

## 4 Gefährliche Versprechen

**Man kann nicht beides haben: hohe Renditen und absolute Sicherheit. Das gilt auch für das Schweizer Vorsorgesystem.**

*von Yvonne Seiler Zimmermann und Heinz Zimmermann*

Die Schweiz sitzt mit ihrem System der beruflichen Vorsorge auf einem Zeitzünder. Die Politik verlangt feste Renditen bei seit Jahren tiefen Zinsen – und verunmöglicht so den offenen Umgang mit Risiken, der bei Investitionen überlebenswichtig wäre. Das muss sich ändern: die berufliche Vorsorge muss sich an Kapitalmarktrisiken ausrichten können. Sonst laufen wir Gefahr, dass das System endet wie bei Charles Ponzi.

Bevor er als Jahrhundertbetrüger bekannt wurde, war Ponzi erst mal ein begabter Verkäufer. Er hat sein System in den Zwanzigern erfunden, und Paul Samuelson hat es drei Jahrzehnte später theoretisch untermauert<sup>1</sup>: Auch bei Nullzinsen lässt sich fürstlich Geld verdienen – wenn man auf das Wachstum der Bevölkerung oder der Wirtschaft setzt. Ponzi konnte sein Versprechen, die ihm anvertrauten Gelder nach drei Monaten in doppelter Höhe zurückzuzahlen, durch Verdoppelung des Investorenkreises einhalten, ohne auch nur einen Dollar zu investieren: «Zinsen aus Neuverschuldung» lautet sein Motto. «Umlageverfahren» nennen die Ökonomen das Prinzip, und mit «Zins gleich Wachstum» bewies Samuelson sein Theorem – aber weil es sich nicht um den Zins auf einem investierten Vermögen handelt, bezeichnete er diesen als «biologischen» Zinssatz: eine Verzinsung, welche alleine durch Wachstum – bei ihm durch das Bevölkerungswachstum – zustande kommt. Doch was hat dies mit Vorsorge und Risikokultur zu tun?

### Der Vorsorgeschatz ist mit einem Fluch belegt

Wir sind stolz auf unseren Kapitalstock, den wir dank der beruflichen Vorsorge und dem freiwilligen Alterssparen aufgebaut haben: knapp 1000 Milliarden oder 200 000 Franken je versicherte Person sind in Vermögenswerten investiert, und im Vergleich zu vielen ausländischen Staaten befinden wir uns in einer beneidenswerten Lage. Aber der Schatz ist mit einem Fluch belegt: ihm liegt das Versprechen sicherer Altersrenten zugrunde.

Es hängt von zwei Dingen ab, ob das Kapital reicht, um dieses Versprechen zu halten: vom versprochenen Rentenniveau und von der Verzinsung des Kapitals. Der Fluch liegt darin,

---

### Yvonne Seiler Zimmermann

ist Professorin am Institut für Finanzdienstleistungen IFZ der Hochschule Luzern.

---

### Heinz Zimmermann

ist Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel.

dass die Versprechungen (wie bei Ponzi) zu hoch sind und die Verzinsung (wiederum wie bei Ponzi) zu tief ist: Wir erwarten Renten, die uns die Fortsetzung der gewohnten Lebensumstände «in angemessener Weise» ermöglichen (Gesetzesauftrag), während sich die Zinssätze selbst für sehr lange Anlagehorizonte nahe bei null befinden.

Dieses Zauberstück kann nur vollbracht werden durch Umverteilung (wie bei Ponzi: wer beim Spiel früh dabei war, hat gut verdient) oder durch das, was die Pensionskassen glücklicherweise längst tun – nämlich durch höhere Anlagerisiken. Höhere Risiken aber lassen sich wiederum nicht mit einer garantierten Rendite vereinbaren. Sie werfen ja gerade daher mehr Zins ab, weil die entsprechenden Anlagen mit Unsicherheit verbunden sind. Unseres Erachtens würde es zur Kultur eines verantwortungsbewussten Umgangs mit Risiken gehören, diesen Sachverhalt zu akzeptieren – und von Pensionskassen nicht das eigentlich Unmögliche zu verlangen. Die nächste Generation wird dafür dankbar sein.

### Glücklicher Start in den 1980ern

Das System der beruflichen Vorsorge hatte ursprünglich mit Ponzi und seinem Schneeballsystem eigentlich gar nichts zu tun: der Gesetzgeber sah vor, dass die zweite Säule zusammen mit der AHV eine Rente von etwa 60 Prozent des vor der Pensionierung erreichten Lohnes sicherstellen sollte und dafür während der Erwerbsdauer (rund 40 Jahre) von Arbeitgeber und Arbeitnehmer entsprechende Lohnprozente anzusparen seien. Diese Zielsetzung lässt sich erreichen, wenn die Verzinsung des auf diese Weise angesparten Kapitals mindestens der Wachstumsrate der Lohnsumme<sup>2</sup> entspricht – also wiederum «Zins gleich Wachstum», aber eben gerade nicht im

Sinne von Ponzi oder Samuelson, welche ohne Kapitalanlagen auskommen, sondern als Finanzierungsuntergrenze für Investitionen am Kapitalmarkt. Und weil die langfristige Verzinsung risikoloser Anlagen typischerweise über der Lohnwachstumsrate lag, konnte man die jährliche Verzinsung des Vorsorgekapitals – also die Ansprüche der Versicherten – auch gleich im Gesetz festschreiben oder dem Bundesrat übertragen. Die Zinssätze waren sogar hoch genug, dass man einen Teil des Kapitals in Aktien oder Liegenschaften investieren konnte, ohne die risikolosen Rentenversprechen zu gefährden. Ganz im Gegenteil: dank des Kapitalmarktbooms im ausgehenden Jahrtausend wurden die Pensionskassen für diese Risiken geradezu fürstlich entschädigt – die temporären Einbrüche am Aktienmarkt (1987, 1997) oder die Flaute am Immobilienmarkt in den 1990er Jahren haben diese Versprechen in keiner Weise vereitelt.

Doch die Situation änderte sich mit dem Einbruch der Dot-Com-Blase, im Zuge derer auch die Zinssätze auf historische Tiefststände sanken. Zum ersten Mal seit der Einführung des BVG mussten die Rentenansprüche reduziert werden. Am offensichtlichsten zeigt sich dies in der BVG-Mindestverzinsung,<sup>3</sup> die seit 2003 schrittweise von 4 Prozent auf 1 Prozent zurückgenommen wurde. Aber: die durchschnittliche Lohnwachstumsrate ist in diesem Zeitraum ebenfalls gesunken, und solange Zinssatz und Lohnwachstum gleich hoch sind, kann die relative Rentenhöhe (die angestrebten 60 Prozent des letzten Lohnes) beibehalten werden, ganz unabhängig davon, wie hoch Zins und Wachstum sind.<sup>4</sup> «Glück für die Versicherten», könnte man voreilig schliessen.

### Der Wind hat gedreht

Doch einmal abgesehen davon, dass eine tiefere Lohnwachstumsrate einen generellen Wohlstandsverlust bedeutet, hat sich das Bild in den letzten Jahren verschlechtert. Inzwischen ist der risikolose Zins *unter* die Wachstumsrate der Löhne gefallen: diese liegt im Durchschnitt der letzten 10 Jahre stets noch über einem Prozent, während die Verzinsung auf Bundesobligationen um null herum schwankt. «Wachstum bei Nullverzinsung»: Hier kommt nun Ponzi ins Spiel. Es ist unter diesen Bedingungen effizienter, die Renten durch öffentliche Schulden zu finanzieren – was für die Regierung ja zum Nullzins möglich ist – statt durch tatsächliche Kapitalanlagen. Die Schuldenlast nimmt dank den Nullzinsen nicht zu, sondern verteilt sich aufgrund des Wachstums auf mehr Köpfe resp. eine grössere Lohnsumme. Dies hat mit einem kapitalgedeckten Vorsorgesystem nichts mehr zu tun,<sup>5</sup> so wenig wie Ponzi zur Aufrechterhaltung seines Systems Kapitalanlagen benötigt: es reicht, dass immer mehr Geld investiert wird. Während bei Ponzi die Zahl der Mitspieler irgendwann ein Ende fand (schon nur wegen der Gerüchte über seine unrühmliche Vergangenheit), ist das Potenzial für Ponzi-Spiele in einer

wachsenden Wirtschaft bei Nullzinsen theoretisch unbegrenzt: Die Schulden werden einfach ständig auf die nächste Generation übertragen, aber der Prozess ist erst noch ökonomisch effizient, weil eben Kapital gratis, aber das Wirtschaftswachstum positiv ist.

Solange das Wirtschaftswachstum positiv und Kapital gratis ist, ist dieses System ökonomisch sogar effizient. Doch kann dies auf die Dauer funktionieren, in einer demographisch eher schrumpfenden Gesellschaft? Sollten die tiefen Zinssätze in dieser Hinsicht nicht sogar als Frühindikator einer Entwicklung betrachtet werden, in der eine alternde Gesellschaft ein übermässig hohes Alterskapital anspart, dem ein zu geringes Mass an produktiven Investitionen gegenübersteht? Die Sparchwemme der Altersvorsorge und die möglichen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt bilden ein Thema, das regelmässig von namhaften Ökonomen wie Peter Diamond, Ben Bernanke (*savings glut*) oder Carl Christian von Weizsäcker aufgegriffen wurde.<sup>6</sup>

### Investitionen in Realkapital

Es ist nicht dasselbe, ob Erträge über den Kauf risikoloser öffentlicher Anleihen erwirtschaftet werden oder mit echten Investitionen in den volkswirtschaftlichen Kapitalstock. Der Sinn eines kapitalgedeckten Vorsorgesystems liegt in der Akkumulation von Realkapital, von Sachwerten wie Aktien, Beteiligungen und Immobilien oder Unternehmensanleihen mit Bezug zu realwirtschaftlichen Investitionen. Solche Investitionen sind wesensgemäss risikobehaftet und nicht prognostizierbar, und daher werfen sie eine Risikoprämie ab. Gegenwärtig rechnen die meisten institutionellen Anleger beispielsweise mit einer jährlichen Aktienmarktpremie (gegenüber der risikolosen Verzinsung) von 4–5 Prozent; für zehnjährige Firmenanleihen mit BBB-Rating kann man mit einer Zusatzrendite von rund einem Prozent gegenüber Staatsanleihen rechnen.

Die Idee eines kapitalgedeckten Vorsorgesystems besteht in der Erwirtschaftung eben dieser Zusatzrenditen gegenüber einer risikolosen Verzinsung. Wenn das Ziel in der Erwirtschaftung risikoloser Erträge bestehen würde, wäre (von internationalen Diversifikationsgesichtspunkten abgesehen) ein direktes staatliches Umlagesystem (wie es etwa die AHV ist) die einfachere und im Tiefzinsumfeld zudem die effizientere Lösung.

Solange die Realkapitalverzinsung unter Einschluss der Risikoprämien über der Wachstumsrate der Löhne liegt, besteht keine Verführung durch umlagefinanzierte Ponzi-Spiele: kapitalgedecktes Vorsorgesparen ist effizient. Die Früchte hängen hoch, sie sind nicht risikolos zu erreichen.

Die Hüter des billionenschweren Vorsorgeschatzes werden diesen Überlegungen nicht widersprechen: immerhin investieren die Pensionskassen knapp 60 Prozent ihres Kapitals in Sachwerte,<sup>7</sup> und bei der Festlegung des BVG-Mindestzinssatzes ist die Renditeerwartung von Sachwerten, nebst der

# «Die grundsätzliche Bereitschaft zur intergenerationalen Solidarität schliesst nicht die Frage aus, wie weit diese Solidarität bei Kapitalmarktrisiken reichen soll.»

**Yvonne Seiler Zimmermann und Heinz Zimmermann**

risikolosen Verzinsung, explizit zu berücksichtigen. Hat damit alles seine Richtigkeit? Nicht ganz, denn es ist die Vorstellung verbreitet, dass die höhere Durchschnittsrendite der risikobehafteten Sachwertanlagen als garantierte *risikolose* Rendite – in Stein gemeisselte Altersgutschriften – betrachtet werden könne. Lassen sich die höher rentierenden Früchte des Realkapitals tatsächlich ohne Risiko von den Bäumen holen?

## **Schlaumeierische Argumente**

Häufig wird dabei mit dem langen Anlagezeithorizont der Pensionskassen argumentiert. Die Kurse schwanken von Tag zu Tag, Monat zu Monat, von Jahr zu Jahr, aber über 20, 30 oder 40 Jahre hinweg gleichen sich die Schwankungen aus. In bezug auf die jährliche Durchschnittsrendite stimmt die Aussage tatsächlich. Diese spiegelt jedoch nicht das Anlagerisiko

für das Vermögen, das am *Ende* von 20, 30 oder 40 Jahren zur Finanzierung der Altersrente zur Verfügung steht – und dieses Risiko ist das eigentlich relevante. Die jährliche Durchschnittsrendite auf Aktien wird bei einem Horizont von 40 Jahren ziemlich genau 5 Prozent betragen, aber die kumulierte Rendite wird irgendwo zwischen einer Verzwanzigfachung und einer Halbierung des Anfangsvermögens liegen. Um das zu verstehen, kann man sich einen beliebigen Langzeitindex für Aktien vornehmen und die kumulierten jährlichen Renditen für unterschiedlich lange Zeithorizonte betrachten, über gute und schlechte Zeiten hinweg. Auch wenn das Gewinnpotenzial über einen langen Horizont aufgrund der positiven Risikoprämien viel höher ist als der mögliche Verlust: ausschliessen oder gratis versichern lässt sich ein solcher Verlust nicht. Zugegeben: die meisten Leute werden über einen langen Zeit-

horizont diese Kapitalmarktweite wohl eingehen. Aber dürfen Pensionskassen die Durchschnittsrendite einfach so von Jahr zu Jahr gutschreiben? Wer bezahlt, wenn's nicht aufgeht? Wer bereits eine Rente bezieht, kann nicht mehr an Verlusten oder an einer Sanierung beteiligt werden – deshalb zahlen bei Fehleinschätzungen stets die aktiv Beschäftigten oder die Firma<sup>8</sup>: man kann dies mit der Solidarität zwischen den Generationen rechtfertigen, auf alle Fälle wird Geld umverteilt.

Ähnlich gelagert ist das Argument, dass Pensionskassen im Unterschied zur individuellen Vorsorge als Risikogemeinschaften konzipiert seien; der zugrunde liegende Grundsatz der Kollektivität ist im BVG explizit verankert. Für die typischen versicherungstechnischen Risiken (Langlebigkeit, Krankheit, Invalidität) ist dieser Grundsatz wohl begründet. Lässt er sich auf Kapitalmarktrisiken übertragen?

Es soll nicht in Abrede gestellt werden, dass ein gewisser intertemporaler Ausgleich von Kapitalmarktrisiken möglich und möglicherweise ökonomisch effizient ist. Ein solcher erfordert, dass nicht alle aufeinanderfolgenden Generationen von ähnlichen Finanzmarktkrisen (Bewertungskorrekturen, Tiefzinsperioden) betroffen sind. Ein Aktienmarkteinbruch wie im Herbst 1987 (über 30 Prozent)<sup>9</sup> ist zweifellos ein singuläres Ereignis, und es besteht weitgehend ein Konsens darüber, dass jene Versicherten, die unmittelbar anschliessend in Rente gingen, das Risiko nicht vollumfänglich zu tragen haben. Warum sollten sich jene Glücklichen nicht solidarisch zeigen, die ihren Ruhestand kurz vor dem Crash antreten konnten? Andererseits: warum sollen zukünftige Generationen den heutigen Versicherten – aktiv oder im Ruhestand – eine Verzinsung garantieren, von der sie voraussichtlich selbst einmal nur träumen können? Die grundsätzliche Bereitschaft zur intergenerationellen Solidarität schliesst nicht die Frage aus, wie weit diese Solidarität bei Kapitalmarktrisiken reichen soll. Dass sich Anlageergebnisse über lange (im besten Fall: vierzig) Beitragsjahre zwischen verschiedenen Rentnerjahren *angleichen*, steht ausser Zweifel und kann empirisch nachgewiesen werden.<sup>10</sup> *Eliminieren* aber lässt sich die Volatilität nicht. Kann Solidarität wirklich bedeuten, dass den Versicherten eine Durchschnittsrendite *garantiert* wird?

Man sollte skeptisch sein. Ein derartiger, perfekter intergenerationeller Risikoausgleich würde bedeuten, dass die Pensionskassen quasi die Funktion von Entsorgungsanstalten für Kapitalmarktrisiken erfüllen: sie könnten auf ihren Kapitalanlagen Risikoprämien verdienen, ohne dafür Risiken einzugehen. Man tut gut daran, damit zu leben, dass eine Durchschnittsrendite auf risikobehafteten Kapitalmarktanlagen nun halt einmal – auch über einen langen Ansparprozess und mehrere Generationen hinweg – keine risikolose Verzinsung darstellt.

Die Sanierungserfordernisse im heutigen System der obliigatorischen Vorsorge sind die Folge von genau solchen Fehlüberlegungen. Und sie lassen sich kaum quantifizieren: das

System ist zu komplex, es fehlen die erforderlichen Daten und vor allem der politische Wille zu verbesserter Transparenz. Eine kapitalmarktorientierte Risikokultur tut not. Dazu gehören folgende Elemente:

- die Erkenntnis, dass ein kapitalgedecktes Vorsorgesystem nur effizient ist, wenn die Kapitalverzinsung (Anlagerendite) auf dem Vorsorgevermögen über der Wirtschaftswachstumsrate liegt;
- die Akzeptanz, dass Kapitalmarktrisiken einen integralen Bestandteil eines kapitalgedeckten Vorsorgesystems darstellen, da Staatsanleihen wohl eine sichere, aber meistens ungenügende Kapitalrendite abwerfen und ein auf Sicherheit ausgerichtetes Vorsorgesystem meistens effizienter über ein Umlageverfahren finanziert werden kann;
- die Bereitschaft, Kapitalmarktrisiken zu übernehmen, die sich in der Höhe und Variabilität der Altersrenten niederschlagen;
- die Abkehr von bürokratischen Verzinsungsgarantien und auf vermeintliche Sicherheit fokussierten, kurzfristigen Deckungserfordernissen;
- das Erfordernis einer grösseren Eigenverantwortung: wenn Anlagerisiken unvermeidlich sind, muss der einzelne verstärkt in die Verantwortung einbezogen werden und über Wahlmöglichkeiten bei der Gestaltung seiner Vorsorgepläne verfügen.

Eigenverantwortung und Wahlmöglichkeiten setzen voraus, dass Versicherte Risiken und mögliche Konsequenzen ihrer Entscheide kennen und verstehen – und einem Charles Ponzi auf die Schliche kämen. Damit gewinnt Financial Literacy, die Allgemeinbildung in finanziellen Angelegenheiten, an Bedeutung. Es wäre ein neuer, anspruchsvoller Aufgabenbereich für die Institutionen der beruflichen Vorsorge. ◀

<sup>1</sup> Samuelson, P. A. (1958): An Exact Consumption-Loan Model of Interest with and without the Social Contrivance of Money. In: Journal of Political Economy 66, S. 467–482.

<sup>2</sup> Die Veränderung der Lohnsumme setzt sich zusammen aus der Wachstumsrate der Beschäftigten und jener des Durchschnittslohns. Da die jährlichen Veränderungen stark schwanken, wird stets der Zehnjahresdurchschnitt betrachtet.

<sup>3</sup> Der BVG-Mindestzinssatz wird nur stellvertretend verwendet. Die Anpassung der technischen Zinssätze zeigt dasselbe Erfordernis.

<sup>4</sup> Dies ist die Kernaussage der sog. goldenen Regel.

<sup>5</sup> Werden die Anleihen von der jungen Generation erworben, handelt es sich ökonomisch um einen Transfer von Jung zu Alt, d.h. ein Umlageverfahren.

<sup>6</sup> Siehe: von Weizsäcker, C. C. (2013): Der Vorsorge-Albtraum. In: Wirtschaftsdienst 93, Sonderheft «Verdient der Markt noch unser Vertrauen?», S. 7–15, und die dort erwähnte Literatur.

<sup>7</sup> Im einzelnen: Aktien 30%, Immobilien 20%, alternative Anlagen knapp 10%.

<sup>8</sup> Tatsächlich sind die Umverteilungseffekte weit komplizierter als hier vereinfacht beschrieben.

<sup>9</sup> Die Zahlen beziehen sich auf den MSCI für die Schweiz.

<sup>10</sup> Siehe etwa: Malliaris, A. und M. (2008): Investment Principles for Individual Retirement Accounts. In: Journal of Banking and Finance 32, S. 393–404.