

# Volkswirtschaftliche Auswirkungen einer Reform der Investmentbesteuerung auf den Kapitalmarkt, den Finanzstandort und die Altersvorsorge in Deutschland

17.10.2014

Auftrag des BMF

Autoren:

Helge Sigurd Næss-Schmidt, Partner und Direktor (Copenhagen Economics)

David Sundén, Senior Economist (Copenhagen Economics)

Camilla Ringsted, Economist (Copenhagen Economics)

# Vorwort

Eine Bund-Länder-Arbeitsgruppe hat einen Vorschlag für eine Reform des Investmentsteuerrechts erarbeitet. Die Leitung des Bundesministeriums der Finanzen hat beschlossen, vor einer Entscheidung über diesen Reformvorschlag eine wirtschaftliche Studie über die voraussichtlichen Auswirkungen der vorgeschlagenen Reformen auf die Kapitalmärkte, den Finanzsektor und die deutschen Renten in Auftrag zu geben.

Die Studie soll aufzeigen, welche Folgen aus der Umsetzung einzelner Reformaspekte auf die folgenden Sachverhalte bzw. Gruppen von Anlegern zu erwarten sind:

- (1) Investitionen in Publikumsfonds zum Zweck der Altersversorgung
- (2) Institutionelle Anleger in offene Investmentfonds

Neben Einzelfragen soll die Studie auch die wirtschaftlichen Auswirkungen der Gesetzesänderungen auf den deutschen Finanzsektor, insbesondere auf den Investmentfondssektor, untersuchen. Dabei soll die Studie Vergleiche darüber anstellen, in welchem Ausmaß der Finanzsektor in Deutschland im Vergleich zu konkurrierenden Finanzzentren (z. B. Luxemburg oder Irland) an Attraktivität gewinnt oder verliert und welche Unternehmensverlagerungen daraus resultieren.

# **Inhalt**

<b>Vorwort</b>	<b>2</b>
<b>Zusammenfassung</b>	<b>7</b>
<b>Derzeitiges System und vorgeschlagene Änderungen</b>	<b>12</b>
<b>Statische Auswirkungen auf den Markt</b>	<b>19</b>
<b>Dynamik und Verhaltenseffekte</b>	<b>36</b>
<b>Die Auswirkungen auf Rentner und mögliche Ausgleichsmechanismen</b>	<b>47</b>
<b>Literatur</b>	<b>70</b>

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 Die Steuerreform im Überblick.....	7
Tabelle 2 Prozentuale Aufteilung der Vermögensgegenstände in deutschen Publikumsfonds.....	8
Tabelle 3 Auswirkungen der Steuerreform auf Renditen – statisch.....	9
Tabelle 4 Auswirkungen der Steuerreform auf Renditen – dynamisch .....	10
Tabelle 5 Besteuerung von Investmentfonds und Anlegern .....	15
Tabelle 6 Die Vorabpauschale .....	17
Tabelle 7 Vermögenswerte nach Fondstyp .....	20
Tabelle 8 Von deutschen Publikumsfonds gehaltene Vermögenswerte.....	21
Tabelle 9 Portfolios deutscher Anleger .....	23
Tabelle 10 Von deutschen Publikumsfonds gehaltene Vermögenswerte.....	25
Tabelle 11 Absolute statische Änderung der Effektivrendite von Publikumsfonds in Basispunkte.....	28
Tabelle 12 Gewichtete statische Änderungen der effektiven Portfoliorendite in Basispunkte .....	32
Tabelle 13 Steuerbegünstigte Anleger: Absolute statische Veränderung der effektiven Rendite .....	37
Tabelle 14 Steuerbegünstigte Anleger: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite .....	39
Tabelle 15 Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger: Absolute statische Veränderung der effektiven Rendite .....	40
Tabelle 16 Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite .....	42

Tabelle 17 Natürliche Personen: Absolute statische Veränderung der effektiven Rendite.....	43
Tabelle 18 Geänderte steuerfreie Anteile für konzentrierte Fonds zur Neutralisierung statischer Auswirkungen auf Privatpersonen .....	44
Tabelle 19 Natürliche Personen: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite .....	45
Tabelle 20 Alle Anleger: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite .....	46
Tabelle 21 Vermögenswerte und Deckungsmittel der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und betrieblichen Altersversorgung in Mrd. Euro.....	49
Tabelle 22 Anlageprofil nach Altersvorsorgeeinrichtungen in Mrd. Euro und Prozent, 2011 .....	53
Tabelle 23 Anteil des jeweils durch Publikumsfonds investierten Asset-Typs in Prozent der gesamten spezifischen Vermögensausstattung auf Anlegerebene.....	54
Tabelle 24 Besteuerung nach Altersvorsorgeeinrichtungen .....	55
Tabelle 25 Auswirkungen auf die Renditen durch die betroffenen Altersvorsorgeeinrichtungen .....	58
Tabelle 26 Durch die Steuerreform bedingte Änderungen der Renten nach Kohorte und Altersvorsorgeeinrichtung, ohne dynamische Reaktionen in Prozent.....	62
Tabelle 27 Durch die Steuerreform bedingte Reduzierung der Renten nach Kohorte und Altersvorsorgeeinrichtung, mit dynamischen Reaktionen in Prozent.....	63
Tabelle 28 Reduzierung der Basisrente- Pensionen nach Kohorte und vermutetem Aktienanteil in Prozent .....	64
Tabelle 29 Verteilung der Vermögenswerte in der Riester-Rente nach Einkommensklasse .....	67

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Ausländische Vermögenswerte in Portfolios deutscher Publikumsfonds .....	34
Abbildung 2 Die Pro-Kopf-Vermögenswerte und Deckungsmittel der Riester-Rente, ZÖD und der bAV sowie der gRV nach Altersgruppen in Euro, 2011 .....	59
Abbildung 3 Durch die Steuerreform bedingte Änderungen der Renten nach Kohorte, ohne dynamische Reaktionen in Prozent.....	61
Abbildung 4 Durch die Steuerreform bedingte Änderungen der Renten nach Kohorte, mit dynamischen Reaktionen in Prozent.....	62

# Zusammenfassung

Eine Bund-Länder-Arbeitsgruppe hat einen Vorschlag für eine Reform des Investmentsteuerrechts mit Schwerpunkt auf der Besteuerung von Publikumsfonds ausgearbeitet. Der Vorschlag sieht vor, dass die derzeitige Steuerbefreiung bei Publikumsfonds abgeschafft und durch ein neues System mit den folgenden drei Hauptelementen ersetzt wird:

- Einführung einer Steuer auf Fondsebene in Höhe von 15,825<sup>1</sup> Prozent auf Dividenden aus deutschen Quellen und Einkünfte aus deutschen Immobilien
- Aufhebung von Steuerbefreiungen für bestimmte Investorsträger bei körperschaftsteuerpflichtigen betrieblichen Anlegern und bei Personenunternehmern
- Steuererleichterungen auf Anlegerebene, wenn bestimmte Schwellenwerte für Aktien- oder Immobilienbesitz erreicht werden

Dagegen bleibt die Steuerbelastung auf Dividenden aus deutschen Quellen und auf Einkünfte aus deutschen Immobilien bei einer Investition in ausländische Publikumsfonds unverändert. Auch bei ausländischen Anlegern, die in deutsche Publikumsfonds investieren, bleibt die Steuerbelastung weitgehend gleich.<sup>2</sup> Bei der Anlage in Spezialfonds haben die Reformvorschläge ebenfalls keine Auswirkung auf die Steuerbelastung.

Eine qualitative Zusammenfassung der Reformvorschläge ist der Tabelle 1 zu entnehmen.

**Tabelle 1 Die Steuerreform im Überblick**

Fondsebene		Anlegerebene	
<u>Publikumsfonds</u>	<u>Spezialfonds</u>	<u>Steuerbegünstigte Anleger</u>	<u>Natürliche Personen und körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</u>
+15 Prozent: Deutsche Immobilien Dividenden aus deutschen Quellen	Keine Änderung	Keine Änderung für steuerbefreite Anleger/kleine Änderungen für teilweise steuerbefreite Anleger	Zusätzliche/aufgehobene Steuer Befreiungen
Keine Änderung: Festverzinsliche Erträge oder Veräußerungsgewinne aus deutschen Quellen Einkünfte aus ausländischen Quellen			

Anmerkung: Die umrandete Stelle markiert die von der Steuerreform in erster Linie betroffenen Kombinationen von Vermögenswerten und Fondstypen.

Quelle: Copenhagen Economics

Die Vermögengegenstände, die einer Besteuerung unterworfen werden sollen, stellen nur einen relativ kleinen Teil der gesamten Vermögensanlage der deutschen Investmentfonds dar.

<sup>1</sup> 15 Prozent Körperschaftsteuer zuzüglich 0,825 % Solidaritätszuschlag

<sup>2</sup> Derzeit unterliegen ausländische Anleger einem abgeltenden Steuerabzug auf Dividenden aus deutschen Quellen und Einkünfte aus deutschen Immobilien, wenn diese von dem deutschen Investmentfonds an ausgeschüttet werden. Zukünftig werden diese Erträge bereits auf Ebene des Publikumsfonds besteuert; die anschließenden Auszahlungen des Investmentfonds an den ausländischen Anleger werden nicht mehr besteuert.



- Erstens machen die Vermögenswerte deutscher Publikumsfonds mit 347 Milliarden Euro nur 26 Prozent der Gesamtsumme von Publikums- und Spezialfonds aus.
- Zweitens entfallen von diesen 347 Milliarden Euro weniger als 25 Prozent auf deutsche Aktien und Immobilien, vgl. Tabelle 2.
- Da drittens Veräußerungsgewinne aus Aktien nur etwas mehr als 35 Prozent der Erträge von Publikumsfonds aus diesen beiden Einkunftsquellen ausmachen, liegt der Anteil der Einkünfte auf Publikumsfondsebene, auf den sich der Gesetzesvorschlag auswirkt, vermutlich im Bereich von etwa 15 Prozent.

**Tabelle 2 Prozentuale Aufteilung der Vermögensgegenstände in deutschen Publikumsfonds**

Deutsche Vermögensgegenstände	37,5
Davon:	
-Aktien	15,5
-Immobilien	7,9
-Investmentfonds	4,2
-Festverzinsliche Erträge	8,8
-Sonstige	1,1
Ausländische Vermögensgegenstände	62,5
<b>Gesamt</b>	<b>100</b>

Anmerkung: Die umrandete Stelle markiert die von der Steuerreform in erster Linie betroffenen Kombinationen von Vermögenswerten und Fondstypen.

Quelle: Copenhagen Economics

Wie oben erwähnt, werden die Auswirkungen der Steuer auf die endgültigen Renditen nach Steuern zusätzlich – und absichtlich – durch die neuen, auf Anlegerebene eingeführten Steuerbefreiungen neutralisiert oder zumindest reduziert. Diese Steuerentlastungsregelungen greifen dann, wenn der Anteil der Aktien- oder Immobilieneinkünfte aus deutschen Quellen in dem Publikumsfonds, an dem der Anleger beteiligt ist, 51 Prozent erreicht (so genannte „Konzentrationseffekte“). Die Regelungen sind relevant für die Besteuerung von steuerpflichtigen Investoren, bei denen es sich etwa um körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger oder einkommensteuerpflichtige natürliche Personen handelt, jedoch definitionsgemäß nicht für steuerbefreite Anleger wie Kirchen und bestimmte Altersvorsorgeeinrichtungen.

Die direkten Auswirkungen der Besteuerung auf Fondsebene auf die Renditen nach Steuern auf Anlegerebene sind aus mehreren Gründen schwer vorherzusagen.

- Zum einen hängen sie von der Höhe künftiger Renditen aus einer breiten Palette verschiedener Vermögenswerte ab – im vorliegenden Bericht beruhen unsere Einschätzungen auf historischen Wertentwicklungen.
- Zum anderen hängen sie von dem Ausmaß ab, in dem steuerpflichtige Anleger Steuererleichterungen aufgrund von Konzentrationseffekten erreichen können.

Unseren Berechnungen zufolge liegt der Rückgang der Anlegerrenditen aus Publikumsfonds bei den verschiedenen Anlegergruppen im Bereich von 24 bis 30

Basispunkten – das hat einen Rückgang der Portfoliorendite<sup>3</sup> um etwa einen Basispunkt zur Folge, vgl. Tabelle 3.

Diese numerischen Renditeeinbußen entsprechen einem prozentualen Renditerückgang von vier bis sechs Prozent auf Fondsebene und annähernd null Prozent auf Portfolioebene. Dabei werden die relativ größten Auswirkungen für Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger erwartet, da die Vorteile aus den vorgeschlagenen Befreiungen zu gering sind, um die negativen Auswirkungen der Aufhebung derzeitiger Befreiungen von Veräußerungsgewinnen auszugleichen. Im Gegensatz zu dem relativ hohen Renditerückgang für betriebliche Anleger fällt die Verringerung der gewichteten Portfoliorendite eher gering aus. Das rührt daher, dass betriebliche Anleger ihre Finanzportfolios nur zu 2,5 Prozent in Publikumsfonds halten, verglichen mit einem Prozentsatz von 6,6 bei steuerbegünstigten Anlegern.

**Tabelle 3 Auswirkungen der Steuerreform auf Renditen – statisch**

	Publikumsfondsanteile		Gesamtes Portfolio	
	In Basispunkte	Prozentuale Veränderung	In Basispunkte	Prozentuale Veränderung
Steuerbegünstigte Anleger	-28 bis -22	-4 bis -3	etwa -2	etwa -0
Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger <sup>4</sup>	-50 bis -44	-19 bis -7	- 1 bis 0	etwa -0
Natürliche Personen	-31 bis -44	-9 bis -6	etwa -0	etwa -0
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-30 bis -24</b>	<b>- 6 bis -4</b>	<b>etwa -1</b>	<b>etwa -0</b>

Anmerkung: Für die Gesamtwirtschaft ist der von Ausländern gehaltene Anteil an deutschen Publikumsfonds in die Berechnung eingeschlossen. Da Ausländer von der vorgeschlagenen Steuerreform nicht betroffen sind, sind die Auswirkungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geringer.

Die Kategorie natürliche Personen umfasst private Haushalte und Einzelunternehmer/Personengesellschaften (= Personenunternehmer).

Quelle: Copenhagen Economics

Wir erwarten allerdings, dass die Auswirkungen noch geringer sind, wenn dynamische Effekte berücksichtigt werden.

Auf Fondsebene wird es Anreize geben,

- höhere Anteile an Vermögenswerten aus ausländischen Quellen und an festverzinslichen Vermögenswerten anzustreben, die von den Änderungen nicht betroffen sind.
- eine Asset-Struktur aufzubauen, die es steuerpflichtigen Anlegern ermöglicht, konzentrationsbedingte Erleichterungen in Anspruch zu nehmen, also dafür zu sorgen, dass Aktien und Immobilien die Grenze von 51 Prozent erreichen, weil hiervon bestimmte Steuererleichterungen auf Anlegerebene abhängen.

<sup>3</sup> Diese Veränderungen der Renditen von Publikumsfonds beziehen sich auf ein Portfolio, das alle finanziellen Vermögenswerte des relevanten Anlegers beinhaltet: Anteile, Anleihen und Anteile an sowohl Publikums- als auch Spezialfonds.

<sup>4</sup> Nicht umfasst sind Personenunternehmer, also natürliche Personen, die als Einzelunternehmer oder im Rahmen einer Personengesellschaft unternehmerisch tätig sind und Anteile an Investmentfonds halten.

Letzteres könnte im Wesentlichen so aussehen, dass existierende Fonds mit einer breiten Palette von Vermögenswerten in stärker fokussierte Fonds mit engeren Anlageprofilen – also vorherrschend Aktien oder Immobilien – aufgeteilt werden. Eine derartige Umstrukturierung könnte höhere Steuererleichterungen ermöglichen, ohne dass der letztlich steuerpflichtige Anleger Änderungen an der Zusammensetzung der Vermögenswerte insgesamt feststellt.

Auf Anlegerebene erwarten wir außerdem einige Umschichtungen von Publikumsfonds zu Spezialfonds. Das wäre für inländische institutionelle Anleger relevant, insbesondere für steuerbefreite Anleger, die eine indirekte Besteuerung auf Fondsebene vermeiden möchten.

Wir schätzen, dass etwa 30–50 Prozent der geplanten Besteuerung auf Publikumsfondsebene durch dynamische Effekte abgeschwächt werden.

Die Möglichkeiten einer Vermeidung der Auswirkungen durch Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz des Konzentrationseffekts stehen nur steuerpflichtigen Anlegern zur Verfügung. Andererseits sind wir der Ansicht, dass steuerbefreite Anleger wie bestimmte Altersvorsorgeeinrichtungen, die bereits heute mit langen Bindungsfristen arbeiten, wahrscheinlich am ehesten dazu in der Lage sind, Vermögenswerte von Publikumsfonds auf Spezialfonds umzuschichten.

Alles in allem reduzieren sich die Auswirkungen auf die deutsche Gesamtwirtschaft unter Berücksichtigung dynamischer Bereinigungen, wie aus Tabelle 4 ersichtlich, auf einen Rückgang von 12 bis 25 Basispunkten bei Publikumsfonds und von etwa einem Basispunkt bei Portfoliorenditen. Auf Fondsebene entspricht dies einem prozentualen Rückgang der effektiven Rendite um 3 bis 4 Prozent, auf Portfolioebene um 0 Prozent.

**Tabelle 4 Auswirkungen der Steuerreform auf Renditen – dynamisch**

	Publikumsfondsanteile		Gesamtes Portfolio	
	In Basispunkte	Prozentuale Veränderung	In Basispunkte	Prozentuale Veränderung
Steuerbegünstigte Anleger	-14 bis -11	etwa -2	etwa -1	etwa 0
Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger	-31 bis -22	- 5 bis -4	etwa -1	etwa 0
Natürliche Personen	-45 bis -17	-8 bis 3	etwa 0	etwa 0
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-25 bis -12</b>	<b>-4 bis -3</b>	<b>etwa -1</b>	<b>etwa 0</b>

Anmerkung: Für die Gesamtwirtschaft ist der von Ausländern gehaltene Anteil an deutschen Publikumsfonds in die Berechnung eingeschlossen. Da Ausländer von der vorgeschlagenen Steuerreform nicht betroffen sind, sind die Auswirkungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geringer.

Die Kategorie natürliche Personen umfasst private Haushalte und Einzelunternehmer/Personengesellschaften (= Personenunternehmer).

Quelle: Copenhagen Economics

Wir haben einige Schätzungen über die Auswirkungen auf Auszahlungen aus Altersvorsorgeeinrichtungen vorgenommen. Eins vorweg: Aufgrund der oben erörterten Effekte werden sich die Auswirkungen in Grenzen halten.

- Nur ein kleiner Teil der von Altersvorsorgeeinrichtungen gehaltenen Vermögenswerte – zwei Prozent – ist betroffen.
- Darüber besteht, wie oben erörtert, erheblicher Spielraum für die Neuausrichtung der Asset-Management-Struktur.

Wir können uns vorstellen, dass die Renditen nach Steuern unter Einschluss der dynamischen Effekte um zwei Basispunkte zurückgehen, was einem prozentualen Rückgang der Renditen von 0,1 bis 0,03 Prozent entspricht.

- Für Personen, die kurz vor dem Ruhestand stehen, fallen die Auswirkungen natürlich noch weniger ins Gewicht: Ihre Auszahlungen beruhen auf der Wertentwicklung des Investments vor einer möglichen Änderung der Besteuerung.
- Bei Personen, die noch die ganze Beitragszahlungsdauer vor sich haben – in unserem Beispiel 40 Jahre – nehmen wir an, dass der Gesamteffekt der Steuerreform die gesamte einer Durchschnittsperson zustehende Rente um 0,05 Prozent reduziert.

Schließlich haben wir Mechanismen geprüft, anhand derer ausgewählte Anlegergruppen – nämlich gemeinnützige Einrichtungen, Rentenempfänger als Gruppe und Rentenberechtigte, die in verschiedene Arten der Altersvorsorge einzahlen – für die Änderungen entschädigt werden könnten.

- Für gemeinnützige Einrichtungen bestünde der natürlichste Entschädigungsmechanismus darin, Subventionen in einer der zusätzlichen Steuerbelastung entsprechenden Höhe einzuführen.
- Für Rentenempfänger, deren Altersvorsorgen von der Reform betroffen sind, kommen Steuererleichterungen auf das Einkommen während des Erwerbslebens in Frage.

In jedem Fall würde die Anpassung sehr gering ausfallen und in erster Linie für Personen gelten, die noch einen langen Investitionszeitraum vor sich haben. Das wirft die Frage auf, ob derartige Entschädigungsmechanismen letztlich sinnvoll sind. Die Auswirkungen der steuerlichen Änderungen auf eine Person, die zum Beispiel in 15 Jahren in Rente geht, werden durch die wahrscheinlichen – und unvorhersehbaren – Änderungen der Renditen vor Steuern im gleichen Zeitraum weit übertroffen.

## Kapitel 1

# Derzeitiges System und vorgeschlagene Änderungen

Eine Bund-Länder-Arbeitsgruppe hat einen Vorschlag für eine Reform des deutschen Investmentsteuerrechts erarbeitet.<sup>5</sup>

Die vorgeschlagene Investmentsteuerreform bedeutet eine Abkehr vom derzeitigen semi-transparenten Steuersystem mit vollständiger Steuerbefreiung für inländische Investmentfonds hin zu einem Besteuerungssystem, das bestimmte Einkünfte aus deutschen Quellen im Bereich der Publikumsfonds der Besteuerung auf Fondsebene unterwirft und im Bereich der Spezialfonds für institutionelle Anleger bestimmte Änderungen des Besteuerungssystems vorsieht.<sup>6</sup>

Im Folgenden identifizieren und beschreiben wir zunächst vier Hauptmerkmale des vorgeschlagenen Systems und vergleichen diese Änderungen mit dem derzeitigen System. Die vier Merkmale, auf die wir unser Augenmerk richten, sind erstens: Besteuerung einiger Erträge bei Publikumsfonds auf Fondsebene, zweitens: Einführung neuer Steuerbefreiungen auf Anlegerebene, drittens: Abschaffung einiger Steuerbefreiungen für Veräußerungsgewinne und viertens: Einführung der so genannten Vorabpauschale. Abgeschlossen wird das Kapitel durch eine Zusammenfassung der wichtigsten Änderungsvorschläge.

## Derzeitiges und vorgeschlagenes System

Nach dem derzeitigen System sind deutsche Investmentfonds mit den auf Fondsebene vereinnahmten Erträgen von der deutschen Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Diese Regelung steht im Einklang mit dem derzeit für Investmentfonds geltenden semitransparenten Besteuerungsgrundsatz, wonach für die Beteiligung an Investmentfonds eine im Vergleich zur direkten Beteiligung an den Zielvermögenswerten ähnliche Attraktivität geschaffen werden soll. Das semitransparente System sieht demnach vor, dass derzeit die gesamte Besteuerung auf Ebene des Anlegers bei der

---

<sup>5</sup> Bericht der Arbeitsgruppe „Neukonzeption der Investmentbesteuerung“ vom 24. Februar 2012. Die Arbeitsgruppe stützte ihren Vorschlag auf die Tatsache, dass steuerliche Probleme hauptsächlich in den folgenden Bereichen ausgemacht wurden: (1) unterschiedliches Ausmaß der Investmentbesteuerung je nach regulatorischem Umfeld; (2) Steuervermeidungsstrukturen unter Verwendung von Investmentfonds z. B. im Hinblick auf Immobilien- und Zinseinkünfte aus deutschen Quellen; (3) Strukturen zur Vermeidung steuerlicher Verluste unter Verwendung von Investmentfonds; (4) Ausschüttungsreihenfolge; (5) Auswirkungen des EU-Rechts basierend auf der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung der für in- und ausländische Investmentfonds geltenden Quellensteuer auf deutsche Dividenden und bei der Besteuerung von Immobilienerträgen.

<sup>6</sup> Die im vorliegenden Bericht für die Fondstypen verwendete Terminologie entspricht einer steuerlichen Terminologie, die von der des *Kapitalanlagegesetzbuchs* abweicht. Der Bericht beschränkt sich auf Überlegungen zu Investmentfonds (§ 1 Abs. 1b InvStG), die unter den Anwendungsbereich des derzeitigen semitransparenten Besteuerungssystems gemäß §§ 2 ff., oder Investmentfonds, die nach den Übergangsvorschriften weiterhin als Investmentfonds gelten, wobei ein vor dem 24. Dezember 2013 aufgelegter Investmentfonds bis zum Ende seines ersten nach dem 22. Juli 2016 endenden Geschäftsjahrs weiterhin als solcher eingestuft wird, falls der Fonds weiterhin die früheren, bis zum 21. Juli 2013 geltenden Kriterien für einen Investmentfonds erfüllt, § 22 Abs. 1 und 2 InvStG. Der Vorschlag der Arbeitsgruppe befasst sich nicht mit Änderungen der Besteuerung von Investitionsgesellschaften, § 1 Abs. 1c InvStG.

Vereinnahmung von ausgeschütteten Erträgen und bei der Zurechnung von ausschüttungsgleichen Erträgen vorgenommen wird.<sup>7</sup> Deutsche Investmentfonds – unabhängig davon, ob es sich um Spezial- oder Publikumsfonds handelt – unterliegen daher nicht der deutschen Einkommensteuer für die Einnahmen, die sie aus ihren Beteiligungen an deutschen und ausländischen<sup>8</sup> Investments erhalten.

Ziel des Reformvorschlags ist die Einführung zweier Steuersysteme: eines transparenten und eines nicht transparenten Systems. Die Merkmale zur Unterscheidung der beiden Systeme folgen, wie im Reformvorschlag dargestellt, der Abgrenzung zwischen Publikumsfonds und Spezialfonds.<sup>9</sup>

Mit dem vorgeschlagenen *transparenten Steuersystem* ist keine erhebliche Abweichung vom derzeitigen System beabsichtigt. Dessen Anwendungsbereich soll zukünftig auf Spezialfonds beschränkt sein. Die rechtliche Konstruktion von Spezialfonds bringt es mit sich, dass sie grundsätzlich nicht für natürliche Personen offen sind. Nur institutionelle Anleger können also in Spezialfonds investieren.<sup>10</sup>

Das *nicht transparente System* ist das Herzstück der Reform. Es soll für Publikumsfonds gelten. Publikumsfonds stehen grundsätzlich allen Arten von Anlegern offen. Die neuen, im nicht transparenten System enthaltenen Vorschläge zeichnen sich durch vier umfangreiche Änderungen aus.<sup>11</sup>

- *Erstens* wird die Befreiung inländischer Publikumsfonds von der Körperschaftsteuer abgeschafft, und zwar zugunsten einer 15-prozentigen Körperschaftsteuer zuzüglich eines Solidaritätszuschlags (SolZ) von 5,5 Prozent auf die Körperschaftsteuer für inländische Dividenden<sup>12</sup> und inländische Immobilienerträge<sup>13</sup> auf Fondsebene.<sup>14</sup> Sonstige Einkünfte auf Fondsebene, insbesondere inländische Veräußerungsgewinne und Zinseinkünfte, bleiben von der Besteuerung auf Fondsebene in Deutschland befreit. Die Besteuerung auf Fondsebene führt zu einem „zusätzlichen Schritt“ im Steuersystem.<sup>15</sup> Tabelle 5

---

<sup>7</sup> Ausschüttungsgleiche Erträge, bestehend aus nicht ausgeschütteten „ordentlichen“ Erträgen (in der Hauptsache Dividenden, Zinsen und Mieteinnahmen), werden den deutschen Anlegern zum Ende des Geschäftsjahrs zugerechnet, während nicht ausgeschüttete realisierte oder nicht realisierte außerordentliche Erträge (insbesondere Veräußerungsgewinne und Erträge aus Termingeschäften) auf Anlegerebene nicht besteuert werden. Außerordentliche Erträge werden nur dann auf Anlegerebene besteuert, wenn sie vom Investmentfonds tatsächlich ausgeschüttet werden oder der Anleger seine Fondsanteile verkauft bzw. zurückgibt.

<sup>8</sup> Erträge eines deutschen Investmentfonds aus ausländischen Quellen können der Quellensteuer unterliegen.

<sup>9</sup> Ein Investmentfonds ist gemäß dem Vorschlag definiert als Vehikel für kollektive Beteiligungen an einem risikodiversifizierten Portfolio von geeigneten Vermögenswerten, das einer staatlichen Aufsicht unterliegt und bei dem die Anleger berechtigt sind, Fondsanteile zurückzugeben. Weitere Einschränkungen gelten für die Zusammensetzung des Fondsportfolios (z. B. Beschränkung von Investitionen in nicht geeignete Vermögenswerte auf weniger als zehn Prozent).

<sup>10</sup> Ein Spezialfonds muss die für einen Investmentfonds geltenden Kriterien (siehe oben) erfüllen und auf hundert nicht natürliche Personen beschränkt sein. Die Beschränkung auf nicht private Einzelanleger wird durch den Vorschlag auf mittelbare Beteiligungen natürlicher Personen durch Personengesellschaften ausgedehnt. Durch die Einschränkung des Anwendungsbereichs würde ein Investmentfonds mit Anteilseignern in der Rechtsform von Personengesellschaften unter das neue nicht transparente Steuersystem fallen.

<sup>11</sup> Wir äußern uns nicht zu steuerlichen Auswirkungen, die auf die Systemänderung zurückzuführen sind (einschließlich der Besteuerung einer fiktiven Veräußerung der Fondsanteile und der für Fondsanleger geltenden Übergangsvorschriften).

<sup>12</sup> Inländische Dividenden und inländische Kompensationszahlungen i.R.v. Wertpapierleihgeschäften.

<sup>13</sup> Nur Mieteinnahmen und Veräußerungsgewinne aus unmittelbaren Immobilienbeteiligungen durch einen Investmentfonds. Das vorgeschlagene nicht transparente System beschränkt die Abzugsfähigkeit von Kosten auf jene Kosten, die unmittelbar im Zusammenhang mit der deutschen Immobilie anfallen.

<sup>14</sup> Der Publikumsfonds ist auch weiterhin von der deutschen Gewerbesteuer befreit.

<sup>15</sup> Der Reformvorschlag regt an, Befreiungen vom nicht transparenten System für solche inländischen und in der EU ansässigen Publikumsfonds in Erwägung zu ziehen, deren einzige Anleger keiner Besteuerung (einschließlich

bietet einen Überblick über die mit dem nicht transparenten Steuersystem einhergehenden Änderungen, die sich für verschiedene Marktsegmente wie folgt zusammenfassen lassen:

- Die wichtigste Änderung für in Deutschland ansässige Investmentfonds besteht darin, dass aus deutschen Zielvermögenswerten stammende Dividenden und Immobilienerträge auf Fondsebene mit einem Steuersatz von 15,825 Prozent (inkl. SolZ) besteuert werden.
- Demgegenüber gibt es für deutsche Fonds keine Veränderungen bei der Besteuerung, wenn Fondserträge aus ausländischen Zielvermögenswerten erzielt werden.
- Wirtschaftlich betrachtet, gibt es auch keine relevanten Änderungen für im Ausland ansässige Fonds, die in deutsche Zielvermögenswerte investieren. Deutsche Dividenden unterliegen weiterhin der deutschen Quellensteuer auf Dividenden;<sup>16</sup> Immobilienerträge werden weiterhin grundsätzlich mit einem Steuersatz von 15 Prozent (zuzüglich 5,5 Prozent SolZ) besteuert.
- Die deutsche Quellensteuer (Kapitalertragsteuer) gilt für alle Ausschüttungen bzw. für die Vorabpauschale im Zusammenhang mit einem deutschen oder ausländischen Investmentfonds, dessen Anteile in einem deutschen Depot von einem in Deutschland ansässigen und der deutschen Besteuerung unterliegenden Investor gehalten werden.<sup>17</sup>

---

Quellensteuer) auf inländische Dividenden und Immobilienerträge unterliegen (z. B. Wohltätigkeitsorganisationen, Kirchen usw.).

<sup>16</sup> Derzeit wird gegenüber ausländischen Investmentfonds bei Auszahlung von inländischen Dividenden eine Quellensteuer in Höhe von 25 % erhoben. Regelmäßig kommt jedoch eine Reduzierung der deutschen Dividenden-Quellensteuer auf 15 Prozent (ohne SolZ) oder 10 Prozent aufgrund von Doppelbesteuerungsabkommen in Betracht. Im Rahmen der Reformvorschläge sollen ausländische Investmentfonds - soweit Doppelbesteuerungsabkommen nicht entgegenstehen - in gleicher Höhe wie inländische Investmentfonds belastet werden.

<sup>17</sup> Es wird davon ausgegangen, dass die Quellensteuer (Kapitalertragsteuer) für eine Ausschüttung/Vorabpauschale nicht gilt, wenn sie an vollständig steuerbefreite deutsche Anleger (z. B. Wohltätigkeitsorganisationen) sowie an andere steuerbefreite Anleger erbracht wird, die derzeit einer Abgeltungssteuer von 15,825 Prozent auf deutsche Dividenden unterliegen (z. B. Pensionskassen). Darüber hinaus gibt es keine Quellensteuer auf eine Ausschüttung/die Vorabpauschale, wenn sie an ausländische Investoren erbracht wird, die in deutsche Publikumsfonds investieren und die Fondsanteile in einem deutschen Depot halten.

**Tabelle 5 Besteuerung von Investmentfonds und Anlegern**

Publikumsfondsebene			Anlegerebene	
Erträge aus deutschem Zielvermögenswert	Deutsche Fonds	Ausländische Fonds	Steuerbefreit	Nicht steuerbefreite Körperschaften, Personenunternehmer und Privatanleger
	Neue Steuer von 15,825 Prozent auf Dividenden und Immobilienträge		<b>Konzentration &lt; 51 Prozent</b>	<b>Konzentration ≥ 51 Prozent</b>
	Weiterhin keine Steuer auf Veräußerungsgewinne	Keine Änderung – weiterhin Steuer von 15,825 Prozent	Keine Änderung	(Streichung der 95-prozentigen Steuerbefreiung für Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften)
				20 Prozent Steuerbefreiung bei Konzentration auf (in- und ausländische) Aktien 40 Prozent Steuerbefreiung bei Konzentration auf inländische Immobilien 60 Prozent Steuerbefreiung bei Konzentration auf ausländische Immobilien
Erträge aus ausländischem Zielvermögenswert	Keine Änderung			

Quelle: Bericht der Arbeitsgruppe „Neukonzeption der Investmentbesteuerung“ vom 24. Februar 2012

- *Zweitens* ist als Ausgleich für die vorgeschlagene Steuerbelastung der Anleger auf Fondsebene vorgesehen, bestimmte prozentuale Anteile von Ausschüttungen aus Aktienfonds oder Immobilienfonds auf Anlegerebene von der Steuer zu befreien. Insbesondere sind dann, wenn die Vermögenswerte des Fonds zum Zeitpunkt der Rückgabe oder Veräußerung der Fondsanteile
  - zu mindestens 51 Prozent aus Aktien bestehen, **20 Prozent** der steuerpflichtigen Erträge<sup>18</sup> aus dem Aktienfonds (einschließlich Veräußerungsgewinne) steuerfrei;
  - zu mindestens 51 Prozent aus inländischen Immobilien bestehen, **40 Prozent** der steuerpflichtigen Erträge aus dem Immobilienfonds (einschließlich Veräußerungsgewinne) steuerfrei;
  - zu mindestens 51 Prozent aus ausländischen Immobilien bestehen, **60 Prozent** der steuerpflichtigen Erträge aus dem Immobilienfonds (einschließlich Veräußerungsgewinne) steuerfrei

<sup>18</sup> Ausschüttungen, Vorabpauschale, Veräußerungsgewinne und sonstige Steuertatbestände wie z. B. Abschreibungen/Wertaufholung in der Bilanz werden nach dem Vorschlag von der Befreiung erfasst.



- *Drittens* unterfallen Dividenden und Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften, die über Publikums-Investmentfonds erzielt werden, nicht mehr den deutschen Vorschriften über die Beteiligungsertragbefreiung. D. h.
  - die 40-prozentige Steuerbefreiung bei Personenunternehmern (Teileinkünfteverfahren nach § 3 Nr. 40 EStG) und
  - die 95-prozentige Steuerbefreiung (§ 8b KStG) für Veräußerungsgewinne bei Kapitalgesellschaftensind im Rahmen des intransparenten Besteuerungssystems für Publikums-Investmentfonds nicht mehr anwendbar.

Nach dem bis zum 28. Februar 2013 geltenden Steuerrecht galten die Vorschriften über die Steuerbefreiung von Beteiligungserträgen für alle Dividenden aus Beteiligungen an deutschen Kapitalgesellschaften, die der regulären Körperschaftsteuer unterliegen (einschließlich mittelbarer Beteiligungen durch Investmentfonds)<sup>19</sup>. Als Reaktion auf die Entscheidung des EuGH im Fall C-284/09 wurde die Steuerbefreiung von Kapitalgesellschaften für Dividenden beendet, soweit die Beteiligung weniger als zehn Prozent beträgt (Streubesitzdividenden). Hierzu zählen auch Dividenden aus einem Publikumsfonds.<sup>20</sup> Während des Gesetzgebungsverfahrens wurde auch die Abschaffung der Steuerbefreiung für Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften in Erwägung gezogen, letztlich aber nicht umgesetzt. Im Rahmen der vorgeschlagenen Investmentsteuerreform wird die Abschaffung der Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne entsprechend der Protokollerklärung der Bundesregierung zur Beschlussempfehlung des Vermittlungsausschusses zum Gesetz zur Umsetzung des EuGH-Urteils vom 20. Oktober 2011 in der Rechtssache C-284/09 jedoch erneut ergebnisoffen geprüft werden (vgl. BT-PlPr 17/225, S. 28160C - 28160D).

- *Viertens* ersetzt die Einführung einer so genannten Vorabpauschale das derzeitige System ausschüttungsgleicher Erträge; sie führt zu einer jährlichen Besteuerung der noch nicht an die Anleger ausgeschütteten Gewinne auf Investmentfondsebene. Die Vorabpauschale greift dann, wenn ein Publikumsfonds weniger als den risikofreien Marktzinssatz ausschüttet. Dies kann auf Seiten des Anlegers eine Liquidität erfordern, welche die Summe der Ausschüttungen des Publikumsfonds übersteigt.<sup>21</sup> Dieser Effekt wird insbesondere für bestehende Fondsanlagen relevant, die nach dem derzeitigen Recht keine oder nur geringe ausschüttungsgleiche Erträge ausweisen.

Die Vorabpauschale fällt grundsätzlich dann an, wenn der Wert der Investmentfondsanteile (Rückgabekurs je Fondsanteil) im Laufe eines Geschäftsjahres gestiegen ist und die durch den Investmentfonds an seine Anleger vorgenommenen Ausschüttungen niedriger sind als der risikofreie Marktzins. Wenn die Ausschüttung genauso hoch oder höher als der risikofreie Marktzins ist, fällt keine Vorabpauschale an.

---

<sup>19</sup> Die Steuerbefreiungen gelten nicht für Dividenden oder Veräußerungsgewinne, die von einer Lebens- und Krankenversicherungen, einem steuerpflichtigen Pensionsfonds oder einer Bank, die die Anteile dem Handelsbuch zugeordnet hat, erzielt wurden.

<sup>20</sup> Mittelbare Beteiligungen durch Spezialfonds werden mit unmittelbar gehaltenen Anteilen zusammengezählt; sie können von der Zehn-Prozent-Grenze profitieren.

<sup>21</sup> Bei der Ermittlung etwaiger Auswirkungen der Vorabpauschale sind weitere Gesichtspunkte in Betracht zu ziehen – etwa die Tatsache, dass Anleger nach dem derzeitigen semitransparenten Steuersystem ihre ausschüttungsgleichen Erträge unabhängig davon, ob sie vom Investmentfonds Ausschüttungen erhalten haben, bereits versteuern.

Ist der Rückgabekurs zum Ende des Geschäftsjahres gleich dem Rückgabekurs zu Beginn des Geschäftsjahres oder niedriger, entfällt ebenfalls die Vorabpauschale. Allerdings wird nicht danach unterschieden, worauf eine Steigerung des Rückgabekurses während eines Geschäftsjahres zurückzuführen ist. Die Steigerung kann also z. B. aus nicht realisierten Wertsteigerungen von Wertpapieren („potentiellen Veräußerungsgewinnen“) auf Investmentfondsebene herrühren.

Werden die Fondsanteile während eines Geschäftsjahres erworben, unterliegt die Vorabpauschale mit ihrem gesamten Betrag der Besteuerung auf Anlegerebene. Wenn ein Anleger seine Fondsanteile vor dem Ende eines Geschäftsjahres veräußert oder zurückgibt, fällt keine Vorabpauschale an, da die Besteuerung der Veräußerungsgewinne alle Steigerungen des Nettoinventarwerts eines Fonds durch Gewinne auf Fondsebene umfasst.

Der risikofreie Marktzinssatz wird auf 80 Prozent des Basiszinses (i.S.d. § 203 Abs. 2 BewG, derzeit auf 2,59 Prozent für 2014 festgesetzt<sup>22</sup>) festgelegt. Tabelle 6 stellt den Mechanismus optisch dar (unter Berücksichtigung der Besteuerung auf Anlegerebene).

**Tabelle 6 Die Vorabpauschale**

Ist die Differenz zwischen dem Rückgabekurs der Fondsanteile zum Geschäftsjahresbeginn und zum Geschäftsjahresende positiv? (Steigerung des Fondswertes)			
Ja		Nein	
Kurs zum Geschäftsjahresbeginn *80 Prozent des Basiszinssatzes (Marktzinssatz) > Ausschüttungen			
Ja		Nein	
Ausschüttungen + Steigerung des Fondswertes ≥ Marktzinssatz			
Ja	Nein	Besteuerung auf der Grundlage von Ausschüttungen (keine Vorabpauschale)	
Besteuerung auf der Grundlage von Ausschüttungen + Vorabpauschale (festgelegt als Marktzinssatz - Ausschüttungen)	Besteuerung auf der Grundlage von Ausschüttungen + Vorabpauschale (festgelegt als Steigerung des Fondswertes)		
		Besteuerung auf der Grundlage von Ausschüttungen (keine Vorabpauschale)	

Die letzten drei Änderungen der Besteuerung auf Anlegerebene werden in der Anlage A für verschiedene Anlegertypen und Vermögenswerte zusammengefasst.

## Schlussbemerkungen

Abschließend ist hervorzuheben, dass sich die Auswirkungen der vorgeschlagenen Steuerreform hauptsächlich auf Publikumsfonds und Spezialfonds, die sich für die Anwendung des nicht transparenten Steuersystems entscheiden, beschränken. Vier wesentliche steuerliche Änderungen wurden aufgezeigt:

1. Nach dem vorgeschlagenen System unterliegen inländische Dividenden sowie Erträge aus inländischen Immobilien einem Körperschaftsteuersatz von 15

<sup>22</sup> vgl. BMF vom 2. Januar 2014, IV D 4 – S 3102/07/10001; 2014/0000140 (2013: 2,04 Prozent; 2012: 2,44 Prozent und 2011: 3,43 Prozent) festgelegt.

Prozent (zuzüglich 5,5 Prozent Solidaritätszuschlag auf den Steuerbetrag) auf der Ebene eines inländischen Publikumsfonds. Die Steuer auf Investmentfondsebene ist auf der Ebene der deutschen Anleger nicht anrechenbar oder erstattungsfähig.

2. Nach dem vorgeschlagenen System sind Erträge aus inländischen Publikumsfonds mit auf Aktien oder Immobilien konzentrierten Beteiligungen (mindestens 51 Prozent aller Vermögenswerte) auf Anlegerebene teilweise steuerfrei:

- 20-prozentige Befreiung, wenn der Publikumsfonds  $\geq$  51 Prozent seiner Vermögenswerte in Aktien investiert,
- 40-prozentige Befreiung, wenn der Publikumsfonds  $\geq$  51 Prozent seiner Vermögenswerte in inländische Immobilien investiert und
- 60-prozentige Befreiung, wenn der Publikumsfonds  $\geq$  51 Prozent seiner Vermögenswerte in ausländische Immobilien investiert.

Der Prozentsatz der steuerbefreiten Erträge einer Publikumsfondsbeteiligung gilt für alle Erträge, die aus der Fondsbeteiligung herrühren. Hierzu zählen Ausschüttungen, die Vorabpauschale, Gewinne (oder Verluste) bei der Veräußerung oder Rückgabe der Fondsanteile sowie Teilwertabschreibungen bzw. -zuschreibungen.

3. Steuerbefreiungen von Erträgen aus Publikumsfonds nach den Vorschriften über die Beteiligungsertragsbefreiung für betriebliche Anleger, die der Einkommensteuer gemäß § 3 Nr. 40 EStG unterliegen (Dividenden und Veräußerungsgewinne) und für Kapitalgesellschaften, die der gewöhnlichen Körperschaftsteuer gemäß § 8b Abs. 2 KStG (Veräußerungsgewinne) unterliegen, werden abgeschafft.
4. Die Einführung der Vorabpauschale dient als Ersatz für die derzeit geltende Regelung der ausschüttungsgleichen Erträge – sie besagt, dass nicht ausgeschüttete Fondserträge abzüglich des risikofreien Renditezinssatzes jährlich auf Ebene des deutschen Anlegers, der in inländische und ausländische Publikumsfonds investiert, besteuert werden.

## Kapitel 2

# Statische Auswirkungen auf den Markt

Aus Kapitel 1 wissen wir, dass die Hauptmerkmale der vorgeschlagenen Reform die Einführung einer Besteuerung von aus deutschen Zielvermögenswerten stammenden Dividenden und Immobilienerträgen auf Fondsebene sowie Änderungen der Steuerbefreiungen auf Anlegerebene sind. Im vorliegenden Kapitel 2 sollen nun die statischen Auswirkungen der Reform auf den Finanzmarkt untersucht werden.

Hierfür stellen wir erstens den derzeitigen deutschen Fondsmarkt dar und ermitteln die maßgebliche Grundlage für die Besteuerung auf Fondsebene (2.1). Zweitens gehen wir, wenn wir die Gesamtauswirkungen ermittelt haben, weiter und befassen uns damit, wie sich Änderungen bei der Besteuerung von Anlegern, kombiniert mit denen bei der Besteuerung auf Fondsebene, bei statischer Betrachtung auf die Anleger auswirken (2.2). Drittens stellen wir basierend auf der ermittelten Besteuerungsgrundlage fest, wie sich die Reform auf die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Fonds auswirkt. Abgeschlossen wird das Kapitel mit einer kurzen Zusammenfassung der festgestellten Effekte.

## Die Größe des Fondsmarkts

Um die Auswirkungen der vorgeschlagenen Reform auf den Markt abschätzen zu können, ist zunächst die potenzielle Größe der betroffenen Besteuerungsgrundlage zu ermitteln. Da die Reform, wie in Kapitel 1 erläutert, ausländische Fonds mit deutschen Vermögenswerten nicht unmittelbar betrifft, stehen vor allem deutsche Fonds im Mittelpunkt des Interesses.

Deutsche Fonds lassen sich in zwei Gruppen unterteilen: Spezialfonds, die Vermögenswerte mit einem Gesamtmarktwert von 1.007.734 Mio. Euro halten, und Publikumsfonds, die Vermögenswerte mit einem Gesamtmarktwert von 347.139 Mio. Euro halten, vgl. Tabelle 7. Da für Spezialfonds weiterhin die derzeitige transparente Regelung gilt, während Publikumsfonds gemäß dem Vorschlag in das nicht transparente System wechseln, hat das Hauptaugenmerk letztlich den Publikumsfonds zu gelten. Im Bereich der Publikumsfonds halten Aktien- bzw. Immobilienfonds jeweils Vermögen im Wert von 120.490 Mio. Euro bzw. 84.636 Mio. Euro, womit diese Fonds die dominierenden Fondstypen sind. Zusammen stehen sie für 59 Prozent der gesamten von Publikumsfonds gehaltenen Vermögenswerte.

**Tabelle 7 Vermögenswerte nach Fondstyp<sup>23</sup>**

	Publikumsfonds	Spezialfonds
Aktienfonds in Mio. Euro	120.490	64.655
Rentenfonds in Mio. Euro	60.822	325.124
Gemischte Wertpapierfonds in Mio. Euro	35.587	306.727
Geldmarktfonds in Mio. Euro	3.409	3.742
Offene Immobilienfonds in Mio. Euro	84.636	39.319
Gemischte Fonds in Mio. Euro	23.810	202.490
Hedgefonds in Mio. Euro	1.341	370
Altersvorsorgefonds, §§ 87 – 90 InvG; § 347 (2) KAGB in Mio. Euro	789	-
Derivatefonds in Mio. Euro	51	-
Sonstige Fonds in Mio. Euro	1.343	17.415
Dachfonds in Mio. Euro	14.861	47.892
<b>Gesamt in Mio. Euro</b>	<b>347.139</b>	<b>1.007.734</b>

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Daten aus dem 1. Quartal 2013

Die strukturelle Konzentration von Aktien- und Immobilienfonds ist eine wichtige Eigenschaft, denn die vorgeschlagene Einführung der Besteuerung auf Fondsebene bei Publikumsfonds zielt auf die Besteuerung von Dividenden und Immobilienerträgen ab.

Ein genauerer Blick auf die Portfoliostrukturierung versetzt uns in die Lage, die maßgebliche Besteuerungsgrundlage weiter einzuengen. Insgesamt halten deutsche Publikumsfonds 37 Prozent ihres Portfolios in Aktien und 24 Prozent in Immobilien, vgl. Tabelle 8. Da lediglich aus deutschen Vermögenswerten stammende Dividenden und Immobilienerträge auf Fondsebene besteuert werden sollen, ist es außerdem wichtig, die Verteilung der Assets auf in- und ausländische Vermögenswerte zu untersuchen. 42 Prozent der Aktien wurden im Inland emittiert und 33 Prozent der Immobilien befinden sich in Deutschland. Die maßgebliche Grundlage für die Besteuerung auf Fondsebene beträgt daher 81.383 Mio. Euro oder 23,44 Prozent des gesamten Vermögens der Publikumsfonds.

<sup>23</sup> Die im vorliegenden Bericht für die Fondstypen verwendete Terminologie weicht von der des *Kapitalanlagegesetzbuchs* ab.

**Tabelle 8 Von deutschen Publikumsfonds gehaltene Vermögenswerte**

	Gesamt in Mio. Euro	Anteil an allen Vermögenswerten (in Prozent)	inländisch (in Prozent)	ausländisch (in Prozent)
Anteile an Investmentfonds	36.528	11	38	62
Aktien	128.476	37	42	58
Festverzinsliche Instrumente	85.465	25	35	65
Immobilien	83.101	24	33	67
Übriges Vermögen	13.569	4		
<b>Gesamt</b>	<b>347.139</b>	<b>100</b>	<b>38</b>	<b>62</b>

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Daten aus dem 1. Quartal 2013

Die vorgeschlagene Steuer auf Fondsebene von 15,825 Prozent wird also auf Dividenden und Immobilienerträge erhoben, die durch 23,44 Prozent aller von inländischen Publikumsfonds gehaltenen Vermögenswerte erwirtschaftet werden. Spezialfonds werden grundsätzlich nicht auf Fondsebene besteuert. Die Besteuerung von Publikumsfonds kann sich allerdings in gewisser Weise mittelbar auf dieses Fondssegment auswirken. Das liegt daran, dass Spezialfonds 69.040 Mio. Euro bzw. 6,9 Prozent ihres gesamten Vermögens in inländischen Fondsanteilen halten<sup>24</sup>. Enthält dieser Anteil Beteiligungen an Publikumsfonds, die deutsche Zielvermögenswerte halten, kann ein gewisser Teil der Publikumsfonds-Besteuerung auf Spezialfonds durchschlagen, was bedeutet, dass die vorgeschlagene Besteuerung auf Fondsebene nicht ausschließlich auf Publikumsfonds beschränkt ist. Diese potenzielle Kettenreaktion ändert nichts an der Größe der Besteuerungsgrundlage. Im Ergebnis bleibt es also dabei, dass die von der Reform betroffenen Vermögenswerte einen Wert von 81.383 Mio. Euro aufweisen, was 23,44 Prozent des Vermögens inländischer Publikumsfonds und 6 Prozent des gesamten Fondsvermögens ausmacht.

## Marktauswirkungen der vorgeschlagenen Änderungen auf Anleger

Um die Auswirkungen der Einführung einer Besteuerung auf Fondsebene sowie der Neuregelung der Besteuerung von Anlegern beziffern zu können, müssen wir die Zusammensetzung der Portfolios deutscher Anleger ebenso untersuchen wie die Summe der von der Besteuerung auf Fondsebene betroffenen Vermögenswerte. Die Anleger investieren 4,1 Prozent ihres Vermögens in inländische Publikumsfonds und 11,9 Prozent in inländische Spezialfonds. Da nur 23,44 Prozent des in deutschen Publikumsfonds angelegten Vermögens von der Besteuerung auf Fondsebene betroffen sein wird, bedeutet dies, dass insgesamt nur 0,7 Prozent des deutschen Portfoliovermögens betroffen sein wird, vgl. Tabelle 9. Berücksichtigt man außerdem die Tatsache, dass von der Besteuerung auf Fondsebene nur Dividendenerträge aus Aktien betroffen sein werden, kann dieser Anteil noch weiter, nämlich auf 0,4 Prozent, reduziert werden. Bei dieser Berechnung wurde angenommen, dass Dividenden 43,4 Prozent der Aktienerträge

<sup>24</sup> Hierin sind einige Doppelzählungen enthalten in dem Sinn, dass das Gesamtvermögen niedriger ist als die Vermögenswerte von Publikums- und Spezialfonds zusammengenommen.

ausmachen, während der Rest auf Wertsteigerungen bzw. Gewinnen aus der Veräußerung der Aktien entfällt.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Die Schätzung von 43,4 Prozent stammt aus einer Berechnung des Hessischen Ministeriums der Finanzen (2012). Beachten Sie bitte, dass nicht der Fondstyp, sondern der Asset-Typ die Grundlage der Berechnungen bildet. Das bedeutet, dass z. B. Aktienfonds üblicherweise auch Vermögenswerte halten, die keine Aktien sind (zumindest als Liquiditätsreserve). Diese Tatsache wird bei dem im vorliegenden Bericht herangezogenen Anteil der Dividenden an den Kapitaleinkünften nicht berücksichtigt. Wird der nicht aus Aktien bestehende Teil mit einbezogen, hat das Hessische Ministerium der Finanzen errechnet, dass der Anteil der Dividenden bei einem typischen Aktienfonds 41,07 % beträgt.

**Tabelle 9 Portfolios deutscher Anleger**

Anleger	Finanzielle Vermögenswerte gesamt in Millionen Euro	Anteil deutscher Spezialfonds in Prozent	Anteil deutscher Publikumsfonds in Prozent	Anteil aller von der Fondsbesteuerung betroffenen Vermögenswerte in Prozent	Anteil der von der Fondsbesteuerung betroffenen Vermögenswerte am Gesamtvermögen in Prozent
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	<b>555.082</b>	<b>52,1</b>	<b>6,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung <sup>26</sup>	260.381	71,6	6,8	1,6	1,0
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	176.281	27,4	4,9	1,1	0,7
Kirchen	118.42	46,2	8,8	2,1	1,3
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	<b>7.528.407</b>	<b>9,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	488.953	26,5	0,0	0,0	0,0
Kreditinstitute	5.065.759	2,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige Finanzintermediäre	1.209.996	7,0	4,3	1,0	0,6
Lebens- und Krankenversicherungen	230.49	44,3	4,2	1,0	0,6
Andere Versicherungsgesellschaften	433.209	59,6	5,7	1,3	0,8
<b>Natürliche Personen</b>	<b>614.474</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
Privatpersonen	614.474	0,0	2,3	0,5	0,5
Personenunternehmer	-	-	-	-	-
<b>Ausländische Anteilseigner</b>	<b>3.221.273</b>	<b>0,1</b>	<b>3,4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>11.919.236</b>	<b>8,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>

Anmerkung: Für Personenunternehmer gibt es abgesehen von der geschätzten Summe der in deutschen Publikumsfonds angelegten Vermögenswerte (100.000 Mio. Euro) keine Portfoliodaten.

Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen und Kirchen werden als vollständig steuerbefreit angenommen, während berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge von dem in Kapitel 4 erwähnten Umlageverfahren getragen werden.

Das Vermögensportfolio der Kirchen wurde unter Anwendung der in Anlage D erläuterten Methode geschätzt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten, Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) zu betrieblichen Anlegern sowie einer unabhängigen Datenerfassung und Schätzung für Kirchen

Aus der Tabelle ist außerdem ersichtlich, dass die Anlegersegmente große Unterschiede in der Portfoliozusammensetzung aufweisen, weshalb auch die Antwort auf die Frage, wer von der Einführung des nicht transparenten Systems am stärksten betroffen ist,

<sup>26</sup> Bei der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge bleiben Aspekte der Lebensversicherung in dieser Aufgliederung unberücksichtigt. Alle Lebensversicherungsaspekte, bei denen die RfB zu einer Reduzierung der Besteuerungsgrundlage führen könnte, sind in der Kategorie „Lebens- und Krankenversicherungen“ enthalten.



unterschiedlich ausfällt. Steuerbegünstigte Anleger haben mehr als die Hälfte ihres Finanzportfolios in deutschen Spezialfonds und 6,6 Prozent in Publikumsfonds angelegt. Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger haben 9,4 Prozent ihres Finanzportfolios in deutschen Spezialfonds und 2,5 Prozent in deutschen Publikumsfonds angelegt. Natürliche Personen schließlich halten nur sehr geringe Beträge in deutschen Publikumsfonds – 2,3 Prozent ihres gesamten Finanzportfolios.

Im Folgenden werden die Auswirkungen auf verschiedene wichtige Anlegertypen untersucht. Der Schwerpunkt der Analyse liegt auf den statischen Auswirkungen des Reformvorschlages, die unter der Voraussetzung, dass mit der Einführung keine Verhaltensänderungen auftreten, den Änderungen der effektiven Fonds- und Portfoliorendite entsprechen.

Die statischen Auswirkungen auf die Effektivrendite der Publikumsfonds lassen sich sodann für jedes Anlegersegment und für die Wirtschaft als Ganzes berechnen. Die für die Durchführung dieser Berechnungen wichtigsten Größen sind:

- Derzeitige und vorgeschlagene effektive Steuersätze auf Anlegerebene für alle Ertragstypen, je nach Herkunft und Fondskonzentration,
- Annahmen über die Portfoliostrukturierung der Publikumsfonds auf Anlegerebene,
- Annahmen über die Anlagenrendite vor Steuern sowie
- Annahmen über Fondskonzentrationen.

Der erste Punkt wird mittels der aus Anlage A ersichtlichen Informationen über die derzeitige und vorgeschlagene Besteuerung verschiedener Steuerzahler je nach Quelle der (Fonds-) Einkünfte abgehandelt.

Der zweite Punkt ist schwieriger, da es keine Daten gibt, die das Vermögen von Publikumsfonds mit spezifischen Anlegersegmenten verknüpfen. Es wird daher angenommen, dass die Portfoliostruktur der Publikumsfondsanteile aller Anlegersegmente der des gesamten, aus Tabelle 8 ersichtlichen deutschen Publikumsfondsmarktes ähnelt.

Für den dritten Punkt wird angenommen, dass die gesamte Rendite vor Steuern aus Publikumsfonds etwa 6–8 Prozent beträgt. Dem liegen die folgenden Prämissen zugrunde: (1) Festverzinsliche Anlagen erwirtschaften eine Rendite vor Steuern von 3–5 Prozent, (2) Immobilien von 8–10 Prozent und (3) Aktien von 8–10 Prozent. Da nur Dividenden (nicht die Veräußerungsgewinne) auf Fondsebene besteuert werden, wird angenommen, dass von den 10 Prozent Aktienrendite nur 43,4 Prozent auf Dividenden entfallen. Diese Annahme hat Folgen für die Berechnung des effektiven Steuersatzes auf Bruttorenditen.

Der vierte und letzte Punkt bestimmt den Anteil der teilweise steuerbefreiten Vermögenswerte auf Anlegerebene. Zur Bezifferung zeigt die nachfolgende Tabelle 10 die Allokation der Vermögenswerte in den Portfolios von Publikumsfonds sowie die Bandbreiten, innerhalb derer diese Vermögenswerte in konzentrierten Fonds angelegt werden<sup>27</sup>. In konzentrierten Fonds angelegte Vermögenswerte lösen eine Steuerbefreiung

---

<sup>27</sup> Unter konzentrierten Fonds versteht man Fonds, bei denen entweder Aktien, inländische Immobilien oder ausländische Immobilien mehr als 51 Prozent des gesamten Fondsvermögens ausmachen.

auf Anlegerebene aus: 20 Prozent, wenn sich das Fondsportfolio auf Aktien konzentriert, 40 Prozent, wenn sich der Fonds auf inländische Immobilien konzentriert, und 60 Prozent, wenn sich der Fonds auf ausländische Immobilien konzentriert.

Im Verhältnis zu allen von deutschen Publikumsfonds gehaltenen Aktien liegt der in konzentrierten Fonds angelegte Anteil bei 88,2 bis 96,1 Prozent. Die niedrigere Zahl beruht auf der Annahme, dass nur der in Aktienfonds angelegte Aktienanteil die Konzentrationskriterien erfüllt, während die hohe Zahl auf der Annahme beruht, dass auch in gemischten Fonds angelegte Aktien die Kriterien erfüllen. Bei Immobilien wird angenommen, dass die Vermögenswerte jeweils zur Gänze in inländischen bzw. ausländischen Immobilienfonds angelegt werden.

**Tabelle 10 Von deutschen Publikumsfonds gehaltene Vermögenswerte**

	Anteile an Publikumsfonds Gesamt in Mio. Euro	Anteil der Vermögenswerte in konzentrierten Fonds in Prozent		
		20-prozentige Befreiung	40-prozentige Befreiung	60-prozentige Befreiung
<b>Anteile an Investmentfonds</b>	<b>36.528</b>	-	-	-
inländischer Emittenten	13.958	1,3-17,6	0	0
ausländischer Emittenten	22.570	2,2-28,86	0	0
<b>Aktien</b>	<b>128.476</b>	<b>88,2-96,1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
inländischer Emittenten	53.792	91,6-97,0	0	0
ausländischer Emittenten	74.684	85,8-95,6	0	0
<b>Festverzinsliche Instrumente</b>	<b>85.465</b>	<b>2,0-19,7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
inländischer Emittenten	29.950	1,7-22,3	0	0
ausländischer Emittenten	55.515	2,2-18,5	0	0
<b>Immobilienvermögen</b>	<b>83.101</b>	<b>0</b>	<b>36,5</b>	<b>57,8</b>
inländischer Emittenten	27.611	0	100	0
ausländischer Emittenten	48.014	0	0	100
<b>Übriges Vermögen</b>	<b>13.569</b>	-	-	-
<b>Gesamt</b>	<b>347.139</b>			

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Daten aus dem 1. Quartal 2013

Auf der Grundlage dieser Annahmen lassen sich die Veränderungen der effektiven Publikumsfondsrendite berechnen. Wir gehen von zwei Hauptszenarien aus:

- **Niedrig:**
  - 88,2 Prozent aller Aktien in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus Aktien bestehen, was für die steuerpflichtigen Anleger eine Steuerbefreiung von 20 Prozent zur Folge hat.
  - Zwei Prozent aller festverzinslichen Vermögenswerte in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus Aktien bestehen, was für die steuerpflichtigen Anleger eine Steuerbefreiung von 20 Prozent zur Folge hat.
  - 100 Prozent des gesamten inländischen (ausländischen) Immobilienvermögens in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus

inländischen (ausländischen) Immobilien bestehen, was für die steuerpflichtigen Anleger eine Steuerbefreiung von 40 (60) Prozent zur Folge hat.

- **Hoch:**
  - 96,1 Prozent aller Aktien in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus Aktien bestehen, was für die steuerpflichtigen Anleger eine Steuerbefreiung von 20 Prozent zur Folge hat.
  - 19,7 Prozent aller festverzinslichen Vermögenswerte in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus Aktien bestehen, was für die steuerpflichtigen Anleger eine Steuerbefreiung von 20 Prozent zur Folge hat.
  - 100 Prozent des gesamten inländischen (ausländischen) Immobilienvermögens in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent in Immobilien investiert sind.

Die Auswirkungen auf die Rendite werden für jedes Szenario auf der Grundlage von zwei Fällen als Spanne berechnet:

- Im ersten Fall wird angenommen, dass Aktien und Immobilien eine Vorsteuerrendite von zehn Prozent und festverzinsliche Vermögenswerte eine Vorsteuerrendite von fünf Prozent erzielen.
- Im zweiten Fall wird angenommen, dass Aktien und Immobilien eine Vorsteuerrendite von acht Prozent und festverzinsliche Vermögenswerte eine Vorsteuerrendite von drei Prozent erzielen.

Für Publikumsfonds insgesamt wird erwartet, dass die Effektivrendite bei einer statischen Schätzung um 28 bis 37 Basispunkte zurückgeht, vgl. Tabelle 11. In dieser Bandbreite sind verschiedene Auswirkungen aus einer Durchführung der Bewertung auf Anlegerebene zusammengefasst. Die sehr geringen Auswirkungen spiegeln wider, dass:

- 77 Prozent des Publikumsfondsvermögens derzeit entweder in ausländischen oder in festverzinslichen, von der Besteuerung auf Fondsebene nicht unmittelbar betroffenen Vermögenswerten angelegt sind.
- Weitere 32 Prozent des Publikumsfondsvermögens gehören Steuerausländern, die von der Reform nicht betroffen sind.
- Von den verbleibenden 16 Prozent nehmen wir an, dass 100 Prozent der Immobilien und 88,2–96,1 des Aktienvermögens von dem Konzentrationseffekt profitieren, der neue Steuerbefreiungen<sup>28</sup> für steuerpflichtige Anleger zur Folge hat. In diesen Fällen wird die höhere Steuer auf Fondsebene teilweise auf Anlegerebene ausgeglichen. Die effektiven Steuersätze sind daher höher, wenn niedrigere Konzentrationsraten angenommen werden.
- Dieser Konzentrationseffekt kann ziemlich stark ausfallen:
  - Angenommen, ein Publikumsfonds besteht zu 49 Prozent aus festverzinslichen deutschen Vermögenswerten, die 10 Prozent erwirtschaften, und zu 51 Prozent aus deutschen Aktien, die ebenfalls 10 Prozent erwirtschaften. Der Konzentrationswert, der zu einer 20-prozentigen Steuerbefreiung auf Anlegerebene führt, liegt bei 51 Prozent Aktien; diese Voraussetzung ist erfüllt.
  - Eine Besteuerung von Dividenden auf Fondsebene mit 15 Prozent verringert eine Vorsteuerrendite von zehn Prozent aus dem Aktienanteil um 50 Basispunkte (ein

---

<sup>28</sup> 20 Prozent, wenn sich der Fonds auf Aktien konzentriert, 40 Prozent, wenn sich der Fonds auf inländische Immobilien konzentriert, und 60 Prozent, wenn sich der Fonds auf ausländische Immobilien konzentriert.

Drittel von 150 Basispunkten). Das bedeutet, dass die effektive Rendite auf Fondsebene von 1.000 Basispunkten auf 974,5 Basispunkte zurückgeht. Die verbleibenden 974,5 Basispunkte werden jedoch anstatt mit 26,4 Prozent mit 21,1 Prozent besteuert. Der Nettoeffekt besteht daher in einer Steigerung der Effektivrendite um 33 Basispunkte.

- Die uneingeschränkten Auswirkungen der Besteuerung auf Fondsebene sind daher nur für die verbleibenden 2–3,1 Prozent relevant. Hierbei handelt es sich um deutsches Aktien- und Immobilienvermögen, das steuerbefreiten Institutionen oder Privatpersonen sowie Kapitalgesellschaften gehört, die nicht vom Konzentrationseffekt profitieren können.

Für steuerbegünstigte Anleger sind die statischen Auswirkungen auf die Effektivrendite im Großen und Ganzen unabhängig von Steuerbefreiungsregelungen auf Anlegerebene, was bedeutet, dass wir in jedem Fall mit einem statischen Rückgang der Effektivrendite um 22–28 Basispunkte rechnen. Der Rückgang um 22 Basispunkte beruht auf einem Fall, bei dem angenommen wird, dass Aktien und Immobilien acht Prozent vor Steuern erwirtschaften, während für festverzinsliche Erträge drei Prozent angenommen werden. Der Rückgang um 28 Basispunkte beruht dementsprechend auf einem Fall, bei dem angenommen wird, dass Aktien und Immobilien zehn Prozent vor Steuern erwirtschaften, während für festverzinsliche Erträge fünf Prozent angenommen werden. Höhere Vorsteuerrenditen verstärken daher tendenziell die Auswirkungen auf die Effektivrendite.

Für betriebliche Anleger hängen die statischen Auswirkungen auf die Effektivrendite von Steuerbefreiungsregelungen auf Anlegerebene ab. Im niedrigen Fall, bei dem angenommen wird, dass 88,2 Prozent aller Fondsaktien und 100 Prozent der Fondsimmobilen in konzentrierten Fonds gehalten werden, führt der Reformvorschlag zu einem Rückgang der Fondsrendite um 50 bis 63 Basispunkte – je nach Renditeszenario, wie oben für steuerbegünstigte Anleger erläutert. Im hohen Fall, bei dem angenommen wird, dass 96,6 Prozent aller Fondsaktien und 100 Prozent der Fondsimmobilen in konzentrierten Fonds gehalten werden, führt der Reformvorschlag zu einem Rückgang der Fondsrendite um 48 bis 60 Basispunkte.

Für natürliche Personen schließlich ergibt die statische Folgenabschätzung, dass die effektive Publikumsfondsrendite je nachdem, ob es sich um einen hohen oder niedrigen Fall handelt, um 41 bis 56 Basispunkte zurückgeht.

**Tabelle 11 Absolute statische Änderung der Effektivrendite von Publikumsfonds in Basispunkte**

Anleger	Niedrig	Hoch	Alle Vermögenswerte konzentriert
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	-28 bis -22	-27 bis -22	-27 bis -22
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung <sup>29</sup>	-32 bis -26	-31 bis -25	-31 bis -25
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-23 bis -19	-23 bis -19	-23 bis -19
Kirchen	-23 bis -19	-23 bis -19	-23 bis -19
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	-63 bis -50	-60 bis -48	-54 bis -44
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0 bis 0	0 bis 0	0 bis 0
Kreditinstitute	0 bis 0	0 bis 0	0 bis 0
Sonstige Finanzintermediäre	-68 bis -54	-65 bis -52	-58 bis -48
Lebens- und Krankenversicherungen	-22 bis -18	-22 bis -18	-22 bis -18
Andere Versicherungsgesellschaften	-68 bis -54	-65 bis -52	-58 bis -48
<b>Natürliche Personen</b>	-56 bis -45	-51 bis -41	-34 bis -31
Privatpersonen	-10 bis -8	-8 bis -6	-1 bis -2
Personenunternehmer	-63 bis -50	-57 bis -46	-39 bis -35
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-37 bis -30</b>	<b>-34 bis -28</b>	<b>-28 bis -24</b>

Anmerkung: Für Personenunternehmer gibt es abgesehen von der geschätzten Summe der in deutschen Publikumsfonds angelegten Vermögenswerte (100.000 Mio. Euro) keine Portfoliodaten.

Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen und Kirchen werden als vollständig steuerbefreit angenommen, während berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung von den in Kapitel 4 numerisch analysierten Altersversorgungssystemen getragen werden.

Das Vermögenportfolio der Kirchen wurde unter Anwendung der in Anlage D erläuterten Methode geschätzt.

Für die Gesamtwirtschaft ist der von Ausländern gehaltene Anteil an deutschen Publikumsfonds in die Berechnung eingeschlossen. Da Ausländer von der Steuerreform nicht betroffen sind, sind die Auswirkungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geringer.

Die angewandte Berechnungsmethode ist im Kasten 1 dargestellt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten, BVI für betriebliche Anleger sowie selbstständige Datenerfassung und -bewertung für Kirchen

Abgesehen von den niedrigen und hohen Fällen lässt sich auch eine radikalere Abschätzung vornehmen, bei der angenommen wird, dass alle renditegenerierenden Vermögenswerte in konzentrierten Fonds gehalten werden. In diesem Szenario wird angenommen, dass alle Aktien und festverzinslichen Wertpapiere in Fonds angelegt sind, deren Konzentration die 20-prozentige Steuerbefreiung für steuerpflichtige Anleger zur Folge hat. Dieses Szenario mildert die ursprünglichen Auswirkungen auf die Effektivrendite des steuerpflichtigen Anlegers um etwa fünf bis 15 Basispunkte ab – was für die Gesamtwirtschaft bedeutet, dass sich der Rückgang der Effektivrendite aus deutschen Publikumsfonds um 24 bis 28 Basispunkte verringert.

<sup>29</sup> Bei der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge bleiben Aspekte der Lebensversicherung in dieser Aufgliederung unberücksichtigt. Alle Lebensversicherungsaspekte, bei denen die RfB zu einer Reduzierung der Besteuerungsgrundlage führen könnte, sind in der Kategorie „Lebens- und Krankenversicherungen“ enthalten.

Die Berechnungen der aus Tabelle 11 ersichtlichen Zahlen werden für einen Fall im nachfolgenden Kasten 1 beispielhaft dargestellt.

### Kasten 1 Erläuterung der Berechnungsmethode

Um zu zeigen, wie die absolute statische Veränderung der Effektivrenditen von Publikumsfonds berechnet wurde, erläutern wir, wie sich der niedrige Fall für die Privatpersonen errechnet.

Die nachfolgend gezeigten Methoden lassen sich grundsätzlich auf alle Arten von Anlegern anwenden; dabei darf aber nicht vergessen werden, dass das Steuerrecht für verschiedene Anleger unterschiedlich ist.

Bei Privatpersonen stellen wir fest, dass sich die effektive Publikumsfondsrendite im niedrigen Fall unter der Annahme einer Rendite vor Steuern von zehn Prozent aus Aktien und Immobilien bzw. von fünf Prozent aus festverzinslichen Anlagen um -10 Basispunkte ändert.

Der Effekt errechnet sich sodann als Differenz zwischen der derzeitigen effektiven Publikumsfondsrendite und der effektiven Publikumsfondsrendite nach Einführung der Reform.

Als Ausgangspunkt berechnen wir die effektiven Steuersätze nach dem derzeitigen und dem vorgeschlagenen System wie aus der nachfolgenden Tabelle ersichtlich. Die effektiven Steuersätze ergeben sich aus den in der Anlage A aufgeführten Daten. Im derzeitigen System richten sich die Steuersätze nach Asset-Typ und -Herkunft, während sich die effektiven Steuersätze im vorgeschlagenen System auch danach richten, ob der Fonds konzentriert ist.

Quelle der Fondserträge	Effektiver Steuersatz derzeitiges System	Effektiver Steuersatz im vorgeschlagenen System, abhängig von der Quelle der Fondskonzentration			
		Keine Fondskonzentration	Aktien	Inländische Immobilien	Ausländische Immobilien
Deutsche Dividenden	26,38%	38,03%	33,59%	29,15%	24,71%
Deutsche Veräußerungsgewinne	26,38%	26,38%	21,1%	15,83%	10,55%
Ausländische Dividenden	26,38%	26,38%	21,1%	15,83%	10,55%
Ausländische Veräußerungsgewinne	26,38%	26,38%	21,1%	15,83%	10,55%
Deutsche festverzinsliche Instrumente	26,38%	26,38%	21,1%	15,83%	10,55%
Ausländische festverzinsliche Instrumente	26,38%	26,38%	21,1%	15,83%	10,55%
Deutsche Immobilien	26,38%	38,03%	33,59%	29,15%	24,71%
Ausländische Immobilien	0,00%	26,38%	21,10%	15,83%	10,55%

Durch Anwendung der effektiven Steuersätze lassen sich die effektiven Renditen unter Heranziehung der oben dargestellten Annahmen für die Renditen vor Steuern auf Anlagenebene berechnen. Die effektiven Anlagerenditen sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

Quelle der Fondserträge	Effektive Anlagerendite derzeitiges System	Effektive Anlagerendite im vorgeschlagenen System, abhängig von der Quelle der Fondskonzentration			
		Keine Fondskonzentration	Aktien	Inländische Immobilien	Ausländische Immobilien
Deutsche Dividenden	7,36%	6,20%	6,64%	7,09%	7,53%
Deutsche Veräußerungsgewinne	7,36%	7,36%	7,89%	8,42%	8,95%
Ausländische Dividenden	7,36%	7,36%	7,89%	8,42%	8,95%
Ausländische Veräußerungsgewinne	7,36%	7,36%	7,89%	8,42%	8,95%
Deutsche festverzinsliche Instrumente	3,68%	3,68%	3,95%	4,21%	4,47%
Ausländische festverzinsliche Instrumente	3,68%	3,68%	3,95%	4,21%	4,47%
Deutsche Immobilien	7,36%	6,20%	6,64%	7,09%	7,53%
Ausländische Immobilien	10,00%	7,36%	7,89%	8,42%	8,95%

Die effektive Rendite auf Fondsebene lässt sich im derzeitigen und im vorgeschlagenen System unter Zugrundelegung der effektiven Anlagerenditen herleiten.

Zur Ermittlung der effektiven Rendite auf Fondsebene im derzeitigen Steuersystem werden noch Informationen über die Aufteilung des Fondsvermögens nach Art und Herkunft benötigt. Nachfolgend eine Zusammenfassung dieser Aufteilung, die sich aus Tabelle 8 ableiten lässt. Die Aktienerträge unterteilen sich in Dividenden (43 %) und Wertsteigerungen bzw. Gewinnen aus der Veräußerung der Aktien (57 %).

	(a) Anteil an allen Vermögens werten (Prozent)	(b) hiervon inländisch (Prozent)	(c) hiervon ausländisch (Prozent)	(b)+(c) Gesamt (Prozent)	(a)*(b) inländisch (Prozent)	(a)*(c) ausländisch (Prozent)
<b>Anteile an Investmentfonds</b>	<b>11</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>100</b>	<b>4</b>	<b>7</b>
<b>Aktien</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>100</b>	<b>16</b>	<b>21</b>
hiervon						
<i>Dividenden, %</i>	43	42	58	100	7	9
<i>Veräußerungsgewinne%</i>	57	42	58	100	9	12
<b>Festverzinsliche Instrumente</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>65</b>	<b>100</b>	<b>9</b>	<b>16</b>
<b>Immobilien</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>67</b>	<b>100</b>	<b>8</b>	<b>16</b>
<b>Übriges Vermögen</b>	<b>4</b>					
<b>Gesamt</b>	<b>100</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>100</b>	<b>36</b>	<b>61</b>
		Die Summe von (b) wird mit (a) gewichtet	Die Summe von (c) wird mit (a) gewichtet	(b)+(c)	Die Summe von (a)*(b) wird mit (a) gewichtet	Die Summe von (a)*(c) wird mit (a) gewichtet

Indem wir sodann die effektiven Anlagerenditen im derzeitigen System mit den aus der linken Hälfte der obigen Tabelle ersichtlichen Anteilen kombinieren, können wir die gewichtete Rendite der aus Aktien, festverzinslichen Instrumenten und Immobilien stammenden Fondserträge bestimmen. Für Anteile an Investmentfonds wird angenommen, dass die effektive Rendite dieser gewichteten Rendite entspricht. Das übrige Vermögen besteht dagegen hauptsächlich aus liquiden Mitteln, weshalb die Rendite hier mit null angenommen wird. Wenn wir all dies zusammenfügen, stellen wir fest, dass die effektive Fondsrendite im derzeitigen Steuersystem **5,603 Prozent** beträgt. Dabei wird folgende Formel angewandt:

$$4 \% * 0 + 96 \% * (7,36 \% * 7 \% + 7,36 \% * 9 \% + 7,36 \% * 9 \% + 7,36 \% * 12 \% + 3,68 \% * 9 \% + 3,68 \% * 16 \% + 7,36 \% * 8 \% + 10 \% * 16 \%)$$

Als Nächstes wird die effektive Rendite auf Fondsebene im vorgeschlagenen Steuersystem ermittelt. Hierzu müssen wir die Aufteilung des Fondsvermögens nach Art und Herkunft kombinieren mit (a) der effektiven, von der Quelle der Fondskonzentration abhängigen Rendite im vorgeschlagenen System und (b) der Aufteilung des Vermögens in Fondstypen. (a) ergibt sich bereits aus der zweiten Tabelle, während (b) auf Tabelle 10 beruht und außerdem aus der folgenden Tabelle ersichtlich ist:

Prozentsatz der gesamten Publikumsfonds-Ausstattung mit bestimmten Vermögenswerten	Keine Fondskonzentration	Anteil der Vermögenswerte in konzentrierten Aktienfonds	Anteil der Vermögenswerte in konzentrierten inländischen Immobilienfonds	Anteil der Vermögenswerte in konzentrierten ausländischen Immobilienfonds
Nur Aktien	11,8	88,2	0	0
Nur festverzinsliche Instrumente	98	2	0	0
Inländische Immobilien	0	0	100	0
Ausländische Immobilien	0	0	0	100

Mit einer ähnlichen Methode wie bei der Berechnung der effektiven Rendite auf Fondsebene im derzeitigen Steuersystem berechnen wir die effektive Publikumsfondsrendite im vorgeschlagenen System mit **5,505 Prozent**. Dabei wird folgende Formel angewandt:

$$\begin{aligned}
 & 4 \% \cdot 0 + \\
 & 96 \% \cdot ( \\
 & 6,20 \cdot 11,8 \% \cdot 7 \% + 7,36 \cdot 11,8 \% \cdot 9 \% + 7,36 \cdot 11,8 \% \cdot 9 \% + 7,36 \cdot 11,8 \% \cdot 12 \% + 3,68 \cdot \\
 & 98 \% \cdot 9 \% + 3,68 \cdot 98 \% \cdot 16 \% + 6,20 \cdot 0 \% \cdot 8 \% + 7,36 \cdot 0 \% \cdot 16 \% + \\
 & 6,64 \cdot 88,2 \% \cdot 7 \% + 7,89 \cdot 88,2 \% \cdot 9 \% + 7,89 \cdot 88,2 \% \cdot 9 \% + 7,89 \cdot 88,2 \% \cdot 12 \% + 3,95 \cdot \\
 & 2 \% \cdot 9 \% + 3,95 \cdot 2 \% \cdot 16 \% + 6,64 \cdot 0 \% \cdot 8 \% + 7,89 \cdot 0 \% \cdot 16 \% + \\
 & 7,09 \cdot 0 \% \cdot 7 \% + 8,42 \cdot 0 \% \cdot 9 \% + 8,42 \cdot 0 \% \cdot 9 \% + 8,42 \cdot 0 \% \cdot 12 \% + 4,21 \cdot 0 \% \cdot 9 \% + 4,21 \cdot \\
 & 0 \% \cdot 16 \% + 7,09 \cdot 100 \% \cdot 8 \% + 8,42 \cdot 0 \% \cdot 16 \% + \\
 & 7,53 \cdot 0 \% \cdot 7 \% + 8,95 \cdot 0 \% \cdot 9 \% + 8,95 \cdot 0 \% \cdot 9 \% + 8,95 \cdot 0 \% \cdot 12 \% + 4,47 \cdot 0 \% \cdot 9 \% + 4,47 \cdot \\
 & 0 \% \cdot 16 \% + 7,53 \cdot 0 \% \cdot 8 \% + 8,95 \cdot 100 \% \cdot 16 \% )
 \end{aligned}$$

Die Differenz zwischen 5,603 Prozent im derzeitigen System und 5,505 Prozent im vorgeschlagenen System ergibt eine Differenz von 10 Basispunkten.

Quelle: Copenhagen Economics

Statische Auswirkungen auf effektive Publikumsfondsrenditen können auch im Zusammenhang mit allen finanziellen Portfolios des Anlegers gesehen werden, indem die aus Tabelle 11 ersichtlichen Auswirkungen dem relativen Anteil gegenübergestellt werden, den deutsche Publikumsfonds im Portfolio des einzelnen Anlegers haben.<sup>30</sup> Durch diese Rechnung verringern sich die statischen Auswirkungen der Reform weiter. Für die Gesamtwirtschaft wird angenommen, dass die effektive Rendite aus dem gesamten Portfolio um 0,7 bis 1,1 Basispunkte zurückgeht, vgl. Tabelle 12. In jedem Anlegersegment unterscheiden sich die Auswirkungen je nach Bedeutung der deutschen Publikumsfonds.

- Für steuerbegünstigte Anleger wird als statische Auswirkung auf die gewichtete effektive Rendite ein geschätzter Rückgang von 1,6 bis 2,1 Basispunkten erwartet.
- Für betriebliche Anleger wird als statische Auswirkung auf die gewichtete effektive Rendite ein geschätzter Rückgang von 0,5 bis 0,7 Basispunkten erwartet.
- Für natürliche Personen schließlich wird als statische Auswirkung auf die gewichtete effektive Rendite ein geschätzter Rückgang von 0 bis 0,2 Basispunkten erwartet.

<sup>30</sup> Hierzu werden die Effekte in Tabelle 11 mit den Portfolio-Anteilen deutscher Publikumsfonds gemäß Tabelle 9 multipliziert.



**Tabelle 12 Gewichtete statische Änderungen der effektiven  
Portfoliorendite in Basispunkte**

Anleger	Niedrig	Hoch	Alle Vermögenswerte konzentriert
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	-2,1 bis -1,7	-2,0 bis -1,6	-2,0 bis -1,6
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge <sup>31</sup>	-2,7 bis -2,2	-2,7 bis -2,1	-2,6 bis -2,1
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-1,1 bis -0,9	-1,1 bis -0,9	-1,1 bis -0,9
Kirchen	-2,1 bis -1,6	-2,1 bis -1,6	-2,1 bis -1,6
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	-0,7 bis -0,6	-0,7 bis -0,6	-0,6 bis -0,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschafts- verbände)	0 bis 0	0 bis 0	0 bis 0
Kreditinstitute	0 bis 0	0 bis 0	0 bis 0
Sonstige Finanzintermediäre	-2,9 bis -2,3	-2,8 bis -2,2	-2,5 bis -2,0
Lebens- und Krankenversicherungen	-1,0 bis -0,8	-1,0 bis -0,8	-1,0 bis -0,8
Andere Versicherungsgesellschaften	-3,9 bis -3,1	-3,7 bis -3,0	-3,3 bis -2,7
<b>Natürliche Personen</b>	-0,2 bis -0,2	-0,2 bis -0,1	0,0 bis -0,1
Privatpersonen	-0,2 bis -0,2	-0,2 bis -0,1	0,0 bis -0,1
Personenunternehmer	- bis -	- bis -	- bis 0,0
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-1,1 bis -0,9</b>	<b>-1,0 bis -0,8</b>	<b>-0,8 bis -0,7</b>

Anmerkung: Für Personenunternehmer gibt es keine Portfoliodaten.

Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen und Kirchen werden als vollständig steuerbefreit angenommen, während berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge von den in Kapitel 4 numerisch analysierten Altersversorgungssystemen getragen werden.

Das Vermögensportfolio der Kirchen wurde unter Anwendung der in Anlage D erläuterten Methode geschätzt.

Für die Gesamtwirtschaft ist der von Ausländern gehaltene Anteil an deutschen Publikumsfonds in die Berechnung eingeschlossen. Da Ausländer von der vorgeschlagenen Steuerreform nicht betroffen sind, sind die Auswirkungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geringer.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten, BVI für betriebliche Anleger sowie selbstständige Datenerfassung und -bewertung für Kirchen

## Wettbewerbsfähigkeit des Fondsmarkts und Folgen für die Marktkapitalisierung

Nach Ermittlung der statischen Auswirkungen auf Anlegerebene lässt sich gleichfalls erörtern, wie die relative Wettbewerbsfähigkeit deutscher Publikumsfonds aus Top-down-Sicht betroffen sein wird. In diesem Zusammenhang darf nicht vergessen werden, dass die vorgeschlagene Besteuerung deutscher Dividenden und Immobilienerträge auf Fondsebene nur für deutsche Publikumsfonds Änderungen nach sich zieht. Diese bestehen darin, dass eine Investition in deutsche Vermögenswerte (hauptsächlich deutsche Aktien im Hinblick auf der deutschen Quellensteuer unterliegende Dividenden) durch deutsche Publikumsfonds weniger profitabel wird, während eine Investition in deutsche Vermögenswerte durch ausländische Publikumsfonds für (1) Einwohner von

<sup>31</sup> Bei der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge bleiben Aspekte der Lebensversicherung in dieser Aufgliederung unberücksichtigt. Alle Lebensversicherungsaspekte, bei denen die RfB zu einer Reduzierung der Besteuerungsgrundlage führen könnte, sind in der Kategorie „Lebens- und Krankenversicherungen“ enthalten.

Ländern, die mit Deutschland Doppelbesteuerungsabkommen geschlossen haben und (2) Anleger mit Anspruch gemäß Doppelbesteuerungsabkommen auf Ermäßigung des deutschen Dividenden-Quellensteuersatzes auf 15,0 Prozent unverändert bleibt.<sup>32</sup>

Das bedeutet, dass die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Publikumsfonds durch die Tatsache gefährdet würde, dass etwa ein Drittel<sup>33</sup> der Anleger, die in deutsche Publikumsfonds investieren, Ausländer sind. Soweit diese Anlegergruppe die deutsche Besteuerung auf Fondsebene mit 15,825 Prozent gegenüber 15,0 Prozent vermeiden möchte, bestünde für sie möglicherweise ein Anreiz, ihre Beteiligungen auf ausländische, in deutsche Vermögenswerte investierende Fonds umzuschichten.

Allgemeiner gesagt: Wettbewerbsgesichtspunkte werden dann relevant, wenn deutsche Anleger die Besteuerung deutscher Vermögenswerte in deutschen Publikumsfonds auf Fondsebene mit der endgültigen Quellensteuer vergleichen, die in Ländern ohne Besteuerung auf Fondsebene oder mit Besteuerung auf Fondsebene unter 15,825 Prozent anfällt. In Frage kommende Länder wären Luxemburg, Frankreich und die USA, die keine inländische Besteuerung auf Fondsebene kennen und in denen bestimmte Investmentfonds berechtigt sein könnten, Vergünstigungen nach einem Doppelbesteuerungsabkommen geltend zu machen, also die deutsche Dividenden-Quellensteuer auf 15,0 Prozent zu ermäßigen.<sup>34</sup>

Um dies in einen entsprechenden Zusammenhang zu rücken, ist anzumerken, dass ausländische Zielvermögenswerte bereits heute 39,8 Prozent des in deutschen Publikumsfonds gehaltenen Vermögens ausmachen, vgl. Abbildung 1. Die Länder, in denen am meisten investiert wird, sind die USA, Frankreich, Luxemburg, die Niederlande, Schweden und Großbritannien.

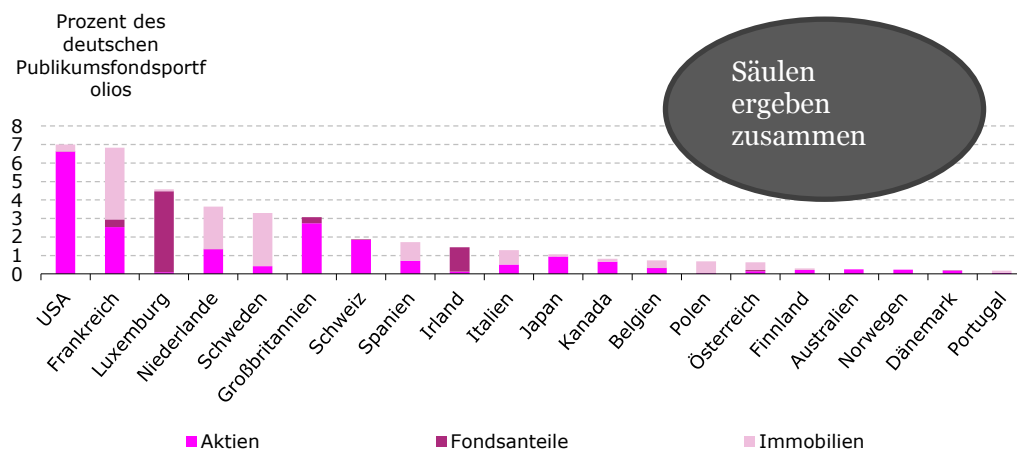
---

<sup>32</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, dass deutsche Publikumsfonds im Hinblick auf deutsche Dividenden mit 15,825 Prozent besteuert würden.

<sup>33</sup> Im ersten Quartal 2013 hielten ausländische Anleger 109.968 Mio. Euro in deutschen Publikumsfondsanteilen bei einem gesamten Marktwert von 347.139 Mio. Euro.

<sup>34</sup> Deutsche Dividenden und Immobilienerträge (Mieten und Veräußerungsgewinne) werden in Deutschland grundsätzlich mit mindestens 15 Prozent besteuert (entweder im Wege der Quellensteuer oder durch Veranlagung). Kann sich der Fonds auf ein Doppelbesteuerungsabkommen berufen, ist nach dem üblichen Inhalt eines derartigen Abkommens grundsätzlich eine Ermäßigung der Quellensteuer auf 15,0 Prozent möglich, während ein in Deutschland ansässiger Investmentfonds mit 15,825 Prozent besteuert wird.

## Abbildung 1 Ausländische Vermögenswerte in Portfolios deutscher Publikumsfonds



Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Daten aus dem 1. Quartal 2013

Unter der Voraussetzung, dass deutsche Anleger in Publikumsfonds die Besteuerung auf Fondsebene vermeiden möchten, gibt es keinen Grund zu der Annahme, dass sich der Anteil der ausländischen Zielvermögenswerte verringern wird. In diesem Zusammenhang könnte allerdings problematisch sein, dass man sich im Ausland mit ausländischen Zielvermögenswerten besser auskennt – was bedeuten würde, dass deutsche Fonds beim Portfoliomanagement Wettbewerbsfähigkeit einbüßen würden. Dies wiederum könnte negative Auswirkungen auf die Anzahl der Stellen in der Vermögensverwaltungsbranche haben.

Darüber hinaus könnten deutsche Anleger bestrebt sein, ihre ausländische Fondsanteile in ausländischen Depots zu belassen, womit sie die Quellenbesteuerung von Ausschüttungen und die Vorabpauschale für deutsche steuerpflichtige Anleger vermeiden würden. Durch eine derartige Strategie kann man sich im Vergleich zum Besitz von Fondsanteilen in deutschen Depots Liquiditätsvorteile verschaffen, da der Anleger die Investmentfondserträge erst dann versteuert, wenn die jährliche Steuerveranlagung durchgeführt wurde.

Für Anleger kann es weitere Anreize geben, Vermögenswerte in andere Finanzprodukte, z.B. in „synthetische“ Produkte wie Indexfonds oder Zertifikate, umzuschichten, bei denen der Emittent in der Lage wäre, die deutsche Quellensteuer auf Dividenden gutzuschreiben bzw. auf weniger als 15,825 Prozent zu senken.<sup>35</sup> Die gleiche Verlagerung von Vermögenswerten ist für Anlagen deutscher steuerpflichtiger Anleger in Investmentfonds zu erwarten, die nach dem derzeitigen Investmentsteuersystem keine (erheblichen) ausschüttungsgleichen Erträge generieren.

Vollständig steuerbefreite deutsche Anleger (gemäß §. 5 Abs. 1 Nr. 9 KStG, also gemeinnützige Anleger) verlieren die Steuerbefreiung für Einkommen aus deutschen

<sup>35</sup> Das ist insbesondere dann der Fall, wenn die steuerlichen Anreize für betriebliche Anleger (§ 3 Nr. 40 EStG) oder die Steuerbefreiung von 95 % der Veräußerungsgewinne aus Portfoliobeteiligungen nicht abgeschafft werden.

Aktien und Immobilien, an denen sie nicht unmittelbar, sondern mittelbar über Publikumsfonds beteiligt sind. Für andere steuerbefreite deutsche Anleger wie beispielsweise Pensionskassen gilt das angesichts der derzeitigen 15,825-prozentigen Abgeltungssteuer für Dividenden auf ihrer Ebene nur im Hinblick auf deutsche Immobilienbeteiligungen. Eine Umschichtung auf unmittelbare Beteiligungen wird für diese Anleger voraussichtlich die Vermögensverwaltungskosten erhöhen (da Skaleneffekte durch Pooling-Vehikel verloren gehen werden).<sup>36</sup>

Deutsche Privatanleger verlieren die Möglichkeit der Erzielung steuerbefreiter Veräußerungsgewinne aus in- und ausländischen Immobilien, an denen sie nicht unmittelbar, sondern mittelbar über Publikumsfonds beteiligt sind.<sup>37</sup>

Darüber hinaus ist eine im Vergleich zum jetzigen System zusätzliche Steuerlast für Publikums-Immobilienfonds zu erwarten. Steuern auf Immobilieneinkünfte aus Ländern, die mit Deutschland Doppelbesteuerungsabkommen nach der Anrechnungsmethode abgeschlossen haben (z. B. Finnland, Spanien und die Schweiz), können auf Anlegerebene nicht mehr angerechnet werden. Außerdem können Immobilieneinkünfte aus Ländern, die mit Deutschland Doppelbesteuerungsabkommen nach der Freistellungsmethode abgeschlossen haben, für deutsche Anleger – abhängig von der Portfoliozusammensetzung – ebenfalls eine im Vergleich zum jetzigen System zusätzliche Steuerlast zur Folge haben, da die 40-prozentige/60-prozentige Befreiung auf Ebene des deutschen Anlegers die ausländischen Steuern auf die Immobilienerträge möglicherweise nicht vollständig ausgleicht.

---

<sup>36</sup> Abhängig vom Anlagevolumen ist eine Umschichtung auf Beteiligungen an Spezialfonds möglicherweise nicht durchführbar. Darüber hinaus birgt die vorgesehene Befreiung für Publikumsfonds, an denen nur steuerbefreite Anleger beteiligt sind, das Risiko einer zusätzlichen Steuerlast für den Fall, dass einer der steuerbefreiten Anleger seine Steuerbefreiung verliert.

<sup>37</sup> Vgl. § 22 Nr. 2 und § 23 Abs. 1 Nr. 1 EStG, der Veräußerungsgewinne aus zu Wohnzwecken genutzten Immobilien befreit.

## Kapitel 3

# Dynamik und Verhaltenseffekte

In den Kapiteln 1 und 2 präsentierten wir die Daten und Methoden zur Ermittlung der Größe der Besteuerungsgrundlage und der potenziellen Auswirkungen auf Zusammensetzung und Rendite eines Portfolios. Die Folgeabschätzungen ließen unberücksichtigt, dass Veränderungen der effektiven Steuersätze und damit der effektiven Renditen größere Portfolio-Umschichtungen auslösen können, bei denen Anleger die Zusammensetzung ihres Portfolios neu ordnen, um das Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag zu verbessern und gleichzeitig die zusätzliche Steuerlast aus der vorgeschlagenen Reform möglicherweise zu verringern. Das Ausmaß, in dem derartige Verhaltensweisen auftreten, wird von den hierfür zur Verfügung stehenden Möglichkeiten und von den Einschränkungen für den Vermögens- bzw. Fondsaustausch abhängen.

Nachfolgend werden wir zunächst qualitativ abschätzen, wie unterschiedliche Anleger möglicherweise reagieren; danach modifizieren wir die ursprünglich statischen Eingaben unter Anwendung eines dynamischen Rahmens. Die Analysen befassen sich anfangs mit möglichen Steuervermeidungsstrategien, die dann durch die vom Gesetz und den Marktbedingungen errichteten Hürden eingeeengt werden. Die Anleger werden gesondert in drei großen Gruppen untersucht: Steuerbegünstigte Anleger werden in Ziffer 3.1 analysiert, Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger in Ziffer 3.2 und natürliche Personen in Ziff. 3.3. Den Abschluss des Kapitels bildet Ziffer 3.4, in der zusammengefasst wird, welche Gesamtauswirkungen auf Publikumsfonds- und Portfoliorenditen von einer Umschichtung aufgrund dynamischer Beeinträchtigungen ausgehen.

### 3.1 Steuerbegünstigte Anleger

Steuerbegünstigte Anleger sind:

- berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge (Riester-Rente und Basisrente ohne Lebens- und Rentenversicherungen) und betriebliche Altersversorgung
- öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen
- Kirchen

Dieses Anlegersegment ist insoweit besonders, als es im jetzigen System auf Anlegerebene ganz oder teilweise steuerbefreit ist.

Nach der vorgeschlagenen Reform wird ein Prozent ihres Portfoliovermögens mittelbar mit 15,825 Prozent besteuert, vgl. Tabelle 9. Daraus folgt ein statischer Rückgang der Publikumsfondsrendite um 22–28 Basispunkte, entsprechend einem Rückgang der Portfoliorendite um 1,6–2,1 Basispunkte, vgl. Tabelle 13.

**Tabelle 13 Steuerbegünstigte Anleger: Absolute statische  
Veränderung der effektiven Rendite**

<b>Publikumsfondsportfolio</b>	Alle Szenarien in BP		
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung <sup>38</sup>	-32	bis	-25
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-23	bis	-19
Kirchen	-23	bis	-19
<b>Auswirkungen auf Publikumsfonds gesamt</b>	<b>-28</b>	<b>bis</b>	<b>-22</b>
<b>Anlegerportfolio</b>			
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung	-2,7	bis	-2,1
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-1,1	bis	-0,9
Kirchen	-2,1	bis	-1,6
<b>Auswirkungen auf Portfolio gesamt</b>	<b>-2,1</b>	<b>bis</b>	<b>-1,6</b>

Anmerkung: Das Vermögensportfolio der Kirchen wurde unter Anwendung der in Anlage D erläuterten Methode geschätzt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013 sowie selbstständige Datenerfassung und -bewertung für Kirchen

Da die neuen Steuerbefreiungen (also die 20-prozentige Steuerbefreiung für Aktienfonds bzw. die 40-prozentige/60-prozentige Befreiung für Immobilienfonds) für dieses Segment nicht in vollem Umfang gelten, führt eine Neuordnung der Vermögenswerte in Publikumsfonds zu einer erheblichen Senkung der Steuerlast, wenn die besteuerten Vermögenswerte ausgetauscht werden gegen festverzinsliche Instrumente oder andere Erträge ohne Besteuerung auf Publikumsfondsebene und ohne für den Publikumsfonds nicht rückforderbare Quellensteuer. Eine derartige Reaktion ist uneingeschränkt möglich, ohne auf unmittelbare Hindernisse zu stoßen. Festverzinsliche Vermögenswerte (erst recht hochverzinsliche) können jedoch ein Risiko-Ertragsverhältnis aufweisen, das von der Präferenz des Anlegers zu stark abweicht. Deshalb werden möglicherweise andere Alternativen unter Einbeziehung des gesamten Portfoliobestands bevorzugt.

Auf Portfolioebene stehen natürlichere Alternativen zur Verfügung.

- Große steuerbegünstigte Anleger können einen Austausch gegen Spezialfonds vornehmen, die im transparenten System verbleiben – was bedeutet, dass die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene entfällt.
  - Ein derartiger Austausch ist jedoch nur eingeschränkt möglich. Spezialfonds gestatten nur eine begrenzte Anzahl von Investoren, was bedeutet, dass der einzelne steuerbegünstigte Anleger, will er die adäquate Größenordnung erreichen, über ausreichende zu investierende Vermögenswerte verfügen sollte – er muss also groß genug sein.
- Kleinere steuerbegünstigte Anleger können den Austausch gegen unmittelbares Zielvermögen (falls vollständig steuerbefreit) vornehmen. Für diesen Fall sind alle Wertpapierklassen von potenzieller Relevanz. Die fehlende Größe kann jedoch darauf

<sup>38</sup> Bei der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge bleiben Aspekte der Lebensversicherung in dieser Aufgliederung unberücksichtigt.

hinweisen, dass die internen Fachkenntnisse nicht umfangreich genug sind, um in riskante Anlagen – also Aktien – zu investieren. Es gilt daher als am wahrscheinlichsten, dass der Austausch gegen festverzinsliche Anlagen oder bekannte inländische Aktien vorgenommen wird. Diese Strategie könnte möglicherweise, wie oben dargelegt, mit einer Neuordnung von Publikumsfondsvermögen gekoppelt werden. Allerdings würden die Kapitalkosten im Vergleich zu gemeinschaftlichen Anlagen in Publikumsfonds steigen. Darüber hinaus könnte die Risikodiversifizierung für kleinere Anleger schwierig werden, da Fachkenntnisse in der Vermögensverwaltung, die derzeit auf professionelle Vermögensverwalter ausgelagert werden, dann nicht mehr verfügbar sind.

Nach alledem führen Veränderungen der steuerlichen Behandlung auf Fondsebene zu Veränderungen der Art und Weise, wie steuerbegünstigte Anleger in dem Bemühen, ein ausgewogenes Verhältnis von Rendite und Risiko zu erreichen, ihr Portfolio zusammenstellen. Anleger reagieren daher auf die Besteuerung auf Fondsebene in gewissem Umfang dadurch, dass sie ihre Portfolios zugunsten weniger stark besteuert Vermögenswerte umschichten. Bei Anwendung des dynamischen, in Anlage B dargestellten Modells unter gleichzeitiger Beibehaltung der Annahmen über die Rendite vor Steuern gemäß Kapitel 2<sup>39</sup> stellen wir fest, dass Portfoliobereinigungen die statischen Auswirkungen um etwa 50 Prozent reduzieren. Das bedeutet, dass der effektive Rückgang der Fondsrenditen auf 11 bis 14 Basispunkte sinkt, während sich der Rückgang der effektiven Rendite aus dem Gesamtportfolio steuerbegünstigter Anleger auf 1,0–1,3 Basispunkte verringert, vgl. Tabelle 14.

---

<sup>39</sup> Zwei Fälle: Hoher Fall, bei dem die Aktienrendite 10, die Immobilienrendite 10 und die Rendite aus festverzinslichen Anlagen 5 beträgt. Niedriger Fall, bei dem die Aktienrendite 8, die Immobilienrendite 8 und die Rendite aus festverzinslichen Anlagen 3 beträgt.

**Tabelle 14 Steuerbegünstigte Anleger: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite**

<b>Publikumsfondsportfolio</b>	Alle Szenarien in BP		
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung <sup>40</sup>	-17	bis	-13
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-11	bis	-9
Kirchen	-12	bis	-9
<b>Auswirkungen auf Publikumsfonds gesamt</b>	<b>-14</b>	<b>bis</b>	<b>-11</b>
<b>Anlegerportfolio</b>			
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung <sup>41</sup>	-1,4	bis	-1,1
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-0,9	bis	-0,7
Kirchen	-1,6	bis	-1,2
<b>Auswirkungen auf Portfolio gesamt</b>	<b>-1,3</b>	<b>bis</b>	<b>-1,0</b>

Anmerkung: Fondsanteile sind nicht aufgeführt, da sie die Besteuerungsgrundlage nicht erweitern. Dynamische Effekte sind als Differenz zwischen den jetzigen und den endgültigen effektiven Renditen aufgeführt. Es werden also statische und dynamische Auswirkungen auf die effektiven Renditen berücksichtigt.

Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen sowie Kirchen werden als vollständig steuerbefreit angenommen, während berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge von den in Kapitel 4 numerisch analysierten Altersversorgungssystemen getragen werden.

Das Vermögensportfolio der Kirchen wurde unter Anwendung der in Anlage D erläuterten Methode geschätzt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013 sowie selbstständige Datenerfassung und -bewertung für Kirchen

### 3.2 Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger

Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger verlieren und gewinnen durch die vorgeschlagene Steuerreform. Sie gewinnen insofern, als sie niedrigere effektive Steuern auf Publikumsfondserträge aus konzentrierten Fonds erreichen können, während sie durch die Streichung der jetzigen Steuerbefreiungen für Veräußerungsgewinne verlieren. Nach der vorgeschlagenen Reform werden 0,4 Prozent ihres Portfoliovermögens – vgl. Tabelle 9 – mittelbar mit 15,825 Prozent auf Fondsebene besteuert. In Verbindung mit den gestrichenen und neuen Steuerbefreiungen folgt daraus ein statischer Rückgang der Publikumsfondsrendite um 44–63 Basispunkte, entsprechend einem Rückgang der Portfoliorendite um 0,5–0,7 Basispunkte, vgl. Tabelle 15.

<sup>40</sup> Bei der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge bleiben Aspekte der Lebensversicherung in dieser Aufgliederung unberücksichtigt.

<sup>41</sup> Bei der berufsständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge bleiben Aspekte der Lebensversicherung in dieser Aufgliederung unberücksichtigt.



**Tabelle 15 Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger:  
Absolute statische Veränderung der effektiven Rendite**

<b>Publikumsfondsportfolio</b>	Niedrig in BP		Hoch in BP		Alle Vermögenswerte konzentriert in BP	
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschafts-verbände)	0	bis 0	0	bis 0	0	bis 0
Kreditinstitute	0	bis 0	0	bis 0	0	bis 0
Sonstige Finanzintermediäre	-68	bis -54	-65	bis -52	-58	bis -48
Lebens- und Krankenversicherungen	-22	bis -18	-22	bis -18	-22	bis -18
Anderer Versicherungsgesellschaften	-68	bis -54	-65	bis -52	-58	bis -48
<b>Auswirkungen auf Publikumsfonds gesamt</b>	<b>-63</b>	<b>bis -50</b>	<b>-60</b>	<b>bis -48</b>	<b>-54</b>	<b>bis -44</b>
<b>Anlegerportfolio</b>						
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschafts-verbände)	0	bis 0	0,0	bis 0,0	0,0	bis 0,0
Kreditinstitute	0	bis 0	0,0	bis 0,0	0,0	bis 0,0
Sonstige Finanzintermediäre	-2,9	bis -2,3	-2,8	bis -2,2	-2,5	bis -2,0
Lebens- und Krankenversicherungen	-1,0	bis -0,8	-1,0	bis -0,8	-1,0	bis -0,8
Anderer Versicherungsgesellschaften	-3,9	bis -3,1	-3,7	bis -3,0	-3,3	bis -2,7
<b>Auswirkungen auf Portfolio gesamt</b>	<b>-0,7</b>	<b>bis -0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>bis -0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>bis -0,5</b>

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten

Da die neuen Steuerbefreiungen auf Immobilien allein ausreichen, um die negativen Folgen der Besteuerung auf Fondsebene und der gestrichenen Steuerbefreiungen für Veräußerungsgewinne auszugleichen, beschränkt sich die Neuordnung des Publikumsfondsportfolios voraussichtlich auf festverzinsliche Instrumente.

Auf Portfolioebene stehen natürlichere Alternativen zur Verfügung.

- Große körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger können einen Austausch gegen Spezialfonds vornehmen, die im transparenten System verbleiben – was bedeutet, dass die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene entfällt.
  - Ein derartiger Austausch ist jedoch nur eingeschränkt möglich. Spezialfonds gestatten nur eine begrenzte Anzahl von Investoren, was bedeutet, dass der einzelne Anleger, will er die adäquate Größenordnung erreichen, über ausreichende zu investierende Vermögenswerte verfügen sollte – er muss also groß genug sein.
- Kleine körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger können einen Austausch gegen unmittelbare Zielvermögenswerte vornehmen. Für diesen Fall sind alle Wertpapierklassen von potenzieller Relevanz. Die fehlende Größe kann allerdings darauf hinweisen, dass die internen Fachkenntnisse nicht umfangreich genug sind, um in riskante Anlagen – also Aktien – zu investieren. Andererseits bleiben die Steuerbefreiungen auf Veräußerungsgewinne bei unmittelbarer Beteiligung bestehen

– weshalb alles in allem eine mittlere Wahrscheinlichkeit für einen Austausch gegen Aktien anzunehmen ist. Die Wahrscheinlichkeit eines Austauschs gegen festverzinsliche Instrumente ist voraussichtlich hoch; im Hinblick auf die Anlegerpräferenzen ist das mit dem Fall der Neuordnung besteuarter Vermögenswerte in Publikumsfonds zugunsten festverzinslicher Instrumente vergleichbar.

Nach alledem führen Veränderungen der steuerlichen Behandlung auf Fondsebene zu Veränderungen der Art und Weise, wie körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger in dem Bemühen, ein ausgewogenes Verhältnis von Rendite und Risiko zu erreichen, ihr Portfolio zusammenstellen. Anleger reagieren daher auf die Besteuerung auf Fondsebene und die geänderte Anlegerbesteuerung in gewissem Umfang dadurch, dass sie ihre Portfolios zugunsten weniger stark besteuarter Vermögenswerte umschichten. Bei Anwendung des dynamischen, in Anlage B dargestellten Modells unter gleichzeitiger Beibehaltung der Annahmen über die Rendite vor Steuern gemäß Kapitel 2<sup>42</sup> stellen wir fest, dass Portfoliobereinigungen die statischen Auswirkungen um etwa 50 Prozent reduzieren. Das bedeutet, dass der effektive Rückgang der Fondsrenditen auf 22 bis 31 Basispunkte sinkt, während sich der Rückgang der effektiven Rendite aus dem Gesamtportfolio betrieblicher Anleger auf etwa einen Basispunkt verringert, vgl. Tabelle 16.

---

<sup>42</sup> In Kapitel 2 wurde für die Rendite vor Steuern angenommen, dass Aktien und Immobilien 8-10 Prozent jährlich, festverzinsliche Anlagen 3-5 Prozent jährlich erwirtschaften.

**Tabelle 16 Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger:  
Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite**

<b>Publikumsfondsportfolio</b>	Niedrig in BP		Hoch in BP		Alle Vermögenswerte konzentriert in BP	
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0	bis 0	0	bis 0	0	bis 0
Kreditinstitute	0	bis 0	0	bis 0	0	bis 0
Sonstige Finanzintermediäre	-34	bis -27	-32	bis -26	-30	bis -24
Lebens- und Krankenversicherungen	-11	bis -9	-11	bis -9	-11	bis -9
Andere Versicherungsgesellschaften	-34	bis -27	-33	bis -26	-30	bis -24
<b>Auswirkungen auf Publikumsfonds gesamt</b>	<b>-31</b>	<b>bis -25</b>	<b>-30</b>	<b>bis -24</b>	<b>-28</b>	<b>bis -22</b>
<b>Anlegerportfolio</b>						
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0	bis 0	0	bis 0	0	bis 0
Kreditinstitute	-0	bis -0	0	bis 0	0	bis 0
Sonstige Finanzintermediäre	-2,3	bis -1,7	-2,2	bis -1,7	-1,8	bis -1,4
Lebens- und Krankenversicherungen	-0,7	bis -0,6	-0,7	bis -0,6	-0,7	bis -0,5
Andere Versicherungsgesellschaften	-2,9	bis -2,2	-2,7	bis -2,1	-2,3	bis -1,8
<b>Auswirkungen auf Portfolio gesamt</b>	<b>-0,6</b>	<b>bis -0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>bis -0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>bis -0,4</b>

Anmerkung: Fondsanteile sind nicht aufgeführt, da sie die Besteuerungsgrundlage nicht erweitern. Dynamische Effekte sind als Differenz zwischen den jetzigen und den endgültigen effektiven Renditen aufgeführt. Es werden also statische und dynamische Auswirkungen auf die effektiven Renditen berücksichtigt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten

### 3.3 Natürliche Personen

Natürliche Personen verlieren und gewinnen durch die vorgeschlagene Steuerreform. Sie verlieren durch die zusätzliche Besteuerung auf Fondsebene, gewinnen jedoch aufgrund der neuen Steuerbefreiungen auf Anlegerebene. Nach der vorgeschlagenen Reform werden 0,5 Prozent ihres Portfoliovermögens mittelbar mit 15,825 Prozent besteuert, vgl. Tabelle 9. In Verbindung mit den neuen Steuerbefreiungen folgt daraus ein statischer Rückgang der Publikumsfondsrendite für Privatpersonen um 1–10 Basispunkte, entsprechend einem Rückgang der Portfoliorendite um 0–0,2 Basispunkte, vgl. Tabelle 17. Für Personenunternehmer wird ebenfalls mit einem Rückgang der Publikumsfondsrendite um 35 bis 63 Basispunkte gerechnet.

**Tabelle 17 Natürliche Personen: Absolute statische Veränderung der effektiven Rendite**

<b>Publikumsfondsportfolio</b>	Niedrig in BP		Hoch in BP		Alle Vermögenswerte konzentriert in BP	
Privatpersonen	-10	bis -8	-8	bis -6	-2	bis -1
Personenunternehmer	-63	bis -50	-57	bis -46	-39	bis -35
<b>Auswirkungen auf Publikumsfonds gesamt</b>	<b>-56</b>	<b>bis -45</b>	<b>-51</b>	<b>bis -41</b>	<b>-34</b>	<b>bis -31</b>
<b>Anlegerportfolio</b>						
Privatpersonen	-0,2	bis -0,2	-0,2	bis -0,1	-0,1	bis 0
Personenunternehmer	-	bis -	-	bis -	-	bis -
<b>Auswirkungen auf Portfolio gesamt</b>	<b>-0,2</b>	<b>bis -0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>bis -0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>bis 0</b>

Anmerkung: Für Personenunternehmer gibt es abgesehen von der geschätzten Summe der in deutschen Publikumsfonds angelegten Vermögenswerte (100.000 Mio. Euro) keine Portfoliodaten.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten und BVI zu Personenunternehmern

Um statische Auswirkungen auf die von Privatpersonen erzielte effektive Rendite vollständig auszugleichen, sollten die auf Anlegerebene bei einer Konzentrierung von Fonds ausgelösten Steuerbefreiungen etwas geändert werden. Im Renditefall 1 – Aktien und Immobilien erzielen 8 Prozent, festverzinsliche Anlagen 3 Prozent – sollte die Steuerbefreiung für Anleger mit konzentrierten Fonds von 20 Prozent auf 27, 5 Prozent im niedrigen Szenario, auf 24 Prozent im hohen Szenario und auf 18,4 Prozent im Extremfall geändert werden, vgl. Tabelle 18. Im Renditefall 2 – Aktien und Immobilien erzielen 10 Prozent, festverzinsliche Anlagen 5 Prozent – sollte die Steuerbefreiung für Anleger mit konzentrierten Fonds von 20 Prozent auf 27, 9 Prozent im niedrigen Szenario, auf 24,5 Prozent im hohen Szenario und auf 19,6 Prozent im Extremfall geändert werden. Die kalibrierten Anteile werden durch Lösen eines linearen Gleichungssystems ermittelt, wobei eine Unbekannte den steuerfreien Anteil auf Anlegerniveau darstellt, wenn der Publikumsfonds eine Vermögenskonzentration aufweist. Stammt das Anlegereinkommen aus Publikumsfonds, die jeweils in in- und ausländischen Immobilien konzentriert sind, gehen wir in allen sechs Kalibrierungen von fixen, steuerfreien Anteilen von 40 und 60 Prozent aus.

**Tabelle 18 Geänderte steuerfreie Anteile für konzentrierte Fonds zur Neutralisierung statischer Auswirkungen auf Privatpersonen**

Konzentrationsgrad	Renditefall 1	Renditefall 2
Niedrig	27,9%	27,5%
Hoch	24,5%	24,0%
Alle Vermögenswerte konzentriert	19,6%	18,4%

Anmerkung: Renditefall 1 entspricht dem Fall, dass Aktien und Immobilien 8 Prozent jährlich erzielen und festverzinsliche Anlagen 3 Prozent jährlich. Renditefall 2 entspricht dem Fall, dass Aktien und Immobilien 10 Prozent jährlich erzielen und festverzinsliche Anlagen 5 Prozent jährlich. Die Anteile, die das lineare Gleichungssystem auf Null lösen, können gezeigt werden, indem man 20 Prozent mit 27,5 Prozent in Box 1 ersetzt.

Im niedrigen Szenario werden 88,2 Prozent aller Aktien in Publikumsfonds gehalten, die zu über 51 Prozent aus Aktien bestehen, 2 Prozent aller festverzinslichen Vermögenswerte in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus Aktien bestehen, und 100 Prozent des gesamten inländischen (ausländischen) Immobilienvermögens in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus inländischen (ausländischen) Immobilien bestehen.

Im hohen Szenario werden 96,1 Prozent aller Aktien in Publikumsfonds gehalten, die zu über 51 Prozent aus Aktien bestehen, 19,7 Prozent aller festverzinslichen Vermögenswerte in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent aus Aktien bestehen, und 100 Prozent des gesamten inländischen (ausländischen) Immobilienvermögens in Publikumsfonds werden in Fonds gehalten, die zu mehr als 51 Prozent in Immobilien investiert sind.

In dem Szenario „alle Vermögenswerte konzentriert“ werden alle Vermögenswerte in Publikumsfonds gehalten.

Quelle: Copenhagen Economics

Da die neuen Steuerbefreiungen auf Anlegerebene die meisten negativen Folgen der Besteuerung auf Fondsebene für Privatpersonen ausgleichen können,<sup>43</sup> hält sich eine weitere Neuordnung im Publikumsfondsportfolio für diese Anlegergruppe voraussichtlich in Grenzen. Das heißt, bei der Verteilung von Vermögenswerten auf die konzentrierten Fonds ist die Wahrscheinlichkeit eines Austauschs voraussichtlich hoch. Eine weniger aggressive Taktik könnte darin bestehen, dass Privatpersonen eine kombinierte Strategie verfolgen und durch die Neuordnung eine Mischung aus nicht der Besteuerung auf Fondsebene unterliegenden konzentrierten Fonds und Fixed-Income-Fonds herbeiführen.

Auf Portfolioebene gibt es für Privatpersonen wenige Alternativen:

- Aufgrund der gesetzlichen Vorschriften können Privatpersonen nicht in Spezialfonds umschichten. Einer impliziten Neuordnung durch erhöhte Altersvorsorge sind aufgrund von Liquiditätsproblemen Schranken gesetzt.
- Privatpersonen können gegen unmittelbare Zielvermögenswerte austauschen. Dieser Strategie sind allerdings aufgrund hoher, die Wahrscheinlichkeit eines diversifizierten Ergebnisses verringernder Nennwerte Schranken gesetzt. Investment-Grade-Anleihen können eine Option darstellen; allerdings können auch hier Probleme mit den Nennwerten der Strategie Schranken setzen.

Nach alledem führen Veränderungen der steuerlichen Behandlung auf Fondsebene zu Veränderungen der Art und Weise, wie Privatpersonen und Personenunternehmer in dem Bemühen, ein ausgewogenes Verhältnis von Rendite und Risiko zu erreichen, ihr

<sup>43</sup> wie im Fall „mit Bereinigung eines offenen Portfolios“ gezeigt

Portfolio zusammenstellen. Anleger reagieren daher auf die Besteuerung auf Fondsebene und die geänderte Anlegerbesteuerung in gewissem Umfang dadurch, dass sie ihre Portfolios zugunsten weniger stark besteuerteter Vermögenswerte umschichten. Bei Anwendung des dynamischen, in Anlage B dargestellten Modells unter gleichzeitiger Beibehaltung der Annahmen über die Rendite vor Steuern gemäß Kapitel 2<sup>44</sup> stellen wir fest, dass Portfoliobereinigungen die statischen Auswirkungen um nicht weniger als 50 Prozent reduzieren. Das bedeutet, dass der effektive Rückgang der Fondsrenditen auf 16 bis 48 Basispunkte sinkt, während sich der Rückgang der effektiven Rendite aus dem Gesamtportfolio natürlicher Personen auf etwa 0 verringert, vgl. Tabelle 19.

**Tabelle 19 Natürliche Personen: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite**

<i>Publikumsfondsportfo- lio</i>	Niedrig in BP		Hoch in BP		Alle Vermögenswerte konzentriert in BP	
Privatpersonen	-6	bis -5	-5	bis -4	-2	bis -2
Personenunternehmer	-55	bis -43	-47	bis -37	-22	bis -18
<b>Auswirkungen auf Publikumsfonds gesamt</b>	<b>-48</b>	<b>bis -38</b>	<b>-42</b>	<b>bis -33</b>	<b>-20</b>	<b>bis -16</b>
<i>Anlegerportfolio</i>						
Privatpersonen	-0,2	bis -0,2	-0,1	bis -0,1	0	bis 0
Personenunternehmer	-	bis -	-	bis -	-	bis -
<b>Auswirkungen auf Portfolio gesamt</b>	<b>-0,2</b>	<b>bis -0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>bis -0,1</b>	<b>0</b>	<b>bis 0</b>

Anmerkung: Fondsanteile sind nicht aufgeführt, da sie die Besteuerungsgrundlage nicht erweitern. Dynamische Effekte sind als Differenz zwischen den jetzigen und den endgültigen effektiven Renditen aufgeführt. Es werden also statische und dynamische Auswirkungen auf die effektiven Renditen berücksichtigt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten und BVI zu Personengesellschaften

Die einfachste Lösung zur Verringerung der negativen Auswirkungen auf die Fondsrendite für Personenunternehmer von 18 bis 55 Basispunkten bestünde darin, eine Subvention auf Anlegerebene anzubieten, die der auf Fondsebene zusätzlich bezahlten direkten Steuer entspricht. Ein vollständiges Subventionssystem hätte in diesem Fall zur Folge, dass Personengesellschaften ihr Verhalten nicht ändern würden.

### 3.4 Auswirkungen auf das gesamte deutsche Portfolio

Im Anschluss an die Untersuchung der drei Anlegersegmente lassen sich die Auswirkungen der Reform insgesamt zusammenfassen, indem man abschätzt, wie die Gesamrendite deutscher Fonds unmittelbar und auf Portfolioebene beeinflusst wird. Eine Abwägung aller dynamischen Effekte für alle Anlegersegmente ergibt, dass die Rendite nach Steuern auf Anlegerebene um 12 bis 25 Basispunkte zurückgeht, vgl. Tabelle 20. Da deutsche Publikumsfonds nur einen sehr begrenzten Anteil am gesamten deutschen Finanzportfolio ausmachen, sind die Auswirkungen aus Portfolioperspektive auf einen Rückgang um 0,4 bis 0,9 Basispunkte beschränkt.

<sup>44</sup> In Kapitel 2 wurde für die Rendite vor Steuern angenommen, dass Aktien und Immobilien 8-10 Prozent jährlich, festverzinsliche Anlagen 3-5 Prozent jährlich erwirtschaften.

**Tabelle 20 Alle Anleger: Absolute dynamische Veränderung der effektiven Rendite**

	Niedrig in BP	Hoch in BP	Alle Vermögenswerte konzentriert in BP	
Auswirkungen auf Publikumsfonds	-25 bis -20	-23 bis -18	-15	bis -12
Auswirkungen auf Portfolio	-0,9 bis -0,7	-0,8 bis -0,6	-0,5	bis -0,4

Anmerkung: Fondsanteile sind nicht aufgeführt, da sie die Besteuerungsgrundlage nicht erweitern. Dynamische Effekte sind als Differenz zwischen den jetzigen und den endgültigen effektiven Renditen aufgeführt. Es werden also statische und dynamische Auswirkungen auf die effektiven Renditen berücksichtigt.

Für die Gesamtwirtschaft ist der von Ausländern gehaltene Anteil an deutschen Publikumsfonds in die Berechnung eingeschlossen. Da Ausländer von der Steuerreform nicht betroffen sind, sind die Auswirkungen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geringer.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik und Wertpapierdepotstatistik, Daten aus dem ersten Quartal 2013, BaFin für Versicherungssparten, BVI für Personenunternehmer sowie selbstständige Datenerfassung und -bewertung für Kirchen

Die Tatsache, dass sich die Reform nur in geringem Umfang auf Renditen auswirkt, ist in dem Zusammenhang zu sehen, dass

- nur 2–3,1 Prozent des gesamten Publikumsfondsvermögens von der Besteuerung auf Fondsebene in vollem Umfang betroffen sind. Gleichzeitig machen Publikumsfonds nur drei Prozent des deutschen Anlegerportfolios aus. Das bedeutet, dass die Besteuerung auf Fondsebene im Gesamtmarkt keine große Rolle spielen dürfte. Für jene Anleger allerdings, die von der Besteuerung auf Fondsebene betroffen sind (z. B. kleine steuerbefreite Organisationen), können die Auswirkungen relevant sein.
- die Streichung der Befreiungen der Veräußerungsgewinne gewöhnlicher institutioneller Anleger (§ 8b Abs. 2 KStG) sowie der Befreiungen von Dividenden und Veräußerungsgewinnen (§ 3 Nr. 40 EStG) der Personenunternehmen lediglich Renditen aus acht Prozent aller von Publikumsfonds gehaltenen Vermögenswerte betrifft – wobei die Aufteilung in Dividenden (43 Prozent) und Veräußerungsgewinne (57 Prozent) außer Acht gelassen wird. Berücksichtigt man außerdem die Tatsache, dass nur institutionelle Anleger eine Befreiung der Veräußerungsgewinne verlieren, verringert sich der Anteil weiter auf sieben Prozent.
- neue Befreiungen davon abhängen können, dass Szenario- und Verhaltensanpassungen für die meisten Fondserträge vorzunehmen sind – außer für Einkünfte, die durch steuerbefreite Anleger erzielt werden.

## Kapitel 4

# Die Auswirkungen auf Rentner und mögliche Ausgleichsmechanismen

In diesem Kapitel ermitteln wir zunächst, welche Altersvorsorgeeinrichtungen von der Rendite aus dem Vorsorgevermögen abhängen und demnach von der vorgeschlagenen Gesetzesänderung betroffen sind (Ziffer 1.1). Sodann untersuchen wir, wie sich die Höhe der Rendite aus Pensionsguthaben verändert – und zwar für einen statischen Fall, in welchem die Altersvorsorgeeinrichtungen keine Änderung ihrer Anlegerprofile aufgrund der Steuerreform vornehmen und für einen dynamischen Fall, in welchem die Anleger auf die steuerlichen Änderungen reagieren (Ziffer 1.2).

Drittens beantworten wir die Frage, wie sich die vorgeschlagene Steuerreform für einen typischen Rentner auswirkt (Ziffer 1.3). Dabei geht es darum, wie das akkumulierte Vorsorgekapital beim Renteneintritt betroffen ist und wie dies wiederum die Rentenhöhe beeinflusst. Hierfür entwickeln wir ein kleines Lebenszyklusmodell zur Berechnung der Auswirkungen.

Veränderungen der Rendite verändern auch die Renten künftiger Ruheständler und als Folge davon das im Ruhestand zur Verfügung stehende Einkommen. In einem vierten Abschnitt erörtern wir, wie ein Mechanismus zum Ausgleich dieser Auswirkungen ausgestaltet sein könnte (Ziffer 1.4). Bei der Ausgestaltung eines Ausgleichsmechanismus gilt es einige wichtige Gesichtspunkte zu beachten, die behandelt und erörtert werden.

1. Wie ist das Verhalten von Personen/Haushalten betroffen?
2. Wie ist der intertemporale Steuerhaushalt betroffen?
3. Wie ist die Einkommensverteilung zwischen den Generationen und innerhalb der Generationen betroffen?

Ausgehend von der Erörterung dieser Fragen liegt der Zweck dieses Abschnitts darin, ein Verständnis dafür zu vermitteln, welche Probleme gelöst werden müssen und welche Komplikationen sich bei der Schaffung eines Ausgleichsmechanismus ergeben können. Zur Erstellung eines vollständigen Mechanismus, der auch umgesetzt werden kann, bedarf es unbedingt einer gründlichen Analyse der Auswirkungen in jedem der oben erwähnten Bereiche.



## 1.1 Auswirkungen auf Altersvorsorgeeinrichtungen

In Deutschland gibt es eine große Zahl verschiedener Arten von Altersvorsorgeeinrichtungen. Als erstes stellen wir uns die Frage, ob sie von der Steuerreform betroffen sind. Ist eine Altersvorsorgeeinrichtung als leistungsorientierter Pensionsplan angelegt, dürften die Folgen einer Änderung der Besteuerung nicht von den Empfängern zu tragen sein, sondern von jenen, welche die Leistungen zur Verfügung stellen, also etwa von Arbeitgebern oder dem Staat. Wir untersuchen die verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen eingedenk dieses übergeordneten Kriteriums.

### Die gesetzliche Rentenversicherung

Bei der gesetzlichen Rentenversicherung handelt es sich um ein Umlageverfahren, bei dem die Renten nach den Regeln eines leistungsorientierten Pensionsplans geleistet werden. Das bedeutet, dass die heutigen Rentenausgaben unmittelbar durch die von der arbeitenden Bevölkerung in das System einbezahlten Beiträge finanziert werden. Abgesehen von den Beiträgen ist die gesetzliche Rentenversicherung zusätzlich steuerfinanziert (Bundeszuschuss). Die Finanzierung der Renten hängt daher nicht unmittelbar von Marktrenditen ab. Das gilt auch dafür, wie die Rentenleistungen festgelegt werden. Leistungsorientierte Pensionspläne enthalten üblicherweise eine Rentenzusage, die in Gestalt einer festen Summe oder eines Anteils vom letzten Gehalt garantiert wird. Einfach ausgedrückt: *Die Leistung ist im Voraus bekannt*. Eine derartige Zusage ist vor Änderungen der Rendite aufgrund von Marktrisiken oder Gesetzesänderungen geschützt. Die Auswirkungen einer Investmentsteuerreform betreffen die Rentner daher nicht über die gesetzliche Rentenversicherung, möglicherweise jedoch über die anderen Altersvorsorgeeinrichtungen. Im Folgenden richtet sich unser Interesse daher auf die berufsständische Versorgung, die private Altersversorgung und die betriebliche Altersversorgung, die im Jahr 2011 ein Fondsvermögen von insgesamt 832 Mrd. Euro verwalteten, vgl. Tabelle 21.

**Tabelle 21 Vermögenswerte und Deckungsmittel der  
berufständischen Versorgung, der privaten Altersvorsorge und  
betrieblichen Altersversorgung in Mrd. Euro.**

Altersvorsorgeeinrichtungen	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Berufständische Versorgung</b>				<b>136</b>	<b>142</b>	
<b>Private Altersvorsorge</b>	<b>82</b>	<b>137</b>	<b>155</b>	<b>171</b>	<b>189</b>	<b>199</b>
- Riester-Rente <sup>45</sup>	79	107	118	130	141	148
- Rürup-/Basisrente	2	30	36	42	48	52
<b>Betriebliche Altersversorgung</b>	<b>439</b>	<b>454</b>	<b>468</b>	<b>483</b>	<b>501</b>	
- Direktzusage	239	245	249	257	265	
- Pensionskassen	102	107	112	113	119	127
- Pensionsfonds	14	15	19	26	26	28
- Unterstützungskasse	36	37	37	35	35	
- Direktversicherung	48	50	52	53	56	
<b>Gesamt</b>				<b>790</b>	<b>832</b>	

Anmerkung: Für die berufständische Versorgung, die Direktzusage, die Unterstützungskasse und die Direktversicherung wurden für 2012 keine Daten gemeldet.

Quelle: Copenhagen Economics basierend auf BaFin, Arbeitsgemeinschaft berufständischer Versorgungseinrichtungen (ABV), Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) und Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI).

### Berufständische Versorgung

Die berufständische Versorgung tritt für einige Berufe an die Stelle der gesetzlichen Rentenversicherung. Es handelt sich jedoch nicht um ein Umlageverfahren; das System ist vielmehr vollständig kapitalgedeckt (Kapitaldeckungsverfahren). Demgemäß hängen die Renten aus der berufständischen Versorgung von der Höhe der Rendite und von Gesetzesänderungen mit Auswirkungen auf die Höhe der Rendite ab. Die gesamten Einlagen in der berufständischen Versorgung beliefen sich im Jahr 2011 auf 142 Mrd. Euro. Damit handelt es sich neben der gesetzlichen Rentenversicherung und der Direktzusage um eine der bedeutenden Quellen von Altersbezügen.

### Private Altersvorsorge

Die private Altersvorsorge in Deutschland ist vollständig kapitalgedeckt. Die Renten werden nach den Regeln eines beitragsorientierten Pensionsplans geleistet. In einem beitragsorientierten System sind die *Rentenbeiträge festgelegt und im Voraus bekannt*. Für die auszahlende Leistung gilt das jedoch nicht.<sup>46</sup> Die Ungewissheit über den endgültigen Umfang der Rentenleistung beruht auf der Tatsache, dass das Investmentrisiko in voller Höhe bzw. zum Teil vom Rentenberechtigten getragen wird.

Da die Rentenbeiträge bezahlt und angelegt werden, ist die Höhe der Rendite für das beim Eintritt in den Ruhestand angesammelte Endvermögen von größter Bedeutung. Das liegt daran, dass die aus einem beitragsorientierten System bezahlte Rente als Jahresrente kalkuliert wird, weshalb sie nicht nur auf dem gesamten beim Eintritt in den Ruhestand angesammelten Vermögen basiert, sondern auch auf der voraussichtlichen künftigen Rendite. Eine Verringerung der Rendite aus dem angesparten Rentenkapital

<sup>45</sup> Es wird angenommen, dass Riester-Rente aus Versicherungen, Investmentfonds, Wohn-Riester und Bank-Sparplänen besteht.

<sup>46</sup> In vielen Fällen gibt es eine Mindestgarantie. Für die Riester-Rente ist die Mindesthöhe auf eine Mindestleistung festgesetzt, die einer vollständigen Auszahlung der Beiträge und staatlichen Zuschüsse entspricht.

kann demnach signifikant negative Auswirkungen auf die gesamten Altersbezüge eines einzelnen Rentners haben.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, eine private Altersvorsorge aufzubauen. Wir befassen uns mit der Riester-Rente und der Basisrente, die beide staatlich gefördert werden (staatlich geförderte Altersvorsorge). Es gibt für den Einzelnen auch andere Möglichkeiten, für den Ruhestand vorzusorgen, die aber nicht staatlich gefördert werden.<sup>47</sup> Seit Einführung der Riester-Rente und der Basisrente ist die Bedeutung beider Einrichtungen gestiegen, vgl. Tabelle 21. Die in den beiden Einrichtungen angesparten Vermögenswerte sind im Jahr 2012 auf 199 Mrd. Euro angewachsen. Es hat sich gezeigt, dass der erwartete Bedeutungszuwachs der Riester-Rente als Ergänzungsrente andere Rentensparpläne nicht verdrängt hat.<sup>48</sup> Demnach scheint auf lange Sicht das Risiko gering zu sein, dass andere Pensionsvehikel durch einen größeren Anteil von Endrenten aus der Riester-Rente und der Basisrente beeinträchtigt werden.

### **Betriebliche Altersversorgung**

Die deutsche betriebliche Altersversorgung vermischt sowohl die Art der Finanzierung als auch die Art der Festlegung von Rentenleistungen. Das Betriebsrentengesetz erkennt leistungsorientierte Pensionspläne oder gemischte Pläne (kombinierte leistungs- und beitragsorientierte Pläne) nur an, wenn eine Mindestleistung garantiert ist. Die Mindestrente, die Arbeitnehmer aus einem solchen Plan beziehen, ist ein Betrag, der den geleisteten Beiträgen entspricht. Hinzu kommt ein möglicher Aufschlag für die Wertentwicklung des Investments.

Beitragsorientierte Pläne mit Mindestleistungen sind nur Pensionsfonds, Pensionskassen und Direktversicherungen gestattet. Die beiden anderen Vehikel – Direktzusagen und Unterstützungskassen – sind leistungsorientiert. Die Zusatzversorgung des öffentlichen Dienstes (ZÖD) ist ebenfalls ein betriebliches System, aber nur für Beschäftigte des öffentlichen Dienstes. In dieser Einrichtung werden von der Rendite abhängige Bonusleistungen immer häufiger, was bedeutet, dass die Pensionen aus der ZÖD von der Steuerreform betroffen sein können. Soweit wir wissen, stehen jedoch keine Daten zur Verfügung, aus denen sich ergibt, wie wichtig die Bonusleistungen sind und wie das Rentenskapital investiert wird. Das erschwert die Einschätzung, in welcher Weise Pensionen aus der ZÖD betroffen sind. Wir nehmen an, dass die Steuerreform insofern keine Auswirkungen zeigt.

#### *Direktzusage und Unterstützungskasse*

Bei der Direktzusage und der Unterstützungskasse ist der Rentenvertrag zwischen dem Arbeitnehmer und dem Arbeitgeber so ausgestaltet, dass der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer einen festen Betrag oder einen Anteil vom letzten Gehalt des Arbeitnehmers bezahlt. Hierdurch wird dem Arbeitnehmer eine bestimmte Rentenhöhe zugesagt, was ihn vor Anlagerisiken in Gestalt von Finanzmarktrisiken oder Gesetzesänderungen schützt.<sup>49</sup> Folglich sind weder die Rentenanwartschaften noch die Renten aus der Direktzusage und den Unterstützungskassen von einer Investmentsteuerreform betroffen. Im Zusammenhang mit der Frage, wie

---

<sup>47</sup> Zu diesen Möglichkeiten zählen Fondssparplan und Immobilienfonds.

<sup>48</sup> Börsch-Supan, et al. (2012).

<sup>49</sup> Dieser Schutz umfasst nicht notwendigerweise andere Risiken in dem Sinn, dass der Arbeitnehmer möglicherweise nicht in der Lage ist, die Pensionsverpflichtungen zu finanzieren.

Vorsorgevermögen verwaltet und investiert wird, ist es daher nicht erforderlich, auf diese beiden Einrichtungen näher einzugehen. Wir nehmen an, dass die Renten aus diesen beiden Systemen nach der Steuerreform unverändert sind.

Im Jahr 2011 beliefen sich die Direktzusagen auf 265 Mrd. Euro und die Unterstützungskassen auf 35 Mrd. Euro, vgl. Tabelle 21. Insgesamt machen sie 44 Prozent des gesamten Vorsorgevermögens und der Anwartschaften aus der privaten Altersvorsorge und der betrieblichen Altersversorgung aus. Das weist darauf hin, dass ein großer Teil der künftigen Rentenleistungen von der Investmentsteuerreform nicht betroffen ist.

#### *Direktversicherung*

Bei der Direktversicherung handelt es sich um ein hybrides System, das die leistungs- und beitragsorientierten Konzepte mischt. Hybride Systeme sind mit Beitragsverpflichtung kalkuliert (also beitragsorientiert), doch Arbeitgeber, die derartige Systeme einsetzen wollen, müssen eine Mindestleistung garantieren (leistungsorientiert). Es liegen keine Daten darüber vor, wie groß jeweils die leistungs- bzw. beitragsorientierten Anteile an den Rentenanwartschaften von 56 Mrd. Euro 2011, vgl. Tabelle 21, sind. Das erschwert die Einschätzung, in welchem Ausmaß derzeitige und künftige Anwartschaften von der Investmentsteuerreform betroffen sind.

Ein hybrider Rentenplan beinhaltet normalerweise, dass das Anlagerisiko zwischen dem Versorgungsträger und dem Rentenberechtigten geteilt ist. Da die Pläne in der betrieblichen Altersvorsorge in dem Sinn kollektiv sind, dass Institutionen für das Kollektiv der Berechtigten und nicht nur für den Einzelnen investieren, gilt das Element der Risikoteilung besonders für die Direktversicherung, die Pensionskassen und die Pensionsfonds. Wenn die Investmentsteuerreform die Höhe der Rendite aus angelegtem Vorsorgevermögen und Rentenanwartschaften beeinflusst, spricht viel dafür, dass auch der leistungsorientierte Teil des Vertrags auf lange Sicht betroffen ist. Das heißt, der finanzielle Träger des Vertrags kann auf die Veränderung der Finanzierungskosten reagieren und den Vertrag durch Senkung oder Erhöhung der Rentenanwartschaften anpassen. Der leistungsorientierte Teil des Vertrags kann daher in Bezug auf *künftige Beiträge* neu ausgehandelt werden, um dem neuen Recht und der geänderten Rendite Rechnung zu tragen. Bei einer derart langfristigen Sichtweise kann außer Acht bleiben, ob es sich um leistungs- oder beitragsorientierte Verträge handelt. Eine niedrigere/höhere Rendite aus Vorsorgevermögen bzw. Anwartschaften senkt/erhöht die Rentenleistungen unabhängig davon, ob sie beitrags- oder leistungsorientiert sind.

#### *Pensionskassen*

Pensionskassen werden normalerweise für bestimmte Arbeitgeber oder Branchen eingerichtet. Im Jahr 2012 waren bei der BaFin 148 Pensionskassen registriert. Die als Pensionskassen konzipierten Verträge sind hybride Systeme mit einem leistungs- und einem beitragsorientierten Teil.

Im Jahr 2011 waren insgesamt 119 Mrd. Euro in Pensionskassen investiert, vgl. Tabelle 21. Ebenso wie bei der Direktversicherung liegen keine Daten darüber vor, wie groß jeweils die leistungs- bzw. beitragsorientierten Anteile am Vorsorgevermögen sind. Mit derselben Argumentation wie bei der Direktversicherung nehmen wir auch hier an, dass auf lange Sicht sowohl der leistungs- als auch der beitragsorientierte Teil des Plans von einer niedrigeren Rendite betroffen sind.

### *Pensionsfonds*

Pensionsfonds werden von bestimmten Arbeitgebern, Arbeitgeberverbänden oder Versicherungsunternehmen aufgelegt. Im Jahr 2012 waren bei der BaFin 30 Pensionsfonds registriert. Sie hielten im Jahr 2011 Vermögenswerte von insgesamt 28 Mrd. Euro, vgl. Tabelle 21. Die Rentenversicherungsverträge sind hybrider Natur und wie bei der Direktversicherung und den Pensionskassen liegen keine Daten über die Aufteilung zwischen den leistungs- und den beitragsorientierten Teilen vor. Wir nehmen an, dass der leistungsorientierte Teil aus den oben dargestellten Gründen von einer niedrigeren Rendite ebenfalls betroffen ist.

## **1.2 Statische und dynamische Auswirkungen auf die Rendite**

Die Auswirkungen der Steuerreform auf die verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen unterscheiden sich je nachdem, wie das Vorsorgevermögen angelegt wird. Im Folgenden erörtern wir zunächst das Anlageprofil der verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen; dann gehen wir der Frage nach, wie sie besteuert werden und wie sich dies wiederum auf die Rendite auswirkt.

### **Wie wird das Vorsorgevermögen angelegt?**

Für die Riester-Rente sind Aktien und festverzinsliche Instrumente die wichtigsten Anlageformen, doch in gewissem Umfang wird auch in Immobilien investiert, vgl. Tabelle 22.<sup>50</sup> Es gibt keine Zahlen darüber, wie das Vermögen der Basisrente angelegt wird. Wir nehmen an, dass das Vermögen auf die gleiche Weise wie das der Riester-Rente angelegt wird.<sup>51</sup> Wir greifen diesen Aspekt und dessen Auswirkungen auf die Ergebnisse bei der Berechnung der Auswirkungen der Steuerreform auf Rentner in einem eigenen Abschnitt auf.

Nicht das gesamte Aktien- und Immobilienvermögen der Riester-Rente ist von dem neuen Steuerrecht betroffen; es kann in Publikumsfonds mit Anteilen ausländischer Vermögenswerte angelegt werden. In Tabelle 23 ist der in inländischen Publikumsfonds investierte Anteil der Vermögenswerte dargestellt. Nur 17 Prozent des in Aktien angelegten Vermögens ist in inländischen Publikumsfonds angelegt.

---

<sup>50</sup> Die Riester-Rente besteht in hohem Maße – bis zu 70 Prozent aller abgeschlossenen Verträge – aus Lebensversicherungen. Der Rest sind Aktien mit 19 Prozent, sechs Prozent Immobilien und fünf Prozent sonstiger Art. Um den von der Steuerreform betroffenen Anteil der Vermögenswerte abzuschätzen, wurde das Anlageprofil von Lebensversicherungsunternehmen zur Abschätzung des Anlageprofils der Lebensversicherungsverträge herangezogen.

<sup>51</sup> Diese Annahmen wurden aufgrund fehlender Daten zur Basisrente gemacht. Eine Sensitivitätsanalyse wird weiter unten vorgenommen. Das Risiko dieser Annahme besteht darin, dass sich die beiden Modelle teilweise an unterschiedliche demografische Gruppen richten. Das Konzept der Basisrente ist vor allem für Selbstständige vorteilhaft.

**Tabelle 22 Anlageprofil nach Altersvorsorgeeinrichtungen in  
Mrd. Euro und Prozent, 2011**

Altersvorsorgeeinrichtungen	Aktien	Festverzinsliche Anlagen	Immo- bilien	Sonstige	Gesamt
<b>Berufsständische Versorgung</b>	8 (6 %)	132 (93 %)	1 (1 %)	1 (1 %)	142 (100 %)
<b>Private Altersvorsorge</b>					
- Riester-Rente	58 (41 %)	63 (45 %)	11 (8 %)	9 (6 %)	141 (100 %)
- Rürup/Basisrente	20 (41 %)	21 (45 %)	4 (8 %)	3 (6 %)	48 (100 %)
<b>Betriebliche Altersvorsorge</b>					
- Pensionskassen	40 (34 %)	75 (63 %)	3 (3 %)	1 (1 %)	119 (100 %)
- Pensionsfonds	23 (88 %)	2 (6 %)	0 (0 %)	2 (6 %)	26 (100 %)
- Direktversicherung	18 (32 %)	36 (64 %)	1 (2 %)	1 (2 %)	56 (100 %)

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf BaFin, GDV und Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistikdaten

Da es sich bei den Direktversicherungsverträgen grundsätzlich um Lebensversicherungsverträge handelt, haben wir das Anlageprofil auf der Grundlage des Anlageprofils der Lebensversicherungsbranche insgesamt geschätzt.

Das Anlageprofil der Pensionskassen ist stark auf festverzinsliche Anlagen ausgerichtet. Das liegt daran, dass die Pensionskassen in gleicher Weise wie die Direktversicherungen reguliert sind – mit relativ wenig Freiheit in der Wahl ihrer Investitionsmöglichkeiten. Nur 35 Prozent dürfen in Aktien angelegt werden.

Pensionsfonds haben eine größere Auswahl an Investitionsmöglichkeiten. Das sieht man auch daran, dass 88 Prozent<sup>52</sup> des Vorsorgevermögens in Aktien angelegt sind. Dieser große Anteil bedeutet auch, dass ein erheblicher Teil, nämlich 19 Prozent, vgl. Tabelle 23, des von Pensionsfonds gehaltenen Aktienvermögens in inländischen Publikumsfonds angelegt ist. Tabelle 23 zeigt den Anteil spezieller Vermögensausstattungen, die Institutionen über Beteiligungen an inländischen Publikumsfonds besitzen.

52

[http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Statistik/Erstversicherer/dl\\_st\\_12\\_erstvu\\_pf\\_va.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Statistik/Erstversicherer/dl_st_12_erstvu_pf_va.pdf?__blob=publicationFile&v=2)

**Tabelle 23 Anteil des jeweils durch Publikumsfonds investierten Asset-Typs in Prozent der gesamten spezifischen Vermögensausstattung auf Anlegerebene**

Altersvorsorgeeinrichtungen	Aktien	Festverzinsliche Anlagen	Immo- bilien	Sonstige
<b>Berufsständische Versorgung</b>	16	3	52	52
<b>Private Altersvorsorge</b>				
- Riester-Rente	17	15	4	3
- Rürup/Basisrente	17	15	4	3
<b>Betriebliche Altersversorgung</b>				
- Pensionskassen	0	2	1	0
- Pensionsfonds	19	0	0	1
- Direktversicherung	7	3	1	0

Anmerkung: Die Tabelle zeigt den Anteil spezieller Vermögensausstattungen, die Institutionen über Beteiligungen an inländischen Publikumsfonds besitzen.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf BaFin, GDV und Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistikdaten

### **Wie werden die verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen besteuert?**

Um abzuschätzen, wie die verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen von der Reform betroffen sind, muss man wissen, wie sie derzeit besteuert werden und wie sich die vorgeschlagene Reform auf die Besteuerung auswirkt. Bei den einzelnen Altersvorsorgeeinrichtungen ist die aus Publikumsfondserträgen stammende Besteuerungsgrundlage möglicherweise durch die Bildung von Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen (RfB) verringert. Die reguläre Steuer wird auf die verringerte Besteuerungsgrundlage angewandt. Die RfB gilt für den „Lebensversicherungsteil“ der Altersvorsorgeeinrichtungen. Bei der in Tabelle 24 dargestellten Besteuerungsübersicht ist daher zu beachten, dass etwa 95 Prozent der mit „Lebensversicherung“ verknüpften Besteuerungsgrundlage von der Besteuerungsgrundlage abgezogen werden, während der Rest im derzeitigen System effektiv mit 29,875 Prozent versteuert wird.

**Tabelle 24 Besteuerung nach Altersvorsorgeeinrichtungen**

	Anteil des gesamten mit der Altersvorsorge verknüpften Publikumsfondsve rmögens in Prozent	Effektive Steuer auf Anlegerebene in Prozent	Derzeitige Befreiungen	Abschaffung derzeitiger Befreiungen durch die vorgeschlagene Reform	Vorgeschlagene Befreiungen anwendbar
Berufsständische Versorgung	100	15,825 auf inländische Dividenden, ansonsten 0	Teilweise steuerbefreit	Nein	Nein
Riester-Rente	30	0	Steuerbefreit	Nein	Nein
Rürup/Basisrente	30	0	Steuerbefreit	Nein	Nein
Pensionskassen	100	15,825 auf inländische Dividenden, ansonsten 0	Teilweise steuerbefreit	Nein	Nein
Pensionsfonds	98	29,825	durch RfB reduziert	Ja	Ja
Direktversicherung	0				

Anmerkung: Dargestellt sind nur die Besteuerungsregeln auf der Ebene des Finanzintermediärs, also des Pensionsfonds, der Lebensversicherung usw., nicht jedoch auf der Ebene des Rentners (der möglicherweise steuerpflichtige Renten bezieht – nachgelagerte Besteuerung). Die Besteuerung von Einzelpersonen fließt nicht in die Berechnung ein. Eine nähere Erläuterung von Steuervorschriften findet sich in der Anlage A.

Quelle: Copenhagen Economics

- Riester-Rente und Rürup/Basisrente bestehen derzeit aus 70 Prozent „klassischer Rentenversicherung“ und 30 Prozent fondsgebundener „Rentenversicherung“. <sup>53</sup>
  - Im Bereich der Lebensversicherung werden die Kapitalerträge mit 29,825 Prozent einschließlich Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer versteuert. Allerdings kann aufgrund der Möglichkeit, versicherungstechnische Rückstellungen zu bilden<sup>54</sup> (RfB)<sup>55</sup>, das steuerpflichtige Einkommen aus Beteiligungen zu einem erheblichen Teil reduziert werden. Im Fall der

<sup>53</sup> Angenommen wird, dass sowohl bei Riester als auch bei Rürup/Basisrente 70 Prozent der Verträge „klassische Rentenversicherungen“ und 30 Prozent „fondsgebundene Rentenprodukte“ sind. Diese Annahmen basieren auf dem für die Riester-Rente hier <http://www.gdv.de/2013/09/die-riester-rente-in-zahlen/> einsehbaren Überblick. Für Rürup/Basisrente wird angenommen, dass die Zusammensetzung aus „klassischen Rentenversicherungen“ und fondsbasierten/fondsgeleiteten Produkten mit jener der Riester-Rente identisch ist.

<sup>54</sup> Die Überschussbeteiligung muss insgesamt so hoch sein, dass sie der Summe von 90 % der anteilig auf die Passiva der Versicherungsnehmer entfallenden gesamten Kapitalerträge, abzüglich des Aufwands für die Diskontierung der Deckungsrückstellung, von 75 % des Risikoergebnisses und 50 % des übrigen Ergebnisses entspricht, abzüglich der in Form der Direktgutschrift bereits gewährten Überschussbeteiligung.

Zuführungen zur RfB sind nach § 21 KStG steuerfrei, sofern sie kleiner sind als der Gewinn vor Zuführung des abgelaufenen Geschäftsjahrs und die ausschließliche Verwendung der RfB für die Überschussbeteiligung durch die Satzung oder durch geschäftsplanmäßige Erklärung gesichert ist. Die RfB ist aufzulösen, soweit sie höher ist als die Summe

- aus den Zuführungen der letzten drei Jahre,
- des Betrags, dessen Ausschüttung als Überschussbeteiligung vom Versicherungsunternehmen vor dem Bilanzstichtag verbindlich festgelegt worden ist,
- in der Krankenversicherung des Betrags, dessen Verwendung zur Ermäßigung von Beitragserhöhungen im folgenden Geschäftsjahr vom Versicherungsunternehmen vor dem Bilanzstichtag verbindlich festgelegt worden ist,
- in der Lebensversicherung des Betrags, der für die Finanzierung der auf die abgelaufenen Versicherungsjahre entfallenden Schlussgewinnanteile erforderlich ist.

Die steuerliche Auflösung der RfB führt allerdings zu einer wesentlichen Steuerlast für den Versicherer, da damit Beträge, die rechtlich den Versicherungsnehmern zukommen müssen, besteuert werden. Daher stellt diese steuerliche Begrenzung der RfB eine quasi zwingende Vorgabe für die Unternehmenspolitik bzgl. der RfB dar. Die Ausschüttungen bzw. Bindung von Beträgen ist so zu steuern, dass es zu keiner Besteuerung der RfB kommt.

<sup>55</sup> Die Höhe der RfB variiert; sie kann bis zu 90 %–95 % des Anlageertrags ausmachen. Wir haben eine Reduzierung um 95 % angenommen.



- Umsetzung der Reform wird die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene vorherrschen und die Steuerlast erhöhen.
- Bei den fondsgebundenen Rentenprodukten unterliegen inländische Dividendeneinkünfte aus Beteiligungen (einschließlich der mittelbar durch Publikumsfonds erzielten) nicht der Besteuerung auf Ebene des Publikumsfonds. Im Fall der Umsetzung der Reform wird die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene die Steuerlast erhöhen, während die vorgeschlagenen Befreiungen nicht greifen, da keine unmittelbare Besteuerung vorliegt, die ermäßigt werden könnte.
  - Insgesamt ist zu erwarten, dass die Rendite auf das in Riester-Rente und Basisrente angelegte Altersvorsorgevermögen aufgrund der Steuerreform geringfügig zurückgeht, vgl. Tabelle 25.
- Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke bestehen derzeit aus 100 Prozent „Renten“.
    - Inländische Dividendenerträge aus Beteiligungen (einschließlich indirekter Beteiligungen über Publikumsfonds) werden derzeit mit 15,825 Prozent besteuert, während alle anderen Kapitalerträge steuerbefreit sind. Nach dem vorgeschlagenen System wird die Besteuerung deutscher Dividenden auf Anlegerebene durch die Besteuerung auf Fondsebene ersetzt, was bedeutet, dass es keine direkte Besteuerung des Anlegers gibt und die vorgeschlagenen Befreiungen insoweit leerlaufen. Insgesamt ist zu erwarten, dass das in Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken angelegte Altersvorsorgevermögen nur durch die Besteuerung inländischer Immobilien auf Fondsebene betroffen ist. Da Beteiligungen an inländischen Immobilien äußerst selten sind, besteht der Nettoeffekt darin, dass Pensionskassen und die berufsständische Versorgung von der Steuerreform voraussichtlich unberührt bleiben, vgl. Tabelle 25.
  - Pensionsfonds bestehen derzeit aus zwei Prozent „klassischer Rentenversicherung“ und 98 Prozent fondsgebundener „Rentenversicherung“.<sup>56</sup>
    - Im Bereich der Lebensversicherung werden die Kapitalerträge mit 29,825 Prozent einschließlich Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer versteuert. Allerdings kann aufgrund der Möglichkeit, versicherungstechnische Rückstellungen zu bilden<sup>57</sup> (RfB), das steuerpflichtige Einkommen aus Beteiligungen zu einem erheblichen Teil reduziert werden. Wir haben eine Reduzierung um 95 % angenommen. Im Fall der Umsetzung der Reform wird die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene vorherrschen und die Steuerlast erhöhen. Die vorgeschlagenen Befreiungen auf Anlegerebene sind auf die fünf Prozent steuerpflichtiges Einkommen uneingeschränkt anwendbar, was bedeutet,

<sup>56</sup> vgl. BaFin und eigene Berechnungen

<sup>57</sup> Zuführungen zur RfB sind nach § 21 KStG steuerfrei, sofern sie kleiner sind als der Gewinn vor Zuführung des abgelaufenen Geschäftsjahrs und die ausschließliche Verwendung der RfB für die Überschussbeteiligung durch die Satzung oder durch geschäftsplanmäßige Erklärung gesichert ist. Die RfB ist aufzulösen soweit sie höher ist als die Summe

- aus den Zuführungen der letzten drei Jahre,
- des Betrags, dessen Ausschüttung als Überschussbeteiligung vom Versicherungsunternehmen vor dem Bilanzstichtag verbindlich festgelegt worden ist,
- in der Krankenversicherung des Betrags, dessen Verwendung zur Ermäßigung von Beitragserhöhungen im folgenden Geschäftsjahr vom Versicherungsunternehmen vor dem Bilanzstichtag verbindlich festgelegt worden ist,
- in der Lebensversicherung des Betrags, der für die Finanzierung der auf die abgelaufenen Versicherungsjahre entfallenden Schlussgewinnanteile erforderlich ist.

Die steuerliche Auflösung der RfB führt allerdings zu einer wesentlichen Steuerlast für den Versicherer, da damit Beträge, die rechtlich den Versicherungsnehmern zukommen müssen, besteuert werden. Daher stellt diese steuerliche Begrenzung der RfB eine quasi zwingende Vorgabe für die Unternehmenspolitik bzgl. der RfB dar. Die Ausschüttungen bzw. Bindung von Beträgen ist so zu steuern, dass es zu keiner Besteuerung der RfB kommt.

- dass eine etwaige Ermäßigung des Steuersatzes für den Anleger nur marginale Bedeutung hat.
- Im Bereich der Renten<sup>58</sup> erfolgt die Besteuerung der Kapitalerträge ähnlich wie bei Lebensversicherungsunternehmen. Das bedeutet, die Kapitalerträge werden grundsätzlich mit 29,825 Prozent besteuert. 95 Prozent der Veräußerungsgewinne aus Beteiligungsportfolios sind jedoch steuerfrei. Im Fall der Umsetzung der Reform wird die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene in Kombination mit der Streichung der 95-prozentigen Befreiung von Veräußerungsgewinne die Steuerlast erhöhen. Diese Erhöhung wird jedoch durch die Tatsache modifiziert, dass die vorgeschlagenen Befreiungen greifen, wenn sich der Publikumsfonds entweder auf Aktien oder auf inländische/ausländische Immobilien konzentriert.
  - Insgesamt ist zu erwarten, dass die Rendite auf das in Pensionsfonds angelegte Altersvorsorgevermögen aufgrund der Steuerreform zurückgeht, vgl. Tabelle 25.
  - Die Direktversicherung besteht derzeit aus 100 Prozent „klassischer Rentenversicherung“ .
    - Die Kapitalerträge werden mit 29,825 Prozent einschließlich Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer besteuert. Allerdings kann das steuerpflichtige Einkommen aus Beteiligungen mittels RfB zu einem erheblichen Teil reduziert werden. Wir haben eine Reduzierung um 95 % angenommen. Im Fall der Umsetzung der Reform wird die mittelbare Besteuerung auf Fondsebene vorherrschen und die Steuerlast erhöhen. Die vorgeschlagenen Befreiungen auf Anlegerebene sind auf die fünf Prozent steuerpflichtiges Einkommens uneingeschränkt anwendbar, was bedeutet, dass eine etwaige Ermäßigung des Steuersatzes für den Anleger nur marginale Bedeutung hat. Die Rendite aus in Direktversicherungen angelegtem Vermögen geht daher geringfügig zurück, vgl. Tabelle 25.

Zur Abschätzung der Auswirkungen der Reform auf die effektive Rendite sind außer der Besteuerung noch verschiedene weitere Vorgaben erforderlich. Daher werden die statischen und dynamischen Auswirkungen nach derselben Methode wie im Kapitel 2 bzw. 3 berechnet. Zur Begrenzung der Anzahl von Szenarien und Spannen haben wir jedoch nur den Fall mit den folgenden Renditen vor Steuern untersucht: zehn Prozent auf Aktien, zehn Prozent auf Immobilien, fünf Prozent auf festverzinsliche Anlagen. Ähnlich wie in den Kapiteln 2 und 3 wird angenommen, dass sich die Aktienrendite in 43,4 Prozent Dividenden und 56,6 Prozent Veräußerungsgewinne aufteilen lässt.

Zur Durchführung der Berechnungen ziehen wir für dynamische Berichtigungen die aus Tabelle 8 ersichtliche Aufteilung der Fonds sowie die allgemeinere Portfolioaufteilung gemäß Tabelle 9 heran. Dann werden statische Berechnungen durchgeführt. Es wird festgestellt, wie die Fondseinkünfte – unter der Voraussetzung, dass es keine Portfolioänderungen gibt – vom vorgeschlagenen Steuersystem beeinflusst werden. Dynamische Berechnungen werden unter Heranziehung der in Anlage B dargestellten Methode vorgenommen: Vor dem Hintergrund ihrer offengelegten Risiko-Rendite-Präferenzen können die Anleger auf die Veränderungen ihrer effektiven Renditen reagieren, indem sie ihre Portfolios umschichten.

---

<sup>58</sup> Renten decken solche Produkte ab, die als Rentenversicherung besteuert werden.

**Tabelle 25 Auswirkungen auf die Renditen durch die betroffenen Altersvorsorgeeinrichtungen**

Altersvorsorgeeinrichtungen	Änderung der Portfoliorendite in Basispunkte	
	Statisch	Dynamisch
<b>Berufsständische Versorgung</b>	-0,36	-0,29
<b>Private Altersvorsorge</b>		
-Riester-Rente	-1,79	-1,37
-Rürup/Basisrente	-1,84	-1,41
<b>Betriebliche Altersversorgung</b>		
-Pensionskassen	-0,01	-0,1
-Pensionsfonds	-19,20	-14,80
-Direktversicherung	-0,55	-0,41

Anmerkung: Die Änderung der Rendite steht für die Änderung der Basispunkte auf Portfolioebene. Für Pensionskassen wird der Effekt aufgrund der äußerst geringfügigen Fondserträge aus Immobilien und Aktien auf fast 0 geschätzt. Für Pensionsfonds werden die größten Auswirkungen erwartet. Das ist der Tatsache geschuldet, dass die Pensionsfonds umfangreicher über Publikumsfonds in Aktien investiert haben, so dass sich die Besteuerung auf Fondsebene entsprechend umfangreicher auswirkt.

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf BaFin, GDV und Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistikdaten aus dem 1 Quartal 2013

### 1.3 Welche Auswirkungen haben die Rentner zu erwarten?

Bei den Berechnungen wird angenommen, dass die Reform im Jahr 2014 umgesetzt wird und alle derzeit lebenden und künftigen Rentengenerationen betrifft, die 2014 noch nicht in Rente sind. Die älteste Generation wurde 1950 geboren und geht 2015 in Rente. Die Rente dieser Kohorte ist nur im Jahr 2014 von der Reform betroffen, weshalb die Auswirkungen fast vernachlässigbar sind. Jüngere Generationen sind stärker betroffen, und bei Personen, die nach 1994 geboren wurden, machen sich die Auswirkungen in voller Höhe und für alle gleich bemerkbar. Den Schwerpunkt der Untersuchung legen wir daher auf die in den Jahren 1950–1994 geborenen Generationen.

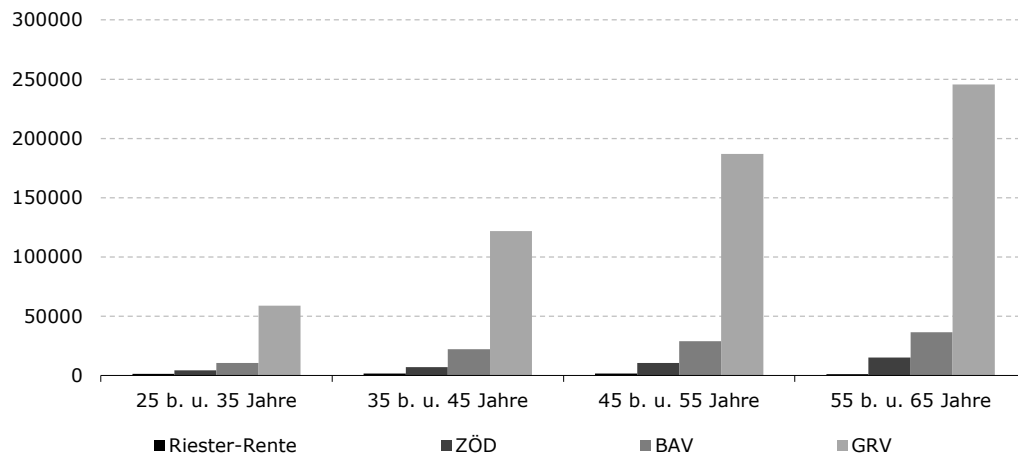
Zur Vereinfachung der Berechnungen nehmen wir außerdem an, dass alle Generationen im Alter von 65 Jahren in den Ruhestand treten. Da wir uns mit den relativen Unterschieden zwischen den Rentenhöhen vor und nach der Steuerreform befassen, hat die Anhebung des gesetzlichen Rentenalters lediglich vernachlässigbare bzw. überhaupt keine Auswirkungen.

Der typische Bezugsberechtigte ist eine deutsche Durchschnittsperson mit Altersvorsorgevermögen und -anwartschaften aus allen drei Säulen. Das heißt, die Versorgung der Durchschnittsperson besteht aus einer Rente der gesetzlichen Rentenversicherung (gRV), der berufsständischen Versorgung (BSV), aller fünf Rentenvehikel der betrieblichen Altersversorgung (bAV), der Zusatzversorgung des öffentlichen Dienstes (ZÖD) sowie der Riester-Rente und der Basisrente.

#### Anfängliche Aufteilung von Vermögen und Anwartschaften unter den Generationen

Um die Auswirkungen auf Rentner langfristig einschätzen zu können, muss zunächst die anfängliche Aufteilung von Vermögen und Anwartschaften unter den Generationen festgestellt werden.

**Abbildung 2 Die Pro-Kopf-Vermögenswerte und Deckungsmittel der Riester-Rente, ZÖD und der bAV sowie der gRV nach Altersgruppen in Euro, 2011**



Anmerkung: Der Anwartschaften in der bAV, der ZÖD und der gRV werden durch Multiplikation der jährlichen Anwartschaften mit der Lebenserwartung im Alter von 65 Jahren – 19,8 Jahre – in Vermögenswerte umgerechnet.

Quelle: Copenhagen Economics nach Bundesministerium für Arbeit und Soziales

Die Pro-Kopf-Anwartschaften in der bAV, der ZÖD, und der gRV erhöhen sich mit zunehmendem Alter, vgl. Abbildung 2. Die Erhöhung steht im Einklang mit dem, was zu erwarten ist. In der betrieblichen Altersversorgung sind die Rentenanswartschaften für die Altersgruppe 55 bis 64 ungefähr 3,5 Mal höher als für die Altersgruppe 25 bis 34. Das ist die natürliche Folge eines längeren Arbeitslebens mit einem langfristigen Zuwachs von Vermögenswerten und Anwartschaften sowie eines bei den älteren Gruppen höheren Einkommens. Die Einzahlungsquote bei der betrieblichen Altersversorgung liegt für alle Einkommensgruppen bei durchschnittlich etwa 3,5 Prozent der Bruttogehälter.<sup>59</sup>

Nicht bekannt ist, wie sich die Anwartschaften aus den fünf verschiedenen Rentenvehikeln in der betrieblichen Altersversorgung exakt auf die Altersgruppen aufteilen. Unterschiede in den Ansparprofilen sind möglich, wobei erhebliche Unterschiede bei den Präferenzen verschiedener Generationen für bestimmte Arten von Altersvorsorgeeinrichtungen auftreten können. Mangels näherer Informationen nehmen wir an, dass die anfängliche Aufteilung von Vermögensanlagen nach Alter für alle Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung gleich ist und von der relativen Aufteilung gemäß der obigen Abbildung wiedergegeben wird.

Nicht bekannt ist, wie sich die Vermögenswerte in der berufsständischen Versorgung auf die Altersgruppen aufteilen. Da die berufsständische Versorgung an die Stelle der gRV tritt, nehmen wir an, dass die Vermögenswerte der Aufteilung in der gRV entsprechen.

<sup>59</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2012), S. 59.

Die Pro-Kopf-Vermögenswerte der Riester-Rente bleiben mit zunehmendem Alter unverändert. Eine mögliche Erklärung hierfür ist die Einführung der Riester-Rente im Jahr 2002 als Rentenvehikel, bei dem alle Generationen grundsätzlich gleich lang in das System eingezahlt haben und ältere Personen in geringerem Umfang in die Riester-Rente einzahlen. Für die Zukunft ist zu erwarten, dass die relative Verteilung der Pro-Kopf-Vermögenswerte der Riester-Rente mit zunehmendem Alter stärker ansteigt und sehr wahrscheinlich die Verteilung der Anwartschaften in der betrieblichen Altersvorsorge erreicht bzw. sogar übertrifft. Für diese Entwicklung spricht die Tatsache, dass alle Altersgruppen unabhängig vom Alter etwa drei Prozent ihres Bruttoeinkommens in die Riester-Rente einzahlen.<sup>60</sup> Hätten die heutigen älteren Generationen die Möglichkeit gehabt, ihr ganzes Arbeitsleben lang drei Prozent ihres Einkommens in die Riester-Rente einzuzahlen, hätten die älteren Gruppen einen viel höheren Betrag angespart.

Es liegen keine Informationen darüber vor, wie sich die in der Basisrente angesparten Vermögenswerte auf die Generationen aufteilen. Insofern nehmen wir an, dass die Vermögenswerte der Basisrente anfänglich in gleicher Weise auf die Generationen verteilt sind wie die der Riester-Rente. Wir nehmen jedoch außerdem an, dass die Quote der Beiträge zur Basisrente erheblich höher ist als bei der Riester-Rente: elf Prozent statt drei Prozent des Bruttoeinkommens. Dieser Unterschied beruht auf den relativ attraktiven Steuervorschriften für Einzahlungen in die Basisrente sowie auf der Möglichkeit, größere Beträge als in der Riester-Rente anzusparen.<sup>61</sup>

### **Endvermögen und Schlussanwartschaften beim Eintritt in den Ruhestand ohne dynamische Reaktionen**

Zur Einschätzung der Auswirkungen der Steuerreform auf künftige Rentenhöhen prognostizieren wir die Endvermögen und Schlussanwartschaften für jede in den Jahren 1950–1994 geborene Generation und für jede Altersvorsorgeeinrichtung anhand drei verschiedener Szenarien:

1. ohne Steuerreform
2. mit Steuerreform, ohne dynamische Reaktionen
3. mit Steuerreform, mit dynamischer Reaktion

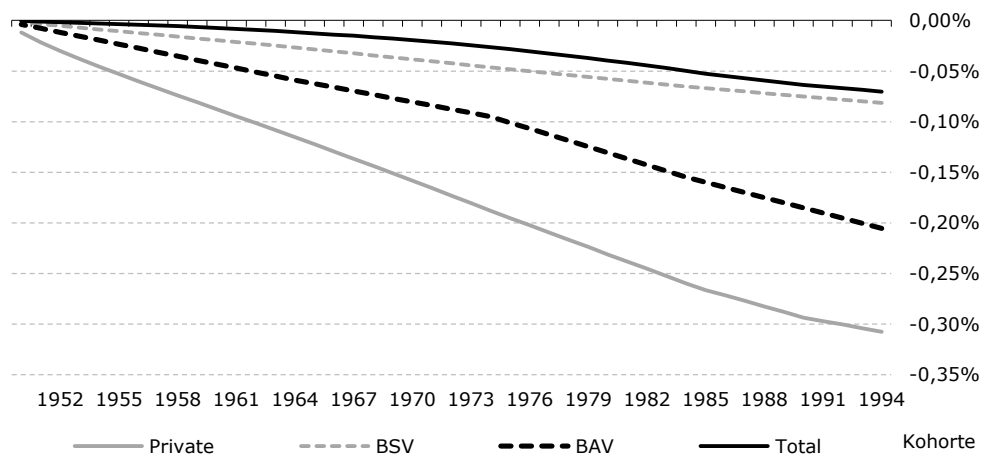
Die Prognose beruht auf den anfänglichen, oben erörterten Verteilungen und auf den Renditeauswirkungen in jeder Altersvorsorgeeinrichtung, vgl. Tabelle 25. Die Ergebnisse für die einzelnen Altersvorsorgeeinrichtungen werden zusammengefasst; sodann werden die Gesamtauswirkungen auf die Durchschnittsperson berechnet. Die durchschnittlichen Ergebnisse sind in Abbildung 3 dargestellt und in Tabelle 26 für jede Altersvorsorgeeinrichtung tabellarisch aufgeführt.

---

<sup>60</sup> Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2012), S. 62. An dieser Stelle ist anzumerken, dass die Beiträge auf 2.100 Euro jährlich nach oben begrenzt sind. Für die Durchschnittsperson ist diese Kappungsgrenze in unseren Berechnungen nicht maßgeblich.

<sup>61</sup> Die Beitragsobergrenze in der Riester-Rente liegt bei 2.100 Euro jährlich. Dem stehen 20.000 Euro in der Basisrente gegenüber. Der Ansatz von elf Prozent beruht auf den Beitragsdaten des GDV (2013), S. 15.

### Abbildung 3 Durch die Steuerreform bedingte Änderungen der Renten nach Kohorte, ohne dynamische Reaktionen in Prozent



Quelle: Copenhagen Economics

Im Vergleich zu den Rentenhöhen, die ohne eine Reform zu erwarten sind, führt die Steuerreform auf lange Sicht zu einer geringfügigen Senkung der Renten vor Steuern jüngerer und künftiger Generationen um -0,07 Prozent. In Euro ausgedrückt bedeutet dies, dass sich eine jährliche Gesamrente von 10.000 Euro auf 9.993 Euro reduziert, was einem Rückgang um 7 Euro entspricht. Diese relativ geringfügige Auswirkung beruht in hohem Maße darauf, dass gRV, ZÖD, Direktzusagen und Unterstützungskassen von der Reform unberührt bleiben, da sie leistungsorientiert sind.

Obwohl die Bedeutung der gesetzlichen Rentenversicherung im Lauf der Zeit abnimmt, stellt sie immer noch eine Hauptquelle der Altersbezüge dar. Künftig macht sie bis zu 70 Prozent der Gesamrente aus. Etwa zehn Prozent stammen aus der betrieblichen Altersversorgung; etwa 15 Prozent entfallen auf die private Altersvorsorge. ZÖD und BSV teilen sich den Rest.

Das in der betrieblichen Altersversorgung angelegte Rentenvermögen ist bis zu einem gewissen Grad vor der Reform geschützt, da Direktzusage und Unterstützungskassen leistungsorientiert und damit nicht betroffen sind. Renten aus Pensionskassen sind nicht betroffen, während zu erwarten ist, dass sich Renten aus Direktversicherungen geringfügig verringern. Renten aus Pensionsfonds sinken voraussichtlich um bis zu 3,7 Prozent, vgl. Tabelle 26.

**Tabelle 26 Durch die Steuerreform bedingte Änderungen der Renten nach Kohorte und Altersvorsorgeeinrichtung, ohne dynamische Reaktionen in Prozent**

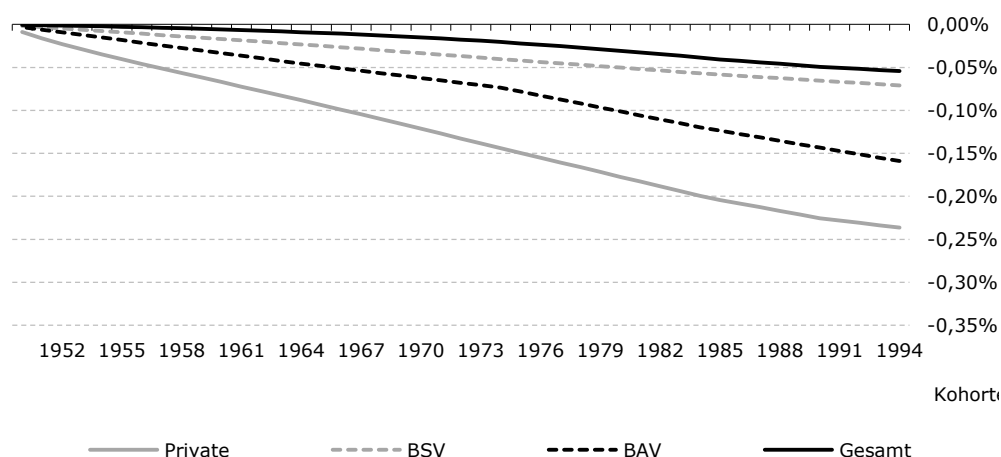
Kohorte	BSV	Pensionskassen	Pensionsfonds	Direktversicherung	Riester-Rente	Basisrente	Gesamt
1994	-0,08 %	0,00 %	-3,72 %	-0,09 %	-0,31 %	-0,31 %	-0,07 %
1990	-0,08 %	0,00 %	-3,35 %	-0,08 %	-0,30 %	-0,29 %	-0,06 %
1980	-0,06 %	0,00 %	-2,37 %	-0,06 %	-0,24 %	-0,22 %	-0,04 %
1970	-0,04 %	0,00 %	-1,46 %	-0,04 %	-0,17 %	-0,14 %	-0,02 %
1960	-0,02 %	0,00 %	-0,78 %	-0,02 %	-0,09 %	-0,07 %	-0,01 %
1950	0,00 %	0,00 %	-0,07 %	0,00 %	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %

Quelle: Copenhagen Economics

**Endvermögen und Schlussanwartschaften beim Eintritt in den Ruhestand mit dynamischen Reaktionen**

Zur Einschätzung der Auswirkungen für den Fall, dass Anleger auf die Steuerreform reagieren und ihr Verhalten ändern, stellen wir dieselben Berechnungen an wie für den Fall, dass es keine Reaktionen gibt, ändern jedoch die Auswirkungen auf die Rendite gemäß Tabelle 25. Bei Anlegern, die ihr Verhalten anpassen, verringern sich die Gesamtauswirkungen der Steuerreform um mehr als die Hälfte. Für eine im Jahr 1994 geborene Durchschnittsperson reduziert sich der Gesamteffekt von -0,07 auf -0,05 Prozent der Gesamtrente, vgl. Abbildung 4.

**Abbildung 4 Durch die Steuerreform bedingte Änderungen der Renten nach Kohorte, mit dynamischen Reaktionen in Prozent**



Quelle: Copenhagen Economics

Die Reduzierung gilt grundsätzlich für alle betroffenen Altersvorsorgeeinrichtungen, Tabelle 27. Renten aus Pensionsfonds sind immer noch die am meisten betroffene

Altersvorsorge, doch die Auswirkungen sind mit dynamischen Reaktionen im Vergleich zum statischen Fall (-3,7 Prozent) auf -2,9 Prozent begrenzt.

**Tabelle 27 Durch die Steuerreform bedingte Reduzierung der Renten nach Kohorte und Altersvorsorgeeinrichtung, mit dynamischen Reaktionen in Prozent**

Kohorte	BSV	Pensions- kassen	Pensions- fonds	Direkt- versicherung	Riester- Rente	Basisrente	Gesamt
1994	-0,07 %	0,00 %	-2,87 %	-0,07 %	-0,23 %	-0,24 %	-0,05 %
1990	-0,07 %	0,00 %	-2,59 %	-0,07 %	-0,23 %	-0,23 %	-0,05 %
1980	-0,05 %	0,00 %	-1,83 %	-0,05 %	-0,18 %	-0,17 %	-0,03 %
1970	-0,03 %	0,00 %	-1,13 %	-0,03 %	-0,13 %	-0,11 %	-0,02 %
1960	-0,02 %	0,00 %	-0,60 %	-0,02 %	-0,07 %	-0,06 %	-0,01 %
1950	0,00 %	0,00 %	-0,05 %	0,00 %	-0,01 %	-0,01 %	0,00 %

Quelle: Copenhagen Economics



### Sensitivität der Basisrente gegenüber den Annahmen zum Anlageprofil

Wie zuvor erwähnt, gibt es keine Informationen darüber, wie das in der Basisrente angesparte Vermögen investiert wird. In den obigen Berechnungen wird angenommen, dass das Anlageprofil dem der Riester-Rente entspricht. Diese Annahme lässt sich mit der Begründung anzweifeln, dass die Basisrente im Gegensatz zur Riester-Rente vollständig marktbasierend ist. Folglich ist zu erwarten, dass das Anlageprofil der Basisrente eher zu einem größeren in Aktien angelegten Vermögen neigt als das der Riester-Rente mit 41 Prozent, vgl. Tabelle 22.

**Tabelle 28 Reduzierung der Basisrente-Pensionen nach Kohorte und vermutetem Aktienanteil in Prozent**

		Statischer Fall		Dynamischer Fall	
		41 %	61 %	41 %	61 %
Kohorte	Aktien-anteil				
1994		-0,31 %	-0,42 %	-0,24 %	-0,32 %
1990		-0,29 %	-0,39 %	-0,23 %	-0,30 %
1980		-0,22 %	-0,30 %	-0,17 %	-0,23 %
1970		-0,14 %	-0,19 %	-0,11 %	-0,15 %
1960		-0,07 %	-0,10 %	-0,06 %	-0,08 %
1950		-0,01 %	-0,02 %	-0,01 %	-0,01 %

Quelle: Copenhagen Economics

Zur Beurteilung der Sensitivität der Annahme führten wir eine Berechnung durch, bei der nicht 41 %, sondern 61 % des Vermögens in der Basisrente in Aktien angelegt ist. Diese Steigerung wird vermutlich durch einen Rückgang des Anteils der Beteiligungen an festverzinslichen Instrumenten ausgeglichen.<sup>62</sup>

Für Personen, die in die Basisrente einzahlen, sind die Auswirkungen dieser Änderung der Annahmen vergleichsweise gering, vgl. Tabelle 28. Personen, die in die Basisrente einzahlen und 1994 oder später geboren wurden, verlieren im dynamischen Fall statt 0,24 Prozent ihrer Basisrente-Pensionen 0,32 Prozent.

## 1.4 Wie wird ein Ausgleichsmechanismus geschaffen?

Die Investmentsteuerreform beeinflusst das verfügbare Einkommen von Rentnern aufgrund einer Änderung der aus dem Rentenvermögen während der Ansparphase erzielten Rendite. Während seines Erwerbslebens ist der Rentner von der steuerlichen Änderung grundsätzlich nicht betroffen. Die wirtschaftlichen Folgen machen sich bemerkbar, wenn die Person in den Ruhestand tritt. Dies wirft die Frage nach dem Zeitpunkt des Ausgleichs auf. Der Ausgleich kann während der Ansparphase vorgenommen werden, um etwaige Einbußen aufgrund einer höheren Steuerlast unmittelbar auszugleichen, oder während der Rentenbezugsphase, wenn sich die mögliche Einbuße in Gestalt niedrigerer Renten realisiert. Je nach Vorgehensweise hat

<sup>62</sup> Der Effekt besteht in einem Rückgang der Rendite aus Einzahlungen in die Basisrente von -1,84 auf -2,55 Basispunkte im statischen Fall und von -1,41 auf -1,98 Basispunkte im dynamischen Fall, vgl. Tabelle 25.

dies Folgen für das individuelle Verhalten, für die Einkommensverteilung sowie für die Entwicklung des Steuerhaushalts.

Aus fiskalischer Sicht stehen dem Ausgleich für die Rentner zwei Möglichkeiten offen. Die erste besteht im Wesentlichen darin, dass die betroffene Bevölkerungsgruppe durch direkte Transfers entschädigt wird, was sich auf die Ausgabenseite des Steuerhaushalts auswirkt und den Umfang der wirtschaftlichen Beteiligung des öffentlichen Sektors ausweitet. Die zweite Möglichkeit besteht darin, den Ausgleich über die Einkommenseite, z. B. durch eine Art von Förderung, vorzunehmen. Die Steuerreform führt zu einer Erhöhung des Steueraufkommens. Der natürliche Ausgangspunkt für einen Ausgleichsmechanismus ist also die Überlegung, was für die betroffenen Rentner in Form einer Steuersenkung unternommen werden kann. Demgemäß liegt unser Hauptaugenmerk auf Mechanismen, die nur die Einkommenseite des Steuerhaushalts berühren.

Ein perfekter Ausgleichsmechanismus sollte daher nur auf die betroffenen Gruppen abzielen, passgenau die politischen Ziele unterstützen und zudem kostengünstig sein. Ohne eine sehr spezialisierte und ausführliche Gesetzgebung ist dies in der Praxis nur schwer zu erreichen. Ganz besonders gilt das für die Frage, wie die Rentenberechtigten für die Steuerreform zu entschädigen sind. Es ist sehr schwer, einzelne betroffene Personen und Gruppen allein anhand dessen auszumachen, wie ihr angespartes Altersvorsorgevermögen angelegt ist. Höchstwahrscheinlich sind sich die Personen selbst nicht darüber im Klaren, dass sie betroffen sind – umso weniger über die Höhe ihrer Einbußen. Möglicherweise ist daher ein eher allgemeiner Ausgleichsmechanismus erforderlich, von dem auch andere, von der Reform nicht betroffene Gruppen profitieren können.

### **Ausgleich im Hinblick auf das verfügbare Haushaltseinkommen**

Der Hauptzweck eines Ausgleichs für die Rentenbezieher besteht in diesem Fall darin, das verfügbare Einkommen der im Ruhestand befindlichen Generationen zur Deckung ihres Konsumbedarfs zu sichern. Vor diesem Hintergrund ist ein wichtiger allgemeiner Punkt zu beachten, der vom Zeitpunkt des Ausgleichs abhängt. Wird der Ausgleich während des Ruhestands vorgenommen, z. B. im Wege einer niedrigeren Steuer, lässt sich das verfügbare Einkommen wieder auf das Niveau vor Steuern anheben, jedenfalls theoretisch. Das Ziel der Sicherung des im Alter verfügbaren Einkommens wird dadurch erreicht.

Wird dagegen der Ausgleich während des Erwerbslebens vorgenommen, tritt eine Komplikation auf. Besteht der Ausgleich aus einer Senkung der Einkommensteuer, wird dadurch das verfügbare Haushaltseinkommens während des Erwerbslebens erhöht. Wird die Steuersenkung nicht mit bestimmten Bedingungen des Inhalts verbunden, dass das zusätzlich verfügbare Einkommen für die Altersvorsorge zweckgebunden ist, ist die Verhaltensreaktion der Haushalte unklar. Das zusätzlich verfügbare Einkommen könnte für den Konsum, für kurzfristiges Sparen oder für die Altersvorsorge verwendet werden. Besteht die Verhaltensreaktion von Haushalten darin, mehr zu verbrauchen, anstatt den Ausgleich für den Ruhestand zu sparen, führt dies zu einer niedrigeren Rente und zu einem niedrigeren verfügbaren Einkommen im Ruhestand. Obwohl diese Haushalte einen vollständigen Ausgleich für die erhöhte Steuerlast erhalten, wird durch einen derartigen Mechanismus das Ziel nicht erreicht – nämlich die Sicherung der verfügbaren Alterseinkünfte in gleicher Höhe wie vor der Steuerreform. Unabdingbare Voraussetzung

für einen Ausgleichsmechanismus während des Erwerbslebens sind daher bestimmte Bedingungen, durch die sichergestellt wird, dass der Ausgleich für die Altersvorsorge angespart wird.

### **Ausgleich im Hinblick auf den Steuerhaushalt**

Ab ihrer Einführung erhöht die Investmentsteuerreform das Steueraufkommen durch eine stärkere Besteuerung der Haushalte. Die Folgen für die intertemporale Entwicklung des Steuerhaushalts richten sich danach, ob der Ausgleich während des Erwerbslebens oder während des Ruhestands vorgenommen wird.

Wird der Ausgleich den Haushalten während der Rentenzahlungsphase gewährt, bedeutet dies, dass er im Lauf der Zeit in dem Maß ansteigt, in dem neue Generationen in den Ruhestand treten und den Ausgleichsanspruch erwerben. Aus fiskalischer Sicht dürfte die volle Wirkung erst bis zu 40 Jahre nach Einführung der Reform eintreten, wenn alle betroffenen Generationen das Rentenalter erreicht haben. Die fiskalische Konsequenz ist ein für lange Zeit höheres Steueraufkommen. Aus langfristiger fiskalischer Sicht sind die Steuereinnahmen aus der Reform und der Ausgleich nicht neutral. Ein Ausgleich während der Ruhestandsphase führt daher zu zusätzlichen Staatseinnahmen.

Ein Ausgleich der Einbußen während des Erwerbslebens ist eine steuerlich eher neutrale Methode. Die erhöhte Steuerlast wird bei diesem Konzept sofort ausgeglichen, indem sie mit den Steuereinnahmen aus der Investmentsteuer direkt verrechnet wird. Aus theoretischer Sicht wäre der Steuerhaushalt weder im jeweiligen Veranlagungszeitraum noch auf lange Sicht betroffen.

### **Ausgleich im Hinblick auf die Einkommensverteilung**

Die Reformmöglichkeiten unterscheiden sich je nachdem, welche Einkommensgruppen von der Steuerreform betroffen sind. Eines der typischsten Steuerinstrumente, die für einen Ausgleich herangezogen werden können, ist die Senkung der Einkommensteuer. Dabei gibt es zwei große, generelle Nachteile, die auch für die vorgeschlagene Steuerreform gelten.

Erstens ist es schwer, eine allgemeine Senkung der Einkommensteuer in der Weise zielgenau auszurichten, dass bestimmte soziodemografische Gruppen herausgegriffen werden – es sei denn, die betroffenen Gruppen können nach Einkommenshöhe oder Einkommensart unterschieden werden (Arbeitseinkommen oder Renteneinkommen). Das bedeutet, dass die Einkommensteuer als Ausgleichsmechanismus dann am besten funktioniert, wenn der Ausgleich entweder generell oder gezielt für bestimmte Einkommensgruppen gewährt wird. Ist es erforderlich, den Ausgleich speziell auf bestimmte andere sozioökonomische Gruppen auszurichten, könnte sich die Einkommensteuer als zu breit in dem Sinn erweisen, dass andere Gruppen ebenfalls ungewollt in den Genuss von Steuersenkungen kommen.

Zweitens könnte die Progression der Einkommensteuer in einigen Fällen dafür sorgen, dass der Ausgleich vereitelt wird oder nur schwer zu erreichen ist. Das hängt nicht nur mit den Steuersätzen zusammen, sondern auch mit Grundfreibeträgen, die dazu führen könnten, dass in einigen Haushalten das Einkommen überhaupt nicht besteuert wird. Die Verwendung der Einkommensteuer als Ausgleichsinstrument könnte daher die spezielle Gruppe, die den Ausgleich am dringendsten benötigt, verfehlen. Das ist in Deutschland, wo niedrige Renteneinkünfte nicht besteuert werden, tatsächlich der Fall.

### *Mögliche Umverteilungseffekte durch die vorgeschlagene Steuerreform*

Man darf nicht vergessen, dass die Auswirkungen auf die Renten für eine Durchschnittsperson berechnet sind, die Personen in der Realität aber mehr oder weniger stark von den verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen abhängen. Folglich stellt sich angesichts der unterschiedlichen Auswirkungen der Reform auf die verschiedenen Altersvorsorgeeinrichtungen die Frage, wie die verschiedenen Gruppen betroffen sind. Leider gibt es keine Daten zu den einzelnen Versorgungsplänen, sondern nur dazu, wie die gesamte betriebliche Altersversorgung z. B. entsprechend dem Einkommen verteilt ist.

Aus allgemeiner Sicht ist ein Rentenempfänger, der seine Alterseinkünfte eher auf Direktzusage und Unterstützungskassen ausrichtet, in geringerem Umfang betroffen. Andererseits müssen Arbeitnehmer aus Branchen, in denen Pensionsfonds das vorherrschende Pensionsvehikel sind, möglicherweise erhebliche Senkungen ihrer Renten hinnehmen. Ein Ausgleichsmechanismus hat all das in Betracht zu ziehen, wenn die Zielgruppe für den Ausgleich definiert wird.

Bei der Riester-Rente sind die Vermögenswerte sowohl nominal als auch als Anteil vom Bruttolohn/-gehalt schwerpunktmäßig den höheren Einkommensgruppen zugeordnet. Das bedeutet, dass die Renten höherer Einkommensgruppen von der Steuerreform vergleichsweise stärker betroffen sind, vgl. Tabelle 29. So gesehen kann die Reform als Verstärkung der Progression des Einkommensteuersystems betrachtet werden.

**Tabelle 29 Verteilung der Vermögenswerte in der Riester-Rente nach Einkommensklasse**

Bruttolohn/-gehalt (Euro/Monat)	Pro-Kopf-Vermögenswerte Riester-Rente in Euro mit Riester- Renten-Jahresmitteilung	Vermögenswerte als Anteil vom Bruttolohn
unter 1500	2.626	38 Prozent
1500 bis 2500	3.164	63 Prozent
2500 bis 3500	4.302	70 Prozent
1500 bis 4500	5.476	73 Prozent
4500 bis 5500	7.039	71 Prozent

Quelle: Copenhagen Economics nach Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2011), S. 85.

### **Schlussfolgerungen und allgemeine Erörterung**

Ausgehend von den Auswirkungen auf Rentner ist die am stärksten nachteilig betroffene Gruppe jene der derzeitigen und künftigen Arbeitnehmer, die Versorgungsverträge im Rahmen der Pensionsfonds abschließen. Darüber hinaus werden höhere Einkommensgruppen mit großen Vermögen in Riester-Rente und Basisrente im Lauf der Zeit ebenfalls einen vergleichsweise hohen Rückgang ihrer Renten hinnehmen müssen. Zielgruppen für den Ausgleich sind daher Personen, die auf Pensionsfonds und die privaten Pensionspläne Riester-Rente bzw. Basisrente vertrauen.

Ausgehend von der obigen Erörterung sollte der Ausgleich zur Vermeidung intertemporaler Auswirkungen während der Ansparphase vorgenommen werden, selbst wenn die fiskalischen Auswirkungen eher vernachlässigbar sein sollten. Gleichzeitig sind einzelne Altersvorsorgeeinrichtungen relativ unterschiedlich betroffen, was bedeutet,

dass ein allgemeiner Ausgleichsmechanismus zu breit ist und andere als die betroffenen Zielgruppen entschädigen wird. Der Ausgleichsmechanismus ist daher genau auf die Zielgruppen auszurichten.

Es ist schwer, einen Ausgleichsmechanismus während der Rentenzahlungsphase zielgenau auszurichten. Da erstens das wichtigste Instrument für einen Ausgleich während des Ruhestands die Besteuerung der Alterseinkünfte ist, fällt es schwer, die betroffenen Gruppen herauszugreifen, ohne auch die anderen Rentner übermäßig zu entschädigen. Gleichzeitig kann es sein, dass betroffene Rentner mit niedrigem Einkommen wegen der Grundfreibeträge überhaupt keinen Ausgleich erhalten. Zweitens hat die Reform unterschiedliche Auswirkungen auf die Bezüge von Rentnern verschiedener Generationen, weshalb ein Ausgleich während der Ruhestandsphase unmittelbar vom Alter der betroffenen Person abhängig zu machen ist.

Eine bessere Möglichkeit, Gruppen mit großen Altersvorsorgevermögen in Pensionsfonds, Riester-Rente oder Basisrente einen Ausgleich zu gewähren, besteht darin, die Beiträge z. B. zu den Pensionsfonds in gewissem Umfang zum Steuerabzug zuzulassen<sup>63</sup>, sodass der zusätzlich zum Abzug zugelassene Beitrag die künftige Senkung der Renten aufgrund der Investmentsteuerreform abdeckt. Das hat mehrere Vorteile. Ein während der Ansparphase vorgenommener Ausgleich kann erstens z. B. genau auf Pensionsfonds ausgerichtet werden, indem die für Pensionsfonds geltenden Steuervorschriften geändert werden. Zweitens lässt sich eine derartige Gesetzesänderung so formulieren, dass der Ausgleich für die Altersvorsorge angespart und nicht konsumiert wird. Drittens lässt sie sich so formulieren, dass die unmittelbaren negativen Auswirkungen sofort verrechnet werden können. Die Renten sind grundsätzlich deshalb negativ betroffen, weil die Jahresbeiträge während der Ansparphase eine geringere Rendite erzielen. Die Beiträge erwirtschaften also in jedem Alter während dieses Zeitraums bis zum Eintritt in den Ruhestand geringere Renditen. Ein Ausgleichsmechanismus, der den Einzelnen dazu veranlasst, in jedem Alter höhere Beiträge in einem die negativen Auswirkungen eliminierenden Umfang zu bezahlen, gleicht daher die negativen Auswirkungen sofort aus.

Anzumerken ist, dass die Auswirkungen der Steuerreform auf die Alterseinkünfte sehr gering sind. Unter Berücksichtigung dynamischer Reaktionen sinkt die Riester-Rente bzw. die Basisrente für im Jahr 1994 oder später geborene Kohorten jeweils etwa um 0,25 Prozent. Zur Abschätzung des Gesamtverlusts und des maßgeblichen gesamten Ausgleichsbetrages können wir dies für die Kohorte insgesamt in Euro umrechnen.

Grob umgerechnet bedeutet das einen Vermögensverlust im Ruhestand von 95 Euro pro Person bei der Riester-Rente und von 54 Euro pro Person bei der Basisrente,<sup>64</sup> insgesamt 149 Euro für einen typischen Durchschnitts-Rentenbezieher<sup>65</sup>. Unter der Annahme einer

---

<sup>63</sup>Es gilt hierbei zu berücksichtigen, dass es bereits Regelungen zur Steuerfreiheit von Altersvorsorgeleistungen gibt (§ 3 Nummer. 63 EStG). Dies bedeutet, dass eine „zusätzliche“ Befreiung in die Steuerfreiheit von Altersvorsorgeleistungen eingebaut werden kann. (§ 3 Nummer. 63 EStG).

<sup>64</sup> Obwohl die prozentualen Einbußen bei Riester-Rente und Basisrente gleich hoch sind, weichen die Einbußen in Euro ausgedrückt für den durchschnittlichen Rentenbezieher aufgrund unterschiedlicher Zuwachsraten voneinander ab. Das liegt daran, dass die zwei Rentenpläne verschiedene Beitragssätze haben und in der Bevölkerung unterschiedlich weit verbreitet sind.

<sup>65</sup> Hier ist zu beachten, dass diese Berechnungen auf einer fiktiven, die Kohorte repräsentierenden Durchschnittsperson beruhen, die alle Arten von Renten bezieht. In der Realität schließen sich viele der Pensionspläne gegenseitig aus; der Einzelne bezieht Renten nur aus einer begrenzten Anzahl von Pensionsplänen. Dies bedeutet, dass die tatsächlichen

Kohortengröße von einer Million Personen und vollständiger Deckung<sup>66</sup> errechnet sich hieraus eine auf die Steuerreform zurückzuführende Gesamteinbuße von 149 Mio. Euro pro Kohorte. Die Kosten eines komplexen und mit großem Verwaltungsaufwand verbundenen Ausgleichsmechanismus können sehr hoch sein, wenn Umsetzung und Ausgleich nicht mehr oder weniger automatisch vonstattengehen.

---

Einbußen in Euro für diese Personen mit z. B. Riester-Rente oder Basisrente wesentlich höher sind. Insgesamt jedoch sind die Einbußen für Riester-Rente und Basisrente gleich.

<sup>66</sup> Zur Verdeutlichung der relativ geringfügigen Einbußen nehmen wir eine vollständige Deckung sowohl der Riester-Rente als auch der Basisrente an.

# Literatur

Börsch-Supan, A.H., Gasche, M. (2010), Kann die Riester-Rente die Rentenlücke in der gesetzlichen Rente schließen? Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel, 201-2010

Börsch-Supan, A.H., Coppola, M., Reil-Held, A. (2012), Riester pensions in Germany: Design, dynamics, targeting success and crowding-in (Riester-Rente in Deutschland: Konzept, Dynamik, Zielgenauigkeit und Crowding-in). NBER Working paper series 18014

Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2011), Forschungsbericht, Sozialforschung 430, Verbreitung der Altersvorsorge 2011

Hessisches Ministerium der Finanzen (2012), Aktienfreistellung

Bericht der Bund-Länder-Arbeitsgruppe zur Neukonzeption der Investmentbesteuerung (2012)

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft, GDV (2013), Eine Information der deutschen Lebensversicherer – Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2013.

Verdugo und Poterba (2011), National Tax Journal, Juni 2011, 64(2)

## Anlage A

# Vorgeschlagene Änderung der Besteuerung auf Anlegerebene

**Tabelle A 1 Überblick über die Besteuerung der Dividendeneinkünfte**

Sektor	Platzierung der Fonds	Steuersatz*	
		Vorgeschlagenes System	Jetziges System
Natürliche Personen	Investmentfonds	25 Prozent (mit Vorabpauschale u. ggf. Teilfreistellung)	25 Prozent, falls ausgeschüttet und ausschüttungsgleich bei Privatpersonenn / progressiver Einkommensteuertarif u. Teileinkünfteverfahren nach § 3 Nummer. 40 EStG bei Personenunternehmen
Natürliche Personen	Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	25 Prozent bei Privatpersonenn / progressiver Einkommensteuertarif u. Teileinkünfteverfahren nach § 3 Nummer 40 EStG bei Personenunternehmen
Inländische Kapitalgesellschaft**	Investmentfonds	Keine Änderung (ausgenommen Vorabpauschale u. ggf. Teilfreistellung)	15 Prozent Körperschaftsteuer (~30 Prozent einschl. Gewerbesteuer), falls ausgeschüttet und ausschüttungsgleich
Inländische Kapitalgesellschaft**	Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	15 Prozent Körperschaftsteuer (~30 Prozent einschl. Gewerbesteuer)
Inländischer steuerbefreiter Anleger	Investmentfonds	Steuerbefreit (keine Möglichkeit, 20 Prozent Teilfreistellung in Anspruch zu nehmen)	15 Prozent im Hinblick auf den Anteil der deutschen Dividenden (eingeschränkte Möglichkeit des Abzugs deutscher Quellensteuer)***
Inländischer steuerbefreiter Anleger	Inländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	15 Prozent (eingeschränkte Möglichkeit des Abzugs deutscher Quellensteuer)***
Inländischer steuerbefreiter Anleger	Ausländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	Abhängig von ausländischer Quellensteuer

Anmerkungen:

\* Einkommen- und Körperschaftsteuersätze zzgl. 5,5 Prozent Solidaritätszuschlag auf den Steuerbetrag

\*\* Deutsche Kapitalgesellschaft mit Streubesitz-Dividenden, die dem regulären Körperschaftsteuersystem unterliegen (also keine Bank, kein Lebens-/Krankenversicherungsunternehmen oder steuerpflichtiger Pensionsfonds)

\*\*\* Keine Abgeltungssteuer für z. B. gemeinnützige steuerbefreite Anleger, § 5 Abs. 1 Nr. 9 KStG



**Tabelle A 2 Überblick über die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Aktien**

Sektor	Platzierung der Fonds	Steuersatz*	
		Vorgeschlagenes System	Jetziges System
Natürliche Personen	Investmentfonds	Aktien ≥ 51 Prozent des Fondsvermögens 20 Prozent effektive Einkommensteuer (mit Vorabpauschale)***	25 Prozent, falls ausgeschüttet bei Privatpersonenn / progressiver Einkommensteuertarif u. Teileinkünfteverfahren nach § 3 Nummer 40 EStG bei Personenunternehmern
		Aktien < 51 Prozent des Fondsvermögens 25 Prozent (mit Vorabpauschale)	
Natürliche Personen	Inländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	25 Prozent bei Privatpersonenn / progressiver Einkommensteuertarif u. Teileinkünfteverfahren nach § 3 Nummer 40 EStG bei Personenunternehmern
Natürliche Personen	Ausländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	25 Prozent bei Privatpersonenn / progressiver Einkommensteuertarif u. Teileinkünfteverfahren nach § 3 Nummer 40 EStG bei Personenunternehmern
Inländische Kapitalgesellschaft t**	Investmentfonds	Aktien ≥ 51 Prozent des Fondsvermögens 12 Prozent effektive Körperschaftsteuer (~24 Prozent einschl. Gewerbesteuer; mit Vorabpauschale)***	1,5 Prozent (~30 Prozent Körperschaftsteuer einschl. Gewerbesteuer auf 5 Prozent der Veräußerungsgewinne)
		Aktien < 51 Prozent des Fondsvermögens 15 Prozent effektive Körperschaftsteuer (~30 Prozent einschl. Gewerbesteuer; mit Vorabpauschale)***	
Inländische Kapitalgesellschaft t**	Inländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	1,5 Prozent (~30 Prozent Körperschaftsteuer einschl. Gewerbesteuer auf 5 Prozent der Veräußerungsgewinne)
Inländische Kapitalgesellschaft t**	Ausländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	1,5 Prozent (~30 Prozent Körperschaftsteuer einschl. Gewerbesteuer auf 5 Prozent der Veräußerungsgewinne)
Inländischer steuerbefreiter Anleger	Inländischer Investmentfonds	Steuerbefreit (keine Möglichkeit, 20 Prozent Steuerbefreiung in Anspruch zu nehmen)	Steuerbefreit
Inländischer steuerbefreiter Anleger	Inländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	Steuerbefreit
Inländischer steuerbefreiter Anleger	Ausländische Zielgesellschaft für Direktinvestition	Keine Änderung	Steuerbefreit

Anmerkung: \* Alle Steuersätze zzgl. 5,5 Prozent Solidaritätszuschlag auf den Steuerbetrag

\*\* Deutsche Kapitalgesellschaft mit Streubesitz-Dividenden, die dem regulären Körperschaftsteuersystem unterliegt (also keine Bank, kein Lebens-/Krankenversicherungsunternehmen oder steuerpflichtiger Pensionsfonds)

\*\*\* Effektiver Steuersatz unter Berücksichtigung einer 20-prozentigen Steuerbefreiung.

**Tabelle A 3 Nähere steuerliche Erläuterungen zu einbehaltenen oder ausgeschütteten Gewinnen in der Direktanlage**

<b>Einbehalten oder ausgeschüttet</b>	<b>Zinsen, Gewinne aus dem Verkauf von „schlechten Kapitalforderungen“ und sonstige Einkünfte</b>	<b>Deutsche Dividenden</b>	<b>Ausländische Dividenden</b>	<b>Deutsche Mieterträge und Gewinne aus dem Verkauf deutscher Immobilien innerhalb der Zehnjahresfrist</b>	<b>Ausländische Mieterträge und Gewinne aus dem Verkauf ausländischer Immobilien innerhalb der Zehnjahresfrist</b>
<b>Inländische Anleger:</b>					
Unternehmen mit Standardsatz (typischerweise Industrieunternehmen, Banken, soweit die Anteile nicht dem Handelsbuch zugeordnet werden; Sachversicherer)	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung für Banken, ansonsten 25 % + Solidaritätszuschlag	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritätszuschlag	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung auf Ebene der Banken, ansonsten 25 % + Solidaritätszuschlag	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer, wenn Einkommen steuerfrei aufgrund Doppelbesteuerungsabkommen, ansonsten Befreiung für Banken bzw. 25 % + Solidaritätszuschlag
	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Ertragsteuer:</u> a) Streubesitzdividenden und REIT-Dividenden: KSt und GewSt b) Schachtel-Dividenden (nicht aus REIT): steuerbefreit	<u>Ertragsteuer:</u> a) Streubesitzdividenden, REIT-Dividenden und Dividenden von Kapitalanlagegesellschaften; KSt und GewSt; ausländische Quellensteuer ist bis zum DBA-Höchstsatz abzugsfähig b) andere: steuerbefreit	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Ertragsteuer:</u> Je nach Quellenstaat ist Einkommen in Deutschland steuerfrei (DBA-Befreiung) oder steuerpflichtig mit der Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz (Anrechnungsmethode)
Lebens- und Krankenversicherungsgesellschaften	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritätszuschlag, ggf. Befreiung, falls Bescheinigung ständiger Überzahlung vorliegt	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung
	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt, soweit in der Handelsbilanz keine Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen gebildet wurden, die steuerlich zu berücksichtigen sind				<u>Ertragsteuer:</u> Je nach Quellenstaat ist Einkommen in Deutschland steuerfrei (DBA-Befreiung) oder steuerpflichtig (nach Berücksichtigung der Bildung von Rückstellungen für Prämienrückerstattungen) mit der Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz
Banken, die Anteile dem Handelsbuch zugeordnet	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> 25 % +	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer

haben		Solidaritatzuschlag	bzw. Befreiung	keine Quellensteuer bzw. Befreiung	bzw. Befreiung
	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt, Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz	<u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Ertragsteuer:</u> Je nach Quellenstaat ist Einkommen in Deutschland steuerfrei (DBA-Befreiung) oder steuerpflichtig mit der Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz
Immobilienverwaltungsge sellschaften	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritatzuschlag	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritatzuschlag	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritatzuschlag	<u>Quellensteuer:</u> : 25 % + Solidaritatzuschlag	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer, wenn Einkünfte aufgrund DBA steuerfrei sind, ansonsten 25 % + Solidaritatzuschlag
	<u>Ertragsteuer:</u> Auf Ebene der Gesellschaft fällt keine GewSt an. Die Einkünfte der Gesellschaft werden einheitlich und gesondert festgestellt. Die Einkünfte sind auf Anlegerebene einkommen- oder körperschaftsteuerpflichtig, wobei sich die steuerlichen Folgen nicht von denen einer direkten Beteiligung der Gesellschafter am Fonds unterscheiden.				
<b>Ausländische Anleger</b>	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritatzuschlag bzw. Senkung bis zum DBA-Höchstsatz	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> : 25 % + Solidaritatzuschlag	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer
	<u>Ertragsteuer:</u> Im Hinblick auf bereits versteuerte deutsche Mieteinkünfte erhält ein ausländischer Anleger eine Erstattung, wenn er in Deutschland eine Steuererklärung abgibt. Ansonsten bestimmt sich die Ertragsteuer nach dem Recht des Staates, in dem der Anleger seinen Wohnsitz hat.				

Quelle: Deloitte

**Tabelle A 4 Nähere steuerliche Erläuterungen zu ausgeschütteten Gewinnen in der Direktanlage**

<i>Ausgeschüttet</i>	<u>Gewinne aus dem Verkauf guter Kapitalforderungen und Gewinne aus Devisengeschäften</u>	<u>Gewinne aus dem Verkauf von Anteilen</u>	<u>Gewinne aus dem Verkauf deutscher Immobilien nach Ablauf einer Zehnjahresfrist</u>	<u>Gewinne aus dem Verkauf ausländischer Immobilien nach Ablauf einer Zehnjahresfrist</u>
<b>Inländische Anleger</b>				
Unternehmen mit Standardsatz (typischerweise Industrieunternehmen, Banken, soweit die Anteile nicht dem Handelsbuch zugeordnet werden; Sachversicherer)	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> steuerbefreit, falls nicht Verkauf von REIT-Aktien oder niedrig besteuerten Kapitalanlagegesellschaften betroffen sind	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer  <u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer  <u>Ertragsteuer:</u> Je nach Quellenstaat ist Einkommen in Deutschland steuerfrei (DBA-Befreiung) oder steuerpflichtig mit der Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz (Anrechnungsmethode)
Lebens- und Krankenversicherungsgesellschaften	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt, soweit in der Handelsbilanz keine Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen gebildet wurden, die steuerlich zu berücksichtigen sind	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Ertragsteuer:</u> Je nach Quellenstaat ist Einkommen in Deutschland steuerfrei (DBA-Befreiung) oder steuerpflichtig (nach Berücksichtigung der Bildung von Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen) mit der Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz (Anrechnungsmethode)
Banken, die Anteile dem Handelsbuch zugeordnet haben	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> KSt und GewSt	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung  <u>Ertragsteuer:</u> Je nach Quellenstaat ist Einkommen in Deutschland steuerfrei (DBA-Befreiung) oder steuerpflichtig mit der Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Steuern bis zum DBA-Höchstsatz (Anrechnungsmethode)
Steuerbefreite nicht gewerbliche gemeinnützige oder kirchennahe Anleger (insb. Kirchen,	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw.	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung

gemeinnützige Stiftungen)	Befreiung		bzw. Befreiung	
	<u>Ertragsteuer:</u> Steuerbefreit	<u>Ertragsteuer:</u> Steuerbefreit	<u>Ertragsteuer:</u> Steuerbefreit	<u>Ertragsteuer:</u> Steuerbefreit
Sonstige steuerbefreite, mit Lebens- und Krankenversicherungen verbundene Anleger (insb. Pensionsfonds) (aufgrund § 21 KStG ist die Bildung einer Rückstellung für Beitragsrückerstattung möglich)	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer bzw. Befreiung
	<u>Ertragsteuer:</u> Steuerbefreit, wenn kein Steuerabzug vom Einkommen aus Wertpapierleihgeschäften mit deutschen Aktien vorgenommen wird; Steuerabzug in bestimmtem Umfang			
Personenhandelsgesellschaften	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritätszuschlag, wenn entsprechender Antrag gestellt wird		<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer
	<u>Ertragsteuer:</u> Die Besteuerung findet auf der Ebene der Mitunternehmer statt. Für Einkommen- bzw. Körperschaftsteuerzwecke wird eine gesonderte und einheitliche Gewinnfeststellung durchgeführt. Diese Einkünfte werden nach denselben Vorschriften besteuert, die bei einer direkten Beteiligung der Mitunternehmer am Fonds gelten würden.			
Immobilienverwaltungsgesellschaften	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritätszuschlag	<u>Quellensteuer:</u> 25 % + Solidaritätszuschlag	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer
	<u>Ertragsteuer:</u> Auf Ebene der Gesellschaft fällt keine GewSt an. Die Einkünfte der Gesellschaft werden einheitlich und gesondert festgestellt. Die Einkünfte sind auf Anlegerebene einkommen- und körperschaftsteuerpflichtig, wobei sich die steuerlichen Folgen nicht von denen einer direkten Beteiligung der Gesellschafter am Fonds unterscheiden.			
<b>Ausländische Anleger</b>	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> Befreiung	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer	<u>Quellensteuer:</u> keine Quellensteuer
	<u>Ertragsteuer:</u> Die Ertragsteuer bestimmt sich nach dem Recht des Staates, in dem der Anleger seinen Wohnsitz hat.		Keine Veranlagung in Deutschland	vgl. ganz links

Quelle: Deloitte

## Anlage B

# Beschreibung des dynamischen Modells

### Portfolio-Austausch

Eine Möglichkeit der Messung des Ausmaßes, in dem eine Besteuerung auf Fondsebene den Anleger zur Neuordnung von Portfolios veranlasst, sind Elastizitäten. Insbesondere messen Preiselastizitäten der Nachfrage die prozentuale Änderung der Nachfrage nach einem bestimmten Vermögenswert als Reaktion auf eine Preiserhöhung von einem Prozent. Wenn zum Beispiel die Eigenpreiselastizität für ein Wirtschaftsgut  $-1$  beträgt, bedeutet dies, dass eine Erhöhung des Preises für das Wirtschaftsgut um ein Prozent – etwa infolge einer neu eingeführten Steuer – zu einem Rückgang der Nachfrage nach diesem Wirtschaftsgut um ein Prozent führt. In gleicher Weise misst die Kreuzelastizität der Nachfrage das Ausmaß, in dem die Änderung des Preises für ein Wirtschaftsgut zu einer Änderung der Nachfrage nach einem anderen Wirtschaftsgut führt. Beträgt zum Beispiel die Kreuzelastizität festverzinslicher Anlagen als Gesamtwirtschaftsgut im Hinblick auf Immobilien  $0,5$ , bedeutet dies, dass eine Erhöhung des Immobilienpreises um ein Prozent zu einem Anstieg der Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren um  $0,5$  Prozent führt. Die Kombination der Elastizitäten ergibt also eine Struktur, die beschreibt, wie Kostenanreize die Nachfrage nach Wirtschaftsgütern unmittelbar beeinflussen und wie ein Rückgang der Nachfrage nach einem Wirtschaftsgut zu einem Austausch gegen andere Wirtschaftsgüter führt. Im Falle der Steuerreform werden die Steuern nicht auf den Verkaufspreis von Wirtschaftsgütern erhoben, sondern auf das aus einem Wirtschaftsgut erzielte Einkommen, also auf die Anlagerenditen. Folglich misst man Verhaltensreaktionen relativ zu Änderungen der Differenz zwischen nominalen und effektiven Renditen, die wiederum den effektiven Steuersatz widerspiegelt, der für den Zufluss des aus dem Besitz des Wirtschaftsguts erzielten Einkommens gilt.

### Größe und Form von Elastizitäten

Die vorhandenen Studien über den Austausch in Vermögensportfolios gehen von Eigen- und Kreuzpreiselastizitäten mittlerer Größe aus.

- Annahme: Ausgangs-Eigenpreiselastizitäten  $\sim [-1,5, -0,5]$ , Durchschnitt  $-0,6$ ; vgl. z. B. eine Prüfung der Nachfrage-Elastizitäten für das Wirtschaftsgut, hier für Aktien. Diese Studie basiert allerdings auf einer vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer (Financial Transaction Tax, FTT), was auch in den CE-Studien behandelt wird.
- Ausgangs-Kreuzpreiselastizitäten  $\sim [0,33, 1]$ , Durchschnitt  $0,33$ . Noch nicht gesichert, sie sollten aber etwas kleiner sein als die Eigenpreiselastizitäten.

Die oben dargestellten Elastizitäten beruhen auf Gesamtreaktionen, d. h. auf dem gewichteten Durchschnitt der Nachfrageänderungen von Anlegern aller Art. Relativ wenige Studien haben die Elastizitäten eines Austauschs infolge von Steuern auf Anlagerenditen gemessen.<sup>67</sup> Daher ist es wichtig, eine Sensitivitätsanalyse mit verschiedenen Austauschneigungen als Reaktion auf die Steuerreform durchzuführen.

Im Falle der Steuerreform ist es wichtig, zwischen der Reaktionsbereitschaft verschiedener Anleger zu unterscheiden, insbesondere im Hinblick auf die Fluchtwege, rechtliche und wirtschaftliche Kontrollen und die Präferenzen von Anlegern. Nachfolgend stellen wir einige qualitative Anpassungen dar, die an der Struktur von Eigen- und

---

<sup>67</sup> vgl. Verdugo und Poterba (2011)

Kreuzpreiselastizitäten vorgenommen wurden, um diese Merkmale exakt wiederzugeben.<sup>68</sup>

Ein besonderes Merkmal von Vermögensportfolios besteht darin, dass die Anleger dazu neigen, schwerpunktmäßig Vermögenswerte in ihren eigenen Herkunftsländern zu halten. Sie bevorzugen also inländische Vermögenswerte. Umgekehrt ist es unwahrscheinlich, dass ausländische Anleger deutsche Vermögenswerte bevorzugen. Darüber hinaus sind ausländische Anleger über Anlagemöglichkeiten außerhalb Deutschlands vermutlich relativ gut informiert, weshalb sie sowohl dazu bereit als auch in der Lage sind, deutsche Vermögenswerte gegen ausländische Pendanten auszutauschen, die weniger stark besteuert sind. Die Bedeutung hiervon liegt darin, dass das Ausmaß, in dem die Steuerreform eine etwaige Abwanderung der Anleger aus deutschen Fonds und Vermögenswerten einleitet, durch die Präferenzen der Anleger eingeschränkt wird. Ebenso sind einige Anleger durch wirtschaftliche Faktoren eingeschränkt, zum Beispiel durch die Liquidität, die einige Anleger, insbesondere Haushalte, in ihren Bemühungen, Portfolios optimal anzupassen, einschränken kann. Insbesondere kann es für Haushalte viel schwieriger sein, über Publikumsfonds gehaltene Immobilienanlagen gegen ähnliche Anlagen in ausländischen Fonds bzw. unter vollständiger Umgehung von Intermediären auszutauschen – im ersten Fall deshalb, weil es schwierig sein kann, ausreichende Informationen zur Bewertung ausländischer Immobilieninvestments zu erhalten; im zweiten Fall, weil die Liquidität von Haushalten eingeschränkt ist, z. B. aufgrund der erschwerten Aufnahme von Darlehen, weshalb sie nicht in der Lage sind, direkt in Immobilien zu investieren, ohne einen Intermediär einzuschalten. Umgekehrt ist es viel weniger wahrscheinlich, dass Kapitalgesellschaften auf diese Weise eingeschränkt sind, weshalb sie eher in der Lage sind, Intermediäre zu umgehen. Demnach können wir erwarten, dass Haushalte nur in relativ geringem, Kapitalgesellschaften jedoch in relativ großem Umfang einen Austausch vornehmen werden.

Schließlich gelten für Haushalte insofern rechtliche Beschränkungen, als ihnen nicht gestattet ist, die von der Steuerreform geregelten Besteuerungssysteme durch den Austausch von Intermediären – vom Publikumsfonds zum Spezialfonds – zu umgehen.

Im nächsten Abschnitt legen wir ausführlich dar, wie wir die Grundstruktur von Elastizitäten anpassen und wie die dynamischen Effekte erzielt werden.

### **Implementierung**

Die dynamischen Effekte auf die Portfoliozusammensetzung werden im Bewusstsein dessen implementiert, dass Anleger nicht nur Asset-Typen auswählen, sondern vielmehr Pakete aus Asset, Herkunft und Intermediär, wobei diese Pakete als verschiedene, jedoch austauschbare Produkte behandelt werden können. Natürlich sollten wir nicht erwarten, dass das Ausmaß, in dem Anleger deutsche Immobilien in einem Publikumsfonds gegen Aktien in einem Spezialfonds austauschen, ebenso hoch ist wie das Ausmaß, in dem Anleger einen Austausch gegen deutsche Immobilien in einem Spezialfonds vornehmen. In den derzeitigen Portfolios der Anleger spiegeln sich ihre durch das heutige Steuersystem regulierten Präferenzen. Deshalb ist zu erwarten, dass sich die Präferenz eines Anlegers etwa für Immobilien auch in seinem durch das vorgeschlagene Steuersystem geregelten Portfolio wiederfindet, auch wenn er Beteiligungen an Publikums-Immobilienfonds gegen Beteiligungen an Spezialfonds oder ausländischen

---

<sup>68</sup> Mit Ausnahme von keinem Austausch gegen Anlagen in Spezialfonds durch Haushalte wurden diese Anpassungen nicht in die Berechnungen übernommen.

Fonds oder gegen eine direkte Beteiligung an Immobilien unter vollständiger Umgehung eines Intermediärs austauscht. Die Bedeutung hiervon liegt darin, dass die Elastizitäten zwischen Beteiligungen an ähnlichen Vermögenswerten, die durch verschiedene Intermediäre gehalten werden, oder an ähnlichen Vermögenswerten unterschiedlicher geografischer Herkunft wahrscheinlich höher sind als bei ungleichen Vermögenswerten.

Die Berechnungen des Austauschs innerhalb der Anlegerportfolios beruhen auf der oben dargestellten Struktur der Elastizitäten. Unter Heranziehung der Elastizitäten können wir messen, wie die Nachfrage nach einem Wirtschaftsgut auf die Änderung der Steuersätze reagiert, die für die aus dem Wirtschaftsgut erzielten Renditen gelten. Schließlich nehmen wir an, dass die Anpassungen der Anleger-Portfolios als Reaktion auf die Steuerreform „ausgewogen“ sind, dass also die Gesamtwerte der Anlegerportfolios kurzfristig nicht von der Steuerreform beeinflusst werden.<sup>69</sup>

---

<sup>69</sup> Die Gesamtneigung zum Sparen bleibt also unverändert - das lässt sich auf kurze Sicht rechtfertigen. Falls erforderlich, können wir eine Anmerkung über Reaktionen mit einer Gesamtneigung zum Verbrauch mittels der intertemporalen Elastizität des Austauschs einfügen, aber das wäre wahrscheinlich zu viel des Guten.



## Anlage C

# Qualitative Erläuterung der Reformauswirkungen

Um die möglichen Auswirkungen der Steuerreform im Einzelnen abschätzen zu können, gilt es festzustellen, wie die vier in Kapitel 1 vorgestellten steuerlichen Änderungen die effektive Rendite beeinflussen. Nachfolgend bilden wir einige Beispiele, die auf vorläufiger Basis als vereinfachte Vorlage für eine allgemeinere Methode zur Herleitung von Änderungen der effektiven Steuersätze auf Anlegerebene dienen können. Der Schwerpunkt liegt auf den Änderungen der von steuerpflichtigen inländischen Anlegern aus deutschen Publikumsfonds erwirtschafteten Erträge, wobei die Änderungen sowohl auf Fonds- als auch auf Anlegerebene berücksichtigt werden.

### **Auswirkungen der steuerlichen Änderungen 1 und 2: Besteuerung auf Fondsebene und Steuerbefreiung auf Anlegerebene**

Wir beginnen mit einem Blick auf die erste Änderung, durch die eine Körperschaftsteuer auf Fondsebene (einschließlich Solidaritätszuschlag) von 15,825 Prozent auf aus deutschen Publikumsfonds bezogene Einkünfte eingeführt wird. Die Übernahme dieser zusätzlichen Maßnahme in das Steuersystem bringt es mit sich, dass die effektive Fondsrendite zurückgehen wird.

Um dies an einem Beispiel zu verdeutlichen, nehmen wir an, dass ein deutscher Publikumsfonds 1.000 Euro in deutsche Aktienbeteiligungen investiert. Im Folgejahr schütten die Aktienbeteiligungen an den Fonds Dividenden im Wert von 100 Euro aus. Die Aktienbeteiligungen machen das gesamte Portfolio aus – die Grenze von 51 Prozent ist also überschritten und die vorgeschlagene Regelung einer Steuerbefreiung von 20 Prozent auf Anlegerebene greift ein.

*Für einen deutschen Publikumsfonds:*

- Nach dem jetzigen (transparenten) Steuersystem führt dies zu einer Rendite von zehn Prozent.
- Nach dem vorgeschlagenen (nicht transparenten) Steuersystem würde dies bedeuten, dass zunächst 15,825 Prozent der Dividenden als Steuern abzuführen sind – was die effektive Rendite auf Fondsebene um 15,825 Euro auf 84,175 Euro verringert.

In der Annahme, dass der Fonds keine Kosten zu tragen hat, wird die effektive Rendite an die Anleger weitergegeben. Ist der Anleger entweder eine deutsche Privatperson oder eine Kapitalgesellschaft, werden Ausschüttungen des Fonds nach dem derzeitigen System effektiv mit 26,375 Prozent (einschließlich Solidaritätszuschlag) bzw. 29,825 Prozent (einschließlich Gewerbesteuer) besteuert. Nach dem vorgeschlagenen System mit der 20-prozentigen Steuerbefreiung wird die Privatperson effektiv mit 21,1 Prozent (einschließlich Solidaritätszuschlag) besteuert, der gewöhnliche institutionelle Anleger mit 23,86 Prozent<sup>70</sup> (einschließlich Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer).

<sup>70</sup> Die 20-prozentige Reduzierung gilt auch für die Gewerbesteuer: 15 % (KSt) \* 80 % \* 1,055 (SolZ) + 14 % (durchschnittlicher Gewerbesteuersatz) \* 80 % = 23,86%

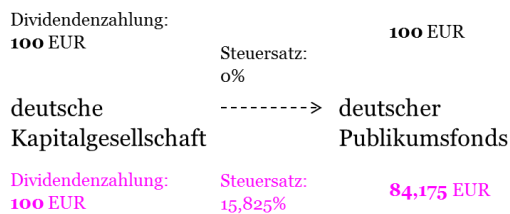
Nach dem derzeitigen System bedeutet dies, dass die Privatperson eine effektive Rendite von 73,63 Euro erzielt, während der gewöhnliche institutionelle Anleger als Rendite 70,175 Euro erhält. Nach dem vorgeschlagenen System geht die Besteuerung auf Fondsebene der Steuerbefreiung vor. Dies führt zu einer Steuerkaskade, welche die effektive Rendite des Privatanlegers auf 66,41 Euro, die des institutionellen Anlegers auf 64,09 Euro verringert.

Das oben dargestellte Beispiel wird in der nachfolgenden Abbildung C.1 zusammengefasst:

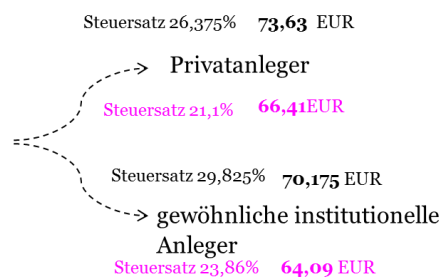
### Abbildung C.1 Besteuerung auf Fondsebene und Steuerbefreiung auf Anlegerebene (Dividenden)

inländische Aktien > 51 % des Fondsportfolios

derzeitiges (semitransparentes) Steuersystem



vorgeschlagenes (nicht transparentes) Steuersystem



Quelle: Copenhagen Economics

Nach alledem führt die Besteuerung der Dividenden auf Fondsebene in Kombination mit der Steuerbefreiung auf Anlegerebene zu einem Rückgang der effektiven Rendite für beide inländische Anlegertypen. Zur Vermeidung oder Begrenzung dieser negativen Auswirkungen bieten sich verschiedene Möglichkeiten an:

- Eine Möglichkeit bestünde darin, dass Fonds ihr Portfolio in ausländische Aktien aus Ländern mit einer Quellensteuer von weniger als 15 Prozent umschichten.
- Eine zweite Option wäre, dass Investmentfonds Dividendeneinkünfte versuchen in nicht auf Fondsebene steuerpflichtigen Veräußerungsgewinne umzugestalten. Das ist möglich, wenn Fonds kurz vor Ausschüttung der Dividende Verkäufe von Aktien vornehmen (da im Rahmen von Aktienleihgeschäften geleistete Ausgleichszahlungen ebenfalls auf Fondsebene steuerpflichtig sind, wird die Aktienleihe über den Dividendentermin für Fonds keine Option sein).
- Eine dritte Möglichkeit bestünde auf Anlegerebene für Kapitalgesellschaften und nicht besteuerte Rechtsträger darin, Fondsbeteiligungen gegen unmittelbare Aktienbeteiligungen auszutauschen. Das ist vernünftig, denn die Besteuerung von Dividenden aus direkten Beteiligungen bleibt unverändert, was bedeutet, dass die effektiven Renditen denjenigen gleichen, die heute unabhängig davon erzielt werden, ob die Aktien unmittelbar oder über einen Investmentfonds gehalten werden.

Für unsere weiteren Erwägungen haben wir angenommen, dass ein ausländischer Fonds ungeachtet seines Geschäftssitzes oder seiner Rechtsform unter der Geltung des vorgeschlagenen nicht transparenten Systems nicht in der Lage sein wird, den maßgeblichen Einkommensteuersatz (bzw. Quellensteuersatz) im Hinblick auf

Dividenderträge (Immobilienträge) aus deutschen Quellen auf unter 15 Prozent zu senken. Ausgehend von diesen Annahmen wäre eine Umschichtung von in Deutschland ansässigen Investmentfonds auf ausländische Investmentfonds keine Möglichkeit, die gesamte einem in Deutschland ansässigen Anleger auferlegte Besteuerung der durch einen Investmentfonds bezogenen Einkünfte zu verringern. Allerdings führt der Solidaritätszuschlag zu einer Steuer auf Fondsebene von 15,825 Prozent. Dem gegenüber steht eine effektive Steuer von 15,0 Prozent in Ländern, mit denen ein Doppelbesteuerungsabkommen besteht, was in begrenztem Umfang zu einer Bevorzugung ausländischer, in deutsche Vermögenswerte investierenden Fonds führen könnte.

Die Option, Dividendeneinkünfte zugunsten von Veräußerungsgewinnen einzuschränken, lässt sich anhand eines ähnlichen Falls wie des obigen beispielhaft veranschaulichen: Wir nehmen an, dass ein deutscher Publikumsfonds 1.000 Euro in deutsche Aktienbeteiligungen investiert. Im Folgejahr ist der Kurswert der Aktienbeteiligung um zehn Prozent gestiegen, was bedeutet, dass der Fonds einen Kapitalertrag von 100 Euro erzielt hat. In der Annahme, dass der Fonds diesen Kapitalertrag realisiert, fällt auf Fondsebene keine Steuer an, während die vorgeschlagene 20-prozentige Befreiung auf Anlegerebene nach wie vor greift, da der Fonds zu  $\geq 51$  Prozent in Aktien investiert ist.

In der Annahme einer vollständigen Ausschüttung der Veräußerungsgewinne durch den Fonds an die Anleger bedeutet dies<sup>71</sup> nach dem derzeitigen System, dass die Privatperson eine effektive Rendite von 73,63 Euro erzielt, wobei sie effektiv 26,375 Prozent Steuern bezahlt, während der institutionelle Anleger 98,81 Euro erzielt und dabei effektiv nur 1,4925 Prozent Steuern bezahlt. Die niedrige Besteuerung des institutionellen Anlegers ist darauf zurückzuführen, dass für Veräußerungsgewinne, die von institutionellen Anlegern erzielt werden, Befreiungsvorschriften gelten.

Nach dem vorgeschlagenen System ohne Besteuerung von Veräußerungsgewinnen auf Fondsebene, aber mit einer 20-prozentigen Steuerbefreiung auf Anlegerebene steigt die effektive Rendite des Privatanlegers auf 78,9 Euro, während die Rendite des institutionellen Anlegers aufgrund der Streichung von Beteiligungsbefreiungen auf 76,14 Euro sinkt.

Das oben dargestellte Beispiel wird in der nachfolgenden Abbildung C.2 zusammengefasst:

---

<sup>71</sup> Werden die Veräußerungsgewinne nicht an die Anleger ausbezahlt, sondern auf Fondsebene akkumuliert, fällt auf Anlegerebene keine unmittelbare Besteuerung an, da Veräußerungsgewinne derzeit nicht zu den ausschüttungsgleichen Erträgen zählen.

## Abbildung C.2 Besteuerung auf Fondsebene und Steuerbefreiung von Aktien auf Anlegerebene (Veräußerungsgewinne)

Aktien > 51 % des Fondsportfolios

derzeitiges (semitransparentes) Steuersystem

Kapitalertrag 100 EUR

Steuersatz:  
0%

100 EUR

deutsche Kapitalgesellschaft

----->

deutscher Publikumsfonds

Kapitalertrag 100 EUR

Steuersatz:  
0%

100 EUR

vorgeschlagenes (nicht transparentes) Steuersystem

Steuersatz 26,375% 73,63 EUR

-> Privatanleger

Steuersatz 21,1% 78,9 EUR

Steuersatz 1,49125% 98,51 EUR

-> gewöhnliche institutionelle Anleger

Steuersatz 23,86% 76,14 EUR

Quelle: Copenhagen Economics

Das bedeutet: Der Privatanleger ist für den Fall, dass Dividenden vollständig durch Veräußerungsgewinne ersetzt werden, im vorgeschlagenen System besser gestellt als im derzeitigen – es tritt also eine Überkompensation auf. Wenn die Fondseinkünfte nicht aus Dividenden stammen, sondern aus Veräußerungsgewinnen, erzielt der Privatanleger nach dem vorgeschlagenen System auch eine höhere effektive Rendite. Für den institutionellen Anleger führt die Streichung der Beteiligungsertragsbefreiungen zu einer im Vergleich zum jetzigen System niedrigeren Rendite. Vergleicht man allerdings die effektive Rendite des institutionellen Anlegers aus Dividenden mit Veräußerungsgewinnen aus deutschen Aktien nach dem vorgeschlagenen System, folgt daraus, dass Fondseinkünfte aus Veräußerungsgewinnen weiterhin attraktiver sind als inländische Dividendeneinkünfte.

Ein weiterer wichtiger, die vorgeschlagene Reform betreffender Punkt besteht darin, dass die 51-Prozent-Grenzen, nach denen sich bestimmt, ob die Steuerbefreiung greift, zu einem raschen Anstieg effektiver Renditen führt, wenn die Aktienkonzentration des Portfolios die Grenze von 51 Prozent überschreitet, vgl. Tabelle C.1. Überschreitet ein gewöhnlicher institutioneller Anleger die Portfolio-Grenze – z. B. durch eine Erhöhung von 50 Prozent auf 51 Prozent –, bedeutet dies einen Anstieg der effektiven Rendite von 70,175 Euro auf 76,14 Euro, wenn die Fondseinkünfte aus Veräußerungsgewinnen stammen, und von 62,94 Euro auf 69,99 Euro, wenn die Fondserträge aus Dividenden stammen. Überschreitet ein Privatanleger die Portfolio-Grenze durch eine Erhöhung von 50 Prozent auf 51 Prozent, bedeutet dies einen Anstieg der effektiven Rendite von 73,63 Euro auf 78,90 Euro, wenn die Fondseinkünfte aus Veräußerungsgewinnen stammen, und von 67,80 Euro auf 72,543 Euro, wenn die Fondserträge aus Dividenden stammen.

**Tabelle C.1 Auswirkungen der Grenzen**

Art der Rendite	Gewöhnlicher institutioneller Anleger				Privatanleger			
	Veräußerungsgewinne	Veräußerungsgewinne	Dividenden	Dividenden	Veräußerungsgewinne	Veräußerungsgewinne	Dividenden	Dividenden
Aktienkonzentration	50 %	51 %	50 %	51 %	50 %	51 %	50 %	51 %
Anlagerendite, Euro	100	100	100	100	100	100	100	100
Steuersatz auf Fondsebene	0 %	0 %	15,825 %	15,825 %	0 %	0 %	15,825 %	15,825 %
Steuerbetrag auf Fondsebene	0	0	7,91	8,07	0	0	7,91	8,07
Ausschüttung an Anleger	100	100	92,09	91,93	100	100	92,09	91,93
Effektiver Steuersatz auf Anlegerebene	29,825 %	23,86 %	29,825 %	23,86 %	26,38 %	21,10 %	26,38 %	21,10 %
<b>Effektive Rendite, Euro</b>	<b>70,18</b>	<b>76,14</b>	<b>64,62</b>	<b>69,99</b>	<b>73,63</b>	<b>78,90</b>	<b>67,80</b>	<b>72,53</b>

Quelle: Copenhagen Economics

Im oben dargestellten Beispiel haben wir angenommen, dass ein Fonds eine jährliche Rendite von zehn Prozent entweder aus Veräußerungsgewinnen oder aus Dividenden erzielt und ein Anleger 1.000 Euro in den Fonds investiert hat. Das führt am Jahresende zu einer Ausschüttung an den Anleger in Höhe von 100 Euro vor Steuern. Stammen die Einkünfte aus Veräußerungsgewinnen, fällt keine Besteuerung auf Fondsebene an. Stammen die Fondseinkünfte dagegen aus Dividenden, wird der Investmentfonds zunächst, bevor er Ausschüttungen vornimmt, 15,825 Prozent Steuern auf 50 bzw. 51 Prozent der Fondseinkünfte bezahlen. Für die restlichen Einkünfte von 50 bzw. 49 Prozent wird der Einfachheit halber angenommen, dass sie aus Zinserträgen stammen und damit nicht auf Ebene des Investmentfonds steuerpflichtig sind.

Nach alledem zeigt dieses Beispiel, dass die vorgeschlagene Reform zu einer bevorzugten Beteiligung an Portfolios führen kann, welche die Grenze von 51 Prozent überschritten haben, da die Steuerbefreiung die effektive Rendite des Anlegers erhöht. Indirekt wird aus diesem Beispiel außerdem deutlich, dass die Steuerlast auf Fondsebene – falls die Einkünfte aus Dividenden stammen – die Aktienkonzentration erhöht. Letztlich bedeutet dies, dass es für Anleger in Aktienfonds im Vergleich zu dem Fall, in dem die Einkünfte aus dem Aktienfonds aus Veräußerungsgewinnen stammen, das Zweitbeste wäre, in Dividenden erzielende Fonds zu investieren, welche die 51-Prozent-Voraussetzung für die Befreiung nur knapp erfüllen. Die restlichen Einkünfte könnten z. B. aus Kapital- oder Zinserträgen stammen, die beide auf Fondsebene steuerfrei sind. Dabei wird angenommen, dass der Anleger keinen Unterschied zwischen den verschiedenen Risikoprofilen der Anlagen macht.

### **Auswirkungen der steuerlichen Änderungen 1 und 2: Besteuerung auf Fondsebene und Steuerbefreiung von Immobilien auf Anlegerebene**

Das vorgeschlagene Ausgleichssystem für Einkünfte aus Immobilien führt dazu, dass dann, wenn sich ein Anleger an einem Fonds beteiligt, der zu mindestens 51 Prozent aus inländischen Immobilien besteht, 40 Prozent des steuerpflichtigen Einkommens aus dem Investmentfonds auf Anlegerebene steuerfrei sind. Dieser Ausgleichsmechanismus führt dazu, dass je nach Art des Anlegers einige Auswirkungen der Besteuerung auf Fondsebene neutralisiert werden können. Es ist sogar möglich, dass die Steuerbefreiung auf Anlegerebene einige Anleger überkompensiert – was zu einer Steigerung der effektiven Rendite führt, wenn das derzeitige System durch das vorgeschlagene ersetzt wird.

Man nehme zum Beispiel einen deutschen Fonds, dessen Vermögenswerte auf inländische Immobilien konzentriert sind. Die jährliche Fondsrendite beträgt 10 Prozent bzw. effektiv 8,4175 Prozent nach Bereinigung um die Besteuerung auf Fondsebene nach dem vorgeschlagenen System. Im derzeitigen System ohne Besteuerung auf Fondsebene bleibt die Rendite unverändert bei 10 Prozent.

Der Einfachheit halber nehmen wir an, dass der Fonds alle nachsteuerlichen Gewinne an die Anleger ausschüttet. Beteiligt sich ein Anleger mit 1.000 Euro an dem Fonds, bedeutet das also, dass nach einem Jahr die vom Fonds ausbezahlte Rendite nach dem vorgeschlagenen System 84,175 Euro beträgt und nach dem jetzigen System 100 Euro. Dieser Betrag ist gegenüber den deutschen Behörden zu versteuern.

Handelt es sich bei dem Anleger um eine deutsche Privatperson, beträgt der maßgebliche effektive Steuersatz nach dem vorgeschlagenen System 15,825 (10,55) Prozent (einschließlich Solidaritätszuschlag), wenn das Fondsportfolio auf inländische Immobilien konzentriert ist. Das derzeitige System enthält eine Steuerbefreiung für Immobilienveräußerungsgewinne eines privaten Anlegers, wenn die Immobilie mehr als zehn Jahre gehalten wurden. Im Übrigen beträgt der effektive Steuersatz in beiden Fällen 26,375 Prozent (einschließlich Solidaritätszuschlag). Dies bedeutet, dass der Privatanleger nach dem derzeitigen System effektiv 73,63 Euro erhält. Nach dem vorgeschlagenen System erhält der Anleger effektiv 70,85 Euro, wenn das Fondsportfolio auf inländische Immobilien konzentriert ist.

Handelt es sich bei dem Anleger um eine gewöhnliche deutsche Kapitalgesellschaft, beträgt der maßgebliche effektive Steuersatz nach dem vorgeschlagenen System 17,895 Prozent (einschließlich Solidaritätszuschlag), wenn das Fondsportfolio auf inländische Immobilien konzentriert ist.

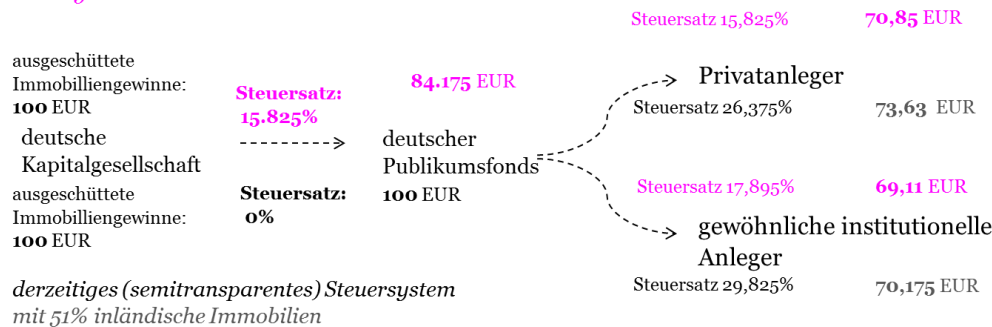
Im heutigen Investmentsteuerrecht werden die bereits im Ausland bezahlten Steuern dadurch berücksichtigt, dass die ausländischen Immobilienerträge entweder von der Besteuerung in Deutschland freigestellt oder die ausländische Steuer auf die deutsche Steuer angerechnet wird. Eine Abschätzung der Nachsteuerrendite bei einer Investition in ausländische Renditen lässt sich nicht praktikabel vornehmen. Diese hängt zunächst von der Besteuerung in dem jeweiligen ausländischen Belegenheitsstaat ab. Sie kann also in der Höhe stark variieren. Im heutigen Investmentsteuerrecht werden die bereits im Ausland bezahlten Steuern dadurch berücksichtigt, dass die ausländischen Immobilienerträge entweder von der Besteuerung in Deutschland freigestellt oder die ausländische Steuer auf die deutsche Steuer angerechnet wird.

Das obige Beispiel wird in der nachfolgenden Abbildung C.3 zusammengefasst:

### Abbildung C.3 Besteuerung auf Fondsebene und Steuerbefreiung von Immobilien auf Anlegerebene

*Vorgeschlagenes (nicht transparentes) Steuersystem*

*Mit >51% inländische Immobilien*



Quelle: Copenhagen Economics

Die zuvor für Aktienfonds gezogenen Schlussfolgerungen über die Anlegerpräferenz im Hinblick auf das Ausmaß der Fondskonzentration gelten auch hier. Das heißt: Die Besteuerung von Immobilieneinkünften auf Fondsebene in Kombination mit den Steuerbefreiungen für den Fall, dass die 51-Prozent-Grenze für die Portfolio-Konzentration überschritten wird, führt nach dem vorgeschlagenen System dazu, dass die Anleger zur Maximierung der effektiven Anlegerrendite Portfolios bevorzugen würden, welche die 51-Prozent-Voraussetzung erfüllen, aber diese Grenze nicht überschreiten, da dies eine weitere Besteuerung auf Fondsebene auslösen würde. Das restliche Portfolio sollte daher mit Instrumenten aufgefüllt werden, die Veräußerungsgewinne oder Zinseinkünfte erwirtschaften – wobei angenommen wird, dass der Anleger keinen Unterschied zwischen den verschiedenen Risikoprofilen der Anlagen macht.

#### Auswirkungen der steuerlichen Änderung 3: Streichung der Körperschaftsteuerbefreiungen

Nach dem jetzigen System sind realisierte Veräußerungsgewinne aus Streubesitzbeteiligungen für gewöhnliche institutionelle Anleger so gut wie steuerfrei (effektiver Steuersatz von 1,5 Prozent). Das vorgeschlagene System streicht diese Befreiungen für mittelbare Beteiligungen über Publikumsfonds. Für unmittelbare Beteiligungen an Zielunternehmen (und für mittelbare Beteiligungen an Spezialfonds) könnten sie jedoch beibehalten werden.

Diese unterschiedliche steuerliche Behandlung könnte unter der Geltung des vorgeschlagenen Systems einen Substitutionseffekt auslösen. Das heißt: Um die Steuerbefreiungen nicht zu verlieren, könnten Unternehmen ihre Beteiligungen an Publikumsfonds gegen Direktinvestitionen (oder gegen Beteiligungen an Spezialfonds) austauschen. Ob dieses Verhalten tatsächlich eintritt, hängt davon ab, in welchem Umfang Unternehmen ein diversifiziertes Portfolio benötigen, das eine sichere Rendite erzielt. Erweist sich das Letztere als zutreffend, wird entscheidend sein, ob die zusätzliche Steuerlast aus der Beibehaltung von Vermögenswerten in Fonds die Opportunitätskosten der Installation eines internen Handelsbereichs übersteigt.

Um zu erkennen, warum das so ist, sind zwei maßgebliche Fälle miteinander zu vergleichen:

- Der Fall, dass das Unternehmen 1.000 Euro unmittelbar in einem deutschen Beteiligungsportfolio anlegt sowie
- der Fall, dass das Unternehmen 1.000 Euro im selben deutschen Beteiligungsportfolio wie im ersten Fall anlegt, jedoch mittelbar durch einen Publikumsfonds

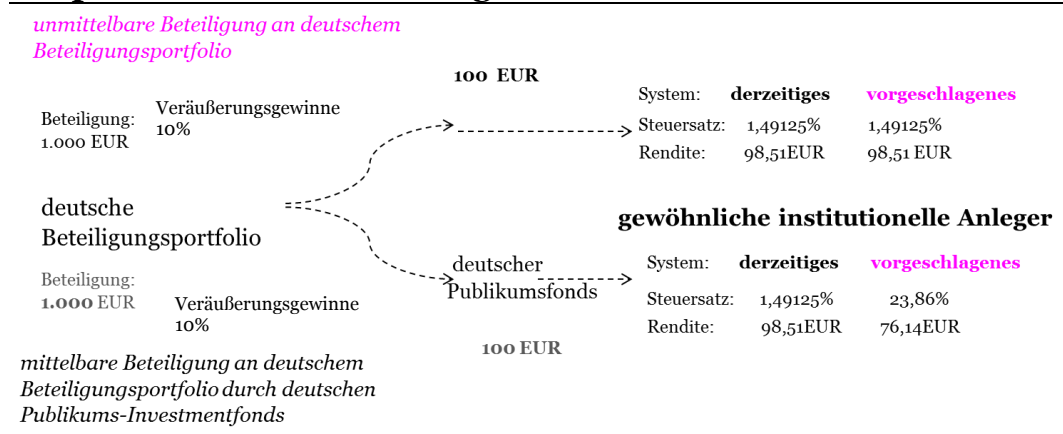
Wir nehmen an, dass die jährliche Portfoliorendite zehn Prozent beträgt. Sie wird entweder als Dividende ausbezahlt oder als Veräußerungsgewinn durch Verkäufe realisiert. In beiden Fällen führt die Renditestrategie zu einem Kapitalertrag von 100 Euro.

Die Veräußerungsgewinne eines unmittelbar oder mittelbar beteiligten gewöhnlichen institutionellen Anlegers werden nach dem derzeitigen System effektiv mit 1,49125 Prozent (einschließlich Solidaritätszuschlag) besteuert. Dies bedeutet, dass die effektive Rendite des Anlegers in beiden Fällen 98,51 Euro beträgt.

Die steuerliche Gleichbehandlung von unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungen im Fall von Publikumsfonds wird durch das vorgeschlagene System beendet. Nach dem vorgeschlagenen System führt die Streichung von Steuerbefreiungen für Beteiligungen in Kombination mit neuen Befreiungen für Aktienfonds zu einem effektiven Steuersatz von 23,86 Prozent, während der Steuersatz für den Fall einer Direktinvestition unverändert 1,49125 Prozent beträgt. Die effektive Rendite bleibt daher für den Fall einer Direktinvestition bei 98,5 Euro, während sie für den Fall einer mittelbaren Beteiligung an einem Publikumsfonds auf 76,14 Euro sinkt.

Das Beispiel wird in Abbildung C.4 dargestellt.

### Abbildung C.4 Auswirkungen der gestrichenen Körperschaftsteuerbefreiungen



Quelle: Copenhagen Economics

Nach alledem könnte die Streichung der Befreiung von Körperschaftsteuer für Erträge auf Fondsebene eine Entwicklung in Gang setzen, wonach Unternehmen ihre Beteiligungen an Publikumsfonds gegen Beteiligungen an Spezialfonds oder gegen Direktinvestitionen in Zielvermögenswerte austauschen. Das Ausmaß dieser Wirkung wird in erster Linie von Überlegungen über den Wert und die Kosten einer Diversifizierung bestimmt.



## Qualitative Gesamtauswirkungen

Die vorgeschlagenen Änderungen scheinen bestimmte Aspekte des Engagements in Investmentfonds in ihrer Attraktivität einzuschränken. Die Reform bezieht jedoch auch deutsches Recht in einen größeren europäischen Rahmen ein. Nur im Kontext dieses multinationalen Rahmens können wir die Auswirkungen auf den deutschen Markt bewerten.

Es geht hauptsächlich darum, dass die Einführung einer Besteuerung deutscher Dividenden auf Fondsebene von Publikumsfonds eine Steuerkaskade auslösen wird, welche die effektiven Renditen der Anleger senkt. Die steuerlichen Auswirkungen werden durch die Einführung neuer Steuerbefreiungen (sog. Teilfreistellungen) für den Fall abgemildert sein, dass mindestens 51 Prozent der Vermögenswerte eines Fonds in Aktien oder in inländischen (ausländischen) Immobilien angelegt sind. Da die Einführung von Steuerbefreiungen auf Anlegerebene unabhängig davon gilt, ob die Einkünfte des Publikumsfonds im Übrigen aus Dividenden oder Veräußerungsgewinnen stammen, folgt daraus, dass in einigen Fällen die vorgeschlagenen Befreiungen Privatanleger überkompensieren könnten. Für gewöhnliche institutionelle Anleger, die der regulären Körperschaftsteuer unterliegen, sollte dieser Effekt nicht eintreten, sofern die derzeitige Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne aus Aktien abgeschafft wird.

Um diesen Effekten entgegenzuwirken, könnten Anleger und Publikumsfonds ihr Verhalten ändern – unter Beibehaltung eines geeigneten Risikoprofils. Eine Option bestünde darin, Beteiligungen an Publikumsfonds gegen andere Investmentprodukte auszutauschen.

Letztlich könnten Publikumsfonds zur Beschränkung der Verhaltensauswirkungen auf Anlegerebene ihre strukturellen Merkmale ändern. Auf dieser Ebene erkennen wir vier Kanäle, die statische und dynamische Effekte befördern könnten:

- Umschichtung des Fondsportfolios zu 51-prozentiger Konzentration auf Aktien oder inländische (ausländische) Immobilien
- Umschichtung der Ertragsbasis des Fonds zu ausländischen Zielunternehmen, um Quellensteuer zu senken, oder zu anderen nicht besteuerten Vermögenswerten<sup>72</sup>
- Umschichtung der Fondseinkünfte von Dividenden zu Veräußerungsgewinnen
- Umwandlung von Publikumsfonds in Spezialfonds

Die Antwort auf die Frage, welche Verhaltensauswirkungen dominieren, bestimmt letztlich, auf welche Weise Portfolios neu geordnet werden und wie sich dadurch die effektiven Renditen zusammen mit den maßgeblichen Steuersätzen verändern. Zur Durchführung einer ausführlicheren Folgenabschätzung ist also die Vornahme einer Gewichtung erforderlich, um festzustellen, wie Anleger, die ihre Risikopräferenzen offengelegt haben, ihre Neuordnung durchführen. Hierzu wird auf den Hauptbericht verwiesen.

---

<sup>72</sup> Dividenden werden üblicherweise im Quellenland mit Sätzen von um die 15 % besteuert (Quellensteuer). Es gibt Länder, in denen die Quellensteuer vollständig erstattet wird. Letztlich jedoch würde eine derartige Umschichtung bedeuten, dass der deutsche Markt als Anlagenkategorie zu vermeiden wäre, was aus Sicht der Vermögensverwaltung möglicherweise nicht umsetzbar ist. Im Bereich der Immobilien lautet die Kernfrage, ob die 40-prozentige/60-prozentige Befreiung ausreicht, um das Fehlen der Anrechnungs-/Abzugsmöglichkeit der vom Fonds bezahlten inländischen oder ausländischen Einkommensteuer zu kompensieren.



## Anlage D

# Portfoliofondsengagements von Kirchen

Um Informationen über die Portfolio- (Fonds-) Engagements steuerbefreiter Anleger zu erhalten, haben wir uns sodann an die wichtigsten Organisationen gewandt: Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen (ABV), die Arbeitsgemeinschaft kommunale und kirchliche Altersversorgung (AKA), Stifterverband, Katholisches Büro, Bundesverband Deutscher Stiftungen und Deutsches Zentralinstitut für soziale Fragen (DZI).

Antworten erhielten wir nur von der ABV und der AKA. Die Fondsengagements wichtiger Akteure waren daher nicht erfasst.

Die Fondsdaten für steuerbefreite institutionelle Anleger mussten wir uns also auf anderem Wege besorgen.

Hierzu haben wir die Daten über das Anlagevolumen von sechs der sieben oben dargestellten Institutionen gesammelt (über das DZI stehen keine Daten zur Verfügung).

Die Daten für das Katholische Büro beruhen auf einer groben Schätzung, die von dem Katholischen Büro zur Verfügung gestellt wurden.<sup>73</sup>

Die Daten des Bundesverbands Deutscher Stiftungen enthielten nur seine 15 größten Mitglieder. Zur Abschätzung der Gesamtdaten aller 3.200 Mitglieder führten wir eine Expansion auf der Grundlage eines funktionellen Zusammenhangs durch.

Nachdem wir nun das Anlagevolumen der sechs Organisationen kennen, stellen wir fest, dass das Gesamtvolumen 463.730 Mio. Euro beträgt, wenn der AKA eingeschlossen wird. Ohne den AKA beläuft es sich auf 389.730 Mio. Euro, vgl. Tabelle D.1.

**Tabelle D.1 Anlagevolumen**

	Gesamtvermögenswerte in Mio. Euro
ABV	142.602
AKA	74.000
Stifterverband	2.492
Katholisches Büro	7.750
Bundesverband Deutscher Stiftungen	236.886
DZI	
<b>Gesamt</b>	<b>463.730</b>

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Jahresberichten

Ausgehend von diesen Volumina haben wir angenommen, dass die ABV in Bezug auf verschiedene Fondsengagements im Verhältnis zu den Gesamtvermögenswerten repräsentativ ist. Unter der Annahme, dass die ABV repräsentativ ist, stellen wir fest

<sup>73</sup> Herr Wessel, Katholisches Büro

(ohne AKA), dass etwa 10,5 Mrd. Euro in deutschen Publikumsfonds investiert sind, vgl. Tabelle D.2.<sup>74</sup>

### **Tabelle D 2. Engagement in deutschen Fonds**

Annäherung basierend auf ABV	Engagements in deutschen Publikumsfonds in Millionen Euro	Engagements in deutschen Spezialfonds in Millionen Euro
Aktienfonds	2.085,27	38.021,40
Rentenfonds	4.512,17	46.152,05
Gemischte Wertpapierfonds	1.768,25	46.042,73
Geldmarktfonds	-	-
Offene Immobilienfonds	918,29	13.197,62
Gemischte Fonds	-	-
Hedgefonds	1.180,65	-
Altersvorsorgefonds	-	-
Derivative Fonds	-	243,24
Sonstige Fonds	-	-
Dachfonds	-	-
<b>Gesamt</b>	<b>10.464,63</b>	<b>193.657,04</b>

Quelle: Copenhagen Economics, basierend auf Jahresberichten

<sup>74</sup> Nach allem, was wir wissen, ist die AKA nur teilweise steuerfrei (+a Pensionsfonds) und daher mit der Gruppe der sonstigen steuerbefreiten Anleger nicht vollständig vergleichbar.

## Anlage E

# Modelleffekte

Die Auswirkungen auf die Portfoliorendite von Fonds und Anlegern sind in den beiden nachfolgenden Unterabschnitten dargestellt. Der erste Unterabschnitt enthält die statischen Effekte, während der zweite Unterabschnitt die Ergebnisse des dynamischen Modells wiedergibt. Für beide Unterabschnitte gilt:

- Fall 1 stellt das Szenario dar, in dem Aktien und Immobilien acht Prozent erwirtschaften und festverzinsliche Anlagen drei Prozent.
- Fall 2 stellt das Szenario dar, in dem Aktien und Immobilien zehn Prozent erwirtschaften und festverzinsliche Anlagen fünf Prozent.

Alle nachfolgend getroffenen Annahmen sind mit den Angaben im Haupttext identisch.

### Statische Effekte

**Tabelle E. 1 Absolute statische Änderung der effektiven Rendite von Publikumsfonds**

Durchgehend in Basispunkten	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	-22	-28	-22	-27	-22	-27
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge	-26	-32	-25	-31	-25	-31
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-19	-23	-19	-23	-19	-23
Kirchen	-19	-23	-19	-23	-19	-23
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	-50	-63	-48	-60	-44	-54
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriefoundationen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0	0	0	0	0	0
Kreditinstitute	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzintermediäre	-54	-68	-52	-65	-48	-58
Lebens- und Krankenversicherungen	-18	-22	-18	-22	-18	-22
Andere Versicherungsgesellschaften	-54	-68	-52	-65	-48	-58
<b>Natürliche Personen</b>	-45	-56	-41	-51	-31	-34
Privatpersonen	-8	-10	-6	-8	-2	-1
Personenunternehmer	-50	-63	-46	-57	-35	-39
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-30</b>	<b>-37</b>	<b>-28</b>	<b>-34</b>	<b>-24</b>	<b>-28</b>

Quelle: Copenhagen Economics

**Tabelle E. 2 Absolute gewichtete Änderung der Portfoliorendite**

Durchgehend Basispunkte	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
	<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	-1,7	-2,1	-1,6	-2,0	-1,6
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge	-2,2	-2,7	-2,1	-2,7	-2,1	-2,6
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-0,9	-1,1	-0,9	-1,1	-0,9	-1,1
Kirchen	-1,6	-2,1	-1,6	-2,1	-1,6	-2,1
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,5	-0,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kreditinstitute	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Finanzintermediäre	-2,3	-2,9	-2,2	-2,8	-2,0	-2,5
Lebens- und Krankenversicherungen	-0,8	-1,0	-0,8	-1,0	-0,8	-1,0
Andere Versicherungsgesellschaften	-3,1	-3,9	-3,0	-3,7	-2,7	-3,3
<b>Natürliche Personen</b>	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Privatpersonen	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Personenunternehmer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>

Quelle: Copenhagen Economics

**Tabelle E. 3 Relative Änderung der effektiven Rendite von Publikumsfonds**

Durchgehend in Prozent	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
	<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	3,7	3,5	3,7	3,5	3,6
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge	4,6	4,3	4,5	4,2	4,4	4,1
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	2,9	2,8	2,9	2,8	2,9	2,8
Kirchen	2,9	2,8	2,9	2,8	2,9	2,8
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	9,3	8,9	8,9	8,5	8,2	7,7
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	-	-	-	-	-	-
Kreditinstitute	-	-	-	-	-	-
Sonstige Finanzintermediäre	10,1	9,7	9,7	9,3	8,9	8,3
Lebens- und Krankenversicherungen	2,9	2,7	2,8	2,7	2,8	2,7
Andere Versicherungsgesellschaften	10,1	9,7	9,7	9,3	8,9	8,3
<b>Natürliche Personen</b>	9,3	8,9	8,5	8,1	6,4	5,5
Privatpersonen	1,6	1,6	1,2	1,1	0,5	0,2
Personenunternehmer	10,4	10,0	9,5	9,0	7,3	6,2
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>

Quelle: Copenhagen Economics

**Tabelle E. 4 Relative gewichtete Änderung der Portfoliorendite**

Durchgehend in Prozent	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
	<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kirchen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kreditinstitute	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Finanzintermediäre	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
Lebens- und Krankenversicherungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Andere Versicherungsgesellschaften	1,1	1,0	1,1	0,9	1,0	0,8
<b>Natürliche Personen</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Privatpersonen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personenunternehmer	-	-	-	-	-	-
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>

Quelle: Copenhagen Economics

## Dynamische Effekte

**Tabelle E.5 Absolute Änderung der effektiven Rendite von Publikumsfonds**

Durchgehend Basispunkte	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	-11	-14	-11	-14	-11	-14
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersvorsorge	-13	-17	-13	-16	-13	-16
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-9	-11	-9	-11	-9	-11
Kirchen	-9	-12	-9	-12	-9	-12
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	-25	-31	-24	-30	-22	-28
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0	0	0	0	0	0
Kreditinstitute	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzintermediäre	-27	-34	-26	-32	-24	-30
Lebens- und Krankenversicherungen	-9	-11	-9	-11	-9	-11
Andere Versicherungsgesellschaften	-27	-34	-26	-33	-24	-30
<b>Natürliche Personen</b>	-38	-48	-33	-41	-16	-20
Privatpersonen	-5	-6	-4	-5	-2	-2
Personenunternehmer	-43	-55	-37	-47	-18	-22
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>

Quelle: Copenhagen Economics



**Tabelle E.6 Absolute gewichtete Änderung der Portfoliorendite**

Durchgehend Basispunkte	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
	<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	-1,0	-1,3	-1,0	-1,3	-1,0
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung	-1,1	-1,4	-1,1	-1,4	-1,1	-1,4
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9
Kirchen	-1,2	-1,6	-1,2	-1,6	-1,2	-1,6
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Kreditinstitute	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Sonstige Finanzintermediäre	-1,7	-2,3	-1,7	-2,2	-1,4	-1,8
Lebens- und Krankenversicherungen	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	-0,5	-0,7
Andere Versicherungsgesellschaften	-2,2	-2,9	-2,1	-2,7	-1,8	-2,3
<b>Natürliche Personen</b>	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Privatpersonen	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Personenunternehmer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>

Quelle: Copenhagen Economics

**Tabelle E.7 Relative Änderung der effektiven Rendite von Publikumsfonds**

Durchgehend in Prozent	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	1,8
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung	2,4	2,2	2,3	2,2	2,3	2,1
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kirchen	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	1,4
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	4,6	4,5	4,4	4,3	4,1	3,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriefoundationen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	-	-	-	-	-	-
Kreditinstitute	-	-	-	-	-	-
Sonstige Finanzintermediäre	5,0	4,9	4,8	4,6	4,5	4,2
Lebens- und Krankenversicherungen	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3
Andere Versicherungsgesellschaften	5,1	4,9	4,9	4,7	4,5	4,3
<b>Natürliche Personen</b>	7,8	7,7	6,7	6,6	3,3	3,2
Privatpersonen	0,9	0,9	0,8	0,7	0,5	0,4
Personenunternehmer	8,8	8,7	7,6	7,4	3,8	3,6
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>

Quelle: Copenhagen Economics

**Tabelle E.8 Relative gewichtete Änderung der Portfoliorendite**

Durchgehend in Prozent	Niedrig		Hoch		Alle Vermögenswerte konzentriert	
	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2	Fall 1	Fall 2
<b>Steuerbegünstigte Anleger</b>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Berufsständische Versorgung, private Altersvorsorge und betriebliche Altersversorgung	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kirchen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Körperschaftsteuerpflichtige betriebliche Anleger</b>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschl. Industriefoundationen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kreditinstitute	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Finanzintermediäre	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Lebens- und Krankenversicherungen	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Andere Versicherungsgesellschaften	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6
<b>Natürliche Personen</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Privatpersonen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personenunternehmer	-	-	-	-	-	-
<b>Gesamtwirtschaft</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>

Quelle: Copenhagen Economics

