

# Die kapitalgedeckte Vorsorge im Tiefzinsumfeld

Das System der kapitalgedeckten Vorsorge in der 2. Säule kann im aktuellen Tiefzinsumfeld keine sicheren Renten gewährleisten. Sozialpolitische Mindestleistungen sollten deshalb nicht in der beruflichen Vorsorge verankert werden. *Yvonne Seiler Zimmermann, Heinz Zimmermann*

**Abstract** Die aktuellen Zinsen für risikolose Anlagen bewegen sich nahe bei null. Das stellt das berufliche Vorsorgesystem vor grosse Herausforderungen. Denn die garantierten Leistungen werden aus Vorschriften abgeleitet, die die Realität der Kapitalmärkte nicht korrekt abbilden. Die goldene Regel besagt, dass die Renten nicht mehr gesichert sind, wenn die risikolosen erzielbaren Renditen unter dem Nominallohnwachstum liegen. Das ist heute der Fall. Momentan kann die Rentensicherheit nur durch Umverteilung auf die nächsten Generationen erreicht werden. Um diese Umverteilung zu stoppen, braucht es eine Entkopplung von sozialpolitischen Mindestleistungen und kapitalgedecktem Vorsorgesparen.

Im Schatten der aktuellen Vorsorgereform 2020 werden die Probleme, welche mit den historisch tiefen Zinssätzen für das Vorsorgesystem verbunden sind, von der Öffentlichkeit und der Politik in der Schweiz kaum wahrgenommen. Doch die sich hier abzeichnenden Probleme sind erheblich. Denn das System der beruflichen Vorsorge ist nicht geeignet, die Situation an den Kapitalmärkten und die damit verbundenen Risiken abzubilden. Die Kosten dieser Versäumnisse werden gegenwärtig den kommenden Generationen aufgebürdet.

## Niedrigzinsen bedrohen sichere Altersrenten

Zur Sicherung der projizierten Renten ist ein kapitalgedecktes System auf die Erwirtschaftung hinreichend hoher Erträge auf dem Vorsorgevermögen angewiesen. Die Zielsetzung der beruflichen Vorsorge besteht darin, die Rentenhöhe in Abhängigkeit des Lohnes festzulegen, der in der Regel zuletzt vor der Pensionierung erreicht wurde. Deshalb kommt dem Verhältnis zwischen Kapitalrendite und Lohnwachstum eine entscheidende Bedeutung zu.

Dieser Zusammenhang wird durch die «goldene Regel» zum Ausdruck gebracht: Ist die Kapitalrendite mindestens so hoch wie das Lohnwachstum und wird der Rentenumwandlungssatz (UWS) unabhängig von der Kapitalrendite auf 7,2 Prozent fixiert, kann bei den geltenden Altersgutschriften von insgesamt 500 Prozent (die Summe aller Lohn-

prozente) mit einer Rente von mindestens 36 Prozent des letzten Lohnes gerechnet werden. Zusammen mit der AHV führt das zu einer Lohnersatzquote von mindestens 60 Prozent.<sup>1</sup>

Liegt jedoch die Kapitalrendite unter dem Lohnwachstum und wird zusätzlich der Rentenumwandlungssatz an die tatsächliche Kapitalrendite angepasst, kann dieses Versprechen nicht mehr eingehalten werden (siehe *Tabelle 1*). Genau dies ist jedoch der Fall, wenn man für die Berechnungen die aktuelle risikolose Verzinsung zugrunde legt. Stellt dies die Effizienz des Kapitaldeckungsverfahrens infrage?

## Kapitalmarktferne Verzinsungsannahmen

Dazu stellt sich zunächst die Frage, ob der risikolose Zinssatz tatsächlich massgebend ist für die Interpretation der goldenen Regel. Nach der gängigen Auslegung der gesetzlichen Grundlagen des BVG<sup>2</sup> müssen die Altersleistungen mit Sicherheit erbracht werden. Zudem wird die Höhe der Rente auch nicht nachträglich gekürzt. Dies bedeutet, dass zum Zeitpunkt, in dem eine später mit Sicherheit zu erbringende Zahlung festgelegt wird, tatsächlich der risikolose Zinssatz

relevant ist. Die heute geltende Fristenstruktur der risikolosen Zinssätze zeigt, dass beispielsweise für einen Franken, der in 20 Jahren fällig wird, zum heutigen Zeitpunkt 0,957 Franken in Bundesobligationen investiert werden müssten (siehe *Tabelle 2*) – die Beiträge wären so unbezahlbar.

Doch die Konsequenzen dieser Situation manifestieren sich im Navigationssystem der Pensionskassen leider nicht, so dass die Probleme weitgehend unerkannt bleiben. Die technischen Zinssätze, welche zur Diskontierung der späteren Leistungen verwendet werden,<sup>3</sup> liegen immer noch massiv über den eigentlich relevanten, risikolosen Zinssätzen, die heute bei rund null Prozent liegen: Bei den privatrechtlichen Kassen liegt der Median des angewandten Satzes bei 2,5 Prozent und bei den Kassen mit Leistungsprimat bei 3,25 Prozent.<sup>4</sup> Der auf dieser Basis ausgewiesene Deckungsgrad liefert also ein viel zu optimistisches Bild über die finanziellen Möglichkeiten der Kassen, die versprochenen Leistungen später tatsächlich – und risikolos – erbringen zu können.

Zwar werden die technischen Zinssätze seit Jahren herabgesetzt, aber offenbar noch viel zu wenig. Die verwendeten Zinssätze würden nur dann ein zutreffendes Bild liefern, wenn die Kassen ihr Vermögen tatsächlich so investieren könnten, dass der technische Zinssatz erwirtschaftet werden kann: durch Aktien, Immobilien oder Unternehmensanleihen. Das bedeutet aber die Abkehr von sicheren Renten, selbst bei einem langen Beitrags- und Anlagehorizont.

Ähnlich verhält es sich bei den Kassen mit Beitragsprimat: Sie sind gezwungen, den vom Bundesrat jährlich neu festgelegten BVG-

<sup>1</sup> Die Summe der Altersgutschriften (500%) multipliziert mit einem UWS von 7,2% ergibt eine Rente von 36% – und zwar (approximativ) in Bezug auf den letzten Lohn, wenn die Lohnwachstumsrate gleich hoch ist wie die Kapitalrendite. Diese Lohnersatzquote ist unabhängig von der Höhe von Lohnwachstum und Kapitalrendite.

<sup>2</sup> BVG Art. 1, BVG Art. 15, Abs. 2, BVV2, Art. 50, Abs. 2

<sup>3</sup> Bei Kassen mit Leistungsprimat dienen die technischen Zinssätze zur Berechnung des Vorsorgekapitals (VK) der Aktiven und bei sämtlichen Pensionskassen zur Berechnung des VK der Rentenbezüger. Der Referenzzinssatz der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten (SKPE), der aktuell bei 2,25% liegt, dient lediglich als Obergrenze der VK der Rentenbezüger. Der anzuwendende Satz wird vom zuständigen Organ der PK festgelegt.

<sup>4</sup> Siehe PPCmetrics (2016), S. 5.

**Tabelle 1: Altersrente in Prozent des letzten Lohns nach Lohnwachstum, Kapitalrendite und Umwandlungssatz**

Lohnwachstum	0%	1%	2%	3%	4%	Umwandlungssatz
Kapitalrendite						
0%	25,0%	21,5%	18,7%	16,5%	14,7%	5,0%
1%	32,6%	27,7%	23,9%	20,8%	18,4%	5,5%
2%	42,7%	35,9%	30,6%	26,4%	23,0%	6,1%
3%	56,4%	46,8%	39,4%	33,6%	29,0%	6,7%
4%	74,9%	61,4%	51,1%	43,1%	36,8%	7,4%

EIGENE BERECHNUNGEN DER AUTOREN

Die Zahlen beziehen sich auf eine aktive Beitragsperiode von 40 Jahren und eine Rentenbezugsperiode von 20 Jahren. Die Beiträge werden aufgrund der effektiven, altersabhängigen Lohnprozente berechnet. Die Summe der Altersgutschriften beträgt 500 Prozent. Der verwendete Zinssatz zur Berechnung der Lohnersatzquote entspricht der Kapitalrendite während der Beitragsdauer.

**Tabelle 2: Fristenstruktur der risikolosen Zinssätze**

Laufzeit Bundesobligationen	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	8 Jahre	9 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Kassazinssätze Bundesobligationen	-0,63%	-0,77%	-0,80%	-0,72%	-0,59%	-0,47%	-0,35%	-0,25%	-0,17%	-0,10%	0,22%	0,33%
Heute zu investierender Betrag um in $n$ Jahren 1 Franken zu erhalten	1,006	1,016	1,024	1,029	1,030	1,028	1,025	1,020	1,015	1,010	0,957	0,907

SMB, EIGENE BERECHNUNGEN DER AUTOREN

Monatsschlusswerte, März 2017

Mindestzins gutschreiben, der seit mittlerweile über 20 Jahren über dem risikolosen Zinssatz festgesetzt ist (siehe *Abbildung 1*). Will man keinen sinkenden Deckungsgrad riskieren, lässt sich diese Zielsetzung nur durch höherrentierende Vermögensanlagen erreichen – doch dadurch wird es unmöglich, die Sicherheit der damit finanzierten Renten zu garantieren.

### Risikobehaftete Kapitalanlagen unumgänglich

Die Schlussfolgerung ist so naheliegend wie einfach: Positive Renditen können im aktuellen Null- oder Tiefzinsumfeld nur noch durch Risikoprämien verdient werden, also über Vermögensanlagen, welche mit Risiken verbunden sind. Wer argumentiert, dass mit Aktien oder Immobilien langfristig gar nicht so hohe Risiken verbunden seien, verkennt (ausser dieser an und für sich unkorrekten Behauptung) die Tatsache, dass es dann langfristig mit diesen Anlagen auch gar keine Risikoprämien zu erzielen gäbe.

Wenn jedoch Risiken unvermeidbar sind, steht ein kapitalgedecktes Vorsorgesystem im Widerspruch zum Erfordernis sicherer Renten – auf dem heute angestrebten, lohnabhängigen Niveau. Dieser Umstand

wird heute ignoriert: Jeder Franken, der als Rente ohne Risikopartizipation ausbezahlt oder schon nur gutgeschrieben wird, belastet die kommenden Generationen. Die jährlichen Umverteilungseffekte von Jung zu Alt liegen im Milliardenbereich, wie verschiedene Schätzungen zeigen.<sup>5</sup> Diese sind jedoch unsichtbar, da die Renten bisher noch immer uneingeschränkt bezahlt und die Sanierungen von der aktiven Generation getragen wurden.

Auch aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht macht es wenig Sinn, die Kapitalverzinsung der goldenen Regel als risikolose Verzinsung von Staatsschulden zu interpretieren. Denn aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive muss sich ein kapitalgedecktes Vorsorgesystem aus den Erträgen des volkswirtschaftlichen Realkapitalstocks finanzieren, wozu Staatsschulden nur zu einem geringen Teil gehören dürften. Doch die Erträge auf Aktien, Immobilien oder langfristigen Investitionen von Firmen sind wesensgemäss mit Risiken verbunden, die darüber hinaus nur unvollständig diversifiziert und deshalb auf dem Kapitalmarkt mit einer Risikoprämie entschädigt werden.

<sup>5</sup> Siehe Credit Suisse (2017), S. 15–16 sowie eigene Berechnungen.

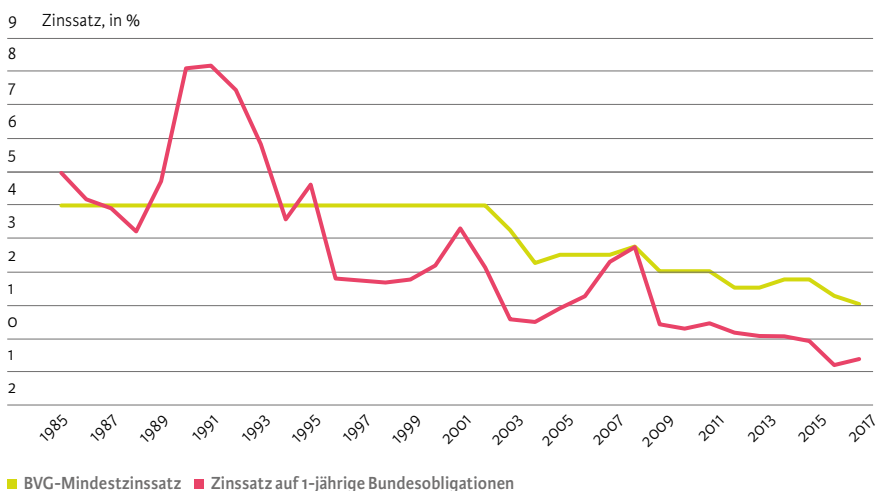
Legt man dem Nominallohn-Wachstumsvergleich aus Tabelle 1 beispielsweise die durchschnittliche Kapitalrendite eines typischen BVG-Portfolios<sup>6</sup> anstelle der risikolosen Verzinsung zugrunde, muss auch die goldene Regel nicht mehr verworfen werden (siehe *Abbildung 2*).

### Mindestleistungen und kapitalgedeckte Vorsorge entkoppeln

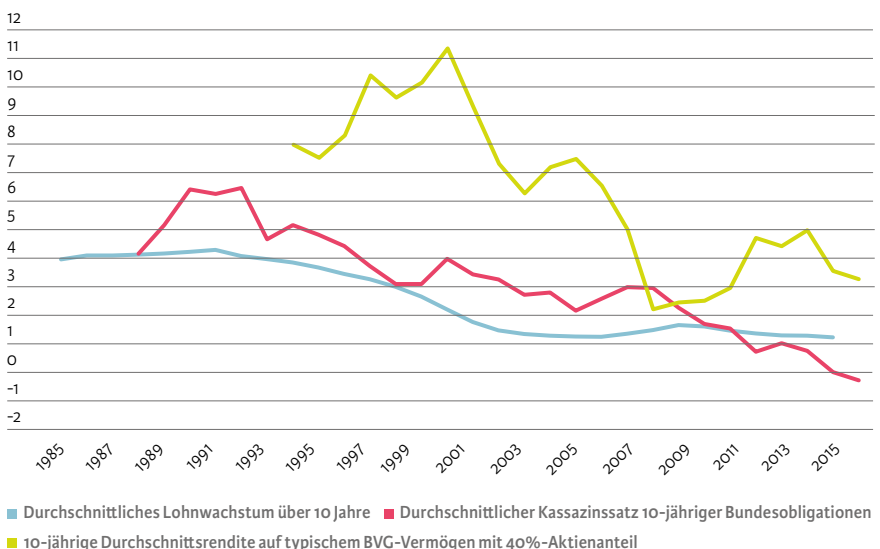
Lassen die gesetzlichen Grundlagen überhaupt eine Investition in riskante Anlagen zu? Im Überobligatorium ist dies möglich, aber die Flexibilität bezüglich der Anlagemöglichkeiten sollte besser genutzt werden. Im obligatorischen Teil wird der Sicherheitsanspruch zudem oft überinterpretiert. Der Gesetzgeber spricht von «angemessener» Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung und von der «Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke» – nicht von der Sicherheit der Renten. Und: Wenn im Zusammenhang mit der Berechnung des BVG-Mindestzinses explizit erwähnt wird, dass nebst der Rendite von Bundesobligationen zusätzlich jene von «Aktien, Anleihen und Liegenschaften» zu berücksich-

<sup>6</sup> Es werden die Renditen des BVG2000-Index von Pictet & Cie. mit einem Aktienanteil von 40% verwendet.

**Abb. 1: BVG-Mindestzinssatz und risikoloser 1-Jahres-Zinssatz (1985–2017)**



**Abb. 2: Lohnwachstum und Kapitalrenditen: Risikolos und typisches BVG-Vermögen (1985–2016)**



tigen sind,<sup>7</sup> wäre es ein Gebot der Logik den zukünftigen Wert dieser Vermögensanlagen für die Bemessung der Renten heranzuziehen – und nicht eine risikolos zu erreichende Mindestverzinsung.

<sup>7</sup> Siehe die in Fussnote 2 angegebenen gesetzlichen Quellen.

Es stellt sich damit die Frage, wie die Risiken, welche durch ein kapitalgedecktes System zwingend verbunden sind, durch sozialpolitische Instrumente aufgefangen werden können. Es gehört zum Verständnis unseres Vorsorgesystems, dass mit dem Rentenanspruch eine minimale Sicherheit

verbunden ist. Dieser muss sich jedoch auf ein zu definierendes Existenzminimum beschränken. Es ist diskutabel, ob die heutige AHV mit oder ohne Ergänzungsleistungen diesen Anspruch erfüllt. Es handelt sich dabei jedoch um eine sozialpolitische Frage, welche losgelöst vom Vorsorgesparen im Sinne der individuellen Vermögensbildung beantwortet werden muss. Eine Entkoppelung von sozialpolitischen Mindestleistungen und kapitalgedecktem Vorsorgesparen ist angesagt.



**Yvonne Seiler Zimmermann**  
 Professorin für Finanzmarkttheorie, Financial Products und Asset Management, Institut für Finanzdienstleistungen IFZ, Hochschule Luzern



**Heinz Zimmermann**  
 Professor für Finanzmarkttheorie, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät (WWZ), Universität Basel

**Literatur**

Credit Suisse (2017). Schweizerische Pensionskassenumfrage: Tiefe Zinsen und Demografie als zentrale Herausforderungen.  
 PPCmetrics (2016). 2. Säule 2016. Analyse der Geschäftsberichte von Pensionskassen.