

Rente aus Kapital: Wie Pensionskassen in den USA, Japan und Europa anlegen — und was private Anleger daraus lernen können

Roland Rupprechter¹

September 2026

Abstract

Gegenstand dieser Arbeit sind die Pensionskassen der großen Industrieländer — mit zusammen mehr als 68 Billionen US-Dollar die schwerste Anlegergruppe der Welt. Die Arbeit vergleicht, wie die kapitalgedeckte Altersvorsorge in den USA, in Japan und in Europa aufgestellt ist: wie sich staatliche, betriebliche und private Vorsorge unterscheiden, wer wen wie hoch steuerlich begünstigt und warum die Aktienquoten regional so weit auseinanderliegen — von 25 Prozent in Japan über 27 bis 29 Prozent in den Niederlanden, im Vereinigten Königreich und in der Schweiz bis zu 50 Prozent in den USA und 52 Prozent in Australien.

Ein eigenes Kapitel gilt der Schweiz: Dort veranlassen die Unternehmen über ihre Vorsorgeeinrichtungen das Pensionskapital ihrer Beschäftigten selbst, der Arbeitgeber trägt mindestens die Hälfte der Beiträge, und das Vorsorgevermögen erreicht mit über 1.220 Milliarden Franken 152 Prozent der Wirtschaftsleistung — den höchsten Wert der Welt. Beschrieben wird auch die Vergabep Praxis: Viele Kassen schreiben ihre Vermögensverwaltung extern aus, Controlling-Häuser werten die Mandate halbjährlich oder jährlich in Ranglisten aus, und wer zuletzt liegt, verliert das Mandat — ein Windhundrennen, das die Anlagedisziplin entlang der Anlagestrategie spürbar erhöht. Ergänzend zeigt die Arbeit, dass auch Staaten und Notenbanken als Wertpapieranleger auftreten — von Japans Pensionsreservfonds über die Schweizerische Nationalbank mit einem Viertel ihrer Devisenanlagen in Aktien bis zur Bank of Japan, die ihre

¹Roland Rupprechter, Economic Research, R&B Wealth Management, Kreuzgasse 1a, 6850 Dornbirn; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management. Email: roland.rupprechter@rbvm.at.
Erklärung zum Einsatz von KI-Tools: Diese Arbeit entstand unter punktuelltem Einsatz der KI Claude (Anthropic). Inhaltliche Kernleistungen – darunter die Forschungsfrage, das Ziel, die Methodik, die Datenanalyse, sämtliche Berechnungen sowie das Fachwissen und das Layout – wurden vom Autor komplett eigenständig erbracht. Claude diente unter Anleitung als Assistenzwerkzeug zur Unterstützung bei der Recherche, zur Textkürzung, zur Überprüfung von Herleitungen sowie zum Abgleich von Quellen. Manche KI-generierte Textpassagen wurden vom Autor intensiv geprüft und erst nach Erreichen der inhaltlichen Ziele integriert. Zuletzt wurde das System für das Lektorat (Rechtschreibung und akademischer Stil) genutzt. Der Autor trägt die alleinige Verantwortung für den Inhalt der Arbeit.

Aktienfondsbestände erst über Generationen abbauen wird —, während Staaten ihre fälligen Anleihen laufend durch neue ersetzen.

Für private Anleger werden konkrete Folgerungen abgeleitet: Zuschüsse des Arbeitgebers sind die sicherste Rendite überhaupt und gehören vor jeder anderen Anlage ausgeschöpft; steuerlich geförderte Gefäße lohnen in fast jeder Lebenslage; die Aktienquote gehört an den Anlagehorizont gebunden — hoch in jungen Jahren, planvoll sinkend zum Rentenbeginn; und die wichtigste institutionelle Tugend, die regelmäßige überprüfbare Kontrolle der eigenen Anlagen entlang einer schriftlichen Strategie, kostet nichts.

Keywords: Pensionskassen · Altersvorsorge · Kapitaldeckung · Aktienquote · Berufliche Vorsorge · Steuerliche Förderung · Notenbanken.

JEL codes: G11, G23, H55, J32.

Nicht-technische Zusammenfassung

Kaum ein Vermögen betrifft so viele Menschen wie das der Pensionskassen: Mehr als 68 Billionen US-Dollar liegen weltweit in der kapitalgedeckten Altersvorsorge — Geld, das Beschäftigte und Arbeitgeber über Jahrzehnte einzahlen, damit daraus einmal Renten werden. Diese Arbeit vergleicht die drei großen Vorsorgewelten: die USA, wo die private Kapitaldeckung die Hauptlast trägt und die Aktienquote am oberen Rand liegt; Japan, wo der staatliche Reservefonds GPIF als größter Pensionsfonds der Welt nach fester Regel anlegt; und Europa, wo zwischen den Niederlanden, Großbritannien, Deutschland, Österreich und der Schweiz ganz unterschiedliche Wege gewachsen sind.²

Die Unterschiede sind lehrreich. Die staatliche Rente ist fast überall eine Umlage: Die Beiträge der Arbeitenden werden unmittelbar an die Rentner ausgezahlt, angelegt wird wenig bis nichts — die amerikanische Sozialversicherung hält ihre Reserve ausschließlich in Schuldscheinen des eigenen Staates. Die betriebliche und private Vorsorge dagegen ist Kapitalanlage im großen Stil, und dort entscheidet die Aktienquote über das Ergebnis: Amerikanische Vorsorgevermögen stecken zur Hälfte in Aktien, japanische zu einem Viertel — entsprechend unterschiedlich fallen die Erträge über lange Zeiträume aus. Der Staat fördert das Vorsorgespahren überall mit Steuervorteilen, aber verschieden großzügig; die Arbeit stellt die Regeln der fünf Länder nebeneinander.

Besonders ausführlich behandelt die Arbeit die Schweiz. Ihr Modell — jedes Unternehmen sorgt über eine eigene oder eine gemeinschaftliche Pensionskasse für seine Beschäftigten vor, der Arbeitgeber zahlt mindestens die Hälfte der Beiträge, oft freiwillig mehr — hat das höchste Vorsorgevermögen der Welt im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung geschaffen. Viele Kassen vergeben die Verwaltung über Ausschreibungen an externe Häuser und lassen die Mandate von Controlling-Firmen halbjährlich oder jährlich in Ranglisten vergleichen; wer hinten liegt, verliert das Mandat. Dieses Windhundrennen, das der Autor aus eigener Berufspraxis kennt, hält die Verwalter diszipliniert an der vereinbarten Anlagestrategie — und ist zugleich ein Lehrstück über Nutzen und Grenzen des Leistungsvergleichs.

Am Ende steht der Ertrag für den privaten Anleger: Private Vorsorge rentiert sich zuerst dort, wo ein Arbeitgeber mitzahlt — ein Zuschuss von fünfzig oder hundert Prozent auf den eigenen Beitrag ist eine Rendite, die kein Markt bietet; in der Schweiz verdoppeln einzelne Häuser, namentlich Banken, die Beiträge für Kader freiwillig. Danach zählt die Steuerersparnis der geförderten Gefäße, die je nach Land und Steuersatz mehrere tausend Euro oder Franken im Jahr erreicht. Für die Anlage selbst gilt die Regel der Lebenszyklustheorie: hohe Aktienquote, solange der Rentenbeginn fern ist, schrittweiser

² Vermögen: Thinking Ahead Institute (2026), 22 größte Märkte per Ende 2025: 68.274 Milliarden US-Dollar.

Abbau danach — und im Alter eine ehrliche Entscheidung zwischen Rente und Kapitalbezug.³

³ Zur Portfoliowahl über den Lebenszyklus grundlegend Samuelson (1969) und Merton (1969); den Altersbezug begründen erst Bodie, Merton und Samuelson (1992); zur Verrentung Yaari (1965).

Inhalt

Nicht-technische Zusammenfassung	3
1 Einleitung	6
2 Umlage, Kapitaldeckung und drei Ebenen der Vorsorge	7
3 USA: Kapitaldeckung als Volkssport	9
3.1 Die staatliche Rente: Umlage mit Schuldschein-Reserve.....	9
3.2 401(k) und IRA: die private Hauptlast	10
3.3 Warum Amerika die höchste Aktienquote hält	11
4 Japan: der größte Pensionsfonds der Welt.....	11
4.1 GPIF: Anlegen nach Verfassung der Viertel	11
4.2 iDeCo und NISA: Japans späte Steuerwende.....	12
5 Europa: Vielfalt zwischen Umlage und Kapital	13
5.1 Niederlande und Vereinigtes Königreich	13
5.2 Deutschland und Österreich: Umlage mit Beiwerk	13
5.3 Die Aktienquote als Regionenfrage	14
6 Die Schweiz: Vorsorge als Sache des Unternehmens.....	16
6.1 Das Modell: Pflicht, paritätisch, unternehmensnah	16
6.2 Ausschreibung, Rangliste, Windhundrennen.....	17
7 Legen auch Staaten und Notenbanken an?	19
7.1 Staatliche Reservefonds: Ja — und nach Regeln.....	19
7.2 Staaten als Schuldner: das ewige Rollen	20
7.3 Notenbanken: Anleger wider Willen — und mit Absicht.....	20
8 Folgerungen für private Anleger	22
8.1 Ab wann sich private Vorsorge rentiert	22
8.2 Welche Aktienquote in welchem Alter	23
8.3 Was sich vom Windhundrennen kopieren lässt	25
9 Fazit	25
Literaturverzeichnis	27
Disclaimer	31

1 Einleitung

Die Rente ist ein Anlageproblem. Was immer ein Land seinen Alten verspricht, muss aus zwei Quellen kommen: aus den laufenden Beiträgen der Arbeitenden — der Umlage — oder aus einem Kapitalstock, der über Jahrzehnte angespart und angelegt wurde. Wie groß dieser Kapitalstock ist, wie er sich auf staatliche, betriebliche und private Träger verteilt und wie er angelegt wird, unterscheidet die großen Industrieländer tiefer als fast jede andere wirtschaftspolitische Frage: Zwischen Japan, dessen Pensionsvermögen zu einem Viertel in Aktien liegt, und dem amerikanischen 401(k)-Sparer, dessen Zielerterminals in jungen Jahren zu neunzig Prozent aus Aktien besteht, liegen Welten — und Billionen.⁴

Die Größenordnungen rechtfertigen den genauen Blick. Die 22 größten Pensionsmärkte der Welt verwalteten Ende 2025 rund 68.274 Milliarden US-Dollar — mehr als die Staatsfonds und die Universitätsstiftungen zusammen, die der Autor an anderer Stelle untersucht hat. Zwei Drittel dieses Vermögens liegen in den Vereinigten Staaten; auf die sieben größten Märkte — USA, Kanada, Japan, Vereinigtes Königreich, Australien, Niederlande und Schweiz — entfallen 91 Prozent. Gemessen an der eigenen Wirtschaftsleistung führt freilich ein kleines Land: Die Schweiz hält Pensionsvermögen von 152 Prozent ihres Bruttoinlandsprodukts — Weltspitze — und wird deshalb in dieser Arbeit besonders ausführlich behandelt.⁵

Diese Arbeit verfolgt vier Ziele. Erstens ordnet sie die Systeme: Was leistet die staatliche Rente, was die betriebliche, was die private Vorsorge — und wer begünstigt wen steuerlich in welcher Höhe? Zweitens vergleicht sie die Anlagepolitik der Regionen, allen voran die Aktienquoten, und erklärt deren Ursachen. Drittens beschreibt sie zwei gern übersehene Anlegergruppen: die Reservefonds der Staaten und die Notenbanken, die teils selbst große Wertpapierbestände halten — und sie grenzt beide vom Schuldenmanagement der Staaten ab, die fällige Anleihen laufend durch neue ersetzen. Viertens übersetzt sie die Beobachtungen in Folgerungen für private Anleger: ab wann sich private Vorsorge rentiert, welche Aktienquote in welches Lebensalter gehört und was von der Disziplin der Institutionen kopierbar ist.⁶

Der Gang der Untersuchung: Kapitel 2 ordnet Begriffe und Größenordnungen — Umlage und Kapitaldeckung, Leistungszusage und Beitragszusage, die drei

⁴ Die klassische Begründung des Vorsorgespargens liefert die Lebenszyklushypothese von Modigliani und Brumberg (1954): Menschen glätten ihren Verbrauch über das Leben, indem sie im Erwerbsalter Vermögen aufbauen und im Alter verzehren.

⁵ Thinking Ahead Institute (2026); Vermögen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt per Ende 2024: Schweiz 152 Prozent, Kanada 148, Australien 146, Niederlande 143, USA 130 (Thinking Ahead Institute, 2025). Zu Staatsfonds und Stiftungen Rupprechter (2026d).

⁶ Die Arbeit setzt die Reihe des Autors zu institutionellen Anlegern fort: Rupprechter (2026d) zu Kirchen, Staatsfonds und Universitätsstiftungen; Rupprechter (2026c) zur Vermögensweitergabe zwischen den Generationen.

Vorsorgeschichten. Kapitel 3 behandelt die USA, Kapitel 4 Japan, Kapitel 5 Europa mit den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich, Deutschland, Österreich und Schweden. Kapitel 6 gilt der Schweiz und ihrem Modell der unternehmensnahen Vorsorge einschließlich der Vergabep Praxis mit Ausschreibung, Rangliste und Windhundrennen. Kapitel 7 fragt, ob auch Staaten und Notenbanken Wertpapiere halten. Kapitel 8 zieht die Folgerungen für private Anleger, Kapitel 9 schließt.

2 Umlage, Kapitaldeckung und drei Ebenen der Vorsorge

Fast alle Alterssicherungssysteme der Industrieländer ruhen auf drei Ebenen, die im deutschen Sprachraum als Säulen bezeichnet werden — die Schweiz hat das Drei-Säulen-Prinzip 1972 sogar in die Bundesverfassung geschrieben. Die erste, staatliche Ebene ist fast überall eine Umlage: Die Beiträge der heute Arbeitenden fließen unmittelbar als Renten an die heute Alten; angelegt wird allenfalls eine Schwankungsreserve. Die zweite Ebene ist die betriebliche Vorsorge — vom Arbeitgeber organisiert, in manchen Ländern Pflicht, in anderen freiwillig. Die dritte Ebene ist die private, steuerlich geförderte Vorsorge des Einzelnen. Kapitalgedeckt und damit Gegenstand dieser Arbeit sind vor allem die zweite und die dritte Ebene; Tabelle 1 zeigt, wo dieses Kapital liegt.⁷

Die Wurzeln der beiden Wege reichen weit zurück. Die Umlage geht auf Bismarcks Invaliditäts- und Altersversicherung von 1889 zurück, die erste staatliche Rente der Welt, und wurde nach 1945 in Kontinentaleuropa zum beitragsbezogenen Normalfall; das angelsächsische Gegenmodell nach Beveridge setzt auf eine knappe staatliche Grundsicherung und überlässt den Lebensstandard der betrieblichen und privaten Kapitaldeckung. Diese alte Weichenstellung wirkt bis in die Tabellen dieser Arbeit: Länder der Bismarck-Tradition — Deutschland, Österreich, auch Japan — halten kleine Kapitalstöcke und hohe Umlageversprechen, Länder der Beveridge-Tradition — die USA, das Vereinigte Königreich, Australien, die Niederlande, die Schweiz — haben Pensionsvermögen von der Größe ihrer Volkswirtschaft angesammelt. Rentenpolitik ist Pfadabhängigkeit: Was ein Land vor Generationen entschied, bestimmt heute, wem seine Alten ihr Einkommen verdanken — den Beitragszahlern oder den Kapitalmärkten.⁸

⁷ Feldstein (1974) hat früh untersucht, wie eine umlagefinanzierte Sozialversicherung das private Sparen verdrängt; die Debatte über sein Ergebnis dauert bis heute an.

⁸ Zur Verdrängungswirkung der Umlage auf das private Sparen grundlegend Feldstein (1974); die Vermögensrelationen nach Thinking Ahead Institute (2025).

Tabelle 1: Die größten Pensionsmärkte der Welt (Ende 2025)

Markt	Vermögen, Mrd. USD	Anteil an den 22 größten	Vermögen in Prozent des BIP*
USA	44.900	65,8 %	130 %
Kanada	3.755	5,5 %	148 %
Japan	3.414	5,0 %	81 %
Vereinigtes Königreich	3.065	4,5 %	88 %
Australien	2.045	3,0 %	146 %
Niederlande	1.707	2,5 %	143 %
Schweiz	1.365	2,0 %	152 %
22 größte Märkte gesamt	68.274	100 %	—

Quelle: Thinking Ahead Institute (2026), Global Pension Assets Study; eigene Zusammenstellung.

Notes: * Verhältniszahlen per Ende 2024 (Thinking Ahead Institute, 2025). Länderwerte teilweise gerundet aus den ausgewiesenen Anteilen errechnet.

Quer zu den drei Ebenen verläuft die zweite große Unterscheidung: Leistungszusage gegen Beitragszusage. Bei der Leistungszusage (defined benefit) verspricht der Träger eine bestimmte Rente — das Anlagerisiko liegt beim Arbeitgeber oder bei der Kasse. Bei der Beitragszusage (defined contribution) steht nur der Beitrag fest; was am Ende herauskommt, hängt von der Anlage ab, und das Risiko trägt der Sparer. Die Weltentwicklung ist eindeutig: 63 Prozent des Vermögens der sieben größten Märkte liegen inzwischen in Beitragszusagen, die seit zehn Jahren dreimal so schnell wachsen wie die alten Leistungszusagen. Für den Einzelnen bedeutet dieser Wandel nichts Geringeres, als dass die Anlageentscheidung — allen voran die Aktienquote — vom Arbeitgeber auf ihn selbst übergegangen ist.⁹

Tabelle 2: Drei Ebenen der Altersvorsorge im Überblick

Merkmal	Staatliche Vorsorge	Betriebliche Vorsorge	Private Vorsorge
Finanzierung	Umlage, teils Reservefonds	Kapitaldeckung	Kapitaldeckung
Träger	Staat, Sozialversicherung	Arbeitgeber, Kassen, Fonds	Einzelner, Banken, Versicherer
Teilnahme	Pflicht	je nach Land Pflicht oder freiwillig	freiwillig
Anlagerisiko	Steuerzahler und Beitragszahler	Kasse oder Beschäftigter	Beschäftigter
Beispiele	Social Security, AHV, gesetzliche Rente	401(k), BVG-Kassen, Betriebsrenten	IRA, Säule 3a, Riester, iDeCo

Quelle: Eigene Darstellung.

Notes: Vereinfachende Übersicht; Mischformen — etwa staatliche Reservefonds mit Kapitalanlage — behandelt Kapitel 7.

Wie gut diese Ebenen zusammen tragen, misst die Forschung mit Ersatzquoten — dem Verhältnis der Rente zum früheren Erwerbseinkommen — und mit Systemvergleichen

⁹ Thinking Ahead Institute (2026): Beitragszusagen 63 Prozent des Vermögens der sieben größten Märkte; Wachstum über zehn Jahre 9,4 Prozent pro Jahr gegenüber 3,2 Prozent bei Leistungszusagen.

wie dem Mercer CFA Global Pension Index, der Angemessenheit, Nachhaltigkeit und Integrität von 52 Systemen benotet. Beides zusammen ergibt ein aufschlussreiches Bild: Österreich zahlt aus seiner Umlage die höchsten Ersatzquoten des Vergleichs, erhält aber wegen der fehlenden Kapitaldeckung eine der schwächsten Systemnoten; die Niederlande verbinden hohe Ersatzquote mit der besten Note; die Schweiz liegt bei der obligatorischen Ersatzquote nur im Mittelfeld, gehört aber dank des Kapitalstocks zu den am besten benoteten Systemen Europas. Die Tabelle 3 in Kapitel 5 führt beides zusammen. Ersatzquote und Systemstabilität sind zwei verschiedene Fragen — wer nur auf die Rentenhöhe von heute blickt, übersieht, wer sie morgen bezahlen soll.¹⁰

3 USA: Kapitaldeckung als Volkssport

3.1 Die staatliche Rente: Umlage mit Schuldschein-Reserve

Die amerikanische Social Security ist eine klassische Umlage mit einer Besonderheit: Ihre Reserve — Ende 2025 noch 2.560 Milliarden US-Dollar — ist ausschließlich in unverbrieften Schuldverschreibungen des eigenen Finanzministeriums angelegt, sogenannten Special-Issue-Treasuries. Der Staat leiht sich die Beitragsüberschüsse also selbst und zahlt dafür Zinsen; Aktien oder Unternehmensanleihen hält der Fonds nicht. Diese Reserve schmilzt: Nach dem Treuhänderbericht 2026 ist der Altersrentenfonds im vierten Quartal 2032 erschöpft; ab dann könnten aus laufenden Beiträgen nur noch 78 Prozent der zugesagten Leistungen gezahlt werden. Die staatliche Ebene der USA ist damit das Gegenteil eines Anlegers — und genau das erklärt, warum die kapitalgedeckte Vorsorge der Amerikaner so groß geworden ist.¹¹

Wie riskant das Versprechen einer Umlage ohne echten Kapitalstock sein kann, hat die Forschung auch an den Pensionsplänen der US-Bundesstaaten und Gemeinden gezeigt — der zweiten staatsnahen Ebene Amerikas. Diese Pläne sind kapitalgedeckt, aber nur zu gut drei Vierteln ausfinanziert: Ihr Deckungsgrad lag zuletzt bei 76,7 Prozent, gerechnet mit einem Rechnungszins von rund sieben Prozent, der schlicht der erhofften Anlagerendite entspricht. Novy-Marx und Rauh (2011) haben vorgerechnet, dass die Lücke bei marktgerechter Diskontierung ein Vielfaches beträgt; Andonov, Bauer und Cremers (2017) zeigen den Anreizmechanismus dahinter: Weil ein höherer Rechnungszins die ausgewiesene Lücke verkleinert, wählen gerade unterfinanzierte öffentliche Kassen riskantere Anlagen — und, anders als Kassen in anderen Ländern,

¹⁰ OECD (2025), Pensions at a Glance; Mercer und CFA Institute (2025), Global Pension Index: Niederlande Note A (85,4 Punkte), Schweiz Note B (72,4, Rang 11), Deutschland Note B (67,8), USA C+ (61,1), Japan C (56,3), Österreich C (54,5).

¹¹ Board of Trustees (2026), Jahresbericht: Reserven 2.560 Milliarden US-Dollar Ende 2025; Erschöpfung des Altersrentenfonds im vierten Quartal 2032, danach 78 Prozent der Leistungen; beide Fonds zusammen drittes Quartal 2034 (83 Prozent).

erhöhen sie ihr Risiko sogar, je mehr Rentner sie bereits zu bedienen haben. Ein Lehrstück darüber, wie Rechnungsregeln Anlagepolitik machen.¹²

3.2 401(k) und IRA: die private Hauptlast

Der Weg dorthin war ein halbes Jahrhundert Gesetzgebung. Das Rentensicherungsgesetz ERISA von 1974 unterwarf die betrieblichen Leistungszusagen erstmals bundesweiten Schutz- und Ausfinanzierungsregeln und schuf mit dem individuellen Rentenkonto IRA das erste steuerbegünstigte Gefäß für jedermann; der Revenue Act von 1978 fügte jenen Paragraphen 401(k) hinzu, aus dem ab 1981 der heutige Standardplan wurde. Seither wanderte das Anlagerisiko in zwei großen Wellen vom Arbeitgeber zum Beschäftigten: Die privaten Leistungszusagen wurden geschlossen oder eingefroren, und die Beitragszusage wurde vom Zusatz zum Normalfall. Selbst der Staat als Arbeitgeber folgt dieser Logik: Der Thrift Savings Plan der Bundesbediensteten — mit 1,1 Billionen US-Dollar einer der größten Pläne der Welt — besteht aus einer Handvoll Indexfonds zu Kosten von wenigen Basispunkten und gilt vielen als Vorbild dessen, was Beitragsvorsorge sein kann: einfach, billig, breit gestreut.¹³

Die eigentliche Vorsorge der Amerikaner findet in den kapitalgedeckten Gefäßen statt, die zusammen 49,1 Billionen US-Dollar erreichen — mehr als ein Drittel des gesamten Finanzvermögens der Haushalte. Die größten Teile: 19,2 Billionen in individuellen Rentenkonten (IRA), 14,2 Billionen in Beitragszusageplänen der Arbeitgeber — davon 10,1 Billionen in 401(k)-Plänen —, dazu 10,0 Billionen in den Leistungszusagen der Bundesstaaten und Gemeinden und 3,1 Billionen in privaten Leistungszusagen. Das System ist ein Kind des Steuerrechts: Der 401(k)-Plan entstand ab 1978 aus einem einzigen Paragraphen des Einkommensteuergesetzes, erlaubt 2026 steueraufgeschobene Beiträge von 24.500 US-Dollar im Jahr (individuelle Rentenkonten: 7.500) und verdrängte binnen einer Generation die klassische Betriebsrente.¹⁴

Zwei Eigenheiten machen das amerikanische Modell für diese Arbeit besonders interessant. Erstens der Arbeitgeberzuschuss: Der typische Plan verdoppelt jeden Beitragsdollar des Beschäftigten zur Hälfte — die häufigste Formel gewährt fünfzig Cent je Dollar auf die ersten sechs Prozent des Lohns, im Durchschnitt steuert der Arbeitgeber 4,6 Prozent des Lohns bei. Zweitens die Verhaltensarchitektur: Seit Madrian und Shea (2001) gezeigt haben, dass die automatische Einschreibung die Teilnahme dramatisch erhöht, sind Automatik-Regeln Standard geworden — 61 Prozent der Pläne schreiben

¹² NASRA (2025), Public Fund Survey für das Fiskaljahr 2024: Deckungsgrad 76,7 Prozent, Rechnungszins im Median 7,0 Prozent; Novy-Marx und Rauh (2011): bei marktgerechter Diskontierung verdreifacht sich die Deckungslücke; Andonov, Bauer und Cremers (2017), besonders ausgeprägt bei politisch besetzten Gremien.

¹³ Employee Retirement Income Security Act von 1974; Revenue Act von 1978, Sec. 135 (Ergänzung des § 401(k) Internal Revenue Code); Vermögen des Thrift Savings Plan: Investment Company Institute (2026).

¹⁴ Investment Company Institute (2026), Quartalsdaten per Ende 2025; Beitragsgrenzen 2026: Internal Revenue Service (2025). Zur Verdrängung der Leistungszusagen auch Thinking Ahead Institute (2026).

neue Beschäftigte automatisch ein, meist in einen Zielterminfonds, der die Aktienquote mit dem Alter senkt und bei jungen Sparern neunzig Prozent beträgt. Die Verhaltensökonomik hat damit die Anlageentscheidung entpersonalisiert: Wer nichts tut, spart trotzdem — und aktienreich.¹⁵

3.3 Warum Amerika die höchste Aktienquote hält

In der Summe halten die amerikanischen Pensionsvermögen rund 50 Prozent Aktien — zusammen mit Australien (52 Prozent) der höchste Wert der großen Märkte und doppelt so viel wie Japan (Abbildung 1 in Kapitel 5). Drei Gründe wirken zusammen. Erstens die Struktur: Beitragszusagen dominieren, und deren Zielterminfonds sind aktienlastig, solange der Ruhestand fern ist. Zweitens die Anreize der öffentlichen Kassen, die ihr Renditeziel von rund sieben Prozent ohne hohe Aktien- und Beteiligungsquoten gar nicht erreichen könnten — 44,4 Prozent börsennotierte Aktien plus 13,6 Prozent Private Equity sind dort der Normalfall. Drittens die Kultur eines Landes, in dem die Aktie seit Generationen als selbstverständlicher Teil der Altersvorsorge gilt und der Staat die Kapitaldeckung steuerlich belohnt statt beargwöhnt. Wer amerikanische Renditegeschichten bewundert, sollte also wissen: Dahinter steht weniger Genie als Quote.¹⁶

4 Japan: der größte Pensionsfonds der Welt

4.1 GPIF: Anlegen nach Verfassung der Viertel

Japans staatliche Rente ist eine Umlage — aber eine mit dem größten Reservefonds der Welt. Der Government Pension Investment Fund (GPIF) verwaltete Ende Juni 2026 rund 318 Billionen Yen, umgerechnet gut zwei Billionen US-Dollar, und damit mehr als der norwegische Staatsfonds. Seine Anlagepolitik ist von entwaffnender Einfachheit: je 25 Prozent inländische Aktien, ausländische Aktien, inländische Anleihen und ausländische Anleihen, mit festen Bandbreiten und regelgebundenem Zurücksetzen. Seit 2001 hat diese Viertelung 4,95 Prozent pro Jahr erbracht und kumuliert 221 Billionen Yen Anlageertrag — erwirtschaftet von einer Behörde, die keine Prognosen abgibt, sondern eine Quote hält. Bemerkenswert ist die Herkunft dieser Quote: Bis 2014 hielt der Fonds überwiegend japanische Staatsanleihen; erst die Reform jenes Jahres verdoppelte die Aktienanteile auf

¹⁵ Vanguard (2025), How America Saves: häufigste Zuschussformel 50 Prozent auf 6 Prozent des Lohns, durchschnittlicher Arbeitgeberbeitrag 4,6 Prozent, 61 Prozent der Pläne mit automatischer Einschreibung, Aktienquote der Zielterminfonds im Alter 25: 90 Prozent; Madrian und Shea (2001): Teilnahmequote 37 Prozent bei Anmeldung auf eigenen Antrag gegenüber 86 Prozent bei automatischer Einschreibung; zur naiven Streuung in Beitragsplänen Benartzi und Thaler (2001).

¹⁶ Aktienquoten: Thinking Ahead Institute (2025) per Ende 2024; öffentliche Kassen: NASRA (2025) und Reason Foundation (2025): Private Equity 13,6 Prozent.

das heutige Maß — eine der größten Anlageentscheidungen der Geschichte, getroffen per Regeländerung.¹⁷

Unterhalb des Staatsfonds bleibt Japan freilich das Land der Anleihe. Die betrieblichen Leistungszusagen verwalten rund 69 Billionen Yen traditionell anleihelastig; die jüngeren Beitragszusagepläne kommen auf rund 24 Billionen, und erst dort wandelt sich das Bild: Der Anteil reiner Sicherheitsprodukte — Einlagen und Versicherungen — ist binnen weniger Jahre von gut 45 auf rund 31 Prozent gefallen, der Aktienfondsanteil steigt. Insgesamt hält Japans Pensionsvermögen 25 Prozent Aktien und 55 Prozent Anleihen — fast das Spiegelbild der USA. Die Gründe reichen von drei Jahrzehnten Deflationserfahrung über die Heimatmarktneigung bis zur Vorsicht einer alternden Gesellschaft; die Folgen trägt der Sparer in Gestalt niedrigerer Langfristerträge.¹⁸

Hinter der japanischen Vorsicht steht die Demografie: Kein großes Land altert schneller, auf immer weniger Beitragszahler kommen immer mehr Rentner, und der Reservefonds ist ausdrücklich dazu da, die Umlage in den Jahrzehnten der stärksten Alterung zu entlasten — sein Anlagehorizont ist damit lang, aber endlich. Bemerkenswert ist, wie unaufgeregt der GPIF diesen Auftrag organisiert: Ein schlanker Stab vergibt die Verwaltung ganz überwiegend an externe Häuser, gemessen an klaren Vergleichsindizes, und die eigene Leistung wird quartalsweise veröffentlicht — Regelbindung und Rechenschaft ersetzen die Prognose. Dass die japanische Vorsorge dennoch als Ganzes schwach benotet wird, liegt nicht am Fonds, sondern am Verhältnis von Zusagen und Beiträgen der Umlage darunter.¹⁹

4.2 iDeCo und NISA: Japans späte Steuerwende

Für den Einzelnen hat Japan die steuerliche Förderung erst spät ernst genommen — und holt nun auf. Das individuelle Beitragskonto iDeCo erlaubt voll absetzbare Beiträge — für Angestellte ohne Betriebsrente 23.000 Yen im Monat, für Selbständige 68.000 —, und ab 2027 steigt die Grenze für Angestellte auf 62.000 Yen, fast das Dreifache. Größer noch wirkt das 2024 erneuerte NISA-Konto: 3,6 Millionen Yen können jährlich angelegt werden, lebenslang 18 Millionen, und sämtliche Erträge bleiben unbefristet steuerfrei. Die Reform hat einen Anlageruck ausgelöst, der bis in die Haushaltsstatistik reicht — und sie zeigt, wie stark Steuerregeln das Anlageverhalten eines ganzen Landes verschieben

¹⁷ GPIF (2026), Quartalsbericht per 30. Juni 2026: 317,8 Billionen Yen; seit dem Fiskaljahr 2001: +4,95 Prozent pro Jahr, kumuliert 221,0 Billionen Yen; Zielquoten je 25 Prozent mit Bandbreiten von ± 5 bis ± 9 Prozentpunkten.

¹⁸ Betriebliche Vermögen: Resona Bank (2025), Nenkin Note, per März 2025; Anteil der Sicherheitsprodukte in den betrieblichen Beitragszusageplänen: 45,0 Prozent im März 2021, 30,3 Prozent im März 2025 (Pension Fund Association, 2025); Länderallokation: Thinking Ahead Institute (2025) per Ende 2024.

¹⁹ GPIF (2026): über neunzig Prozent des Vermögens extern verwaltet, rund 190 Beschäftigte; Mercer und CFA Institute (2025): Japan Note C (56,3 Punkte), Rang 39 von 52.

können: Dieselben Japaner, die über Jahrzehnte auf dem Sparbuch blieben, füllen nun steuerfreie Aktienkonten.²⁰

5 Europa: Vielfalt zwischen Umlage und Kapital

5.1 Niederlande und Vereinigtes Königreich

Europas kapitalstärkste Vorsorge steht in den Niederlanden: Pensionsvermögen von 143 Prozent der Wirtschaftsleistung, eine Netto-Ersatzquote von 96 Prozent — die höchste des OECD-Vergleichs — und die beste Systemnote der Welt. Gerade dieses Vorzeigesystem durchläuft derzeit den größten Umbruch seiner Geschichte: Das Rentengesetz von 2023 stellt bis spätestens Anfang 2028 sämtliche Kassen von der Leistungszusage auf persönliche Kapitalkonten um; der Gesundheitsfonds PFZW hat zum Jahresbeginn 2026 umgestellt, der Beamtenfonds ABP — mit 533 Milliarden Euro und einer Aktienquote von 31 Prozent Europas größte Kasse — folgt 2027. Damit wandert auch in Europa das Anlagerisiko zum Versicherten, wenn auch kollektiv gepuffert.²¹

Das Vereinigte Königreich wiederum ist das Lehrbuchbeispiel für Verhaltenspolitik: Seit 2012 wird jeder Beschäftigte automatisch in eine Betriebsvorsorge eingeschrieben — Mindestbeitrag acht Prozent des maßgeblichen Lohns, davon mindestens drei Prozentpunkte vom Arbeitgeber —, und nur wer aktiv widerspricht, bleibt draußen. Der staatlich geschaffene Auffanganbieter NEST zählt inzwischen 13,8 Millionen Mitglieder mit knapp 50 Milliarden Pfund. Die Automatik wirkt genau so, wie es Madrian und Shea (2001) für Amerika gezeigt haben: Die Teilnahme ist Standard geworden, nicht die Ausnahme. Zugleich mahnt das britische Beispiel zur Demut vor Herdenrisiken: Im Herbst 2022 zwang ein Zinssprung die auf Verbindlichkeitsabsicherung getrimmten Leistungszusagekassen zu Notverkäufen, bis die Bank of England eingriff.²²

5.2 Deutschland und Österreich: Umlage mit Beiwerk

Deutschland und Österreich tragen ihre Alterssicherung weiterhin überwiegend über die Umlage — mit kleinen, aber wachsenden Kapitalinseln. In Deutschland erreichen die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung 728 Milliarden Euro; steuerlich gefördert wird die Entgeltumwandlung 2026 bis 8.112 Euro im Jahr steuerfrei (die Hälfte davon auch sozialabgabenfrei), die Basisrente bis 30.826 Euro als Sonderausgaben, und die Riester-Rente besteht mit rund 14,7 Millionen Verträgen fort, gewinnt aber seit

²⁰ iDeCo-Grenzen und Reform 2027: japanisches Wohlfahrtsministerium, zusammengefasst bei HUB International (2026); NISA-Eckwerte: Japan Securities Dealers Association (2024).

²¹ OECD (2025); Mercer und CFA Institute (2025): Niederlande 85,4 Punkte, Rang eins; ABP (2026), Jahresbericht 2025; Umstellungsfahrplan nach dem Wet toekomst pensioenen (in Kraft seit 1. Juli 2023).

²² The Pensions Regulator (2025): Beitragssätze seit April 2019; NEST (2025), Jahresbericht per 31. März 2025; zur Absicherungskrise 2022 Bank of England (2022), Financial Stability Report.

Jahren keine neuen Sparer mehr. Österreich hat neben der starken Umlage — Netto-Ersatzquote 86,8 Prozent, zweithöchster Wert des Vergleichs — zwei kapitalgedeckte Einrichtungen geschaffen: die Pensionskassen mit erstmals über 30 Milliarden Euro für 1,13 Millionen Berechtigte und die Vorsorgekassen der Abfertigung Neu mit 23,6 Milliarden Euro.²³

Der österreichische Fall verdient einen zweiten Blick, weil er die Spannung des Kapitels bündelt: Die Umlage liefert heute hohe Renten, aber der Mercer-Index benotet das System wegen fehlender Kapitaldeckung und Alterung mit C und Rang weit hinten — schlechter als Japan. Die steuerliche Förderung der Eigenvorsorge bleibt bescheiden: Arbeitgeber können bis zu zehn Prozent der Lohnsumme als Pensionskassenbeiträge absetzen, Arbeitnehmern bleiben 300 Euro Zukunftssicherung steuerfrei und eine prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge mit 4,25 Prozent Staatsprämie auf höchstens 3.817 Euro Jahresbeitrag — Größenordnungen, die eine Vorsorgelücke nicht schließen. Schweden zeigt den Gegenentwurf innerhalb Europas: Dort fließt ein Teil des staatlichen Beitrags in individuelle Prämienkonten, deren staatlicher Vorsorgefonds AP7 junge Versicherte zu hundert Prozent in Aktien anlegt und erst ab 55 planmäßig umschichtet — Lebenszyklusanlage als Staatsprogramm.²⁴

5.3 Die Aktienquote als Regionenfrage

Abbildung 1 fasst das Kapitel in einem Bild: Australien und die USA halten rund die Hälfte ihres Pensionsvermögens in Aktien, Kanada ebenso, während die Schweiz, die Niederlande, das Vereinigte Königreich und Japan zwischen 25 und 29 Prozent liegen. Die Erklärung ist weniger Temperament als Institutionenlehre. Wo Beitragszusagen mit langem Horizont dominieren und die Regulierung keine engen Quoten setzt, steigt der Aktienanteil; wo Leistungszusagen mit Garantiecharakter bilanziert werden müssen — wie in den alten niederländischen und britischen Kassen — drängt die Aufsicht in die Anleihe; und wo wie in der Schweiz die Immobilie traditionell ein Fünftel des Portfolios stellt, bleibt für Aktien rechnerisch weniger Raum. Wer Aktienquoten vergleicht, vergleicht also immer auch Rechtsordnungen — eine Einsicht, die vor schnellen Urteilen über „mutige“ und „ängstliche“ Anleger schützt.²⁵

²³ Deutschland: aba (2025), Deckungsmittel 2023: 727,9 Milliarden Euro; Beitragsbemessungsgrenze 2026: 101.400 Euro, daraus 8 Prozent nach § 3 Nr. 63 EStG = 8.112 Euro; BMAS (2026), Riester-Statistik. Österreich: FMA (2026), Stand Ende 2025.

²⁴ Mercer und CFA Institute (2025): Österreich 54,5 Punkte (Note C, Rang 42 von 52); § 4 Abs. 4 Z 2 EStG (Betriebsausgabenabzug bis zehn Prozent der Lohn- und Gehaltssumme); WKO (2026) zu Zukunftssicherung und prämienbegünstigter Zukunftsvorsorge; AP7 (2026), Jahresbericht 2025: 1.500 Milliarden Kronen, Aktienquote 100 Prozent bis Alter 55; die Puffer-Fonds AP1-AP4 und AP6 verwalteten Ende 2025 zusammen 2.234 Milliarden Kronen.

²⁵ Thinking Ahead Institute (2025), Allokationen per Ende 2024; zur Regulierung als Ursache Andonov, Bauer und Cremers (2017).

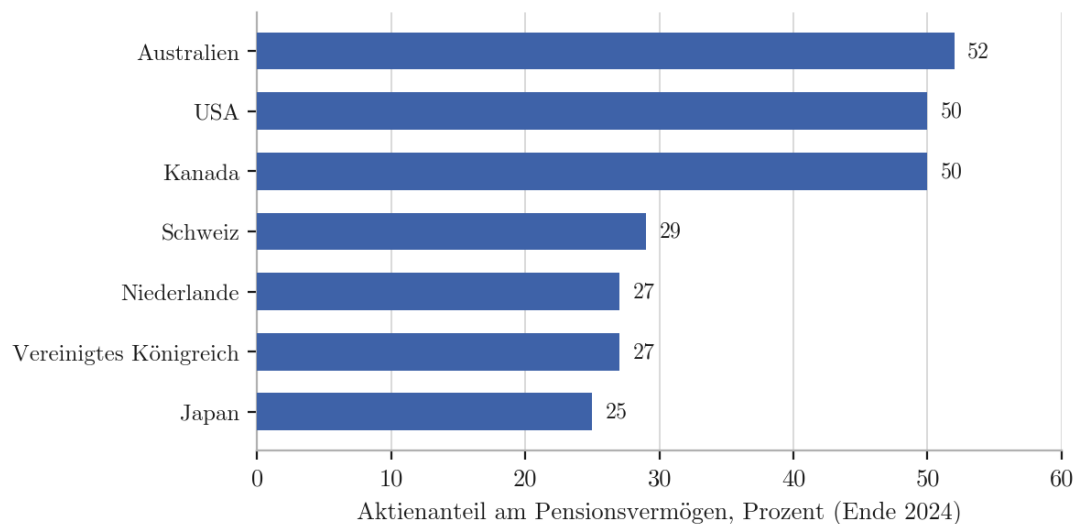


Abbildung 1: Aktienanteil am Pensionsvermögen der sieben größten Märkte, in Prozent (Ende 2024). Quelle: Thinking Ahead Institute (2025); eigene Darstellung.

Tabelle 3: Ersatzquote und Systemnote im Vergleich

Land	Netto-Ersatzquote obligatorisch	Mercer-CFA-Note 2025 (Punkte)	Rang von 52
Niederlande	96,0 %	A (85,4)	1
Österreich	86,8 %	C (54,5)	42
Deutschland	53,3 %	B (67,8)	22
USA	51,3 %	C+ (61,1)	30
Schweiz	47,5 %	B (72,4)	11
Japan	42,4 %	C (56,3)	39

Quelle: OECD (2025), Pensions at a Glance (Netto-Ersatzquoten der obligatorischen Systeme, Durchschnittsverdiener); Mercer und CFA Institute (2025); eigene Zusammenstellung.

Notes: Deutschland einschließlich freiwilliger Vorsorge: 67,9 Prozent; USA einschließlich typischer 401(k)-Beiträge deutlich höher. Ränge nach der Ergebnistabelle der Pressemitteilung zum Index. Die Ersatzquote misst die Rentenhöhe, die Note auch Nachhaltigkeit und Integrität des Systems.

Ein zweiter Regionenunterschied ist stiller, aber ebenso folgenreich: die Kosten. Institutionelle Vorsorge kauft Verwaltung im Großhandel — der amerikanische Thrift Savings Plan arbeitet für wenige Basispunkte, und selbst durchschnittliche Großkassen zahlen für ihre Mandate Bruchteile dessen, was Privatanlegern in Publikumsfonds berechnet wird. Wo die Vorsorge dagegen über Einzelverträge organisiert ist, fressen Abschluss- und Verwaltungskosten spürbar am Ergebnis; das Vereinigte Königreich hat daraus die Konsequenz gezogen und die laufenden Kosten der Standardfonds seiner automatischen Einschreibung bei 0,75 Prozent gedeckelt. Für den Systemvergleich heißt das: Ein Land fördert die Kapitaldeckung nicht nur mit Steuerregeln, sondern auch damit, wie billig es dem Sparer den Marktzugang macht.²⁶

²⁶ Kostendeckel der britischen Standardfonds: 0,75 Prozent pro Jahr nach den Occupational Pension Schemes (Charges and Governance) Regulations 2015 des Department for Work and Pensions (DWP, 2015), 2026 unverändert; zu den Verwaltungskosten großer Fonds auch Rupprechter (2026d).

6 Die Schweiz: Vorsorge als Sache des Unternehmens

6.1 Das Modell: Pflicht, paritätisch, unternehmensnah

Die Schweiz hat die betriebliche Vorsorge 1985 zur Pflicht gemacht und ihr eine Eigenheit mitgegeben, die sie bis heute von fast allen Nachbarn unterscheidet: Nicht der Staat, sondern das Unternehmen sorgt vor. Jeder Arbeitgeber muss seine Beschäftigten einer Vorsorgeeinrichtung anschließen — einer firmeneigenen Pensionskasse oder einer Sammelstiftung —, und er muss mindestens die Hälfte der Beiträge tragen; viele zahlen freiwillig mehr. Im Überobligatorium ist die Gestaltungsfreiheit groß: Gerade Banken verdoppeln für Kader und Direktion mitunter den Arbeitgeberbeitrag als bewusstes Instrument der Mitarbeiterbindung — eine stille Lohnerhöhung, die bei Stellenwechseln regelmäßig unterschätzt wird. So sind 1.292 Vorsorgeeinrichtungen mit einer Bilanzsumme von 1.220,6 Milliarden Franken entstanden — 152 Prozent der Wirtschaftsleistung, der höchste Wert der Welt, rund 135.000 Franken je Einwohner.²⁷

Tabelle 4: Die berufliche Vorsorge der Schweiz in Zahlen

Kennzahl	Wert
Bilanzsumme aller Vorsorgeeinrichtungen (Ende 2024)	1.220,6 Mrd. CHF
Vorsorgeeinrichtungen / aktive Versicherte	1.292 / 4,79 Mio.
Vermögensallokation Aktien / Immobilien / Obligationen	31,6 / 21,9 / 26,9 %
Nettorendite 2024 / 2025	7,6 % / 5,3 %
Deckungsgrad privatrechtlicher Kassen (2025)	120,3 %
BVG-Mindestzins / Mindestumwandlungssatz 2026	1,25 % / 6,8 %
Eintrittsschwelle / Koordinationsabzug 2026	22.680 / 26.460 CHF
Säule 3a Höchstbetrag 2026 (mit / ohne Pensionskasse)	7.258 / 36.288 CHF

Quelle: BFS (2026), Pensionskassenstatistik 2024; Swisscanto (2025, 2026); Eckwerte 2026 nach den amtlichen Grenzbeträgen; eigene Zusammenstellung.

Notes: Die Senkung des Mindestumwandlungssatzes auf 6,0 Prozent wurde in der Volksabstimmung vom 22. September 2024 abgelehnt. Ab dem 1,5-fachen des oberen BVG-Grenzlohns (136.080 CHF) dürfen Versicherte in 1e-Plänen die Anlagestrategie selbst wählen.

Die Mechanik des Obligatoriums ist streng geregelt: Versichert ist der Lohn zwischen Eintrittsschwelle und oberem Grenzbetrag, gekürzt um den Koordinationsabzug; darauf werden Altersgutschriften fällig, die mit dem Alter von 7 auf 18 Prozent des versicherten Lohns steigen. Das angesparte Altersguthaben ist mit dem Mindestzins zu verzinsen und wird beim Rentenbeginn mit dem Umwandlungssatz von 6,8 Prozent in eine lebenslange Rente übersetzt — ein Satz, dessen Senkung das Stimmvolk 2024 verworfen hat und der

²⁷ Art. 66 BVG (hälftige Beitragspflicht des Arbeitgebers); BFS (2026), Pensionskassenstatistik 2024. Die Beobachtung zur Verdoppelungspraxis einzelner Banken für Kader und Direktion entstammt der langjährigen Berufspraxis des Autors in der Schweiz.

bei heutiger Lebenserwartung eine stille Umverteilung von den Aktiven zu den Rentnern bewirkt. Für die Anlage setzt die Verordnung Leitplanken — Aktien höchstens die Hälfte des Vermögens, Immobilien höchstens drei Zehntel —, innerhalb derer der Stiftungsrat frei entscheidet; die tatsächlichen Quoten der Kassen liegen deutlich unter diesen Obergrenzen.²⁸

Was leistet dieses Modell? Gemessen am Vorsorgevermögen ist die Schweiz Weltspitze; bei der Rentenhöhe selbst ist das Bild differenzierter. Die Ersatzquote des Obligatoriums liegt mit 47,5 Prozent nur im Mittelfeld, denn das Schweizer Lohnniveau ist hoch und das Obligatorium versichert Löhne nur bis 90.720 Franken; die Stärke des Modells liegt somit nicht in der höchsten Einzelrente, sondern in dem Kapitalstock, der sie trägt, und in der Breite der Erfassung. Bemerkenswert ausgebaut ist die Hinterbliebenensicherung: Die AHV zahlt Witwen 80 Prozent der massgebenden Altersrente, die Pensionskasse dem überlebenden Ehegatten mindestens 60 Prozent der Altersrente — Quoten, die im europäischen Vergleich am oberen Rand liegen, auch wenn ein systematischer Ländervergleich der Hinterbliebenenleistungen nicht vorliegt. Der Gesetzgeber arbeitet an einer Neuordnung. Und die Renditen können sich sehen lassen: 7,6 Prozent netto im Jahr 2024, 5,3 Prozent 2025, bei Deckungsgraden von über 120 Prozent in den privatrechtlichen Kassen.²⁹

Warum haben Deutschland und Österreich dieses Modell nicht? Die ehrliche Antwort lautet: aus Pfadabhängigkeit und Verteilungspolitik. Wo die Umlage hohe Ersatzquoten verspricht, fehlt der Druck, daneben einen zweiten Kapitalstock verpflichtend aufzuschichten — und jede Einführung einer Pflichtvorsorge wirkt kurzfristig wie eine Lohnkürzung, deren Ertrag erst Jahrzehnte später sichtbar wird. Die Schweiz hat diese Durststrecke in den Jahrzehnten nach 1985 durchschritten; heute erntet sie mit über 1,2 Billionen Franken Kapitalstock die Früchte in Gestalt von Renten, die aus Erträgen statt allein aus Beiträgen gespeist werden. Für die Nachbarn ist das weniger Vorwurf als Wegbeschreibung: Der beste Zeitpunkt, eine kapitalgedeckte Ebene zu errichten, war vor vierzig Jahren — der zweitbeste ist jetzt.³⁰

6.2 Ausschreibung, Rangliste, Windhundrennen

Die Anlageorganisation der Schweizer Kassen ist arbeitsteilig wie kaum eine zweite. Der Stiftungsrat — paritätisch aus Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretern besetzt — legt

²⁸ Altersgutschriften: Art. 16 BVG (7, 10, 15 und 18 Prozent je Altersstufe); Anlagegrenzen: Art. 55 BVV 2 (50 Prozent Aktien, 30 Prozent Immobilien); Volksabstimmung vom 22. September 2024 zur Reform der beruflichen Vorsorge: abgelehnt.

²⁹ AHV-Witwenrente: Art. 36 AHVG, 80 Prozent der massgebenden Altersrente (AHV/IV-Merkblatt 3.03); BVG-Ehegattenrente: Art. 21 BVG, mindestens 60 Prozent; Ersatzquote: OECD (2025): 47,5 Prozent obligatorisch. Zur Neuordnung: Botschaft des Bundesrats vom 23. Oktober 2024, Zustimmung des Nationalrats im September 2025, im Sommer 2026 in Beratung der Ständeratskommission. Renditen und Deckungsgrade: Swisscanto (2025, 2026).

³⁰ Vgl. die Ersatzquoten und Systemnoten der Tabelle 3; zur polit-ökonomischen Logik der Umlage Feldstein (1974).

Anlagestrategie und Anlagerichtlinien fest; die Umsetzung schreiben viele Unternehmen extern aus, oft in mehrere gleichartige Mandate an konkurrierende Verwalter aufgeteilt. Begleitet wird das Verfahren von spezialisierten Häusern: Beratungs- und Controlling-Firmen wie PPCmetrics oder Complementa — deren Risiko Check-up seit drei Jahrzehnten einen Großteil des Schweizer Pensionskassenvermögens erfasst — organisieren Ausschreibungen und überwachen die Mandate laufend, während Prüfungsgesellschaften wie PwC und KPMG als Revisionsstellen die Einhaltung von Gesetz und Reglement testieren.³¹

Aus dieser Arbeitsteilung ist eine Praxis entstanden, die in der Branche Windhundrennen heißt und die der Autor über Jahre aus eigener Berufspraxis kennt: Die Controlling-Häuser werten die vergebenen Mandate mit gleichem Anlageziel halbjährlich oder jährlich aus und erstellen eine Rangliste — nach Rendite, Risikokennzahlen und Treue zur vorgegebenen Anlagestrategie. Wer die Rangliste wiederholt von hinten anführt, verliert in der Regel das Mandat, das anschließend neu ausgeschrieben wird. Die Wirkung ist zweischneidig und gerade darum lehrreich. Einerseits erhöht das Rennen die Disziplin spürbar: Kein Verwalter kann es sich leisten, die Anlagerichtlinien zu dehnen oder Wetten abseits des Auftrags einzugehen, denn gemessen wird gegen Kollegen mit identischem Auftrag — Stilabweichungen fallen sofort auf.³²

Andererseits kennt die Forschung die Kehrseite des Entlassens nach Rangliste: Goyal und Wahal (2008) haben für Tausende amerikanische Mandatsentscheidungen gezeigt, dass die vor der Beauftragung glänzenden Verwalter danach im Durchschnitt nichts Überdurchschnittliches mehr liefern und die Entlassenen anschließend nicht schlechter abschneiden als ihre Nachfolger — wer allein nach vergangener Rendite feuert und heuert, kauft teuer und verkauft billig. Das Schweizer Verfahren entgeht diesem Fehler dort, wo es gut gemacht ist: Die Rangliste misst nicht nur die Rendite, sondern vor allem die Regeltreue — Abweichung vom Auftrag wiegt schwerer als ein schwaches Halbjahr —, und entlassen wird wegen Disziplinlosigkeit, nicht wegen Pechs. So verstanden ist das Windhundrennen weniger Renditejagd als institutionalisierte Aufsicht: Es hält alle Beteiligten an der schriftlichen Strategie — der eigentliche Gewinn des Verfahrens.³³

Zwei jüngere Entwicklungen runden das Bild ab. Erstens die Konsolidierung: Immer mehr Unternehmen geben die eigene Kasse auf und schließen sich Sammelstiftungen an — die Zahl der Einrichtungen sinkt seit Jahren, die Professionalität der verbleibenden steigt. Zweitens die Kadervorsorge: Für Lohnteile oberhalb von 136.080 Franken dürfen Versicherte in sogenannten 1e-Plänen die Anlagestrategie selbst wählen — rund zehn Milliarden Franken liegen bereits in solchen Plänen, die das Schweizer Kollektivmodell

³¹ Complementa (2025), Risiko Check-up (31. Ausgabe; die Vorjahresausgabe erfasste rund 810 Milliarden Franken); zur Rolle der Prüfungsgesellschaften die BVG-Prüfungsdienstleistungen von KPMG und PwC Schweiz.

³² Eigene Berufserfahrung des Autors als Mandatsträger in solchen Verfahren; zur Messlogik des Vergleichs gegen gleichartige Mandate auch Complementa (2025).

³³ Goyal und Wahal (2008); vgl. auch die Ergebnisse zur Mandatsvergabe in Rupprechter (2026d), Kapitel 6.

vorsichtig in Richtung des amerikanischen Selbstentscheids öffnen. Die Schweiz wandert damit auf beiden Ebenen dorthin, wo diese Arbeit begann: mehr Beitragslogik, mehr Eigenverantwortung, mehr Aktienquote für jene, die es wollen und tragen können.³⁴

7 Legen auch Staaten und Notenbanken an?

7.1 Staatliche Reservefonds: Ja — und nach Regeln

Die erste Antwort des Kapitels lautet: Ja, auch Staaten legen für die Rente an — dort, wo sie ihrer Umlage einen echten Kapitalstock zur Seite gestellt haben. Japans GPIF wurde in Kapitel 4 beschrieben; Tabelle 5 stellt ihm die wichtigsten Verwandten gegenüber. Kanada beschloss 1996/97 die Umstellung seiner staatlichen Zusatzrente auf Teilkapitaldeckung, gründete dafür 1997 das Canada Pension Plan Investment Board und legt seit 1999 an — 793 Milliarden kanadische Dollar, netto 8,8 Prozent pro Jahr über zehn Jahre, angelegt mit hohen Aktien- und Beteiligungsquoten nach dem Vorbild der großen Universitätsstiftungen. Schweden führt neben seinen Puffer-Fonds die individuelle Prämienrente mit dem aktienreichen Staatsfonds AP7. Die Schweiz hält mit compenswiss einen Ausgleichsfonds von gut 50 Milliarden Franken für AHV, IV und EO, der 2025 netto 6,3 Prozent erzielte. Und die USA zeigen den Gegenpol: Die Reserve der Social Security darf ausschließlich Schuldscheine des eigenen Staates halten — Anlage findet dort nicht statt.³⁵

Tabelle 5: Staatliche Renten-Reservefonds im Vergleich

Fonds (Land)	Vermögen	Anlagepolitik
GPIF (Japan)	317,8 Bio. Yen (6/2026)	je 25 % in- und ausländische Aktien und Anleihen
Government Pension Fund Global (Norwegen)	21.268 Mrd. NOK (2025)	71 % Aktien, indexnah, regelgebunden
CPP Investments (Kanada)	793,3 Mrd. CAD (3/2026)	aktiv, hohe Aktien- und Beteiligungsquote
AP1-AP4, AP6 (Schweden)	2.234 Mrd. SEK (2025)	Puffer der Umlage, breit gestreut
AP7 (Schweden, Prämienrente)	1.500 Mrd. SEK (2025)	100 % Aktien bis Alter 55, dann Abbau
compenswiss (Schweiz)	50,6 Mrd. CHF (2025)	breit gestreut, hohe Liquidität
Social Security Trust Fund (USA)	2.560 Mrd. USD (2025)	ausschließlich Schuldscheine des US-Schatzamts

Quelle: Jahres- und Quartalsberichte der genannten Fonds (2025/2026); Board of Trustees (2026); eigene Zusammenstellung.

³⁴ Vorsorgeforum (2025): 1e-Volumen rund zehn Milliarden Franken, etwa 46.000 Versicherte; Schwelle 2026: 136.080 Franken (Art. 1e BVV 2).

³⁵ CPP Investments (2026), per 31. März 2026; AP7 (2026); compenswiss (2026); Board of Trustees (2026). Zum norwegischen Staatsfonds als Sonderfall eines Rentenreservefonds ohne Rentenverbindlichkeiten Rupprechter (2026d).

Notes: Norwegen dient dem Generationenausgleich ohne verbriefte Rentenansprüche; die übrigen Fonds stützen ausdrücklich Rentensysteme.

7.2 Staaten als Schuldner: das ewige Rollen

Von der Anlage zu unterscheiden ist das Schuldenmanagement der Staaten — und hier liegt die Antwort auf eine oft gestellte Frage: Nehmen Staaten neues Geld vor allem auf, um Zinsen und Rückzahlungen alter Anleihen zu bedienen? Im Wesentlichen ja. Der deutsche Bund plant für 2026 Emissionen von 512 Milliarden Euro, denen ganz überwiegend fällige Papiere gegenüberstehen; Österreichs Finanzierungsagentur begibt 43 bis 47 Milliarden Euro an Bundesanleihen; und für die USA hat der Rechnungshof vorgerechnet, dass von elf Billionen US-Dollar Bruttoemissionen des Fiskaljahres 2025 gut neun Billionen — 83 Prozent — allein der Refinanzierung fälliger Schulden dienen. Staaten tilgen also nicht, sie rollen: Alte Anleihen werden bei Fälligkeit durch neue ersetzt, solange Anleger dem Schuldner vertrauen. Das ist kein Skandal, sondern das Wesen des Staatskredits — aber es erklärt, warum ein Staat kein Anleger ist: Er steht auf der anderen Seite des Marktes.³⁶

7.3 Notenbanken: Anleger wider Willen — und mit Absicht

Notenbanken wiederum nehmen gar keine Anleihen auf, um alte zu bedienen — sie brauchen das nicht, denn sie bezahlen mit selbst geschaffenem Zentralbankgeld. Wo sie Schuldpapiere begeben, wie die Schweizerische Nationalbank ihre SNB Bills, dient das der Steuerung der Liquidität, nicht der Finanzierung. Als Wertpapierhalter sind Notenbanken dennoch Größen eigener Ordnung, auf zwei ganz verschiedenen Wegen. Der erste ist die Geldpolitik: Die Federal Reserve hält aus ihren Kaufprogrammen noch 6.462 Milliarden US-Dollar an Staatsanleihen und Hypothekenpapieren, das Eurosystem 3.643 Milliarden Euro — Bestände, die seit dem Ende der Programme planmäßig abschmelzen und deren Zinsverluste derzeit ganze Notenbankbilanzen prägen: Die Bundesbank verbuchte 2024 mit 19,2 Milliarden Euro den größten Verlust ihrer Geschichte und schüttet seit sechs Jahren nichts mehr an den Bund aus.³⁷

Diese Verluste verdienen eine nüchterne Einordnung. Eine Notenbank kann nicht illiquide werden wie ein Unternehmen — sie zahlt in selbst geschaffenem Geld —, und ein negatives Eigenkapital beendet ihre Arbeitsfähigkeit nicht; die Verluste entstehen, weil auf die in der Kaufära erworbenen, niedrig verzinsten Anleihen heute höhere Zinsen

³⁶ Deutsche Finanzagentur (2025), Emissionsplanung 2026: 512 Milliarden Euro (318 Kapitalmarkt, 176 Geldmarkt, dazu grüne Emissionen); OeBFA (2025), Finanzierungsprogramm 2026; U.S. Government Accountability Office (2026): 9,1 von 11,0 Billionen US-Dollar Refinanzierung im Fiskaljahr 2025.

³⁷ Federal Reserve (2026), Ausweis per 26. August 2026: 4.546 Milliarden US-Dollar Treasuries, 1.914 Milliarden Hypothekenpapiere; Bilanzabbau beendet zum 1. Dezember 2025. EZB (2026), Wochenausweis per 26. Juni 2026. Deutsche Bundesbank (2025, 2026): Verlust 2024: 19,2, 2025: 8,6 Milliarden Euro; letzte Ausschüttung 2020 für das Jahr 2019.

auf die damit geschaffenen Guthaben der Banken zu zahlen sind. Die fiskalische Wirkung ist gleichwohl real: Wo früher Notenbankgewinne in die Staatshaushalte flossen — die Bundesbank überwies für 2019 noch 5,9 Milliarden Euro —, fließt nun jahrelang nichts, bis die Verlustvorträge abgetragen sind. Für den Anleger ist das die vielleicht klarste Illustration des Zinsänderungsrisikos langer Anleihen: Es verschont nicht einmal die Institute, die den Zins selbst setzen.³⁸

Der zweite Weg ist die Anlage im eigentlichen Sinn — und hier stehen zwei Häuser für zwei Extreme. Die Schweizerische Nationalbank legt ihre Devisenanlagen von 759 Milliarden Franken wie ein Staatsfonds an: gut ein Viertel in Aktien, breit gestreut über Tausende Titel, unter Ausschluss systemrelevanter Banken und schwerer Normverletzer; allein ihr US-Aktienbestand erreichte Mitte 2026 mit 191 Milliarden US-Dollar einen Höchststand, und das Jahresergebnis 2025 — 26,1 Milliarden Franken Gewinn, getragen vom Gold — zeigt die Schwankungsbreite solcher Bilanzen. Die Bank of Japan dagegen kaufte von 2010 bis 2024 als einzige große Notenbank Aktienfonds des eigenen Marktes und sitzt nun auf Beständen von rund 37 Billionen Yen zu Buchwerten, deren Marktwert die Kursrally inzwischen über 110 Billionen Yen getrieben hat. Seit 2026 verkauft sie: um rund 330 Milliarden Yen Buchwert im Jahr, ein Tempo, bei dem der Abbau über hundert Jahre dauerte. Es ist die vielleicht anschaulichste Lehre des Kapitels: In Wertpapiere hinein führt ein Beschluss — hinaus führt eine Generationenaufgabe.³⁹

Tabelle 6: Notenbanken als Wertpapierhalter

Notenbank	Bestand	Art und Zweck
Schweizerische Nationalbank	759 Mrd. CHF Devisenanlagen (2025)	Anlage der Reserven; gut ein Viertel Aktien
Bank of Japan	rund 37 Bio. Yen ETF- Buchwert	geldpolitisches Erbe; Verkauf ab 2026 über Generationen
Federal Reserve	6.462 Mrd. USD (8/2026)	Anleihen aus Kaufprogrammen, abschmelzend
Eurosystem	3.643 Mrd. EUR (6/2026)	Anleihen aus Kaufprogrammen, abschmelzend
Deutsche Bundesbank	Teil des Eurosystems	Verluste 2024/25: 19,2 und 8,6 Mrd. EUR

Quelle: SNB (2026); Bank of Japan (2025); Federal Reserve (2026); EZB (2026); Deutsche Bundesbank (2026); eigene Zusammenstellung.

Notes: Notenbanken finanzieren sich durch Schaffung von Zentralbankgeld; eigene Schuldverschreibungen wie die SNB Bills dienen der Liquiditätssteuerung, nicht der Refinanzierung von Zinsen und Tilgungen.

³⁸ Deutsche Bundesbank (2026): Verlustvortrag 27,8 Milliarden Euro; letzte Ausschüttung von 5,9 Milliarden Euro im Jahr 2020 für das Geschäftsjahr 2019.

³⁹ SNB (2026), Jahresergebnis 2025; US-Bestand laut 13F-Meldung zum 30. Juni 2026: 191,4 Milliarden US-Dollar. Bank of Japan (2025), Beschluss vom 19. September 2025: ETF-Verkäufe von rund 330 Milliarden Yen Buchwert pro Jahr (rund 620 Milliarden zu Marktwerten), Beginn Januar 2026; Marktwert der Bestände rund 83 Billionen Yen im September 2025 und über 110 Billionen Yen Mitte 2026; Abbaudauer: eigene Berechnung (37 Billionen / 0,33 Billionen $\approx$ 112 Jahre).

8 Folgerungen für private Anleger

8.1 Ab wann sich private Vorsorge rentiert

Die erste Folgerung ist eine Reihenfolge. Private Vorsorge rentiert sich sofort und ausnahmslos dort, wo ein Arbeitgeber mitzahlt: Wer einen Zuschuss von fünfzig Prozent auf den eigenen Beitrag liegen lässt — wie ihn der typische amerikanische Plan gewährt —, verzichtet auf eine sichere, sofortige Rendite, die kein Kapitalmarkt bietet; dasselbe gilt für die Schweizer Kader, deren Häuser den Beitrag freiwillig verdoppeln, und für jede Entgeltumwandlung mit Arbeitgeberzuschuss. An zweiter Stelle stehen die steuerlich geförderten Gefäße der Tabelle 7: Wer in der Schweiz 7.258 Franken in die Säule 3a legt, spart bei einem Grenzsteuersatz von dreißig Prozent über zweitausend Franken Steuern im Jahr des Beitrags — die spätere Kapitalbezugssteuer ist deutlich milder; vergleichbar wirken Entgeltumwandlung und Basisrente in Deutschland, iDeCo in Japan, 401(k) und IRA in den USA. Erst an dritter Stelle folgt das freie Depot — nicht, weil es schlechter anlegt, sondern weil ihm Zuschuss und Steuervorteil fehlen.⁴⁰

Wie viel der frühe Beginn ausmacht, zeigt eine einfache Rechnung. Wer ab dem dreißigsten Lebensjahr 500 Euro monatlich mit fünf Prozent Jahresertrag anlegt, erreicht zum fünfundsiebzehnten rund 554.000 Euro — eingezahlt sind davon 210.000. Wer erst mit fünfundsiebzehn beginnt, kommt trotz immerhin 120.000 Euro Einzahlung auf rund 203.000 Euro: weniger als die Hälfte, bei gut der Hälfte der Beiträge. Die Antwort auf die Frage, ab wann sich private Vorsorge rentiert, lautet deshalb: ab dem ersten Erwerbsjahr — nicht, weil frühe Franken und Euro besser wären, sondern weil sie länger arbeiten. Dieselbe Rechnung erklärt, warum der Arbeitgeberzuschuss so schwer wiegt: Er erhöht nicht nur den Beitrag, sondern jeden künftigen Zinseszins darauf.⁴¹

⁴⁰ Zuschussformeln: Vanguard (2025); Schweizer Verdoppelungspraxis: Berufserfahrung des Autors; Steuerwirkung der Säule 3a: eigene Berechnung bei dreißig Prozent Grenzsteuersatz.

⁴¹ Eigene Berechnung mit monatlicher Verzinsung, vor Kosten und Steuern; die fünf Prozent sind als reale Größenordnung langfristiger Aktienerträge nach Dimson, Marsh und Staunton (2026) zu lesen, die Endwerte mithin in heutiger Kaufkraft.

Tabelle 7: Steuerlich geförderte Vorsorge 2026 im Fünf-Länder-Vergleich

Land	Gefäß	Höchstbetrag 2026	Wirkung
Schweiz	Säule 3a; Einkauf in die Pensionskasse	7.258 CHF (mit PK); Einkauf individuell	voll abzugsfähig; milde Bezugssteuer
Deutschland	Entgeltumwandlung (§ 3 Nr. 63); Basisrente	8.112 EUR; 30.826 EUR	steuerfrei bzw. Sonderausgaben; nachgelagert besteuert
Österreich	Zukunftssicherung; prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge	300 EUR; 3.817 EUR	steuerfrei; Prämie 4,25 %
USA	401(k); IRA	24.500 USD; 7.500 USD	steueraufgeschoben; oft Arbeitgeberzuschuss
Japan	iDeCo; NISA	276.000 Yen p. a.*; 3,6 Mio. Yen p. a.	voll abzugsfähig; Erträge steuerfrei

Quelle: Amtliche Grenzbeträge 2026 der jeweiligen Länder (IRS, EStG, WKO, BSV, japanisches Wohlfahrtsministerium); eigene Zusammenstellung.

Notes: * Angestellte ohne Betriebsrente (23.000 Yen monatlich; ab 2027: 62.000). Vereinfachte Übersicht ohne Sonderregeln; die nachgelagerte Besteuerung im Rentenalter ist je nach Land unterschiedlich ausgestaltet.

8.2 Welche Aktienquote in welchem Alter

Die zweite Folgerung betrifft die Anlage selbst. Die theoretische Grundlage legten Samuelson (1969) und Merton (1969) — in ihrem Grundmodell ohne Erwerbseinkommen ist die optimale Aktienquote allerdings gerade unabhängig vom Alter; Samuelson selbst hat der Vorstellung widersprochen, ein langer Horizont allein rechtfertige mehr Aktien. Den Altersbezug begründen erst Bodie, Merton und Samuelson (1992): Wer noch Jahrzehnte Erwerbseinkommen vor sich hat, besitzt mit seinem Humankapital ein anleiheähnliches Vermögen und kann einen schlechten Börsenverlauf zudem durch längeres oder mehr Arbeiten ausgleichen — diese Flexibilität des Arbeitsangebots wirkt wie eine Versicherung und nimmt mit dem Alter ab. Genau das setzen die Zielterminfonds der amerikanischen Pläne und der schwedische AP7 um: neunzig bis hundert Prozent Aktien in jungen Jahren, planmäßiger Abbau ab Mitte fünfzig, um die Jahre unmittelbar vor dem Rentenbeginn gegen einen Einbruch zu schützen. Abbildung 2 zeigt diesen Gleitpfad neben der alten Faustregel „100 minus Lebensalter“; Tabelle 8 übersetzt ihn in einen Rahmen, der sich am Rentenbeginn 65 orientiert und im Einzelfall an Risikotoleranz, weitere Vermögen und Absicherungen anzupassen ist.⁴²

⁴² Samuelson (1969) und Merton (1969) zum horizontunabhängigen Grundmodell; Bodie, Merton und Samuelson (1992) zu Humankapital und Arbeitsangebotsflexibilität; Gleitpfad der Zielterminfonds: Vanguard (2026); AP7 (2026).

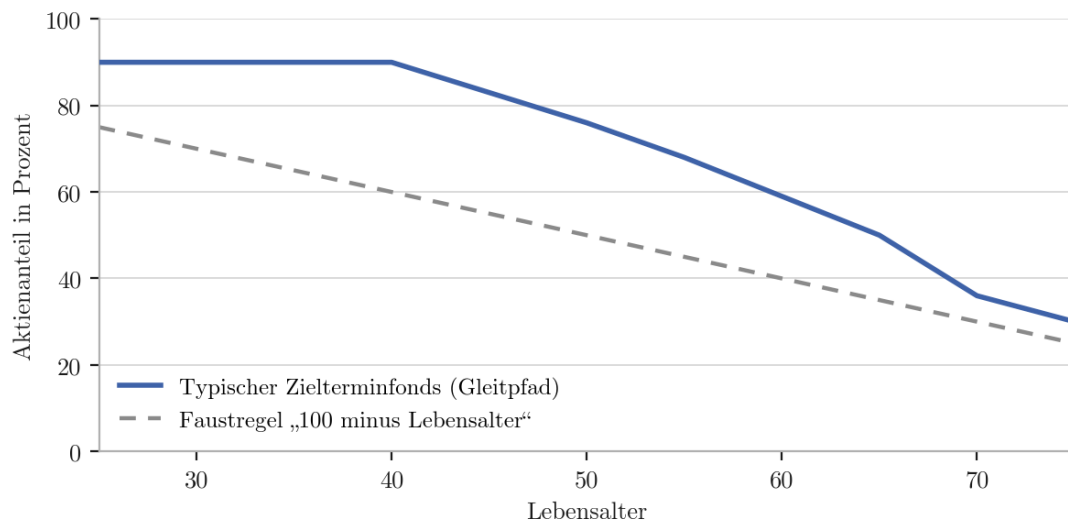


Abbildung 2: Aktienquote über den Lebenszyklus: typischer Gleitpfad eines Zielterminfonds und Faustregel „100 minus Lebensalter“. Quelle: Vanguard (2026), stilisiert; eigene Darstellung.

Tabelle 8: Aktienquote nach Lebensphase: ein Orientierungsrahmen

Lebensphase	Aktienquote	Begründung
bis etwa 40	80 bis 100 %	langer Horizont, großes Humankapital, Einbrüche werden weggespart
etwa 40 bis 55	60 bis 80 %	Horizont noch lang; erste Sicherung des Erreichten
etwa 55 bis 65	40 bis 60 %	Schutz der letzten Sparjahre vor schweren Einbrüchen
im Rentenalter	30 bis 50 %	Entnahmephase: Schwankung begrenzen, Kaufkraft erhalten

Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von Bodie, Merton und Samuelson (1992) sowie der Gleitpfade großer Zielterminfonds (Vanguard, 2026).

Notes: Orientierungsrahmen, keine Empfehlung im Einzelfall; maßgeblich sind Risikotoleranz, übrige Vermögen, Absicherungen und der tatsächliche Anlagehorizont, der bei Teilverrentung weit über den Rentenbeginn hinausreicht.

Zum Rahmen gehören drei Ergänzungen. Erstens die Automatik: Madrian und Shea (2001) haben gezeigt, dass Menschen bei der Vorsorge vor allem eines tun — nichts; wer Sparplan, jährliche Erhöhung und Zielquote einmal fest einstellt, nutzt die eigene Trägheit statt an ihr zu scheitern. Zweitens die Streuung: Benartzi und Thaler (2001) fanden, dass Vorsorgesparerer naiv über die angebotenen Fonds verteilen statt über Märkte — ein weltweiter Aktienfonds löst das Problem gründlicher als zehn Produktnamen. Drittens das Lebensende der Anlage: Ob das Kapital verrentet oder bezogen wird, ist die letzte große Entscheidung. Yaari (1965) hat gezeigt, dass die volle Verrentung optimal ist, solange kein Vererbungsmotiv besteht und die Rente versicherungsmathematisch fair kalkuliert ist; Mitchell, Poterba, Warshawsky und Brown (1999) haben gemessen, wie weit die Praxis davon abweicht: Ein fünfundsechzigjähriger Mann erhielt je nach Sterbetafel und Diskontsatz zwischen 81 und 93 Cent Barwert für jeden eingezahlten Dollar. In der Schweiz beziehen dennoch immer mehr Versicherte Kapital statt Rente —

wer das erwägt, sollte die Rechnung des Umwandlungssatzes kennen: 6,8 Prozent auf das Obligatorium sind bei heutiger Lebenserwartung ein Versprechen, das privat schwer nachzubilden ist.⁴³

8.3 Was sich vom Windhundrennen kopieren lässt

Die dritte Folgerung führt zur Schweizer Vergabepraxis zurück. Was das Windhundrennen für Kassen leistet, kann der private Anleger sich selbst einrichten — in einer zivilisierten Form. Kopierenswert ist die Grundlage: eine schriftliche Anlagestrategie mit Zielquoten, Bandbreiten und Ausschlüssen, gegen die sich das eigene Depot messen lässt. Kopierenswert ist der Rhythmus: eine feste jährliche Überprüfung — hält das Depot die Quoten, stimmen die Kosten, tut jeder Fonds noch, wofür er gekauft wurde? Und kopierenswert ist das Kriterium: Entlassen wird wegen Regelbruchs, nicht wegen eines schwachen Jahres. Nicht kopierenswert ist das blinde Feuern nach Rangliste — Goyal und Wahal (2008) haben gezeigt, dass gerade dieser Reflex Rendite kostet. Der private Windhund läuft also anders: Er jagt nicht dem besten Fonds des letzten Halbjahres hinterher, sondern hält die eigene Strategie unter laufender, dokumentierter Aufsicht — das ist die institutionelle Disziplin, auf Haushaltsgröße gebracht.⁴⁴

Bleibt die Frage nach dem Vorbild im Großen. Von den USA lernt der private Anleger die Aktienquote und den Zuschuss, von Japan die Regelbindung der Viertel und die Kraft steuerfreier Konten, von den Niederlanden die Ehrlichkeit, Zusagen an die Kapitaldeckung anzupassen, von Schweden den Lebenszyklus als Voreinstellung — und von der Schweiz das Zusammenspiel: Pflicht zur Teilnahme, paritätische Finanzierung, professionelle Vergabe, laufende Kontrolle. Keine dieser Lehren verlangt Prognosen; alle verlangen Regeln. Genau darin liegt die Gemeinsamkeit mit den Staatsfonds und Stiftungen der vorangegangenen Arbeit des Autors: Die erfolgreichen Großanleger unterscheiden sich in fast allem — außer in der Disziplin.⁴⁵

9 Fazit

Die kapitalgedeckte Altersvorsorge ist die größte Anlegergruppe der Welt und zugleich die ungleichste: Zwischen Amerikas 401(k)-Sparern mit halber Aktienquote, Japans regelgebundenem Staatsfonds, Europas Umlagen mit Kapitalinseln und der Schweizer Unternehmensvorsorge liegen Ordnungen, nicht nur Prozentpunkte. Der Vergleich zeigt ein wiederkehrendes Muster: Wo die Vorsorge kapitalgedeckt, verpflichtend und regelgebunden ist, wachsen die Vermögen und mit ihnen die Renten; wo sie allein der

⁴³ Madrian und Shea (2001); Benartzi und Thaler (2001); Yaari (1965); Mitchell, Poterba, Warshawsky und Brown (1999); zum Trend zum Kapitalbezug Swisscanto (2025).

⁴⁴ Goyal und Wahal (2008); zur Mandatsvergabe der institutionellen Anleger ausführlich Rupprechter (2026d).

⁴⁵ Rupprechter (2026d).

Umlage vertraut, hängt das Versprechen am Verhältnis von Beitragszahlern zu Rentnern — und dieses Verhältnis kippt überall. Die Aktienquote wiederum ist weniger eine Frage des Mutes als der Institutionen: Rechnungsregeln, Zusageformen und Steuerrecht entscheiden, wie viel Produktivkapital in den Depots der künftigen Rentner liegt.

Für den privaten Anleger bündelt sich die Arbeit in einem Dreischritt: Erst den Zuschuss des Arbeitgebers vollständig abholen, dann die steuerlich geförderten Gefäße füllen, dann frei anlegen — mit einer Aktienquote, die dem Lebensalter folgt, und einer schriftlichen Strategie, die jährlich überprüft wird wie ein Schweizer Mandat. Wer so vorgeht, hat von den Pensionskassen dreier Kontinente das Beste übernommen und ihren größten Fehler — das prozyklische Jagen nach der letzten Rangliste — bewusst ausgelassen. Die Rente aus Kapital ist kein Glücksspiel und kein Privileg: Sie ist die geduldigste Form des Arbeitseinkommens — Lohn, der dreißig Jahre später ausgezahlt wird, verzinst von den Kapitalmärkten der Welt.

Literaturverzeichnis

- Vorbemerkung: Rechtsquellen (BVG, BVV 2, AHVG; EStG; Internal Revenue Code), amtliche Grenzbeträge sowie Presse- und Datenmitteilungen einzelner Einrichtungen sind in den Fußnoten und Quellenzeilen der Tabellen nachgewiesen und werden hier nicht einzeln wiederholt.
- aba — Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung (2025). Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung 2023. Berlin: aba.
- ABP (2026). Jaarbericht 2025. Heerlen: Stichting Pensioenfonds ABP.
- Andonov, A., Bauer, R.M.M.J., Cremers, K.J.M. (2017). Pension fund asset allocation and liability discount rates. *Review of Financial Studies*, 30(8), 2555-2595.
- AP7 (2026). Års- och hållbarhetsredovisning 2025. Stockholm: Sjunde AP-fonden.
- Bank of England (2022). Financial Stability Report, Dezember 2022. London: Bank of England.
- Bank of Japan (2025). Statement on Monetary Policy, 19. September 2025. Tokio: Bank of Japan.
- Benartzi, S., Thaler, R.H. (2001). Naive diversification strategies in defined contribution saving plans. *American Economic Review*, 91(1), 79-98.
- BFS — Bundesamt für Statistik (2026). Pensionskassenstatistik 2024: definitive Ergebnisse. Neuchâtel: BFS.
- BMAS — Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2026). Statistik zur privaten Altersvorsorge (Riester-Verträge), Stand Ende 2025. Berlin: BMAS.
- Board of Trustees (2026). The 2026 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds. Washington, D.C.: Social Security Administration.
- Bodie, Z., Merton, R.C., Samuelson, W.F. (1992). Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3-4), 427-449.
- compenswiss (2026). Geschäftsbericht 2025. Genf: compenswiss (Ausgleichsfonds AHV/IV/EO).
- Complementa (2025). Risiko Check-up 2025: Studie zur finanziellen Lage der Schweizer Pensionskassen (31. Ausgabe). St. Gallen: Complementa AG.
- CPP Investments (2026). Annual Results, Fiscal Year 2026. Toronto: Canada Pension Plan Investment Board.
- Deutsche Bundesbank (2026). Geschäftsbericht 2025. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Deutsche Finanzagentur (2025). Emissionsplanung des Bundes 2026. Frankfurt am Main: Bundesrepublik Deutschland — Finanzagentur GmbH.

- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. (2026). UBS Global Investment Returns Yearbook 2026. Zürich: UBS.
- DWP — Department for Work and Pensions (2015). The Occupational Pension Schemes (Charges and Governance) Regulations 2015 (SI 2015/879). London: DWP.
- EZB (2026). Konsolidierter Wochenausweis des Eurosystems per 26. Juni 2026. Frankfurt am Main: Europäische Zentralbank.
- Federal Reserve (2026). Factors Affecting Reserve Balances (H.4.1), 26. August 2026. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Feldstein, M. (1974). Social security, induced retirement, and aggregate capital accumulation. *Journal of Political Economy*, 82(5), 905-926.
- FMA (2026). Statistik Pensionskassen und Betriebliche Vorsorgekassen, viertes Quartal 2025. Wien: Finanzmarktaufsicht.
- Goyal, A., Wahal, S. (2008). The selection and termination of investment management firms by plan sponsors. *Journal of Finance*, 63(4), 1805-1847.
- GPIF (2026). Investment Results for the First Quarter of Fiscal 2026. Tokio: Government Pension Investment Fund.
- HUB International (2026). Japan: DC Pension Reform and Contribution Changes (Mai 2026). Chicago: HUB International.
- Internal Revenue Service (2025). 401(k) limit increases to \$24,500 for 2026, IRA limit increases to \$7,500 (IR-2025-110). Washington, D.C.: IRS.
- Investment Company Institute (2026). Quarterly Retirement Market Data, Fourth Quarter 2025. Washington, D.C.: ICI.
- Japan Securities Dealers Association (2024). NISA Guidebook 2024. Tokio: JSDA.
- Madrian, B.C., Shea, D.F. (2001). The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1149-1187.
- Mercer, CFA Institute (2025). Mercer CFA Institute Global Pension Index 2025. Melbourne: Mercer.
- Merton, R.C. (1969). Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247-257.
- Mitchell, O.S., Poterba, J.M., Warshawsky, M.J., Brown, J.R. (1999). New evidence on the money's worth of individual annuities. *American Economic Review*, 89(5), 1299-1318.
- Modigliani, F., Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. In: Kurihara, K.K. (Hrsg.), *Post-Keynesian Economics*. New Brunswick: Rutgers University Press, 388-436.
- NASRA (2025). Public Fund Survey: Summary of Findings for FY 2024. Washington, D.C.: National Association of State Retirement Administrators.
- NEST (2025). Annual Report and Accounts 2024/25. London: National Employment Savings Trust.

- Novy-Marx, R., Rauh, J. (2011). Public pension promises: How big are they and what are they worth? *Journal of Finance*, 66(4), 1211-1249.
- OeBFA (2025). Finanzierungsprogramm des Bundes 2026. Wien: Österreichische Bundesfinanzierungsagentur.
- OECD (2025). Pensions at a Glance 2025: OECD and G20 Indicators. Paris: OECD Publishing.
- Pension Fund Association (2025). Statistik der betrieblichen Beitragszusagepläne (企業型DC), Stand März 2025. Tokio: Pension Fund Association.
- Reason Foundation (2025). Annual Pension Report 2025. Los Angeles: Reason Foundation.
- Resona Bank (2025). Nenkin Note: Kennzahlen der betrieblichen Altersvorsorge Japans, Stand März 2025. Tokio: Resona Bank.
- Rupprechter, R. (2026c). Wealth Management 2035: Wie Vererber und Erben den bestmöglichen Ertrag aus der Vermögensweitergabe erzielen. Working Paper, R&B Wealth Management.
- Rupprechter, R. (2026d). Geld für Generationen: Wie Kirchen, Staatsfonds und Universitätsstiftungen investieren — und was private Anleger daraus lernen können. Working Paper, R&B Wealth Management.
- Samuelson, P.A. (1969). Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming. *Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239-246.
- SNB (2026). Geschäftsbericht 2025. Zürich und Bern: Schweizerische Nationalbank.
- Swisscanto (2025). Schweizer Pensionskassenstudie 2025. Zürich: Swisscanto by Zürcher Kantonalbank.
- Swisscanto (2026). Pensionskassen-Monitor per Ende 2025. Zürich: Swisscanto by Zürcher Kantonalbank.
- The Pensions Regulator (2025). Automatic Enrolment: Contribution Levels. Brighton: TPR.
- Thinking Ahead Institute (2025). Global Pension Assets Study 2025. London: Thinking Ahead Institute und WTW.
- Thinking Ahead Institute (2026). Global Pension Assets Study 2026. London: Thinking Ahead Institute und WTW.
- U.S. Government Accountability Office (2026). Federal Debt Management, Fiscal Year 2025. Washington, D.C.: GAO.
- Vanguard (2025). How America Saves 2025. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.
- Vanguard (2026). Target-Date Funds: Glide Path Overview 2026. Valley Forge, PA: The Vanguard Group.
- Vorsorgeforum (2025). 1e-Vorsorgepläne konkurrenzieren Pensionskassen (BVG-Aktuell, Juli 2025). Bern: Vorsorgeforum.
- WKO (2026). Steuerliche Vorteile der Pensionskassen; Prämienbegünstigte Zukunftsvorsorge. Wien: Wirtschaftskammer Österreich.

Yaari, M.E. (1965). Uncertain lifetime, life insurance, and the theory of the consumer.
Review of Economic Studies, 32(2), 137-150.

Disclaimer

Alle Zahlen-, Termin- und Rechtsangaben dieser Arbeit beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen — Geschäfts-, Quartals- und Statistikberichten der genannten Einrichtungen, Veröffentlichungen von Behörden, Notenbanken und Aufsichtsstellen, Branchenstudien sowie der zitierten wissenschaftlichen Literatur —, die der Autor als seriös einstuft. Eine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität wird nicht übernommen; Zahlenangaben sind Zirka-Werte mit dem jeweils genannten Datenstand (in der Regel Ende 2024 bis Mitte 2026), Währungsumrechnungen sind gerundete eigene Berechnungen, und Rechts- wie Steuerangaben — etwa Grenzbeträge des Jahres 2026 — können sich durch Gesetzgebung und Rechtsprechung ändern.

Die Arbeit dient ausschließlich der allgemeinen Information und der wissenschaftlichen Diskussion. Sie stellt weder Rechts- noch Steuer- noch Anlageberatung dar, enthält keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten und ersetzt keine individuelle Beratung; der Orientierungsrahmen zur Aktienquote nach Lebensphasen ist eine vereinfachende Darstellung ohne Berücksichtigung persönlicher Umstände. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Anhaltspunkt für künftige Ergebnisse. Angaben aus der Berufspraxis des Autors sind als solche gekennzeichnet und geben persönliche Erfahrungen wieder. Für Entscheidungen, die Dritte auf Grundlage dieser Arbeit treffen, wird keine Haftung übernommen.

Hinweise auf Unrichtigkeiten nimmt der Autor dankbar entgegen und wird sie in künftigen Fassungen berücksichtigen.