten in den Genuss einer Förderung kommen. Langfristig wäre eine Verschmelzung mit der Riester-Rente sinnvoll.

## 5. VORTEILE DES KONZEPTS

### Für den Staat

Durch das Zwischenschalten eines Altersvorsorge-Fonds werden Unterschiede zwischen Mittelaufkommen aus der Zinsersparnis des Staates und Mittelverwendung für die Altersvorsorge-Zulage gepuffert. Dadurch verteilen sich die zur Verfügung stehenden Fördermittel besser über die Zeit. Die Planungssicherheit nimmt zu und zusätzlicher Mittelbedarf bei später einmal ausbleibenden Zuflüssen in der Zeit nach der Niedrigzinsphase ist frühzeitig absehbar. Ansonsten sind vor allem auch die bereits erwähnten haushaltspolitischen Vorteile des Konzepts hervorzuheben (vgl. Abschnitt 3.1.).

### Für die Anbieter

Für Anbieter und Kunden ist das Konzept mit geringem bürokratischem Aufwand verbunden. Das betrifft vor allem die Beantragung von Zulagen, weil alle Bürger zulagenberechtigt sind und die Zulagen rückwirkend beantragt werden. Der Anbieter müsste lediglich eine Liste mit Steueridentifikationsnummern und jeweiligem Sparvolumen an die Zulagenstelle übermitteln. Auf Basis der Einkommensteuerbescheide würde die Zulagenstelle die individuellen Zulagensätze und die entsprechende Zulagen ermitteln und an den Anbieter überweisen, der sie den Verträgen gutschreibt. Nachträgliche Kürzungen der Zulage oder Rückforderungen wegen fehlender Berechtigung sind i.d.R. nicht erforderlich und dementsprechend auch nicht die erneute Antragstellung bei rückgebuchten Zulagen. Weitere Vorteile für die Anbieter sind sehr langfristige Kunden- und Vertragsbeziehungen. Außerdem sind keine Kapitalgarantien vorgesehen, die bei bestimmten Produkten in Phasen mit Niedrig- oder Negativzins kaum möglich sind.

### Für die Kunden

Auch die Kunden profitieren vom geringen bürokratischen Aufwand: Für sie übernimmt der Anbieter die Beantragung der Zulagen. Alle Bürger, die in ein anerkanntes Produkt einzahlen, erhalten eine Zulage. In Lebensphasen mit niedrigerem Einkommen (z. B. Kinder, Schüler, Auszubildende und Studenten, oder während einer Arbeitslosigkeit) fällt die Zulage höher aus. In Lebensphasen mit höherem Einkommen gibt es dafür weniger Zulage. Es besteht i.d.R. kein Zweifel, ob Altersvorsorgesparer zum Berechtigtenkreis zählen, sondern allenfalls in Ausnahmefällen über die ein-

**Die Altersvorsorge-Sparzulage könnte die bisherige Arbeitnehmer-Sparzulage ersetzen**

**Unterschiede zwischen Mittelaufkommen und Mittelverwendung werden gepuffert**

**Für Anbieter und Kunden ist das Konzept mit geringem bürokratischem Aufwand verbunden**

**Anbieter haben den Vorteil einer langfristigen Kundenbeziehung**

**Alle Bürger, die in ein anerkanntes Produkt einzahlen, erhalten eine Zulage**

kommensabhängige Höhe der Zulage (wenn kein Einkommensbescheid für das vorletzte Jahr vorliegt).

Ein entscheidender Vorteil ist, dass sehr lange Ansparzeiträume möglich sind – wenn sich die Eltern darum kümmern, von Geburt an. So kann generationenübergreifend Vorsorge betrieben werden. Auch mit kleineren Sparbeträgen oder bei Ausfallzeiten ist eine beträchtliche Vorsorge möglich. Trotz der langen Bindung besteht jedoch ein Anreiz zum Einstieg in die vorgeschlagene Altersvorsorge durch die hohe Flexibilität der Produkte: Es ist jederzeit ein Produkt- oder Anbieterwechsel möglich und Einzahlungen auf die Verträge können individuell bestimmt und bei Bedarf ausgesetzt werden. Darüber hinaus sind Einzahlungen des Arbeitgebers oder von Dritten möglich. Das erleichtert den Einstieg in die Eigenvorsorge, vor allem wenn bei Berufseintritt bereits ein im Kindesalter eingerichteter und besparter Vertrag vorliegt.

**Auch mit kleinen Sparbeträgen ist dank langer Ansparzeiträume eine beträchtliche Vorsorge möglich**

## 6. QUANTIFIZIERUNG DER FINANZIELLEN WIRKUNG

### Zinsersparnis des Staates

Es gibt unterschiedliche Herangehensweisen zur Ermittlung der Zinsersparnis, die jedoch vergleichbare Eindrücke von der groben Dimension der Kostensenkung beim deutschen Staat durch die Niedrigzinsphase vermitteln.

Wie eingangs bereits berichtet, errechnete das Institut für Weltwirtschaft in Kiel vor einiger Zeit kumulierte Einsparungen bei der Zinslast des Bundes aus Neuemissionen von Anleihen der Jahre 2009 bis 2014. Danach ergaben sich bei diesen Emissionen Einsparungen durch das Niedrigzinsniveau im Vergleich zur hypothetischen Zinslast bei Normalzinsniveau (Durchschnittszins unterschiedlicher Anleihen der Jahre 1999 bis 2008) in Höhe von knapp 80 Mrd. Euro für die Jahre 2009 bis 2015. Danach ebbt die Zinsersparnis wieder ab. Für die Zeit bis 2030 errechnen die Kieler eine kumulierte Zinsersparnis aus den betrachteten Emissionen von 160 Mrd. Euro.

Wie bereits erwähnt, haben wir mit Hilfe der Kapitalmarktstatistik der Bundesbank auf Basis aller Emissionen öffentlicher Anleihen (Bund, Länder und Gemeinden) in den Jahren 2010 bis 2015 ebenfalls eine grobe Einschätzung der kumulierten Zinsersparnis vorgenommen. Danach ergibt sich im Vergleich zur hypothetischen Zinslast bei einem Zinsniveau an der Untergrenze des von uns definierten Normalzinsbandes für diese Anleihen eine Ersparnis des Staates im Zeitraum von 2010 bis 2015 von rund 119 Mrd. Euro.

**Die Zinsersparnis des Staates aus Anleihe-Emissionen der Jahre 2010 bis 2015 liegt bei rund 119 Mrd. Euro**

Die Ergebnisse der Berechnungen hängen davon ab:

- » was als Referenz- bzw. Normalzinsniveau angenommen wird,
- » welchen Emissionszeitraum man für die betrachteten Anleihen wählt und
- » welche Wertpapiere und öffentlichen Emittenten mit einbezogen werden.

Unabhängig von der Berechnungsmethode ergeben sich allerdings immer Ergebnisse, bei denen es haushaltspolitisch vollkommen unrealistisch ist, dass der Staat Mittel in dieser Größenordnung für eine Altersvorsorge-Zulage bereitstellt. Wie nachfolgende Szenario-Berechnungen zum Zulagenvolumen zeigen, ist das allerdings auch nicht notwendig.

### Zulagenvolumen, Vermögensaufbau und Auszahlbeträge

Die von einem staatlichen Altersvorsorge-Fonds aufzubringenden Fördermittel für die Altersvorsorge-Zulage hängen insbesondere vom Zulagensatz, der Fördergrenze und der Akzeptanz des Systems durch die Bevölkerung ab. Bei einer einkommensabhängigen Zulagenstaffelung haben zudem die eingezogenen Einkommensgrenzen Einfluss auf das vom Altersvorsorge-Fonds aufzubringende jährliche Gesamtvolumen der Zulagen. Für die nachfolgenden Berechnungen wird der Einfachheit halber jedoch jeweils ein einheitlicher Zulagensatz für alle Bürger angenommen.

In Szenario 1 haben wir einen Zulagensatz von 10 Prozent und eine Fördergrenze von bis zu 1.200 Euro im Jahr angenommen. Wenn ein Altersvorsorgesparer die Fördergrenzen voll ausnutzt, errechnet sich ein monatlicher Sparbetrag von 100 Euro und eine Jahreszulage von 120 Euro, die der Sparer neben seinen eigenen Sparbeträgen gutgeschrieben bekommt. Wenn man weiter davon ausgeht, dass aus der Bevölkerung im Alter bis 65 Jahre (ca. 63,9 Mio. Personen) 70 Prozent anerkannte Altersvorsorgeverträge abschließen und bis zur Fördergrenze besparen, belastet das den Altersvorsorge-Fonds mit einem jährlich auszahlenden Gesamtvolumen an Zulagen in Höhe von rund 5,4 Mrd. Euro. Bei einer schwächeren Akzeptanz durch die Bevölkerung fällt die Belastung für den Altersvorsorge-Fonds entsprechend geringer aus. Sollte ein Sparer 40 Jahre bis zur Fördergrenze Sparbeiträge leisten, ergibt sich bei einer angenommenen Kapitalverzinsung von 2 Prozent ein Endvermögen von rund 79.900 Euro, das für Rentenzahlungen zur Verfügung steht. Verteilt man diesen Betrag bei weiterhin 2 Prozent Verzinsung über eine 20jährige Rentenphase, ergibt sich ein gleichbleibender monatlicher Auszahlungsbetrag von rund 400 Euro.

In den weiteren Szenarien wurden geringere Zulagensätze und niedrigere Fördergrenzen angenommen. Als Folge dürfte auch die Akzeptanz in der Bevölkerung zurückgehen. Hieraus ergeben sich deutlich geringere Belastungen für den Altersvorsorge-Fonds durch abfließende Zulagenmittel, aber auch ein schwächerer Vermögensaufbau und später kleinere Auszahlungsbeträge in der Rentenphase der Vorsorger.

**Die aufzubringenden Fördermittel hängen vom Zulagensatz, der Fördergrenze und der Akzeptanz durch die Bevölkerung ab**

**In einem optimistischen Szenario mit hoher Akzeptanz durch die Bevölkerung errechnet sich ein Fördervolumen von 5,4 Mrd. Euro im Jahr**

**In weniger optimistischen Szenarien mit kleineren Zulagen und engeren Fördergrenzen dürfte die Akzeptanz schwächer ausfallen**

### FINANZIELLE ABSCHÄTZUNG DER VORGESCHLAGENEN ALTERSVORSORGE-SPARZULAGE

	jährliche Fördergrenze	monatlicher Sparbetrag	Zulagensatz*	angenommene Akzeptanz**	jährliche Förderung je Vorsorger	jährliches Gesamtvolumen der Zulagen	Endvermögen des Vorsorgers bei 40 Jahren Ansparzeit***	monatlicher Auszahlungsbetrag bei 20 Jahren Rentenphase****
Szenario 1	1.200,- €	100,- €	10 %	70 %	120,- €	5.368 Mio. €	79.700 €	400,- €
Szenario 2	900,- €	75,- €	7 %	50 %	63,- €	2.013 Mio. €	58.200 €	290,- €
Szenario 3	600,- €	50,- €	5 %	30 %	30,- €	575 Mio. €	38.100 €	190,- €
Szenario 4	600,- €	50,- €	10 %	70 %	60,- €	2.684 Mio. €	39.900 €	200,- €

\*vereinfachte Annahme eines einheitlichen Zulagensatzes; bei einkommens-/kinderabhängiger Staffelung hängen Förderbeträge, Zulagenvolumen und Endvermögen des Vorsorgers von der Gestaltung der Einkommensgrenzen/Kinderzuschläge für die gestaffelten Zulagensätze ab \*\*in Prozent der Bevölkerung bis zum Alter von 65 Jahren (63,9 Millionen Personen Ende 2013) \*\*\*unter der Annahme, dass die Fördergrenze voll ausgeschöpft und das angesparte Vermögen mit durchschnittlich 2 Prozent verzinst wird \*\*\*\*hier Annahme einer Auszahlung des angesparten Endvermögens über einen Zeitraum von 20 Jahren in gleichbleibenden monatlichen Beträgen bei 2 Prozent Verzinsung des Restvermögens  
Quelle/Berechnungen: DZ BANK AG

## 7. FAZIT

Die Studie präsentiert einen Vorschlag, wie der Staat Mittel aus der Ausgabenentlastung durch die Niedrigzinsphase nutzen könnte, um die private Altersvorsorge der Bürger zu fördern.

Zentrales Element des Konzepts einer staatlichen Altersvorsorge-Zulage ist die Einrichtung eines Altersvorsorge-Fonds. Der Fonds soll aus der Zinsersparnis bei der Emission öffentlicher Anleihen gespeist werden und die Auszahlung von Altersvorsorge-Sparzulagen an die berechtigten Sparer leisten. Im Gegensatz zu anderen Spar- bzw. Vorsorgekonzepten soll die hier vorgeschlagene Altersvorsorge-Zulage allen Bürgern von Geburt an offen stehen. Sozialpolitische Aspekte finden in Form einer einkommensabhängigen Staffelung der Zulagensätze Berücksichtigung. Als Vorsorgeprodukte sind grundsätzlich alle geeigneten Geldanlageformen sowie der Erwerb von Immobilieneigentum vorgesehen. Ein Wechsel zwischen Anlageformen und Anbietern soll jederzeit möglich sein. Das angesparte Vorsorgevermögen kommt frühestens bei Renteneintritt zur Auszahlung – entweder als lebenslange Rente oder in Form gleichmäßiger Auszahlungsbeträge.

Das hier vorgeschlagene Konzept unterscheidet sich von anderen Systemen durch die Zwischenschaltung eines Fonds. Das hat den Vorteil einer Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion und verbessert die Planungssicherheit. Gleichzeitig werden zinsbedingte Schwankungen im Staatshaushalt geglättet. Für die Kunden hat das Konzept nicht nur den Vorteil geringer Bürokratie, hoher Transparenz und eines einfachen Produkt- oder Anbieterwechsels. Es bietet vor allem auch die Möglichkeit, dass Eltern bereits für ihre Kinder entsprechende Verträge abschließen und besparen. Das erleichtert den Einstieg in die private Altersvorsorge und ermöglicht sehr lange Ansparzeiträume. Dadurch ist es möglich, auch mit kleinen Sparbeträgen oder bei Ausfallzeiten beträchtliche Altersvorsorge-Vermögen aufzubauen.

Die vorgeschlagene Altersvorsorge-Sparzulage sollte die bestehende Arbeitnehmer-Sparzulage ablösen. Das hätte den Vorteil, dass die staatlichen Fördermittel zielgerichtet auf das wichtige Sparziel Altersvorsorge gelenkt werden und, dass die Förderung nicht auf bestimmte Bevölkerungsgruppen beschränkt bleibt. Langfristig wäre die Riester-Rente mit dem hier vorgeschlagenen System zu verschmelzen.

**Zentrales Element des Konzepts ist die Einrichtung eines Altersvorsorge-Fonds**

**Die Altersvorsorge-Sparzulage sollte allen Bürgern von Geburt an offen stehen**

**Der Altersvorsorge-Fonds hat Puffer- und Kapitalakkumulationsfunktion; zinsbedingte Schwankungen im Staatshaushalt werden geglättet**

**Auch mit kleinen Sparbeträgen oder Ausfallzeiten lassen sich beträchtliche Vorsorgevermögen aufzubauen**

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** + 49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Lars Hille, Wolfgang Köhler, Karl-Heinz Moll, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Helmut Gottschalk

**Sitz der Gesellschaft:** Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

**Aufsicht:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

**Sicherungseinrichtungen:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

**Verantwortlich für den Inhalt:** Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2016 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

## II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese *Sonstige Research-Information* wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

1.2 *Sonstige Research-Informationen* sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut | Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch:

- **Europäische Zentralbank - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)**  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)**  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

### 3. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 3.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser *Policy*, die **kostenfrei** unter **[www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben)** eingesehen und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend angegeben.
- 3.2 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 3.3 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als

Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch organisatorische Maßnahmen vermieden.

## 4. Nutzung von Sonstigen Research-Informationen

### 4.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden in Deutschland**. Sie sind grundsätzlich **auch für Privatkunden in Deutschland geeignet, wenn der jeweilige Privatkunde über übliche Kenntnisse und Erfahrungen** in Bezug auf den jeweiligen **Analysegegenstand der Sonstigen Research-Informationen** verfügt. Eine Weitergabe von Sonstigen Research-Informationen an Privatkunden erfolgt in der Regel durch die örtliche Volksbank Raiffeisenbank oder Kooperationsbank.

### 4.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

## 5. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.

## III. DISCLAIMER

1. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Es ist daher grundsätzlich nicht für Privatkunden geeignet, es sei denn, es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet.
- Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Verteilung an die vorgenannten Adressaten in Deutschland genehmigt.
- Ist dieses Dokument in Absatz 1.1 der Pflichtangaben ausdrücklich als „Finanzanalyse“ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
- In die Republik Singapur darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
- In die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
- Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unter-

nehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittenten oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

#### Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

**Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.**