

## Verzinsung

# Welche Rendite soll an die Versicherten weitergegeben werden?

Gemäss den beiden Pensionskassen-Indizes der CS und der UBS verzeichnen die schweizerischen Pensionskassen im Jahr 2017 eine durchschnittliche Performance von rund 8 Prozent. Nun werden Forderungen laut, dass die Pensionskassen diese guten Renditen den Versicherten weitergeben sollten.

## IN KÜRZE

Klare Regeln erhöhen die Transparenz und verhindern nach einer guten Börsenentwicklung sporadische Begehrlichkeiten.

Ist es nicht widersprüchlich, dass trotz hoher erzielter Renditen in zwei aufeinanderfolgenden Jahren sinkende Mindestzins- und Umwandlungssätze hingenommen werden müssen? So wurden in einem Informationsbeitrag von SRF1 Pensionskassen erwähnt, die den Arbeitnehmenden mehr als den Mindestzinssatz weitergeben, wie beispielsweise die Pensionskasse von Sulzer. Von der erwirtschafteten Rendite von rund 6 Prozent gibt sie 3 Prozent an ihre Versicherten weiter, die Post dagegen von einer ähnlich hohen Rendite nur gerade 1.25 Prozent. Handelt die erste Kasse vorbildlich und verantwortungsvoll, die zweite hingegen nicht?

### Sichere Renten

Die finanzökonomische Betrachtungsweise legt eine andere Antwort nahe: Solange den Versicherten sichere Renten versprochen werden und dementsprechend eine risikolose Verzinsung auf der Gesamtheit der geleisteten Beiträge gewährt wird, steht ihnen die risikolose Verzinsung zu. Diese liegt zurzeit erst noch unter dem gewährten BVG-Mindestzinssatz, sodass die Versicherten sowieso schon zu viel gutgeschrieben erhalten – aber dieser Aspekt soll zunächst vernachlässigt werden.

Die Logik des Arguments ist relativ simpel: Solange sichere Renten versprochen werden, können diese durch die Pensionskassen auch nur durch risikolose Anlagen erwirtschaftet werden. Wenn bei einer guten Marktentwicklung trotzdem höhere Renditen weitergege-

ben werden, müssen diese jemandem weggenommen werden. Es wäre vergleichbar mit einer Situation, in der man bei einer Bank eine Festgeldanlage tätigt und bei Fälligkeit, bei der Gutschrift des Zinses, sich darüber beschwert, dass man nicht die möglicherweise höhere Rendite des Aktienmarkts – oder einen Teil davon – als Verzinsung erhält. Würden respektive könnten die Versicherten auf einen Teil der Rentensicherheit verzichten, würde ihnen natürlich ein Teil der Performance der risikobehafteten Anlagen zustehen – in positiver wie negativer Hinsicht. Die Arbeitnehmenden an guter Performance teilhaben zu lassen, impliziert auch, dass diese an den Risiken partizipieren.

Und genau hier liegt der Knackpunkt des Systems: Unterschiedliche Kohorten sind von den Anlagerisiken unterschiedlich betroffen. Wer seine Rente bezieht, hat diese auf sicher und partizipiert an keinen Risiken (zumindest im heutigen Verständnis des Vorsorgesystems). Als aktiver Versicherter trägt man ein Risiko, wenn in schlechten Börsenjahren Nullzinsrunden stattfinden, bei einer Unterdeckung Sanierungsbeiträge geleistet werden müssen oder neue versicherungstechnische Grundlagen eingeführt werden. Von diesen Risiken sind jedoch nicht alle Jahrgänge unter den aktiv Ver-

Mehr zum Thema Verzinsung lesen Sie in der Juniausgabe der «Schweizer Personalvorsorge».

Yvonne

Seiler Zimmermann  
IFZ, Hochschule Luzern



Heinz Zimmermann

WWZ, Universität Basel



sicherten in gleicher Weise betroffen. Aufgrund des Zinseszins effekts führen zum Beispiel Kürzungen bei jüngeren Versicherten zu höheren Renteneinbußen als bei älteren.

Aufgrund der fehlenden Rentensicherheit entsteht bei den Pensionskassen quasi eine Verpflichtung, den Versicherten in guten Börsenjahren eine Rendite (Risikoprämie) gutzuschreiben, die über der risikolosen Verzinsung liegt. Diese Gutschriften gehen jedoch zu Lasten des Deckungsgrads einer Kasse, was das Sanierungsrisiko für die jüngeren Versicherten erhöht. Natürlich kann eine Kasse mit einem höheren Deckungsgrad einen höheren Raubbau an ihren Schwankungsreserven betreiben, aber das Prinzip ist letztlich genau dasselbe.

### Klare Regeln

Es liegt in der Verantwortung der einzelnen Vorsorgeeinrichtungen, welche Renditepartizipation an die Aktiven weitergegeben wird. Deshalb lässt sich die im Titel aufgeworfene Frage nicht mit einer allgemeingültigen Formel beantworten. Entscheidend ist, dass sich die Vorsorgeeinrichtungen der Umverteilungseffekte unter den aktiv Versicherten bewusst sind. Klare Regeln erhöhen die Transparenz und verhindern nach einer guten Börsenentwicklung sporadische Begehrlichkeiten.

Eine solche Regel könnte zum Beispiel darin bestehen, dass man bei genügend hohen Schwankungsreserven die Altersgutschriften der Aktiven auf das Niveau der technischen Verzinsung der

laufenden Altersrenten anhebt, um die Ungleichbehandlung von Aktiven und Rentenbezüglern aufzuheben.

### Schwankungsreserven aufbauen

Solche Regeln müssen stets so konzipiert sein, dass gute Börsenjahre dazu genutzt werden können, um die Schwankungsreserven einer Vorsorgeeinrichtung aufzubauen. Diese dienen dazu, die Risiken aufzufangen, die aus den politisch motivierten Mindestverzinsungsvorschriften resultieren, die seit längerem über der risikolosen Kapitalverzinsung angesetzt werden. Dieser Umstand zwingt die Vorsorgeeinrichtungen dazu, die geforderten Gutschriften durch die Risikoprämien risikobehafteter Anlagen – vor allem Unternehmensanleihen, Aktien und alternativen Anlagen – zu verdienen.

Es wird gelegentlich argumentiert, dass die damit verdiente Durchschnittsrendite wie eine risikolose Rendite, aber über dem tatsächlichen risikolosen Zinssatz liegend, betrachtet werden könne. Diesem Argument liegt die Vorstellung zu Grunde, dass das Vorsorgesystem etwas leisten kann, zu dem der Kapitalmarkt nicht in der Lage ist – nämlich den zeitlichen Ausgleich von Finanzmarktrisiken.

Dass eine Pensionskasse eine Risikogemeinschaft darstellt, innerhalb der Risiken zeitlich und zwischen Kohorten ausgeglichen werden können, steht ausser Zweifel. Eine andere Frage ist, ob ein solcher Ausgleich für Finanzmarktrisiken funktioniert. Es soll nicht in Ab-

rede gestellt werden, dass ein gewisser intertemporaler Ausgleich von Kapitalmarktrisiken durch Vorsorgeeinrichtungen erreicht werden kann und ökonomisch effizient ist. Gleichzeitig scheint es jedoch abwegig zu erwarten, dass höhere Renditen als der risikolose Zinssatz für sämtliche Generationen garantiert werden können. Schliesslich werden Renditeerwartungen, die über dem risikolosen Zinssatz liegen, finanzökonomisch als Risikoprämien interpretiert. Es gäbe keinen Grund, dass am Kapitalmarkt Risikoprämien entschädigt würden, wenn es Institutionen gibt, welche die zugrundeliegenden Risiken durch einen intergenerationellen Ausgleich vollständig diversifizieren könnten. Zudem zeigen empirische Untersuchungen, dass es gerade langfristige, persistente Risikofaktoren sind, welche die Risikoprämien von Aktien bestimmen – nicht temporäre, zeitlich eher diversifizierbare Faktoren.

So lange es jährliche Mindestverzinsungsvorschriften gibt, die über dem risikolosen Kapitalmarktzinssatz liegen oder die Anlagezielsetzung einer Kasse explizit die Erwirtschaftung noch höherer Renditen vorsieht, bleibt die Äufnung von Schwankungsreserven das primäre Ziel einer auf Sicherheit ausgerichteten Vorsorgeeinrichtung. Abweichungen davon sind vom verantwortlichen Organ zu begründen und in ihren Effekten zu quantifizieren. |