

Tabea Bucher-Koenen
Christine Laudenbach
Ulrike Malmendier
Claudia Schaffranka
Milena Schwarz

Die kollektive Lösung der Frühstartrente: Empfehlungen für Anlagestrategie und Governance

SAFE White Paper No. 121 | September 2026

Leibniz Institute for Financial Research SAFE
Sustainable Architecture for Finance in Europe

policy_center@safe-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Die kollektive Lösung der Frühstartrente: Empfehlungen für Anlagestrategie und Governance*

Tabea Bucher-Koenen[†] Christine Laudenbach[‡] Ulrike Malmendier[§] Claudia
Schaffranka[¶] Milena Schwarz^{||}

10. September 2026

Summary

Mit der Frühstartrente wird in Deutschland erstmals eine Geldanlage am Kapitalmarkt zur voreingestellten Lösung (Default) für die Altersvorsorge. Ohne eigene Anlageentscheidung werden die Beiträge der Kinder und Jugendlichen künftig kollektiv und gebündelt am Kapitalmarkt investiert. Dieses Papier untersucht, wie diese kollektive Anlage ausgestaltet werden sollte, damit sie die breite Bevölkerung niedrigschwellig am Kapitalmarkt beteiligt und jungen Menschen früh eigene Erfahrungen mit Kapitalanlage ermöglicht. Basierend auf wissenschaftlicher Evidenz empfehlen wir ein breit diversifiziertes, aktienbasiertes Portfolio, sowie eine passive, regelgebundene und indexbasierte Verwaltung. Entscheidend ist zudem eine unabhängige Governance. Die Leitplanken in der Anlagestrategie sollten im parlamentarischen Verfahren festgelegt werden. Ein unabhängiger Expertenrat sollte die Anlagerichtlinie entwickeln und überwachen. Zuletzt sollte die Frühstartrente stärker bildungspolitisch flankiert werden, um die Finanzkompetenz von Kindern und ihren Familien zu stärken.

*SAFE policy papers represent the authors' personal opinions and do not necessarily reflect the views of the Leibniz Institute for Financial Research SAFE or its staff.

[†]ZEW Mannheim und Universität Mannheim.

[‡]Leibniz Institute for Financial Research SAFE und Goethe Universität.

[§]University of California, Berkeley und SAFE.

[¶]Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Email: schaffranka@safe-frankfurt.de.

^{||}Sachverständigenrat Wirtschaft, Email: milena.schwarz@svr-wirtschaft.de.

Wir danken Heiko Jacobs für die vielen hilfreichen Kommentare.

Executive Summary

Durch die Frühstartrente wird in Deutschland erstmals eine Geldanlage am Kapitalmarkt zur voreingestellten Lösung (Default) für die Altersvorsorge. Die Anlage erfolgt kollektiv, das heißt: Für alle, die keine eigene Anlageentscheidung treffen, werden die Beiträge über die Default-Lösung gebündelt am Kapitalmarkt investiert. Dies ermöglicht einen niedrighschwelligen Zugang zum Kapitalmarkt für alle.

Entscheidend für den Erfolg sind die Ausgestaltung und die Anlagestrategie. Übergeordnetes Ziel ist es, die breite Bevölkerung am Kapitalmarkt zu beteiligen und sie dabei zu unterstützen, schon in jungem Alter Kapital für die Altersvorsorge aufzubauen. Zugleich soll das Instrument jungen Menschen früh eigene Erfahrungen mit der Kapitalanlage ermöglichen. Dafür muss nachvollziehbar sein, wie das Geld angelegt ist, was es kostet und wie es sich entwickelt.

Basierend auf wissenschaftlichen Erkenntnissen und der politischen Zielsetzung, leiten wir die folgenden Empfehlungen ab:

1. **Anlageklasse:** Vor dem Hintergrund des langen Anlagehorizonts und der langfristig hohen durchschnittlichen erwarteten Rendite von Aktien empfiehlt sich für die Frühstartrente ein breit diversifiziertes, rein aktienbasiertes Portfolio. Da die kurzfristige Wertstabilität bei einem solch langen Anlagehorizont irrelevant ist und Finanzvermögen in Deutschland nach wie vor überwiegend in Sparkonten und anderen festverzinslichen Produkten angelegt wird, ist eine Beimischung von Anleihen in der Ansparphase nicht angezeigt. Eine schrittweise Umschichtung in risikoärmere Anlagen ist erst näher am Renteneintrittsalter sinnvoll. Zusätzliche Anlageklassen wie illiquide Anlagen wären für eine breitere Diversifikation potenziell denkbar, würden in der Praxis allerdings die Komplexität und die Kosten erhöhen, so dass ein Ausschluss vertretbar erscheint.
2. **Kapitalverwaltung und Kosten:** Eine passive, regelgebundene und indexbasierte Strategie erfüllt die Anforderungen an Transparenz und niedrige Kosten. Aktiv verwaltete Fonds erzielen nach Kosten im Durchschnitt keine höheren Renditen; nur wenige aktiv verwaltete Fonds schlagen den Markt nach Kosten dauerhaft, und diese lassen sich im Voraus kaum verlässlich identifizieren.
3. **Gewichtung:** Eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung ist der etablierte und transparente Standard. Als Alternative bietet sich eine Gewichtung nach Wirtschaftsleistung (BIP) an, die die Konzentration auf stark kapitalisierte Länder, wie die USA, reduzieren würde. Wissenschaftlich ist nicht eindeutig belegt, welche der beiden Gewichtungen langfristig überlegen ist.
4. **Governance:** Der institutionellen Ausgestaltung kommt besondere Bedeutung zu. Internationale Erfahrungen zeigen eindrücklich, wie wichtig es ist, Zielkonflikte zu vermeiden, die durch die Vermischung von Altersvorsorgezielen mit anderen politischen Zielen entstehen würden, um Glaubwürdigkeit aufzubauen und die langfristige Stabilität des Systems zu sichern. Für eine transparente und stabile Governance sollten grundlegende Entscheidungen über Anlageziele parlamentarisch legitimiert, die Konkretisierung der Anlagestrategie fachlich durch einen Expertenrat verantwortet und die operative Umsetzung durch ein professionelles Anlagemanagement von politischer Einflussnahme getrennt implementiert werden.

Der Regierungsentwurf zur Frühstartrente vom 14. August 2026 weist drei Schwächen auf. Der erste Schwachpunkt betrifft die Governancestruktur: Er verlagert zu viele Grundsatzentscheidungen in die Anlagerichtlinie aus, wie beispielsweise zur Anlageklasse, die im Referentenentwurf noch als global diversifizierte Aktienanlage vorgesehen war. Diese Entscheidungen über Renditechancen und Risiken betreffen ein wesentliches Element der kollektiven Anlage und sollten im parlamentarischen Verfahren festgelegt werden. Ein unabhängiger Expertenrat mit hohem Fachwissen sollte die Anlagerichtlinie daraufhin ausbauen, überarbeiten und überwachen.

Der zweite Schwachpunkt betrifft den Übergang von der kollektiven Lösung in die weitere Altersvorsorge. Da die Übertragung in ein individuelles Vorsorgeprodukt eine aktive Entscheidung voraussetzt, droht gerade bei denjenigen, die in der Default-Lösung verblieben sind, eine Unterbrechung der Kapitalanlage. Ein automatischer Anschluss an die weitere Altersvorsorge sollte auch für diese Personen sichergestellt werden. Erreichen ließe sich dies, indem die kollektive Anlage für diejenigen, die keine aktive Entscheidung treffen, als gesetzliche Kapitalrente weitergeführt würde.

Zuletzt sollte die Frühstartrente stärker bildungspolitisch flankiert werden. Lerneffekte entstehen, wenn Kinder, Eltern und später junge Erwachsene nachvollziehen können, wie sich das Vermögen entwickelt, weshalb sein Wert schwankt und welche Rolle Diversifikation, Kosten und Anlagehorizont spielen. Die Frühstartrente sollte gezielt bildungspolitisch begleitet werden, um die Finanzkompetenz von Kindern und ihren Familien zu stärken. Idealerweise sollte diese im Zusammenspiel mit der nationalen Finanzbildungsstrategie geschehen, die von der OECD seit langem gefordert wird.

1 Einleitung

In Deutschland wird Finanzvermögen nach wie vor überwiegend in Sparkonten und anderen festverzinslichen Produkten angelegt. Insbesondere Haushalte mit geringerem Vermögen erzielen dadurch niedrigere Renditen als Haushalte entlang der oberen 10% der Vermögensverteilung, die stärker in Kapitalmarktprodukte anlegen ([Deutsche Bundesbank, 2025](#)). Um den frühzeitigen Vermögensaufbau zu unterstützen und die Alterssicherung für künftige Generationen auf eine breitere Basis zu stellen, verfolgt die Bundesregierung einen neuen Ansatz mit der Frühstartrente. Alle Kinder und Jugendlichen sollen monatliche staatliche Zahlungen erhalten, die langfristig am Kapitalmarkt investiert werden ([BMF, 2026](#)).

Die verhaltensökonomische Forschung zeigt, dass Menschen oft deutlich mehr von persönlichen Erfahrungen als von theoretischem Wissen beeinflusst werden. Das gilt auch für Finanzentscheidungen. Ausgangspunkt sind die Forschungsergebnisse von [Malmendier and Nagel \(2011\)](#), die nachweisen, dass persönlich erlebte Kapitalmarktrenditen individuelle Erwartungen, Risikowahrnehmung und Anlageverhalten nachhaltig prägen. Personen, die über ihren Lebensverlauf höhere Aktienrenditen erlebt haben, beteiligen sich mit höherer Wahrscheinlichkeit am Kapitalmarkt, während negative Erfahrungen dauerhaft abschreckend wirken. Die Bedeutung dieser persönlichen Erfahrungen lässt sich nicht nur in US-Daten, sondern auch für Europa ([Ampudia and Ehrmann, 2017](#)) und insbesondere auch für Deutschland ([Karin et al., 2026](#)) zeigen. In Deutschland hält sich jedoch ein im internationalen Vergleich besonders hoher Anteil an Haushalten von Kapitalmarktinvestitionen fern. Zudem haben viele Haushalte erstmals im Zuge der Telekom-Privatisierung am Aktienmarkt investiert. Die anschließenden Verluste dieser nicht-diversifizierten Anlage haben zu geringerer Kapitalmarktbeteiligung geführt, die auch Jahrzehnte später noch messbar ist.

Umgekehrt zeigen internationale Erfahrungen etwa aus Schweden oder den USA, dass automatische Teilnahme an breit gestreuten Aktienanlagen Menschen dauerhaft und niedrigschwellig an den Kapitalmarkt heranzuführen können. Insbesondere Standardoptionen („Default-Lösungen“) können das Anlageverhalten großer Teile der Bevölkerung prägen. Gerade bei langfristigen und komplexen Finanzentscheidungen helfen voreingestellte Lösungen vielen Menschen beim ersten Schritt einer Umorientierung in renditeträchtigere Kapitalmarktanlagen ([Beshears et al., 2010](#); [Choi et al., 2004](#)).

Auch in Deutschland entstehen derzeit kapitalgedeckte Elemente für unterschiedliche Lebensphasen. Die konkrete Anlagestrategie der einzelnen Vorsorgesysteme muss dem Zweck des jeweiligen Elements folgen. Während die Reformen der gesetzlichen, betrieblichen und privaten Altersvorsorge vor allem Menschen im Erwerbsalter adressieren, setzt die Frühstartrente bereits im Kindesalter an. Die Frühstartrente soll Menschen frühzeitig und niedrigschwellig an den Kapitalmarkt heranzuführen und ihnen Kapitalmarkterfahrung ermöglichen, ohne dass typische Anlagefehler wie die Auswahl von Fonds mit zu hohen Kosten oder eine unzureichende Diversifizierung entstehen. Zudem sollen auch diejenigen Familien einbezogen werden, die mit einer aktiven Auswahlentscheidung zwischen den verschiedenen privaten Anbietern überfordert sind. Erfolgt keine aktive Entscheidung, werden die Beiträge über eine staatlich organisierte kollektive Lösung angelegt.

Eine verständliche Default-Lösung kann helfen, eine grundlegende Hürde des Vermögensaufbaus zu überwinden: Viele Menschen scheuen sich vor einer Beteiligung am Kapitalmarkt auch deswegen, weil sie davon ausgehen, dass dafür dauerhaft ein erheblicher Zeitaufwand sowie

umfangreiches Finanzwissen, zum Beispiel die Verfolgung von Unternehmensnachrichten oder der makroökonomischen Entwicklungen, erforderlich sind (Duraj et al., 2024). Eine repräsentative Umfrage im Rahmen des Projektes INNOFIB** zeigt, dass Eltern, die selber nicht in Aktien anlegen, für ihre Kinder am häufigsten sichere Anlagen auswählen würden. Etwa 20% dieser Eltern wissen nicht, was sie auswählen würden. Genau diese Eltern, ohne eigene Erfahrung mit dem Aktienmarkt und ohne klare Vorstellung, werden von der Default-Lösung angesprochen. Gelingt es, die kollektive Lösung einfach, transparent und nachvollziehbar auszugestalten, könnte diese Erfahrung die Einstellung der Anleger nachhaltig beeinflussen und für die Aktienkultur in Deutschland förderlich sein.

Zudem zeigt die Forschung, dass viele Menschen Schwierigkeiten haben, die langfristigen Auswirkungen von scheinbar geringen Renditeunterschieden und laufenden Kosten, also den Zinseszinsseffekt, korrekt zu beurteilen (Lusardi and Tufano, 2009; Stango and Zinman, 2009; Choi et al., 2010). Für ein Vorsorgeprodukt mit einem Anlagehorizont von mehreren Jahrzehnten beeinflussen selbst kleine Unterschiede in Rendite und Kosten den späteren Vermögensaufbau deutlich.

Aus den Frühstartrentenzahlungen von EUR 10 pro Monat werden ohne jede weitere Einzahlung nach 12 Jahren (also aus den insgesamt EUR 1.440) bis zu einem Renteneintritt im Alter von 67 Jahren schon bei einer Rendite von 7% pro Jahr ca. 58.200 EUR bei 0,1% Gebühren, aber nur EUR 36.300 bei 1,0% Gebühren.^{††}

Diese Beispielrechnung verdeutlicht, dass die Anlagestrategie nicht nur einfach und verständlich, sondern auch konsequent auf langfristige Renditeorientierung und niedrige Kosten ausgerichtet sein sollte, Vermögen aufzubauen.

Insgesamt ist die Wahl der Anlagestrategie und der Governance der kollektiven Lösung somit keine technische Detailfrage der Fondsverwaltung, sondern eine zentrale wirtschaftspolitische Gestaltungsaufgabe. Sie entscheidet, ob es gelingt, Vertrauen in kapitalgedeckte Vorsorge zu schaffen und die Kapitalmarktbeteiligung in der Bevölkerung zu stärken.

Dieses Papier diskutiert diese Designelemente systematisch auf Grundlage der finanz- und verhaltensökonomischen Literatur. Die daraus abgeleiteten Empfehlungen für die Governance und Organisation der Frühstartrente sind grundsätzlich für alle kapitalgedeckten Vorsorgesysteme relevant. In weiten Teilen reichen sie über die Ausgestaltung der Frühstartrente hinaus und sind somit konzeptioneller Ausgangspunkt für die Gestaltung weiterer kapitalgedeckter Elemente der Alterssicherung.

2 Anlagestrategie

2.1 Welche Anlageklassen eignen sich für die kollektive Lösung der Frühstartrente?

Die erste grundlegende Entscheidung betrifft die Auswahl der Anlageklassen. Privaten Haushalten stehen für den langfristigen Vermögensaufbau verschiedene Anlageformen zur Verfügung, darunter Einlagen, Anleihen, Aktien, Immobilien sowie alternative Anlagen wie Private

**Lifelong Learning and Innovative Financial Education for All

^{††}Die entsprechenden realen Erträge bei einer jährlichen Verzinsung (nach Abzug der Inflation ca. 5%) belaufen sich auf etwa 20.300 EUR bei Gebühren von 0,1%, aber nur 12.600 EUR bei Gebühren von 1,0%.

Equity, Infrastruktur oder Rohstoffe. Diese Anlageformen unterscheiden sich hinsichtlich ihrer erwarteten Renditen, Risiken, Liquidität und Komplexität.

Ausgangspunkt für die Überlegung, welche Anlageklassen sich für den Default der Frühstartrente eignen, ist die portfoliotheoretische Erkenntnis, dass ein Marktportfolio existiert, das das beste Risiko-Rendite-Profil aufweist. In der praktischen Umsetzung wird hierfür häufig auf eine einfache Heuristik zurückgegriffen, etwa die Aufteilung von 60 Prozent des Vermögens in Aktien und 40 Prozent in Anleihen. Diese Heuristik bezieht sich jedoch auf das Gesamtvermögen eines Anlegers, der über sein Leben hinweg aus diesem Vermögen Konsum finanziert. Für die Frühstartrente hingegen ist ein langer Anlagehorizont vorgesehen, da nach den staatlichen Einzahlungen in die Frühstartrente vom 6. bis 18. Lebensjahr eine Auszahlung zum Renteneintritt (frühestens zum 65. Lebensjahr) vorgesehen ist. Für die optimale Anlagestrategie ist die kurzfristige Wertstabilität daher irrelevant und sie sollte ausschließlich auf den langfristigen Vermögensaufbau ausgerichtet werden.

Historische Untersuchungen langfristiger Kapitalmarktdaten zeigen, dass Aktien über lange Zeiträume die höchsten realen Renditen erzielt haben. [Jordà et al. \(2019\)](#) zeigen für 16 entwickelte Volkswirtschaften über den Zeitraum von 1870 bis 2015 reale Jahresrenditen von rund sieben Prozent für Aktien und Wohnimmobilien. Dabei weisen Wohnimmobilien eine leicht geringere Volatilität auf. Anleihen und Geldmarktanlagen liefern deutlich niedrigere reale Renditen von real etwa 1-2 Prozent pro Jahr. Die Ergebnisse sind stabil über die betrachteten 16 Länder und im Zeitverlauf. Auch [Dimson et al. \(2026\)](#) zeigen, dass in allen Ländern, für die seit 1900 Daten vorliegen, Aktien eine höhere Rendite erzielt haben als Unternehmens- oder Staatsanleihen.

Ein Renditeunterschied von wenigen Prozentpunkten entscheidet über den langen Anlagehorizont der Frühstartrente damit darüber, ob aus der staatlichen Förderung ein spürbarer Vermögensbaustein oder ein weitgehend symbolischer Betrag wird. Vor diesem Hintergrund spricht die verfügbare Evidenz dafür, Aktien als zentralen Baustein der kollektiven Lösung zu betrachten. Im Folgenden wird diskutiert, ob alternative Anlageklassen, wie Immobilien, Anlagen an Privatmärkten, Rohstoffinvestments und Kryptowährungen, eine sinnvolle Ergänzung für die kollektive Lösung darstellen können.

Alternative Anlageklassen?

Neben Aktien haben auch Immobilien hohe reale Renditen in den letzten 150 Jahren erzielt. Privatanleger können über Immobilienfonds oder ETFs auf Real-Estate-Investment-Trusts (REITs) in Immobilien investieren. Bei offenen Immobilienfonds, deren Anteile jederzeit wieder verkauft werden können, hat sich in der Vergangenheit die Kombination illiquider Vermögenswerte mit dem Versprechen kurzfristiger Liquidität jedoch als problematisch erwiesen. Wollen viele Anleger sich gleichzeitig auszahlen lassen, kann die Folge der kurzfristige Verkauf mit Wertverlust sein. Geschlossene Immobilienfonds sind dagegen häufig mit langen Kapitalbindungsfristen verbunden, da oft nur in wenige Projekte investiert wird ([Weber et al., 2020](#)).

Im Hinblick auf das Ziel einer breiteren Risikostreuung kommt hinzu, dass Immobilien bereits über börsennotierte Immobilienunternehmen in breit diversifizierten Aktienindizes enthalten sind. Deshalb ist eine eigenständige Beimischung von Immobilienfonds für die kollektive Lösung nicht erforderlich.

Anlagen an Privatmärkten wie Private Equity, Private Debt oder Infrastrukturinvestitionen

haben in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Durch die neue ELTIF-Verordnung (European Long-term Investment Funds) sind diese Anlageformen inzwischen auch für Privatanleger leichter zugänglich. Für eine Beimischung spricht, dass sie zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten eröffnen und hohe Renditen erzielen können.

Gleichzeitig sind solche Anlagen häufig mit hohen Kosten, geringerer Transparenz und eingeschränkter Liquidität verbunden. Grundsätzlich kann eine begrenzte Beimischung für erfahrene Anleger sinnvoll sein. Eine Anlage mit Fokus auf junge, nicht gelistete Unternehmen, soll laut Regierungsentwurf geprüft werden. Abzuwägen ist, ob solche Anlageformen mit den Zielen der Einfachheit, Transparenz und Nachvollziehbarkeit vereinbar sind oder ob sie aufgrund der höheren Intransparenz und Komplexität sowie vergleichsweise geringen Anlagesumme bei der Frühstartrente (anders als bei anderen Elementen der kapitalgedeckten Altersvorsorge) nicht berücksichtigt werden sollten.

Als weitere alternative Anlageklasse kämen Rohstoffinvestments über Futures-Kontrakte in Betracht. Für eine Beimischung spricht, dass vollständig besicherte Rohstoff-Futures historisch ähnlich hohe Renditen wie Aktien erzielt haben und gleichzeitig nur gering oder sogar negativ mit Aktien- und Anleiherenditen korreliert waren ([Gorton and Rouwenhorst, 2006](#)). Dagegen sprechen die zusätzliche Komplexität der Anlageklasse sowie die anhaltend kontroverse Diskussion über mögliche Auswirkungen der Finanzialisierung von Rohstoffmärkten. Während die meisten Studien keinen belastbaren Zusammenhang zwischen steigenden Handelsvolumina und höheren Rohstoffpreisen finden, kommen andere Arbeiten zu gegenteiligen Ergebnissen. Auch hier dürfte das vergleichsweise geringe Anlagevolumen der Frühstartrente und das Ziel einer möglichst einfachen Anlagestrategie gegen eine Beimischung von Rohstoff-Futures sprechen.

Kryptowährungen eignen sich aus mehreren Gründen nicht als Bestandteil eines breit gestreuten Portfolios für Privatanleger. [Liu and Tsyvinski \(2021\)](#) zeigen, dass Kryptorenditen von Faktoren getrieben werden, die spezifisch für Kryptomärkte sind, etwa Netzwerkfaktoren der Nutzeradoption, nicht jedoch von klassischen ökonomischen Produktionsfaktoren. Aus ihrer Sicht ist der Krypto-Markt eher von Stimmung und Spekulation als von fundamentaler Bewertung getrieben. Hinzu kommen die hohe Volatilität sowie die fehlende, belastbare Diversifikationswirkung gegenüber Aktien. In Krisenzeiten zeigen Kryptowährungen zudem keine stabile Absicherungsfunktion, anders als etwa Gold. Schließlich sprechen praktische Gründe wie regulatorische Unsicherheiten, Verwahrungsrisiken und Cyberkriminalität gegen eine Beimischung.

2.2 Sollte die Kapitalanlage aktiv oder passiv erfolgen?

Grundsätzlich stehen für die Umsetzung zwei Ansätze zur Verfügung. Beim aktiven Management wählen Fondsmanager einzelne Wertpapiere aus und betreiben Markt-Timing, versuchen also, die Rendite durch günstige Ein- und Ausstiegszeitpunkte zu erhöhen. Passive Strategien bilden einen vorgegebenen Marktindex möglichst kostengünstig ab. Die Frage, ob aktive oder passive Anlagestrategien langfristig höhere risikoadjustierte Renditen erzielen, gehört seit über 50 Jahren zu den am intensivsten erforschten Themen der empirischen Finanzmarktliteratur. Dabei gibt es zwei robuste Erkenntnisse: Erstens erzielen aktiv verwaltete Fonds im Durchschnitt keine konsistente Outperformance gegenüber passiven Benchmarks, sobald Kosten und Risikofaktoren berücksichtigt werden. Zweitens gelingt es Anlegern nur selten, diejenigen aktiven Fonds zu identifizieren, die (temporär) besser abschneiden als der Markt.

Dem liegt ein einfaches und einleuchtendes Argument zugrunde ([Sharpe, 1991](#)): Nimmt man alle aktiven und passiven Anleger zusammen, so müssen sie im Durchschnitt (kapitalgewichtet) zwangsläufig die Markttrendite erzielen, da sie gemeinsam den Gesamtmarkt halten. Da passive Investoren per Definition exakt die Markttrendite erzielen, wird die Outperformance eines aktiven Managers notwendigerweise durch die Underperformance eines anderen finanziert. Für aktive Anleger als Gruppe kann die Rendite daher vor Kosten nicht über der Markttrendite liegen. Da aktives Management zudem mit höheren Transaktions- und Verwaltungskosten einhergeht, liegt die Nettorendite des durchschnittlichen aktiven Anlegers folglich unter der Markttrendite.

Die empirische Evidenz bestätigt diese theoretische Vorhersage. [Gruber \(1996\)](#) dokumentierte, dass aktiv verwaltete Aktienfonds nach Kosten im Durchschnitt hinter Indexfonds zurückbleiben. [Fama and French \(2010\)](#) lieferten einen der einflussreichsten modernen Belege: Die Mehrheit der Fonds erzielt selbst vor Kosten kein signifikant positives Alpha, und die aggregierte Nettorendite ist nach Kosten negativ. [Ferreira et al. \(2013\)](#) bestätigen diesen Befund für eine internationale Stichprobe von Fonds.

Die Ergebnisse zugunsten passiver Strategien bedeuten jedoch nicht zwangsläufig, dass aktive Fondsmanager keine Fähigkeiten besitzen. [Berk and Green \(2004\)](#) argumentieren, dass rationale und wettbewerbliche Märkte durchaus mit der Existenz talentierter Fondsmanager vereinbar sind. Verfügt ein Manager über besondere Fähigkeiten, fließt Kapital in den Fonds, bis die daraus resultierenden zusätzlichen Renditen durch Wettbewerb weitgehend aufgezehrt werden. Ein durchschnittliches Alpha nahe null kann daher Ausdruck eines funktionierenden Wettbewerbs sein und nicht zwingend fehlender Fähigkeiten. [Berk and van Binsbergen \(2015\)](#) argumentieren, dass daher die Größe eines Fonds und nicht sein Alpha das Maß von Anlagefähigkeiten ist. [Leippold and Rueegg \(2020\)](#) untersuchen weltweit mehr als 60.000 Aktien- und Rentenfonds und analysieren, ob aktive Fonds nach Kosten eine Überrendite erzielen. In den meisten Fondskategorien liegt die durchschnittliche Überrendite nach Kosten nahe null. Besonders schwach schneiden aktive Fonds für Privatanleger mit hohen Gebühren ab. Die Ergebnisse legen nahe, dass selbst unter Anerkennung möglicher Fähigkeiten aktiver Manager diese Anlagemöglichkeit für die Frühstartrente (und Kapitalrente) ungeeignet ist, da etwaige Mehrgewinne durch Gebühren und andere Kosten aufgezehrt werden.

Der Vollständigkeit halber möchten wir hier noch einen Kritikpunkt aus der Wissenschaft anführen, der für die Frühstartrente per se allerdings aus Gründen, die wir gleich anführen werden, derzeit nicht relevant ist. Die Evidenz zugunsten passiver Anlagestrategien setzt voraus, dass ausreichend viele aktive Marktteilnehmer die Preisbildung an den Aktienmärkten stützen. Aktive Investoren analysieren Unternehmen, verarbeiten neue Informationen und tragen dazu bei, dass Marktpreise fundamentale Unternehmenswerte widerspiegeln. Vor diesem Hintergrund wird diskutiert, welche Folgen ein steigender Anteil passiver Anleger für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte haben könnte. So könnten, wenn viele institutionelle Anleger Wertpapiere indexbasiert und somit unabhängig von ihrer Bewertung kaufen oder verkaufen, Kapitalzuflüsse laut [Gabaix and Koijen \(2021\)](#) die Aktienkurse stärker beeinflussen als von klassischen Markteffizienzmodellen erwartet. [Haddad et al. \(2025\)](#) zeigen zudem, dass die Preiselastizität der Märkte mit wachsendem Anteil passiver Fonds sinken könnte, da Marktpreise mit abnehmendem Anteil aktiver, informierter Anleger als Informationssignal an Aussagekraft verlieren. Diese Literatur knüpft an das Grossman-Stiglitz-Paradoxon ([Grossman and Stiglitz, 1980](#)) an, wonach Märkte bei kostspieliger Informationsbeschaffung nicht vollständig effizient

sein können, da kein rationaler Investor ohne Aussicht auf Überrendite in neue Informationen investieren würde.

Für die Ausgestaltung der kollektiven Lösung ändern diese Überlegungen jedoch wenig an der grundlegenden Bewertung. Die Kritik bezieht sich auf die gesamtwirtschaftlichen Folgen eines sehr hohen Marktanteils passiver Anlagen und nicht auf die Vorteilhaftigkeit passiver Strategien für einzelne Anleger. Die verfügbare Evidenz spricht weiterhin dafür, dass aktiv verwaltete Fonds nach Kosten im Durchschnitt keine höheren Renditen erzielen als passive Alternativen. Versuche, den besten aktiven Fonds zu finden, schlagen meist fehl. Insbesondere haben Fondsrating oder -rankings nur wenig Aussagekraft über die künftige Performance eines Fonds (siehe z.B. [Blake and Morey, 2000](#)). Angesichts der Bedeutung von niedrigen Kosten und Nachvollziehbarkeit sprechen die Argumente daher für eine regelgebundene und indexbasierte Anlagestrategie.

2.3 Wie sollte das Aktienportfolio gewichtet werden?

Die bisherigen Überlegungen sprechen für eine breit diversifizierte, passive Anlagestrategie auf Basis globaler Aktienmärkte. Risikoreduktion durch Diversifikation ist ein zentrales Prinzip der modernen Portfoliotheorie. [Markowitz \(1952\)](#) zeigt formal, dass Anleger bei gegebenem Renditeziel das Portfoliorisiko reduzieren können, indem sie Wertpapiere kombinieren, deren Renditen nicht perfekt positiv korreliert sind, die sich also nicht im exakten Gleichschritt bewegen, sondern unterschiedlich stark oder sogar gegenläufig. Auf dieser Grundlage gilt ein breit diversifiziertes globales Aktienportfolio als wissenschaftlich fundierte Ausgangsbasis für langfristig orientierte Anleger.

Für die Umsetzung der Diversifikation bieten sich drei Formen der Gewichtung internationaler Aktien an:

1. Gewichtung nach Marktkapitalisierung (Market-Cap-Weighting)
2. Fixe Gewichtung (Fixed/Equal-Weighting)
3. Gewichtung nach Fundamentaldaten (Fundamental-Weighting)

1. Gewichtung nach Marktkapitalisierung

Die theoretische Grundlage der Marktkapitalisierungsgewichtung bilden zwei zentrale Konzepte der modernen Finanzwissenschaft. Nach der Efficient-Market-Hypothesis (EMH) spiegeln Marktpreise zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren Informationen wider ([Fama, 1970](#)). Eine Gewichtung nach Marktkapitalisierung orientiert sich damit an den Bewertungen, die Marktteilnehmer den einzelnen Unternehmen insgesamt beimessen. Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) ergänzt dieses Argument: Grundsätzlich setzt sich die erwartete Rendite einer riskanten Anlage aus zwei Teilen zusammen: dem risikofreien Zins und einer Risikoprämie, die den Anleger für das übernommene Risiko entschädigt. Diese Prämie bestimmt sich allein danach, wie stark die Anlage mit dem Gesamtmarkt schwankt (systematisches Risiko). Risiken, die nur das einzelne Unternehmen betreffen (idiosynkratische Risiken), werden nicht vergütet — sie lassen sich durch breite Streuung, also durch Diversifikation, ohnehin beseitigen. Im Gleichgewicht halten alle rationalen Anleger dasselbe Portfolio, das dem Marktportfolio entspricht ([Sharpe, 1964](#)). Für Aktien ist dies das nach Marktkapitalisierung gewichtete „Weltportfolio“.

Neben diesen theoretischen Überlegungen bietet die Marktkapitalisierungsgewichtung praktische Vorteile. Da sich die Gewichte der einzelnen Unternehmen automatisch mit deren Börsenwert verändern, ist nur ein geringer Anpassungsbedarf erforderlich. Dies reduziert Transaktionskosten und vereinfacht die Umsetzung. Ermessensentscheidungen über die Gewichtung einzelner Unternehmen, Länder oder Branchen entfallen. Marktkapitalisierungsgewichtete Indizes sind daher besonders transparent, kostengünstig und leicht nachvollziehbar. Sie bilden heute den internationalen Standard für passive Aktienanlagen.

Gleichzeitig ist die Umsetzung der Marktgewichtung für Aktienportfolios streng genommen nicht perfekt. Schon [Roll \(1977\)](#) weist darauf hin, dass das Marktportfolio theoretisch alle Vermögenswerte umfassen müsste, also auch Immobilien, nicht börsengehandelte Aktiva und sogar Humankapital. Ein reiner Aktienindex bildet das perfekt diversifizierte Weltmarktportfolio nur unvollständig ab.

Eine weitere Kritik betrifft den prozyklischen Charakter der Marktkapitalisierungsgewichtung (z.B. [Shiller, 1981](#)). Steigen die Kurse einzelner Unternehmen besonders stark, erhöht sich automatisch ihr Gewicht im Index. Sind Märkte also nicht zu jedem Zeitpunkt effizient, dann erhalten überbewertete Marktsegmente zeitweise ein überproportional hohes Gewicht. Dies wird zum Beispiel im Hinblick auf die Dominanz des nordamerikanischen Kapitalmarktes diskutiert. Aktuell entfallen rund 70% des MSCI World (Stand: Mai 2026) auf US-amerikanische Unternehmen, wobei ein erheblicher Teil auf wenige große Technologieunternehmen konzentriert ist. Andererseits ist fraglich, ob Vertreter dieser Einschätzung eine mögliche Überbewertung tatsächlich besser von zu erwartenden Produktivitäts- und Gewinnzuwächse dieser Unternehmen unterscheiden können als die Summe aller Marktteilnehmer.

Insgesamt zeichnet sich die Marktkapitalisierungsgewichtung durch ihre einfache Umsetzung, hohe Transparenz und niedrige Kosten aus. Die zentrale Kritik betrifft die starke Konzentration auf Regionen und Unternehmen, deren Marktwerte in der Vergangenheit besonders stark gestiegen sind.

2. Fixe Gewichtung

Bei einer fixen Gewichtung werden einzelne Aktien, Länder oder Industrien mit einem festen Gewicht oder einer Gewichtung innerhalb gewisser Bandbreiten oder mit einer Höchstgrenze unabhängig von ihrer Marktkapitalisierung festgelegt. Die einfachste Form der fixen Gewichtung ist die Gleichgewichtung, oder $1/N$. Bei der Gleichgewichtung erhält jedes Wertpapier unabhängig von seiner Marktkapitalisierung dasselbe Gewicht im Portfolio.

Bei diesem Ansatz kann kein einzelnes Unternehmen oder Marktsegment das Portfolio dominieren. Die Strategie reduziert damit Konzentrationsrisiken und führt zu einer breiteren Verteilung des Vermögens über die einzelnen Titel. So werden zum Beispiel kleinere Unternehmen stärker gewichtet als in marktkapitalisierungsgewichteten Indizes. Dies könnte vorteilhaft sein, wenn kleinere Unternehmen langfristig höhere Renditen erzielen als große Unternehmen, wie es etwa die Literatur zu Small-Cap-Prämien nahelegt ([Banz, 1981](#); [Fama and French, 1992, 1993](#)).

Ein praktischer Vorteil der Gleichgewichtung ist, dass sie auf Schätzungen zukünftiger Renditen, Risiken oder Korrelationen verzichtet und dadurch ein zentrales Problem klassischer Portfoliooptimierung vermieden wird: Schätzfehler bei den Eingangsparametern, die wiederum zu instabilen Portfolios führen können ([Duchin and Levy, 2009](#)). [DeMiguel et al. \(2009\)](#) zei-

gen zudem, dass die einfache 1/N-Heuristik in vielen praktischen Anwendungen ähnlich gute oder sogar bessere Ergebnisse erzielt als komplexe Optimierungsverfahren. Gleichzeitig ist ein praktischer Nachteil fixer Gewichtung, dass Kursveränderungen ein regelmäßiges Rebalancing erfordern, um die Zielgewichte aufrechtzuerhalten. Dies führt zu höheren Transaktionskosten als bei marktkapitalisierungsgewichteten Indizes. Zudem sind kleinere Unternehmen häufig weniger liquide, was die Umsetzung insbesondere bei großen Fondsvolumina erschweren kann.

Insgesamt stehen bei der fixen Gewichtung also den Vorteilen einer geringeren Konzentration auf einzelne Unternehmen und Regionen die Nachteile höherer Kosten und eine aufwendigere Umsetzung gegenüber, zusätzlich zu dem grundsätzlichen Nachteil imperfekter Diversifikation und somit vermeidbarer, nicht kompensierter Risikoübernahme durch den Anleger. Im Vergleich zur Marktkapitalisierungsgewichtung stellt sie damit eine weniger einfache und weniger kostengünstige Lösung dar.

3. Gewichtung nach Fundamentaldaten

Eine weitere Alternative besteht darin, Unternehmen oder Länder nicht anhand ihres Börsenwerts, sondern anhand von Fundamentaldaten zu gewichten. Dieser Ansatz ist sinnvoll, wenn man davon ausgeht, dass Märkte nur eingeschränkt effizient sind und es regelmäßig zu Über- und Unterbewertungen kommt. Zudem muss ein alternatives Gewichtungsmaß gefunden werden, das Fundamentalfaktoren besser widerspiegelt als der Kapitalmarkt.

Als Fundamentaldaten sind beispielsweise Gewinne, Dividenden, Buchwerte oder die Wirtschaftsleistung eines Landes in Betracht gezogen worden ([Arnott et al., 2005](#)). So orientiert sich beispielsweise bei einer Gewichtung nach dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) eines Landes die regionale Zusammensetzung des Portfolios stärker an der relativen Wirtschaftsleistung als am Anteil in der globalen Marktkapitalisierung.

[Jacobs et al. \(2014\)](#) untersuchen einen solchen Ansatz empirisch. Die Autoren kombinieren regionale marktgewichtete Aktienindizes über vier Jahrzehnte und gewichten diese entsprechend dem regionalen Anteil am weltweiten Bruttoinlandsprodukt. Sie zeigen, dass ein solches BIP-gewichtetes Aktienportfolio eine marginal bessere Sharpe-Ratio aufweist als ein marktkapitalisierungsgewichtetes Portfolio. Zudem führt eine solche Gewichtung zu stabileren, weniger volatilen regionalen Gewichten im Zeitverlauf als die Gewichtung nach der Marktkapitalisierung einzelner Aktienmärkte. Dadurch wirkt die Strategie dem prozyklischen Charakter marktkapitalisierungsgewichteter Indizes entgegen. Die Umsetzung verlangt jedoch häufigere Transaktionen, mit einer Umschlagshäufigkeit von über 11,5% (statt weniger als 4,5% bei Marktgewichten). Zudem ist das Risiko-Rendite Verhältnis für langfristige Anlagen zur Altersvorsorge weniger relevant: Die Sharpe-Ratio nutzt die Volatilität (Kursschwankungen) als Risikomaß. Für einen Rentenanleger sind kurzfristige Schwankungen jedoch irrelevant: Schwankungen sind für sie kein Verlust, da sie nicht verkaufen müssen und der Markt Jahrzehnte Zeit hat, sich zu erholen.

Gegen eine BIP-Gewichtung spricht zudem, dass das Bruttoinlandsprodukt eines Landes nicht notwendigerweise mit dem investierbaren Anlageuniversum übereinstimmt und es somit zu einer starken Übergewichtung einzelner großer Schwellenländer gegenüber ihrer Marktkapitalisierung kommt. Zudem sind manche Schwellenländer, insbesondere für ausländische Anleger, begrenzt zugänglich. Schwellenländer können mit erhöhten regulatorischen, institutionellen oder geopolitischen Risiken verbunden sein. Da BIP-Daten nur periodisch aktualisiert

werden, reagieren entsprechende Indizes außerdem langsamer auf wirtschaftliche Veränderungen als marktkapitalisierungsgewichtete Indizes.

Für die kollektive Lösung bietet die BIP-Gewichtung den Vorteil einer stärkeren regionalen Diversifikation und einer geringeren Konzentration auf einzelne Länder, insbesondere die USA. Insgesamt ließe sich die mit einer reinen Marktkapitalisierungsgewichtung verbundene Konzentration auf US-Werte durch eine BIP-Gewichtung begrenzen, ohne dass dies auf einer politisch gesetzten Schwelle beruht, sondern einem objektiven, ökonomisch begründeten Maßstab folgt. Gleichzeitig ist die BIP-Gewichtung theoretisch unsauber, weniger etabliert, komplexer zu kommunizieren und erfordert zusätzliche Entscheidungen bei der Konstruktion des Portfolios. Sie stellt damit eine mögliche Alternative zur Marktkapitalisierungsgewichtung dar, geht jedoch zulasten von Einfachheit, Standardisierung und Minimierung ökonomischer und politischer Risiken.

Gewichtungen im Vergleich: Beispiel MSCI

Die Unterschiede zwischen den verschiedenen Gewichtungsansätzen lassen sich anhand bestehender Aktienindizes veranschaulichen. Ein gängiger Anbieter globaler Aktienindizes ist MSCI. Das Unternehmen bietet unter anderem Indizes mit einer Gewichtung nach Marktkapitalisierung, Gleichgewichtung sowie BIP-Gewichtung an.

Der bekannte MSCI World umfasst Large und Mid Cap-Unternehmen aus 23 Industrieländern und deckt nach eigenen Angaben etwa 85% der streubesitzbereinigten Marktkapitalisierung dieser Länder ab. Der MSCI World als „Mutter-Index“ wird viermal jährlich überarbeitet und angepasst (Reconstitution). Dabei wird anhand verschiedener Kriterien entschieden, welche Titel aufgenommen oder entfernt werden (MSCI, 2025, 2026). Der MSCI ACWI (All Country World Index) erweitert dieses Universum um 24 Schwellenländer und umfasst damit einen Großteil des weltweit investierbaren Aktienmarktes.

Die marktkapitalisierungsgewichteten Indizes dienen als Ausgangspunkt. Die gleichgewichteten und BIP-gewichteten Varianten basieren auf demselben Anlageuniversum, unterscheiden sich jedoch in der Gewichtung der enthaltenen Unternehmen beziehungsweise Länder (MSCI, 2019, 2021). Die Neugewichtung der Ländergewichte im BIP-gewichteten Index erfolgt anhand von BIP-Daten einmal jährlich. Die Gewichtung innerhalb eines Landes erfolgt anhand der Marktkapitalisierung. Im gleichgewichteten Index werden die Indexkomponenten jedes Quartal gleichgewichtet. Zwischen den Terminen zur Neugewichtung schwanken die Gewichte der Indexkomponenten aufgrund der Kursentwicklung.

Tabelle 1 verdeutlicht diese Unterschiede. Besonders auffällig sind die Unterschiede beim Gewicht der USA. Während ihr Anteil in marktkapitalisierungsgewichteten Indizes bei rund 70% (MSCI World) bzw. rund 65% (MSCI ACWI) liegt, fällt er sowohl bei der BIP-Gewichtung (50% bzw. 30%), als auch bei der Gleichgewichtung (40% bzw. 20%) deutlich geringer aus. Gleichzeitig sinkt die Konzentration auf wenige große Unternehmen erheblich.

Tabelle 1: Vergleich der MSCI-Indizes nach Gewichtung

	MSCI World			MSCI ACWI		
	World	GDP	Equal Weight	ACWI	ACWI GDP	ACWI Equal Weight
Gewichtung	Markt-kap.	BIP	1/N am Tag der Neugew.	Markt-kap.	BIP	1/N am Tag der Neugew.
Universum	23 Industrieländer	23 Industrieländer	23 Industrieländer	23 Ind. + 24 Schwellenl.	23 Ind. + 24 Schwellenl.	23 Ind. + 24 Schwellenl.
Anzahl Titel (ca.)	ca. 1.300	ca. 1.300	ca. 1.300	ca. 2.500	ca. 2.500	ca. 2.500
Anteil top 10% Titel	~27%	~18%	~2%	~20%	~15%	~1%
USA-Anteil (ca.)	~70%	~50%	~40%	~65%	~30%	~20%
Anpassung Gewichte	–	jährlich (Vorjahres-BIP)	jedes Quartal	–	jährlich (Vorjahres-BIP)	jedes Quartal

{Quelle: MSCI.

Die Konzentration marktkapitalisierungsgewichteter Indizes auf US-Technologieunternehmen könnte in Zukunft weiter zunehmen, da einige der weltweit wertvollsten privaten Technologieunternehmen – darunter SpaceX, OpenAI oder Anthropic – an die Börsen gehen bzw. gegangen sind und im Laufe der Zeit den Anteil der Aktien im Streubesitz erhöhen dürften (Gupta and Elizonda Morales, 2026). Die unterschiedlichen Gewichte der USA je nach Anlagestrategie zeigt Abbildung 1.

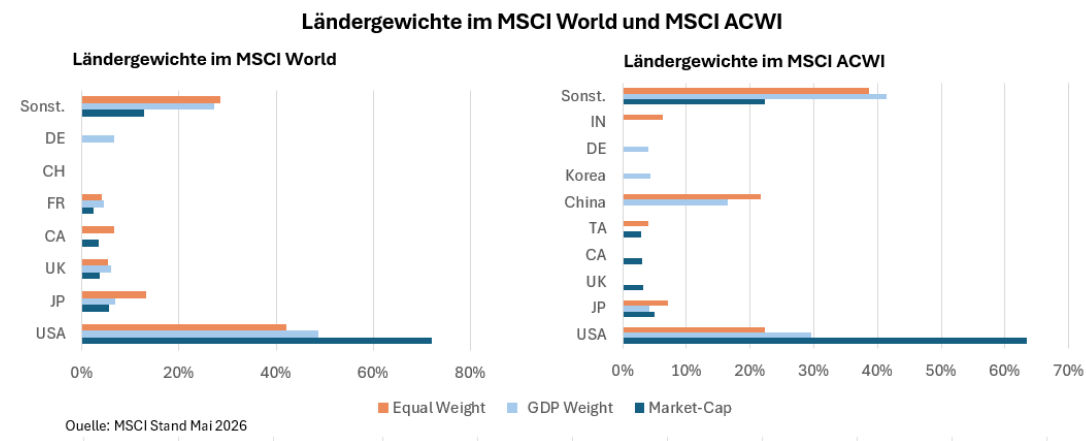


Abbildung 1: Ländergewichte im MSCI World und MSCI ACWI

Quelle: MSCI, Stand 28. Mai 2026

Währungsrisiken

Aus Sicht eines deutschen Anlegers ist ein global diversifiziertes Aktienportfolio überwiegend in Fremdwährungen investiert. Neben der Position im ausländischen Vermögenswert selbst gehen Anleger damit zugleich eine Position in der jeweiligen Fremdwährung ein. Es muss daher entschieden werden, ob das Währungsrisiko beibehalten oder abgesichert werden soll.^{‡‡} Für eine Absicherung spricht die „Free Lunch“ These, nach der die Wechselkursrenditen im Erwartungswert nahe null liegen und kaum mit den zugrunde liegenden Anlagerenditen korrelieren, beispielsweise den Aktienerträgen. Demnach kann eine vollständige Absicherung die Portfoliovolatilität senken, ohne die erwartete Rendite zu schmälern (Perold and Schulman, 1988). Dagegen argumentiert Froot (1993), dass sich über lange Horizonte Währungsrisiken teilweise selbst korrigieren, weil Wechselkurse beispielsweise kurzfristig stark schwanken, langfristig nicht beliebig weit wegdriften, sondern eher zu einem Level zurückkehren, bei dem ähnliche

^{‡‡}Für eine umfassende neuere Übersicht der Diskussion siehe Conover et al. (2025).

Güter in den jeweiligen Währungsräumen ähnlich viel kosten. Langfristig orientierte Investoren wie Pensionsfonds sollten daher tendenziell weniger absichern als kurzfristig orientierte, um so die Kosten der unnötigen Hedges einzusparen. Empirische Evidenz schätzt, dass das Währungsrisiko über kürzere Zeiträume von bis zu 5 Jahren etwa doppelt so hoch wie das Anleiherisiko ist, wogegen das Aktienrisiko doppelt so hoch ist wie das Währungsrisiko (Conover et al., 2025). Daraus folgt, dass bei Anlagen über solch kürzere Zeiträume Währungsrisiken in Anleiheportfolios eher abgesichert werden sollten als bei Anlagen in Aktien (siehe z.B. Schmittmann, 2010; Campbell et al., 2010). Dementsprechend sichern institutionelle Investoren in Anleihemärkten Währungsrisiken häufiger ab als in Aktienmärkten (?), arbeiten aber aufgrund der Komplexität meist mit einfachen Heuristiken, wie einer Absicherung von 0, 50 oder 100 Prozent der Währungsrisiken (Kamra et al., 2025). Aufgrund einer mangelnden eindeutigen optimalen Strategie bei Aktienanlagen über einen langen Horizont, entspricht der Verzicht auf eine Währungsabsicherung damit den Zielen niedriger Kosten und einfacher, regelgebundener Umsetzung.

2.4 Welche Rolle sollte Nachhaltigkeit spielen?

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien spielt bei öffentlichen Kapitalanlagen eine zunehmend wichtige Rolle. Entsprechend stellt sich auch für die kollektive Lösung die Frage, ob und in welcher Form Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden sollten. Die Bundesregierung verfolgt bereits bei verschiedenen öffentlichen Fonds Nachhaltigkeitsziele. Im Klimaschutzprogramm 2026 wird beispielsweise angestrebt, ESG-Kriterien bei neuen Kapitalanlagen des Bundes stärker zu verankern.

Nachhaltigkeit ist kein Instrument der Anlageoptimierung, sondern ein eigenständiges Ziel, das neben Rendite, Diversifikation und Kosten treten würde. Damit steht ihre Berücksichtigung in einem Spannungsverhältnis zu den beiden Zielen der Frühstartrente: Nachhaltigkeitskriterien verengen das Anlageuniversum und erhöhen die Kosten, und sie machen die Anlagepolitik erklärungsbedürftig, was im Konflikt damit steht, die breite Bevölkerung mit Hilfe einer einfachen Lösung an den Kapitalmarkt heranzuführen. Ob sie dennoch verfolgt werden, ist eine politische Entscheidung, die sich an der treuhänderischen Aufgabe des Staates, nämlich dem langfristigen Vermögensaufbau, messen lassen muss. Default-Fonds orientieren sich daher idealerweise ausschließlich an Rendite, Risiko und Kosten. Nachhaltigkeitspräferenzen können unkompliziert außerhalb des Portfolios verfolgt werden: durch den Kauf von CO₂-Zertifikaten, durch Spenden oder durch eine entsprechende Ausrichtung des übrigen Vermögens. Ökonomisch ist das häufig wirksamer als ein Ausschluss einzelner Titel, da ein Verkauf am Sekundärmarkt die Finanzierungskosten des betroffenen Unternehmens kaum berührt. Wer die Anlage selbst nachhaltig ausrichten möchte, kann zudem eine Alternative zur kollektiven Lösung wählen. Gegen dieses Argument spricht allerdings, dass es für bestimmte Bevölkerungsgruppen deutlich schwieriger ist eine aktive Wahl zu treffen, so dass diese implizit von ESG-Anlagen ihrer Frühstartrente ausgeschlossen werden könnten.

Im Folgenden begründen wir, warum eine Implementierung von ESG-Kriterien in der kollektiven Anlage gleichwohl auf erhebliche Umsetzungsprobleme stößt.

Die Präferenzen von Anlegenden sind sehr unterschiedlich: von rein renditeorientiert bis stark nachhaltigkeitsorientiert. Die Frage, ob und wie streng ein ESG-Filter angelegt werden soll, lässt sich daher nicht für alle gleichermaßen zufriedenstellend beantworten. Noch stärker

kommt aber ein weiterer Punkt zum Tragen: Selbst bei übereinstimmenden Präferenzen, ist es eine große Herausforderung die relevanten Nachhaltigkeitskriterien zu bestimmen. Dazu muss festgelegt werden, welche Ziele verfolgt werden sollen, wie zum Beispiel die Reduktion von Treibhausgasemissionen, der Erhalt von Biodiversität oder gute Unternehmensführung. Soll der Fokus auf Klimaschutz, breiteren ESG-Kriterien oder den Sustainable Development Goals (SDGs) liegen? Wie sollen Zielkonflikte zwischen unterschiedlichen Nachhaltigkeitszielen behandelt werden?

Darüber hinaus ist die Erfüllung der Ziele – selbst wenn man sich auf eine Konkretisierung einigen kann – häufig schlecht messbar, da sie multidimensional sind und nicht einfach in einzelne, vergleichbare Kennzahlen überführt werden können. In der Praxis wird Nachhaltigkeit oft abgebildet, indem bestimmte Unternehmen oder Branchen vom Anlageuniversum ausgeschlossen werden. Daneben existieren Strategien, die kommerzielle ESG-Kriterien nutzen und Unternehmen mit besseren ESG-Bewertungen stärker gewichten oder gezielt in Unternehmen investieren, die einen Beitrag zu Klima- oder Nachhaltigkeitszielen leisten. Zu den etablierten Standards und Indexfamilien gehören z.B. ESG-Screened-Indizes, ESG-Enhanced-Indizes, SRI-Indizes (Socially Responsible Investing), Climate-Transition-Benchmarks (CTB) sowie Paris-Aligned-Benchmarks (PAB).

Und schließlich ist ein viertes Problem, dass selbst bei einer politischen Entscheidung für ein konkretes und messbares ESG-Kriterium, eine solche Entscheidung zusätzliche Ermessensspielräume schafft und die Komplexität der Kapitalanlage erhöht. Nachhaltigkeitskriterien schränken das investierbare Anlageuniversum ein und haben damit Auswirkungen auf Diversifikation, Indexzusammensetzung und langfristige Renditen.

Soll Nachhaltigkeit trotzdem berücksichtigt werden, ist zu empfehlen, auf einen etablierten, transparenten und regelgebundenen Standard zurückzugreifen. Von der Entwicklung eigener Nachhaltigkeitskriterien für die Frühstartrente ist abzuraten, da sie fortlaufende politische Einzelentscheidungen erfordert und die Komplexität der Kapitalanlage erhöht.

Insgesamt ist eine Entscheidung für einen Nachhaltigkeitsstandard daher als bewusste zusätzliche politische Zielsetzung zu verstehen, die klar gegen die Vorteile eines möglichst breiten Marktportfolios abzuwägen ist.

2.5 Lebenszyklus und Anschlussfähigkeit der kollektiven Lösung

Derzeit deckt die Frühstartrente in der kollektiven Lösung zunächst nur den Anfang eines im Idealfall mehrere Jahrzehnte umfassenden Anlagehorizonts ab; wie es nach der Frühstartrente weitergeht, entscheidet sich am Übergang ins Erwachsenenalter. Durch eine nahtlose Fortsetzung bliebe die Kapitalmarktexposition erhalten und der Anlagehorizont könnte sich bis zum Rentenalter erstrecken.

Wie bereits diskutiert, ist bei langfristigen Kapitalanlagen eine Fokussierung auf Aktien sinnvoll. Näher am Renteneintrittsalter sollten die Anlage dann aus Risiko-Rendite-Abwägungen schrittweise in risikoärmere Anlagen umgeschichtet werden, sodass ein möglicher Markteinbruch kurz vor der Entnahme das akkumulierte Kapital nicht gerade dann schmälert, wenn es benötigt wird. Genau dieses Verfahren hat sich international als Best-Practice erwiesen (Bucher-Koenen et al., 2019).

Der Regierungsentwurf zur Frühstartrente setzt für eine Überführung des angesparten Kapitals aus der kollektiven Lösung der Frühstartrente in ein individuelles Altersvorsorgeprodukt

eine aktive Entscheidung der Begünstigten voraus. Diese Übertragung ist zudem nur befristet möglich: Sie kann gemäß Regierungsentwurf lediglich bis zur Vollendung des 35. Lebensjahres vollzogen werden. Es besteht dadurch das Risiko, dass die Kapitalanlage anschließend nicht mehr kostengünstig und breit diversifiziert fortgeführt wird. Für die Teilnehmenden an der kollektiven Lösung, die bis zum 35. Lebensjahr keine aktive Entscheidung getroffen haben, droht sogar eine Unterbrechung der Kapitalanlage. Dies steht im Widerspruch zur Grundidee einer Default-Lösung, die gerade auf inaktive Anlegerinnen und Anleger zugeschnitten ist.

Die kollektive Anlage sollte daher für alle, die keine aktive Entscheidung treffen, ohne weiteres Zutun in einem individuellen oder öffentlichen Vorsorgeelement weitergeführt werden. Als öffentliche Anschlusslösung käme die gesetzliche Kapitalrente in der ersten Säule in Betracht, wie sie die Alterssicherungskommission (?) vorschlägt. Die kollektive Anlage der Frühstartrente könnte für diejenigen, die keine aktive Entscheidung treffen, als gesetzliche Kapitalrente weitergeführt werden. Ein solcher automatischer Übergang würde sicherstellen, dass der Kapitalaufbau ohne Unterbrechung fortgeführt und der lange Anlagehorizont für alle vollständig realisiert werden kann.

Dabei muss die für die Frühstartrente empfohlene einfache, rein aktienbasierte Anlagestrategie nicht 1:1 fortgeführt werden; hier kann eine breite aufgestellte Kapitalanlage sinnvoll sein. Während bei der Frühstartrente Transparenz, Nachvollziehbarkeit und das Erlangen von Kapitalmarkterfahrungen im Vordergrund stehen, kann bei einer gesetzlichen Kapitalrente der möglichst effiziente langfristige Vermögensaufbau stärker in den Fokus rücken. Zusätzliche Anlageklassen wie illiquide Anlagen werden beispielsweise im schwedischen Default-Fonds AP7 Såfa eingesetzt. Viele dieser Strategien entfalten ihre Vorteile vor allem in großen institutionellen Anlagevehikeln mit dauerhaft gebundenem Kapital, welche deutlich über das Volumen der Frühstartrente hinausgehen. So bleibt die Frühstartrente bewusst einfach und transparent, während weitergehende Anlagestrategien erst in einem nachgelagerten Vorsorgeelement zum Einsatz kommen.

3 Institutionelle Verankerung und Governance der Kapitalanlage

Die Frühstartrente führt für Kinder ohne individuellen Altersvorsorgevertrag erstmals eine staatlich organisierte kollektive Kapitalanlage ein. Internationale Erfahrungen zeigen, dass der langfristige Erfolg solcher Lösungen nicht nur von der Anlagestrategie, sondern auch von ihrer institutionellen Verankerung und Governance abhängt. Die zentrale Herausforderung besteht darin, eine langfristige renditeorientierte Kapitalanlage sicherzustellen, ohne dass politische, fiskalische oder gesellschaftliche Ziele („mission creep“) die Kapitalanlage bestimmen. Im Vordergrund müssen der langfristige Vermögensaufbau und die Vermittlung von Kapitalmarkterfahrungen stehen. Die kollektive Lösung erfordert daher eine klare Trennung zwischen drei Aufgaben: (1) Festlegung der grundlegenden Anlageziele, (2) Entwicklung und Überwachung der Anlagestrategie sowie (3) operative Umsetzung.

Die grundlegenden Ziele sollten im parlamentarischen Prozess festgelegt werden. Das umfasst den Vermögensaufbau für die Altersvorsorge ebenso wie Lernerfahrungen am Kapitalmarkt. Diese übergeordneten Ziele implizieren eine globale Diversifikation und transparente Anlagestrategie, was ebenfalls vom Gesetzgeber festgelegt werden könnte.

Für die Ausgestaltung der Anlagerichtlinie und die Überwachung ihrer Umsetzung sollte

ein unabhängiges Gremium mit herausragender Fachkenntnis im Bereich Kapitalmärkte verantwortlich sein. Bei den wissenschaftlichen Mitgliedern wären sowohl akademische Exzellenz (z.B. gemessen an internationalen Veröffentlichungen in einschlägigen Bereichen) als auch Erfahrung mit Politikberatung, Kommunikation und Umsetzung wünschenswert. Bei Mitgliedern aus der Praxis kommt es auf Erfahrung in der Verwaltung großer, langfristig orientierter Anlagevehikel an. Für alle Mitglieder gilt, dass Interessenkonflikte, etwa durch laufende oder frühere Tätigkeiten für Anbieter, bei der Besetzung zu vermeiden sind.

Laut Gesetzesentwurf soll die Deutsche Bundesbank die Anlagestrategie regelgebunden operativ umsetzen. In der internationalen Literatur wird dieser Ansatz als „set and forget“ beschrieben: Die grundlegende Struktur einer Default-Lösung sollte auf stabilen Regeln beruhen und nicht fortlaufend an wechselnde politische Prioritäten oder kurzfristige Marktentwicklungen angepasst werden.

Eine solche Arbeitsteilung verbindet demokratische Legitimation mit fachlicher Unabhängigkeit und klarer Verantwortungszuordnung. Ein Vorbild für diese Arbeitsteilung bietet der schwedische Default-Fonds AP7 S  fa. Er verfolgt eine gesetzlich definierte Lifecycle-Strategie mit hohem Aktienanteil in jungen Jahren und einer schrittweisen Umschichtung in Anleihen im Alter. Seine grundlegende Funktion innerhalb des Alterssicherungssystems ist politisch vorgegeben. Die Verantwortung für Organisation, Anlagestrategie und Vermögensverwaltung liegt jedoch bei einem fachlich besetzten Board. Dieses legt die langfristige Strategie fest, überwacht ihre Umsetzung und delegiert das laufende Anlagemanagement an ein professionelles Management.

Ein ähnliches Modell verfolgt das Vereinigte Königreich mit dem National Employment Savings Trust (NEST). Die Regierung definiert den institutionellen Rahmen des Systems, während ein unabhängiges Trustee Board die langfristige Anlagestrategie verantwortet. Die laufende Portfoliosteuerung erfolgt durch ein professionelles Management.

Der norwegische Staatsfonds (Statens pensjonsfond) verdeutlicht die Möglichkeiten und Grenzen einer solchen Governance. Auch dort trennt das institutionelle Design zwischen politischen Entscheidungen und operativer Kapitalanlage. Das Parlament legt die grundlegenden Ziele fest, das Finanzministerium erteilt ein langfristiges Mandat und Norges Bank Investment Management übernimmt die Vermögensverwaltung. Gleichzeitig verfügt der Fonds über einen Ethikrat, der Empfehlungen zum Ausschluss einzelner Unternehmen ausspricht. Jüngere Debatte im Zusammenhang mit dem Gaza-Krieg zeigen jedoch, dass selbst institutionell robuste Systeme politische und gesellschaftliche Zielkonflikte nicht vollständig vermeiden können. Je stärker neben Rendite und Diversifikation zusätzliche politische, ethische, geopolitische oder industriepolitische Ziele verfolgt werden, desto größer werden Ermessensspielräume bei Anlageentscheidungen.

Diese Gefahr ist auch für die Frühstartrente relevant. In der allgemeinen Begründung des Regierungsentwurfs zur Frühstartrente wird angekündigt, zu prüfen und zu entscheiden, inwieweit bei den individuellen und kollektiven Anlageformen „auch dem Kapitalbedarf jüngerer Unternehmen Rechnung getragen werden kann“. Damit wird neben dem langfristigen Vermögensaufbau und der Vermittlung von Kapitalmarkterfahrungen ein weiteres, industriepolitisches Ziel in die Diskussion über die Anlagestrategie eingeführt.

Ausgangspunkt für die Anlagestrategie müssen jedoch die Ziele der Frühstartrente sein. Diesen Zielen dient eine einfache, transparente, kostengünstige und regelgebundene Strategie, die sich leicht umsetzen und nachvollziehen lässt. Ob eine solche Strategie zugleich geeignet

ist, dem Kapitalbedarf junger Unternehmen Rechnung zu tragen, ist für die Frühstartrente nicht maßgeblich. Ob und in welchem Umfang in junge Unternehmen, bestimmte Branchen oder einzelne Regionen investiert wird, sollte sich daher aus der fachlich entwickelten Anlagestrategie ergeben und nicht politisch vorgegeben werden. Den Kapitalbedarf bestimmter Unternehmen zu sichern ist kein eigenständiges Ziel der Frühstartrente. Dies sollte schon in die Formulierung des Gesetzestextes eingehen.

Entsprechendes gilt für eine mögliche politisch vorgegebene Bevorzugung deutscher oder europäischer Anlagen. So nachvollziehbar der Wunsch ist, Vorsorgekapital der eigenen Wirtschaft zufließen zu lassen, stünde eine solche politisch bestimmte Vorgabe doch im direkten Widerspruch zur vermögensmaximierenden Anlagestrategie: Sie schränkt die globale Diversifikation ein, entfernt das Portfolio vom Marktportfolio und führt ein zusätzliches, politisch motiviertes Anlageziel ein. Der norwegische Staatsfonds investiert bewusst außerhalb Norwegens und vermeidet damit eine zusätzliche Konzentration auf die heimische Wirtschaft. Auch in Deutschland hängen Arbeitseinkommen, gesetzliche Rentenansprüche und ein erheblicher Teil des Vermögens bereits von der Entwicklung der heimischen Wirtschaft ab. Die staatlich organisierte Default-Lösung sollte weit verbreitete Konzentrationsrisiken privater Haushalte nicht institutionalisieren, sondern ihnen durch internationale Diversifikation entgegenwirken. Der Regierungsentwurf setzt die erforderliche institutionelle Arbeitsteilung bislang nur teilweise um. Zwar sieht er die allgemeinen Anlagegrundsätze Rendite, Sicherheit und Liquidität sowie eine globale Diversifikation vor. Wesentliche Grundsatzentscheidungen über die Kapitalanlage bleiben jedoch offen und werden in die Anlagerichtlinie verlagert. Dies betrifft insbesondere die zulässigen Anlageklassen, die das Rendite-Risiko-Profil der kollektiven Anlage maßgeblich bestimmt.

Insbesondere war im Referentenentwurf noch vorgesehen, die Mittel „ausschließlich in Aktien oder Aktienfonds global diversifiziert“ anzulegen. Im Regierungsentwurf ist diese Festlegung entfallen. Ob die kollektive Anlage vollständig, teilweise oder gar nicht in Aktien erfolgt, soll nun in der Anlagerichtlinie festgelegt werden. Diese erlässt gemäß Regierungsentwurf das Bundesministerium der Finanzen im Einvernehmen mit dem Bundeskanzleramt und der Deutschen Bundesbank. Die strategische Ausrichtung könnte damit auch später geändert werden, ohne dass der Gesetzgeber erneut entscheiden muss.

Die Anlagerichtlinie beschränkt sich folglich nicht auf die Konkretisierung einer gesetzlich vorgegebenen Strategie. Vielmehr soll sie zentrale strategische Entscheidungen erst selbst treffen. Das ist in zweifacher Hinsicht problematisch. Erstens kann so die allgemeine Zielrichtung untergraben werden, ohne den Gesetzgeber einzubinden. Zweitens ist fraglich, welche Motive die Entscheidungen aus dem Kanzleramt und den Ministerien leiten wird. Die Aktienquote ist keine operative Detailfrage, sondern eine grundlegende Entscheidung über Renditechancen und Risiken der Frühstartrente. Solche Leitplanken sollten parlamentarisch legitimiert und im Gesetz festgelegt werden.

Hinzu kommt, dass der Regierungsentwurf für diese weitreichenden Entscheidungen kein unabhängiges Fachgremium vorsieht. Das Bundesministerium der Finanzen verantwortet das Sondervermögen und erlässt die Anlagerichtlinie im Einvernehmen mit dem Bundeskanzleramt und der Deutschen Bundesbank. Die Bundesbank setzt die Richtlinie operativ um und berichtet wiederum an das Bundesministerium der Finanzen. Politische Rahmensetzung, strategische Verantwortung, operative Umsetzung und Kontrolle werden damit nicht hinreichend voneinander getrennt.

Der Gesetzgeber sollte die im Regierungsentwurf offengelassenen Grundentscheidungen – insbesondere die Aktienquote und die globale Diversifikation – noch im parlamentarischen Verfahren festlegen. Für die Ausgestaltung der Anlagerichtlinie und die Überwachung ihrer Umsetzung sollte ein unabhängiger Expertenrat mit herausragender Fachkenntnis im Bereich Kapitalmärkte verantwortlich sein. Die Deutsche Bundesbank sollte die so entwickelte Anlagestrategie regelgebunden operativ umsetzen. Damit wären die grundlegenden Entscheidungen parlamentarisch legitimiert, die Konkretisierung fachlich verantwortet und die operative Umsetzung von politischer Einflussnahme getrennt.

Dem Expertenrat kommt in diesem Gefüge eine zentrale Vermittlungs- und Kontrollfunktion zu. Er übersetzt die gesetzlich festgelegten Ziele in eine konkrete Anlagerichtlinie, überwacht deren Umsetzung und prüft, ob langfristige Anpassungen erforderlich sind. Damit schafft er eine institutionelle Distanz zwischen der politischen Festlegung der Ziele und den einzelnen Entscheidungen der Kapitalanlage. Zugleich macht er fachlich nachvollziehbar, wie die Anlagestrategie aus den Zielen der Frühstartrente abgeleitet wird. Der Expertenrat sollte aus einer begrenzten Zahl ausgewiesener Fachpersonen aus Wissenschaft und Praxis mit Expertise in Kapitalanlage, Kapitalmarktforschung, Risikomanagement und Altersvorsorge bestehen. Regierungsmitglieder, Abgeordnete sowie Vertreterinnen und Vertreter einzelner Branchen oder Interessengruppen sollten ihm nicht qua Amt angehören. Ebenso ist auf andere Interessenkonflikte zu achten, die sich z.B. durch frühere Tätigkeiten ergeben.

Die im Regierungsentwurf vorgesehene formale Zuständigkeit von BMF, Bundeskanzleramt und Bundesbank steht der Einrichtung eines solchen Expertenrats nicht grundsätzlich entgegen. Soweit diese Zuständigkeit im parlamentarischen Verfahren bestehen bleibt, sollte der Expertenrat die Anlagerichtlinie fachlich ausarbeiten und Vorschläge für ihre spätere Anpassung vorlegen. Die formal zuständigen Stellen sollten seine Empfehlungen grundsätzlich übernehmen. Abweichungen sollten nur in begründeten Ausnahmefällen möglich sein und öffentlich dargelegt werden. Auf diese Weise bliebe die gesetzlich vorgesehene Entscheidungskompetenz gewahrt, ohne dass die strategische Ausgestaltung der Kapitalanlage allein den beteiligten Regierungsstellen überlassen würde.

Auch spätere Änderungen der Anlagerichtlinie sollten vom Expertenrat vorbereitet, in festen Überprüfungszyklen vorgenommen und öffentlich begründet werden. Die Deutsche Bundesbank sollte regelmäßig über die operative Umsetzung berichten; der Expertenrat sollte diese Berichte bewerten und gegenüber Parlament und Öffentlichkeit Stellung nehmen. Damit wäre er nicht lediglich ein beratendes Zusatzgremium, sondern die fachlich verantwortliche Instanz für Entwicklung, Überwachung und Weiterentwicklung der Anlagestrategie.

Eine solche Governance würde den politischen Ermessensspielraum begrenzen, ohne die demokratische Legitimation der grundlegenden Zielvorgaben infrage zu stellen. Diese klare Verantwortungszuordnung ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass die Kapitalanlage dauerhaft am Zweck der Frühstartrente ausgerichtet bleibt.

4 Ausblick

Eine bislang noch nicht hinreichend ausgearbeitete Flanke betrifft die Bildungs- und Kommunikationsfunktion der Frühstartrente. Die bloße Teilnahme am Kapitalmarkt erzeugt nicht automatisch übertragbare Kapitalmarkterfahrungen. Lerneffekte entstehen, wenn Kinder, Eltern

und später die jungen Erwachsenen nachvollziehen können, wie sich das Vermögen entwickelt, weshalb sein Wert schwankt und welche Rolle Diversifikation, Kosten und Anlagehorizont spielen. Andernfalls besteht die Gefahr, dass kurzfristige Verluste isoliert wahrgenommen werden und bestehende Vorbehalte gegenüber Aktien verstärken. Die Frühstartrente sollte gezielt bildungspolitisch begleitet werden, um die Finanzkompetenz von Kindern und ihren Familien zu stärken. Idealerweise sollte diese im Zusammenspiel mit der nationalen Finanzbildungsstrategie geschehen, die von der OECD seit langem gefordert wird.

Eine einfache, transparente und replizierbare Anlagestrategie unterstützt diese Lernfunktion. Sie vermittelt, dass erfolgreiche Kapitalanlage kein fortlaufendes Auswählen einzelner Aktien, kein Markt-Timing und kein umfangreiches Spezialwissen voraussetzt. Die Begünstigten und ihre Eltern können beobachten, wie aus regelmäßigen kleinen Einzahlungen durch langfristige Kapitalmarktbeteiligung Vermögen entsteht, dass im Kapitalmarkt langfristig deutlich höhere Rendite erzielt wird als mit Versicherungsprodukten und langfristigen Anlagen, wie Kursschwankungen auftreten und auch wie sich diese über längere Zeiträume relativieren. Diese Erfahrungen lassen sich dann auf eigene Anlageentscheidungen übertragen. Der Lerneffekt liegt damit nicht nur im aufgebauten Kapital der Frühstartrente, sondern auch in einem einfachen und belastbaren Verständnis langfristiger Kapitalanlage.

Werden diese offenen Punkte gelöst, kann die Frühstartrente mehr sein als ein staatlich finanziertes Startkapital. Sie würde Kindern und Eltern frühzeitig Erfahrungen mit breit diversifizierter Kapitalanlage vermitteln, dabei typische Anlagefehler vermeiden und den Einstieg in eine langfristige kapitalgedeckte Altersvorsorge erleichtern. Dafür braucht es eine klare gesetzliche Rahmensetzung, eine unabhängige Governance, sowie eine Bildungs- und Kommunikationsstrategie, die ebenso sorgfältig entwickelt wird wie die Kapitalanlage selbst.

Literatur

- Ampudia, M. and M. Ehrmann (2017, January). Macroeconomic experiences and risk taking of euro area households. *European Economic Review* 91, 146–56.
- Arnott, R. D., J. Hsu, and P. Moore (2005). Fundamental indexation. *Financial Analysts Journal* 61(2), 83–99.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9(1), 3–18.
- Berk, J. B. and R. C. Green (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy* 112(6), 1269–95.
- Berk, J. B. and J. H. van Binsbergen (2015). Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics* 118(1), 1–20.
- Beshears, J., J. Choi, D. Laibson, B. C. Madrian, and D. A. Wise (2010). The impact of employer matching on savings plan participation under automatic enrollment. In *Research Findings in the Economics of Aging*. University of Chicago Press.
- Blake, C. R. and M. R. Morey (2000). Morningstar ratings and mutual fund performance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35(3), 451–83.
- BMF (2026). Entwurf eines Gesetzes zur Einführung einer Frühstartrente. Gesetzesentwurf, Bundesministerium der Finanzen.
- Bucher-Koenen, T., M. Weber, and J. Riedler (2019). Kapitalanlage eines staatlich organisierten altersvorsorgefonds. Gutachten, ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung. Im Auftrag des Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv).
- Campbell, J. Y., K. Serfaty-De Medeiros, and L. M. Viceira (2010). Global currency hedging. *The Journal of Finance* 65(1), 87–121.
- Choi, J. J., D. Laibson, and B. C. Madrian (2010). Why does the law of one price fail? an experiment on index mutual funds. *The Review of Financial Studies* 23(4), 1405–32.
- Choi, J. J., D. Laibson, B. C. Madrian, and A. Metrick (2004). For better or for worse: Default effects and 401(k) savings behavior. In *Perspectives on the Economics of Aging*. University of Chicago Press.
- Conover, C. M., L. Garcia-Feijoo, B. Silverstein, and A. C. Szakmary (2025). The hedging of currency risk for u.s. equity investors. *Review of Financial Economics* 43(4), 578–607.
- DeMiguel, V., L. Garlappi, and R. Uppal (2009). Optimal versus naive diversification: How inefficient is the 1/n portfolio strategy? *The Review of Financial Studies* 22(5), 1915–53.
- Deutsche Bundesbank (2025, April). Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2023. Monatsbericht, Deutsche Bundesbank.
- Dimson, E., P. Marsh, and M. Staunton (2026). *Global Investment Returns Yearbook 2026*. Zurich: UBS.
- Duchin, R. and H. Levy (2009). Markowitz versus the talmudic portfolio diversification strategies. *Journal of Portfolio Management* 35(2), 71–74.

- Duraj, K., D. Grunow, M. Haliassos, C. Laudenbach, and S. Siegel (2024, October). Rethinking the stock market participation puzzle: A qualitative approach. SAFE Working Paper 441, Leibniz Institute for Financial Research SAFE.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance* 25(2), 383–417.
- Fama, E. F. and K. R. French (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance* 47(2), 427–65.
- Fama, E. F. and K. R. French (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33(1), 3–56.
- Fama, E. F. and K. R. French (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. *The Journal of Finance* 65(5), 1915–47.
- Ferreira, M. A., A. Keswani, A. F. Miguel, and S. B. Ramos (2013). The determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance* 17(2), 483–525.
- Froot, K. (1993). Currency hedging over long horizons. NBER Working Paper 4355, National Bureau of Economic Research. Später veröffentlicht in: *Annals of Economics and Finance* 20(1), 37–66 (2019).
- Gabaix, X. and R. S. J. Koijen (2021). In search of the origins of financial fluctuations: The inelastic markets hypothesis. NBER Working Paper 28967, National Bureau of Economic Research.
- Gorton, G. and K. G. Rouwenhorst (2006). Facts and fantasies about commodity futures. *Financial Analysts Journal* 62(2), 47–68.
- Grossman, S. J. and J. E. Stiglitz (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review* 70(3), 393–408.
- Gruber, M. J. (1996). Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *The Journal of Finance* 51(3), 783–810.
- Gupta, A. and A. Elizonda Morales (2026, February). How megacap ipos in 2026 could reshape global benchmarks. Blog post, MSCI Research & Insights.
- Haddad, V., P. Huebner, and E. Loualiche (2025). How competitive is the stock market? theory, evidence from portfolios, and implications for the rise of passive investing. *American Economic Review* 115(3), 975–1018.
- Jacobs, H., S. Müller, and M. Weber (2014, June). How should individual investors diversify? an empirical evaluation of alternative asset allocation policies. *Journal of Financial Markets* 19, 62–85.
- Jordà, Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick, and A. M. Taylor (2019). The rate of return on everything, 1870–2015. *The Quarterly Journal of Economics* 134(3), 1225–98.
- Kamra, A., D. Chitkara, and D. Melas (2025, March). To hedge or not to hedge? lessons from history for us equity investors. Blog post, MSCI Research & Insights.
- Karin, L., M. Ulrike, S. Claudia, and S. Milena (2026). Verhaltensökonomische Perspektiven

- auf Kapitalmarktbeteiligung und Altersvorsorge: Folgerungen für die Wirtschaftspolitik. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 27(3), 272–301.
- Leippold, M. and R. Rueegg (2020). How rational and competitive is the market for mutual funds? *Review of Finance* 24(3), 579–613.
- Liu, Y. and A. Tsyvinski (2021). Risks and returns of cryptocurrency. *The Review of Financial Studies* 34(6), 2689–727.
- Lusardi, A. and P. Tufano (2009). Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness. *NBER Working Paper* (14808).
- Malmendier, U. and S. Nagel (2011). Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking? *The Quarterly Journal of Economics* 126(1), 373–416.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance* 7(1), 77–91.
- MSCI (2019). MSCI GDP Weighted Indexes Methodology. Technical report, MSCI.
- MSCI (2021). MSCI Equal Weighted Indexes Methodology. Technical report, MSCI.
- MSCI (2025). MSCI Index Calculation Methodology. Technical report, MSCI.
- MSCI (2026). MSCI Global Investable Market Indexes Methodology. Technical report, MSCI.
- Perold, A. F. and E. C. Schulman (1988). The free lunch in currency hedging: Implications for investment policy and performance standards. *Financial Analysts Journal* 44(3), 45–50.
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests part i: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics* 4(2), 129–76.
- Schmittmann, J. M. (2010). Currency hedging for international portfolios. *IMF Working Papers* 2010(151), A001.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance* 19(3), 425–42.
- Sharpe, W. F. (1991). The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal* 47(1), 7–9.
- Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *The American Economic Review* 71(3), 421–36.
- Stango, V. and J. Zinman (2009). Exponential growth bias and household finance. *The Journal of Finance* 64(6), 2807–49.
- Weber, M., H. Jacobs, C. Laudenbach, S. Müller, and P. Schreiber (2020). *Die genial einfache Vermögensstrategie: so gelingt die finanzielle Unabhängigkeit*. Frankfurt: Campus Verlag.