
DAS RISIKO DER VORSORGE

DIE ZWEITE SÄULE UNTER DEM DRUCK
DER ALTERNDEN GESELLSCHAFT

HEINZ ZIMMERMANN UND ANDREA BUBB
IM AUFTRAG VON AVENIR SUISSE

KURZFASSUNG

Einleitung

Das Thema der «alternden Gesellschaft» hat in sehr kurzer Zeit die politischen Agenden in vielen Ländern und internationalen Organisationen sowie die Massenmedien und den Buchmarkt erobert. In zahlreichen Konferenzen und Veranstaltungen werden auf verschiedenen Ebenen und in allen Fachgebieten die Auswirkungen der demographischen Verschiebung zu älteren und in vielen Fällen auch schrumpfenden Bevölkerungen diskutiert. Diese Entwicklung ist historisch neu und einmalig, da die Menschheitsgeschichte bisher stets von wachsenden und damit jungen Gesellschaften geprägt war. Die gesellschaftlichen, ökonomischen und politischen Konsequenzen dieses wahrhaft historischen Übergangs dringen erst langsam in die öffentliche Diskussion ein.

Um bei politischen und wirtschaftlichen Entscheidungsträgern das Bewusstsein für diesen Prozess zu fördern, hat der Washingtoner Think Tank «Center for Strategic and International Studies» (CSIS) ein Forschungs- und Diskussionsprogramm unter dem Titel «Global Aging Initiative ins Leben gerufen. In dessen Rahmen fand im Januar 2001 im «Center for Global Dialogue», Rüschtikon, eine internationale Konferenz zum Thema «Managing the Global Age Transition» statt. In zahlreichen Referaten sprachen sowohl die Fachvertreter aus Demographie und Ökonomie, aber auch prominente Regierungsvertreter und Parlamentarier aus aller Welt von der globalen Alterungskrise. Es bestand weitgehend Konsens über die demographischen Herausforderungen für fast alle Bereiche der Wirtschaft und der Politik – von den Pensionssystemen und dem Gesundheitswesen bis zu den Arbeitsmärkten und der nationalen Sicherheit. Ebenso wurde die globale Dimension der Fragestellung deutlich, in dem Masse, wie sich die Vertreter des jüngeren «Südens» plötzlich in die Rolle der demographischen Erneuerungsquelle bzw. des Reservoirs jüngerer Menschen für den alternden «Norden» versetzt sahen.

Unter den zahlreichen Prognosen und Hinweisen auf heraufziehende Probleme oder gar Zusammenbrüche fanden vor allem Untersuchungen Beachtung, die vor den Effekten der alternden Bevölkerung auf die Pensionssysteme und via diese auf die internationalen Kapitalmärkte warnten. Robert Stowe England, der Forschungsdirektor der Global Aging Initiative, präsentierte unter dem Titel «Hard Landings» ein Weissbuch über die Auswirkungen der alternden Bevölkerung auf die weltweiten Finanzmärkte. Darin wird aufgrund umfangreicher Studien und Berechnungen die These vertreten, dass die us-Pensionskassen als grosse institutionelle Investoren schon in rund 10 Jahren von Netto-Investoren zu Netto-Desinvestoren werden. Dies würde – nebst einer massiven Verlagerung von Aktien zu festverzinslichen Anlagen – insgesamt zu einem so grossen Druck auf die Märkte führen, dass «harte Landungen» unausweichlich seien.

Auch wenn andere bekannte Ökonomen diese Betrachtungsweise nicht teilen bzw. die These vom «asset meltdown» für übertrieben halten, fallen die Befürchtungen der CSIS-Forscher doch ins Gewicht. Zumindest scheint es aus schweizerischer Sicht angezeigt, die 2. Säule im Hinblick auf die Alterung der Gesellschaft zu untersuchen – selbst wenn gemeinhin angenommen wird, dass das Vorsorgekapital gegen demographische Risiken besser gefeit ist als Umlagesysteme wie die AHV. Man könnte sogar vermuten, dass aufgrund der früheren Anlagevorschriften, der Beschränktheit des schweizerischen Marktes sowie einer traditionell hohen Gewichtung von Immobilieninvestitionen die von den CSIS-Experten prognostizierten Effekte besonders drastisch ausfallen würden.

Aus diesen Gründen beauftragte Avenir Suisse nicht einen Aktuar bzw. BVG-Experten, sondern den Kapitalmarkt-Spezialisten und Risikoforscher Professor Heinz Zimmermann vom Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel mit der Ausarbeitung einer Studie zu den Risiken der Kapitalvorsorge.

Heinz Zimmermann und seine Mitarbeiterin Andrea Bubb hegten von Anfang an Zweifel an der These vom demographisch bedingten Zusammenbruch der Finanzmärkte und sie lehnen – dies die gute Nachricht – diese Betrachtungsweise auch im vorliegenden Bericht ab. Bei der Analyse des BVG-Systems aus der Perspektive des Kapitalmarktes stiessen Zimmermann und Bubb aber auf erhebliche systemimmanente Probleme und Risiken, die Massnahmen und Reformen, ja ein eigentliches Umdenken nahe legen. In der aktuellen BVG-Revision ist von einer solchen Neuorientierung wenig zu spüren. Der Handlungsspielraum bewegt sich zwischen wohlfahrtstaatlichen Ausbau-Automatismen und der Bereinigung technischer Detailfragen. Zimmermann und Bubb zeigen aber, dass letztlich an die kapitalbasierte Vorsorge Erwartungen gestellt (und daraus politische Forderungen und staatliche «Garantien» abgeleitet) werden, die der Kapitalmarkt nicht erfüllen kann. Deswegen gibt es keine risikofreie Vorsorge, schon gar nicht unter den grundsätzlich neuen demographischen Bedingungen.

Der vorliegende Bericht mit einigen vorläufigen Schlussfolgerungen basiert auf einer umfangreichen Studie mit zahlreichen Materialien und Erläuterungen, die auch technische Elemente enthält. Die Kurzfassung «Das Risiko der Vorsorge» ist aber keine reine Zusammenfassung, sondern ein eigenständiges Dokument für die weitere Verbreitung. Beide Dokumente sind auf der Website von Avenir Suisse (<http://www.avenir-suisse.ch>) abrufbar.

Avenir Suisse, im Juni 2002

Inhalt

Einleitung .....	.iii
o1 Die Diskussion um das BVG	
Die Sondersession des Nationalrates .....	.2
Spiegel der Gesellschafts- und Sozialpolitik .....	.3
Ein Volk tritt in den Ruhestand .....	.4
Neue Bedürfnisse der Erwerbstätigen .....	.6
Unbeantwortete Fragen der Reformdiskussion .....	.6
o2 Schwächen des Vorsorgesystems	
Der Fluch der Pyramide .....	.8
Der Finanzmarkt als «Black Box» .....	.10
Der Widerspruch der risikolosen Anlage .....	.12
Notwendigkeit langfristiger Strategien .....	.14
Fehlendes Risikoverständnis .....	.16
Teure Einkommensgarantie .....	.20
Mobilität und Selbstbestimmung .....	.21
Staatsgarantie fördert Moral Hazard .....	.22
o3 Schlussbemerkungen	
Ein weiter Weg zu effizienten Strukturen .....	.24

01 Die Diskussion um das BVG

Die Sondersession des Nationalrates

Angesichts der steigenden Lebenserwartung werden in der jüngsten Vergangenheit vermehrt Zweifel an der Tragfähigkeit des schweizerischen Vorsorgesystems geäussert. Konzentrierten sich diese Zweifel vorerst auf die nach dem Umlageprinzip organisierte Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV), so steht nun die Anpassung der 2. Säule an die demographischen Veränderungen, aber auch der Ausbau der beruflichen Vorsorge zur Debatte (1. BVG-Revision).

In der Sondersession des Nationalrates zur Revision des BVG waren sich die Parteien und Parlamentarier zur allgemeinen Überraschung sehr schnell über die notwendigen Reformschritte einig:

- Senkung der Eintrittsschwelle von heute geltenden CHF 24720 auf neu CHF 18540. Dieser Beschluss unterstellt neu rund 180000 unselbständige Erwerbstätige mit tieferen Einkommen dem BVG-Obliigatorium.
- Flexible Ausgestaltung des heute geltenden, fixen Koordinationsabzugs neu auf der Grundlage der Lohnhöhe. Der Jahreslohn ist bis CHF 74180 unter Berücksichtigung des Koordinationsabzuges zu versichern, sofern dieser über der Schwelle von CHF 18540 liegt. Dieser Teil wird «koordinierter Lohn» genannt. Der Koordinationsabzug soll neu 40% des Jahreslohnes betragen, mindestens jedoch CHF 15450 und höchstens CHF 21810. Die durch die neue Eintrittsschwelle und die Flexibilisierung des Koordinationsabzugs anfallenden Mehrkosten von rund CHF 660 Millionen würden zu gleichen Teilen von Arbeitnehmern und Arbeitgebern getragen.

- Senkung des Umwandlungssatzes für die Berechnung der Altersrente von heute 7,2% auf neu 6,8% des Altersguthabens. Beim Umwandlungssatz handelt es sich um den Mindestprozentsatz zur Berechnung der jährlichen Rente aufgrund des vorhandenen Altersguthabens als Berechnungsgrundlage. Dieses entspricht dem Vermögen, das zwischen dem 25. Lebensjahr und der Fälligkeit der Rente durch Gutschriften und Verzinsung angespart wurde.
- Die Revision tritt frühestens im Jahr 2004 in Kraft. Ab diesem Zeitpunkt beginnt die Versicherungspflicht auch für tiefere Einkommen. Der neue Umwandlungssatz würde dagegen stufenweise eingeführt, so dass die beschlossenen Rentenkürzungen frühestens für jene Personen in vollem Umfang gelten, die das Rentenalter im Jahr 2014 erreichen.

Die Kommentatoren waren über die Reformfreude des Nationalrates des Lobes voll. Nach nur zweitägiger Sitzung war ein Ergebnis erzielt, das aus ihrer Sicht die Zukunft der 2. Säule sichert. Die Zustimmung des Rates kam auch darum zustande, weil sich die vorberatende Kommission bereits auf Kompromisslösungen für die 1. BVG-Revision geeinigt hatte.

Derartige Kompromisse wohnen dem BVG seit jeher inne. Auch das Gesetz aus dem Jahr 1985 gründet auf solchen Kompromissen, indem es mit einer Vielzahl bereits bestehender Vorsorgeeinrichtungen kompatibel sein musste. Dem Vorteil der Kompatibilität steht der Nachteil gegenüber, dass den gesellschaftlichen und demographischen Veränderungen kaum Rechnung getragen werden konnte. Aufgrund der späten gesetzlichen Regelung sehen sich die Sozialpartner heute mit einem sehr komplexen Altersvorsorgesystem konfrontiert.

Spiegel der Gesellschafts- und Sozialpolitik

.....

In der Sozialpolitik kommen die gesellschaftlichen Ziele, Vorstellungen und Werthaltungen zum Ausdruck. Im weitesten Sinne bestehen diese in der Gewährleistung von sozialem Frieden, Gerechtigkeit und Sicherheit, die mit Hilfe direkter und indirekter staatlicher Massnahmen verwirklicht werden sollen. Konkret wird die am Markt resultierende primäre Einkommens- und Vermögensverteilung zugunsten bedürftiger oder benachteiligter Gesellschaftsmitglieder korrigiert.

Die Konsum- und Einkommenssicherung im Alter stellt das Hauptziel von Altersvorsorgesystemen dar. Nach Art. 112 der Bundesverfassung sollen die Renten der 1. Säule den Existenzbedarf der Versicherten decken. Zusätzlich werden die beiden Risiken, Invalidität und Tod (Einkommen für die Hinterbliebenen) versichert.

Die direkte Verbindung zwischen den individuellen Prämien und Leistungsansprüchen wird in der 1. Säule zugunsten des Sozialausgleichs durchbrochen. Der mit der Einkommens- bzw. Konsumsicherung verbundene Risikotransfer geschieht – begründet durch die Finanzierung im Umlageverfahren – grösstenteils intergenerationell. Basierend auf der Prämien- und Leistungsausgestaltung erfolgen aber auch vielfältige Transfers innerhalb der Generationen. Die Einrichtung der Maximalrente führt beispielsweise zu einem intragenerationellen Einkommens- bzw. Risikotransfer von reich zu arm.

Die finanzielle Situation der 1. Säule hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verschlechtert. Die AHV ist seit 1996 und die IV seit 1993 defizitär. Der AHV/IV-

Ausgleichsfonds erreicht seit Ende 2000 nur noch 56% der jährlichen Ausgaben der 1. Säule (Interdepartementale Arbeitsgruppe «Finanzperspektiven der Sozialversicherungen», IDA FISO, 1996). Für die Zukunft wird gemäss offizieller Prognosen mit einem deutlichen Anstieg des Finanzierungsbedarfs für die 1. Säule gerechnet. Der finanzielle Mehrbedarf, der zur Sicherung der AHV/IV-Renten benötigt wird, beträgt ausgedrückt in Prozenten der AHV-Lohnsumme ca. 2,5% bis 2010 und ca. 3,5% von 2010 bis 2025.

Die berufliche Vorsorge oder 2. Säule des schweizerischen Vorsorgesystems soll zusammen mit der AHV «die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung in angemessener Weise» ermöglichen. Die Aufgabe der Einkommenssicherung beinhaltet in der beruflichen Vorsorge zwei Komponenten: die staatlich verordnete Sparkomponente, die insbesondere das Einkommen im Alter sichert, und die Risikoversicherungskomponente, welche die Weiterführung der gewohnten Lebenshaltung im Falle der Invalidität oder des Todes (für die Hinterbliebenen) sicherstellt.

Auch in der 2. Säule finden in Abhängigkeit von der institutionellen Ausgestaltung der betreffenden Vorsorgeinstitution inter- und intragenerationelle Risikotransfers statt. Grundsätzlich spielt der intergenerationelle Risikotransfer in der kapitalgedeckten beruflichen Vorsorge eine kleinere Rolle als in der umlagefinanzierten 1. Säule. So kommt der Generationenvertrag vorwiegend in der Sparkomponente von Leistungsprimatkassen und kollektiv finanzierten Vorsorgeeinrichtungen zum Tragen. Intragenerationelle Umverteilung findet vorwiegend in der Risikoversicherung statt.

Ein Volk tritt in den Ruhestand

.....

Die Tragfähigkeit der 1. Säule wird heute vor allem wegen der massiven Veränderung der Altersverteilung der Bevölkerung in Zweifel gezogen. Massgeblicher Einflussfaktor ist das Verhältnis von Erwerbsfähigen zu Rentnern. Es ist heute bis weit über das Jahr 2050 bekannt, wie viele Erwerbstätige das Rentenalter erreichen werden. Unbekannte Einflussfaktoren sind die Bevölkerungsströme (Migration) einerseits und die Geburtenrate in der Zukunft andererseits. Erstere können sich als Folge neuer Rahmenbedingungen (Freizügigkeit im Rahmen der bilateralen Abkommen, EU-Beitritt usw.) ändern.

Prognosen über die Tragfähigkeit der nach dem Umlageverfahren aufgebauten 1. Säule sind auch darum einfacher als Voraussagen bezüglich der 2. Säule, weil es sich um ein quasi geschlossenes System handelt, in das die Lebenserwartung, die Entwicklung der Geburtenzahlen und die Zusammensetzung der Alterspyramide einfließen. In die Betrachtung können lediglich die Steuerzahler, Arbeitnehmer und Unternehmen des eigenen Landes einbezogen werden. Sie allein haben die Finanzierung des heute bestehenden Systems sicherzustellen, sieht man von der seit einiger Zeit diskutierten Möglichkeit der Mehrwertsteuerfinanzierung ab.

Prognosen über die Tragfähigkeit der 2. Säule sind demgegenüber wesentlich schwieriger, weil ihre Stabilität nicht nur von der Entwicklung der Demographie, sondern auch von jener der Finanzmärkte abhängig ist. Das kapitaldeckende System unterliegt so viel mehr als die 1. Säule der inhärenten Gefahr, dass Prognosen über einen langen Zeithorizont falsch sind. Gerade weil das Altersguthaben der späteren Rentner hauptsächlich von den Erträgen der Finanz-

anlagen geüffnet wird, kommt der langfristigen Entwicklung der Finanzmärkte eine überragende Bedeutung zu.

Umso mehr erstaunt es, dass sich die aktuelle Diskussion über die Revision des BVG weitgehend auf die Zunahme der Lebenserwartung konzentriert. Der Altersverteilung einerseits und dem gegenseitigen Einfluss von Bevölkerungsentwicklung und Finanzmärkten andererseits wird wenig bis gar keine Beachtung geschenkt.

Die Diskussion um die Alterung der Weltbevölkerung – die sich auf die sinkende Kinderzahl pro Frau und die Lebenserwartung zurückführen lässt – hat sich intensiviert. Von dieser Entwicklung sind nicht nur die Schweiz, sondern alle entwickelten Länder betroffen. Auch in den meisten Schwellen- und Entwicklungsländern erhöht sich das Durchschnittsalter, wenn auch nur in beschränkterem Ausmass und zeitlich verzögert. Der Altersmedian, der die betrachtete Bevölkerung in zwei gleich grosse Gruppen teilt, belief sich im Jahre 1950 auf 21,4 Jahre für die weniger entwickelten und 28,6 Jahre für die entwickelten Länder. Die United Nations Population Division (UNDP) hält für das Jahr 2000 einen Altersmedian von 24,3 Jahren, bzw. 37,4 Jahren fest. Dies entspricht einem Anstieg von rund 2,9 bzw. 8,8 Jahren in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Der Altersmedian der gesamten Weltbevölkerung ist zwischen 1950 und 2000 von 23,6 auf 26,5 Jahre gestiegen. Die prognostizierte Zunahme des Welt-Altersmedians um fast 10 Jahre auf 36,2 Jahre für die kommenden 50 Jahre zeigt einen beschleunigten zukünftigen Alterungsprozess der Weltgesellschaft (siehe Tabelle 1, Seite 5).

Obwohl die Zunahme der Lebenserwartung insgesamt auch auf die geringere Sterblichkeit bei nicht

.....
 Tabelle 1: Altersmedian (in Jahren)

	1950	2000	2050
Welt	23,6	26,5	36,2
Aufstrebende Länder	21,4	24,3	35,0
Industrienationen	28,6	37,4	46,4
Entwicklungsländer	19,5	18,2	26,5
Afrika	19,0	18,4	27,4
Asien	22,0	26,2	38,3
Europa	29,2	37,7	49,5
Nordamerika	29,8	35,6	41,0
Mittel- und Südamerika	20,1	24,4	37,8
Pazifik	27,9	30,9	38,1

Weltweit steigt das Durchschnittsalter stetig an.

Quelle: United Nations Population Division: World Population Prospects: The 2000 Revision

erwerbstätigen Jugendlichen und bei Erwerbsfähigen zurückgeht, fallen vor allem die gewonnenen Lebensjahre in den oberen Altersklassen ins Gewicht. Die Belastung der Erwerbsfähigen zugunsten der Altersvorsorge steigt dadurch sowohl im Umlage- als auch im Kapitaldeckungsverfahren.

In der Schweiz ist im 20. Jahrhundert die Lebenserwartung für Männer und Frauen stark gestiegen. Ein in der Periode 1920/21 geborener Mann bzw. eine zeitgleich geborene Frau hatte eine Lebenserwartung von 54,5 bzw. 57,5 Jahren – sie erreichten damit im Durchschnitt das gesetzliche Rentenalter nicht. Beim Jahrgang 1999 beträgt dagegen die Lebenserwartung bei Geburt von 76,9 (Mann) bzw. 82,6 Jahren (Frau).

Während im Jahr 1948 bei der Einführung der AHV noch 5,4 Personen im erwerbsfähigen Alter (20–64

Jahre) auf eine Person im Ruhestand kamen, waren es 2001 nur noch knapp 4 Erwerbsfähige. Für die Rentenfinanzierung im Rahmen der 1. Säule bedeutet dies eine starke Zunahme der finanziellen Belastung der Erwerbstätigen.

Die Folgen der höheren Lebenserwartung für die Altersrente sind in Bezug auf das Umlagesystem der 1. Säule eindeutig. Weniger klar ist die Entwicklung hinsichtlich der beiden Risiken Invalidität und Tod. Da diese Risiken im staatlichen Vorsorgesystem nur während des Erwerbslebens abgesichert werden, ist ein direkter Zusammenhang mit der höheren Lebenserwartung nicht eindeutig. Allerdings zeigen die Statistiken der Invalidenversicherung (IV), dass die Zahl der Invaliditätsfälle in den vergangenen Jahren ebenfalls stark zugenommen hat.

Wegen der demographischen Folgen für die 1. Säule hat die 2. Säule in der öffentlichen Wahrnehmung stark an Bedeutung zugenommen. Der Glaube, dass die 2. Säule eine ultimative Absicherung gegen das Risiko des Alters darstellt, könnte sich jedoch als schwerwiegender Trugschluss erweisen. So wird die Entwicklung der Finanzmärkte in der Reformdiskussion praktisch als exogener, nicht beeinflusster bzw. beeinflussbarer Faktor betrachtet. Den Interdependenzen zwischen Vorsorgesystem und Finanzmarkt einerseits und Vorsorgesystem und Verhalten der Versicherten bzw. Versicherer andererseits wird nicht hinreichend Rechnung getragen.

Neue Bedürfnisse der Erwerbstätigen

Das BVG regelt vorwiegend im Sinne von Minimalvorschriften die grundlegenden gesetzlichen Rahmenbedingungen der beruflichen Vorsorge. Die anfänglich mit Hilfe des BVG-Obligatoriums angestrebte Harmonisierung der Vorsorgeeinrichtungen wurde fallen gelassen. Aufgrund der langen Geschichte betrieblicher Pensionskassen wäre die Einführung eines Einheitsystems einer Bestrafung der Privatinitiative gleichgekommen und hätte sehr hohe Umstellungskosten verursacht. Dem damaligen Vorteil der Kompatibilität mit dem Bestehenden steht heute der Nachteil gegenüber, dass den gesellschaftlichen und demographischen Veränderungen kaum Rechnung getragen werden kann.

Die dem BVG zugrunde liegenden Prämissen sind vor allem wegen der Zunahme der Mobilität und der Individualisierung der Lebensverhältnisse nicht mehr zeitgemäss:

- Arbeitnehmer wechseln häufig ihre Anstellung, den Wohnsitz- und Arbeitskanton, werden selbständig erwerbend und lassen sich wieder anstellen, ziehen ins Ausland und wieder zurück.
- Die Definition des zu versichernden Lohns ist vor dem Hintergrund komplexer Bonussysteme und Beteiligungsmodelle nicht mehr eindeutig.
- Viele Arbeitnehmer wünschen eine Pensionierung vor dem 65. Altersjahr, viele verbleiben aber auch in der einen oder anderen Form im Erwerbsleben.
- Viele Erwerbstätige sehen im Kauf von Wohneigentum einen zentralen Teil ihrer persönlichen Vorsorge.

- Das Bedürfnis nach Selbstverantwortung und -bestimmung hat stark zugenommen, ebenso das Wissen und das Know-how in Finanz und Anlagefragen.

- Banken, Versicherungen und Fonds bieten Vorsorgeprodukte an, deren Ertrags- und Risikopotenzial transparenter sind als jenes des Vorsorgekapitals.

Unbeantwortete Fragen der Reformdiskussion

Zieht man die Alterung der Bevölkerung einerseits und die gegenseitige Beeinflussung von Vorsorgesystem und Finanzmärkten andererseits in Betracht, offenbaren sich zahlreiche Unzulänglichkeiten der 2. Säule. Auch die im Rahmen der 1. BVG-Revision eingeleiteten Reformschritte vermögen die inhärenten Schwächen des Systems nicht zu beseitigen. Diese werden durch die sozialen und kulturellen Veränderungen und die daraus erwachsenden Erwartungen der Bevölkerung vielmehr verstärkt.

Die Diskussion über tief greifende Reformen des schweizerischen Vorsorgesystems sieht sich rasch mit dem Argument konfrontiert, dass das System in der Vergangenheit gut funktioniert habe, ja international zu den hochstkapitalisierten und erfolgreichsten Systemen gehöre. Ein grosser Kapitalstock stellt aber keine Absicherung gegenüber strukturellen oder demographischen Problemen dar.

Die Kapitaldeckung weist den grundsätzlichen Nachteil auf, dass die Probleme nicht unmittelbar erkennbar sind, sondern indirekt über Modelle, Annahmen

und Szenarien ermittelt werden müssen. Solange die Prämienzahlungen die Rentenleistungen übersteigen, ist die Öffentlichkeit für das Thema Vorsorgereform kaum sensibilisierbar. Mängel bei der Berechnung des erforderlichen Deckungskapitals oder in der Anlagepolitik führen zu keinen unmittelbaren Konsequenzen wie Rentenkürzungen. Ineffizienzen können über längere Zeit fortbestehen.

Bei allen Vorteilen gegenüber Umlagesystemen sind kapitalgedeckte Systeme kompliziert, häufig intransparent und möglicherweise teuer. Die hohe Komplexität führt ferner dazu, dass sich die Reformdiskussion rasch in versicherungstechnischen, juristischen und anlagepolitischen Detailfragen verstrickt. In einer ökonomisch motivierten Diskussion müssen deshalb vier Argumentationsebenen auseinander gehalten werden:

- allgemeine ökonomische Effekte der demographischen Veränderungen
- der Einfluss der demographischen Veränderungen auf das Vorsorgesystem
- die Ausgestaltung des schweizerischen Vorsorgesystems – mit Reformoptionen, die auch grundlegende Systemveränderungen nicht ausschliessen
- die Rolle des Staates im kapitalgedeckten Vorsorgesystem und die daraus entstehende Belastung der öffentlichen Hand (z.B. aus Garantien).

Die ökonomische Analyse des schweizerischen Vorsorgesystems geht davon aus, dass vorgängig definierte Leistungen mit einem Minimum an Beiträgen, Kosten und Risiken zu erreichen sind – oder umgekehrt mit dem angesparten Kapital ein Maximum an Leistungen erwirtschaftet werden soll. Vor dem

Hintergrund vielfältiger Risiken (Demographie, Finanzmarkt, Firmenkonkurse), unsicherer Informationen, komplexer Anreizstrukturen und der Einflussnahme der öffentlichen Hand ergeben sich vielfältige Interdependenzen. Die Effizienz der 2. Säule steht in engem Zusammenhang mit:

- Kostenstruktur
- Anlagestrategie
- unvollständigen Verträgen – also unvollständiger Information, Interessenkonflikten und Kontrollmechanismen
- Abgeltung staatlicher Leistungen (Garantien)
- Struktur der Vorsorgesystems.

Ein modernes Vorsorgesystem muss zudem den Anforderungskriterien Flexibilität, Transparenz und Eigenverantwortung genügen. Diese Voraussetzungen sind im heutigen schweizerischen System bei weitem nicht erfüllt. In den letzten 15 Jahren sind zwar zweifellos verschiedene Verbesserungen erreicht worden, doch sind diese punktueller Art. Die Komplexität und Unübersichtlichkeit des Systems wurde dabei häufig noch erhöht.

Die vorliegende Studie konzentriert sich auf die berufliche Vorsorge, d. h. die 2. Säule unter Einbezug von Vergleichen mit der staatlichen Vorsorge der 1. Säule. Gleichzeitig werden die Aus- und Rückwirkungen des Alters berücksichtigt, die Risiken Invalidität und Tod dagegen weitgehend ausgeklammert. Letztere implizieren versicherungstechnische Fragestellungen, die heute durch die Privatversicherungen weitgehend beantwortet werden.

02 Schwächen des Vorsorgesystems

Der Fluch der Pyramide

.....

Die Akkumulation eines hohen Kapitalstocks löst das demographische Problem nicht, weil eine alternde Bevölkerung wenig kapitalintensive Güter konsumiert. Ein demographisch bedingter Kollaps der Finanzmärkte ist zwar unwahrscheinlich. Das bedeutet jedoch nicht, dass den schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen eine sichere Zukunft bevorsteht. Vor dem Hintergrund der demographischen Entwicklung werden vielmehr die bereits heute bekannten Schwächen des Pensionskassensystems offensichtlich.

Im Gegensatz zu einer steigenden Lebenserwartung ist in der Schweiz die mittlere Kinderzahl pro Frau in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts deutlich gefallen. Im «Babyboom» der Nachkriegsjahre lag der Wert deutlich über 2,1 Kinder pro Frau. Das hohe Reproduktionsniveau fand jedoch mit dem sogenannten Pillenknick im Jahr 1964 sein Ende. In den darauf folgenden zehn Jahren fiel die mittlere Kinderzahl pro Frau kontinuierlich und verharrt seit 1975 mit nur geringen Schwankung auf dem Niveau von 1,5 Kindern.

Das BFS geht weiter von einem über 50%igen Zuwachs an Personen im Rentenalter bis ins Jahr 2060 auf 1,7 Millionen Personen aus. Gemäss der Vorhersage von Avenir Suisse verdoppelt sich die Zahl der Personen im Rentenalter bis 2060 auf 2,2 Millionen Personen (siehe Abbildung 1, Seite 9).

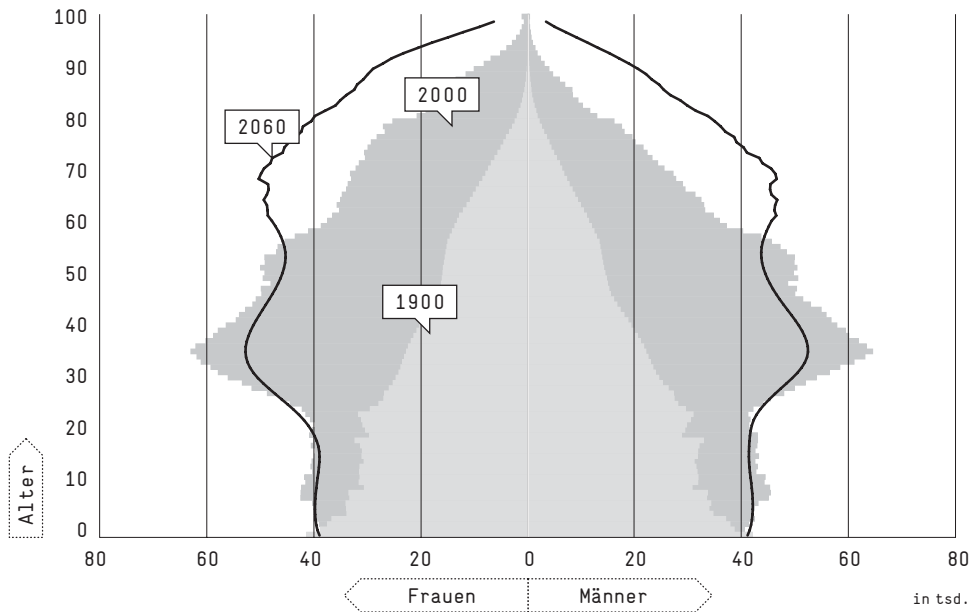
Damit wird die geringere Kinderzahl pro Frau neben der höheren Lebenserwartung zum wichtigsten Einflussfaktor für die Alterung unserer Gesellschaft. Deren Implikationen sind vielfältig und tief greifend. Geht man von altersabhängigen Unterschieden der

Bedürfnisse und Präferenzen von Personen aus, ergeben sich daraus für die gesamte Volkswirtschaft massgebliche Veränderungen des Konsums, der Ersparnisse sowie des Arbeitsangebots und der Arbeitsnachfrage. Beispielsweise erhöht sich in einer alternden Gesellschaft die Nachfrage nach Dienstleistungen im Bereich des Gesundheitswesens. Die veränderte Zusammensetzung der erwerbstätigen Bevölkerung wirkt sich auf die Produktivität und das Wirtschaftswachstum aus.

Angesichts der Alterung stellt sich die akute Frage, ob die Vorsorgesysteme ihre Leistungsversprechungen in Zukunft überhaupt noch werden einlösen können. Bei der Beantwortung erlangt die Finanzierungsart des Vorsorgesystems höchste Bedeutung. Das Umlageverfahren fusst auf einem Generationenvertrag, dessen Einhaltung letztlich nur der Staat garantieren kann. Bei einem sich verschlechternden Verhältnis zwischen der aktiven Bevölkerung und dem Bevölkerungsanteil im Rentenalter werden die Transferzahlungen im Umlagesystem für jeden Erwerbstätigen und die Erwerbsbevölkerung insgesamt immer höher – oder die Leistungen, d. h. die Renten werden reduziert. Die ungünstige Entwicklung schlägt sich für jedermann offenkundig auf dem Lohnausweis und im verfügbaren Einkommen nieder.

Das Kapitaldeckungsverfahren scheint auf den ersten Blick gegen die Folgen der Alterung der Gesellschaft gefeit zu sein. Die hohen Renditen, die an den Finanzmärkten Ende der neunziger Jahre erzielt wurden, führten zu einer gewissen Sorglosigkeit vis-à-vis der demographischen Entwicklung. In der Ökonomie war die Immunität des kapitalgedeckten Systems gegenüber den Folgen der Alterung bereits in den fünfziger Jahren in Zweifel gezogen worden. Die sogenannte Mackenroth-These, wonach auch die kapitalbasierten Renten immer nur aus dem aktuellen

Abbildung 1: Alterspyramide: 1900, 2000, Prognose bis 2060



Der Anteil der Älteren an der Bevölkerung nimmt deutlich zu.

Quelle: Bundesamt für Statistik, Avenir Suisse (Rainer Münz und Ralf Ulrich)

Volkseinkommen, d. h. aus den Leistungen der Erwerbsfähigen erzeugt werden können, stiess angesichts der fortlaufenden Kapitalakkumulation aber ausserhalb wissenschaftlicher Kreise auf wenig Interesse. Nicht zuletzt mit dem jüngsten Kurseinbruch an den Finanzmärkten hat diese Diskussion jedoch neue Nahrung erhalten. Zudem wird von einigen Experten die Befürchtung geäussert, dass das an den Finanzmärkten angelegte Vorsorgekapital von heute knapp CHF 500 Milliarden in nicht allzu ferner Zukunft zur Bezahlung der Altersleistungen liquidiert werden muss. Die «Global Aging Initiative» erwartet bei diesem «Abbau des Kapitalstocks» einen Preiseinbruch an den internationalen Börsen – und zwar genau zu dem Zeitpunkt, da man zur Sicherstellung der Rentenzahlungen auf eine gute Performance angewiesen

wäre. In dieselbe Argumentationslinie gehört, dass sich die hohen Kapitalmarkttrenditen der neunziger Jahre mit dem anlagesuchenden Kapital von Pensionskassen erklären lassen.

Der Finanzmarkt als «Black Box»

.....

Die Finanzmärkte spielen bei der Sicherung der Vorsorgeleistungen eine zentrale Rolle. Dennoch wird in der BVG-Revision der Finanzmarkt bestenfalls als exogener Faktor behandelt. Die Immunisierung gegenüber demographischen Trends durch einen hinreichend hohen Kapitalstock erweist sich als Illusion. Auch deckungskapitalisierte Vorsorgesysteme werden von den demographischen Veränderungen erfasst. Dennoch ist die Befürchtung, dass die Veräusserung von Wertpapierbeständen zum Kollaps der Finanzmärkte führt, unbegründet. Aber: Kein Vorsorgesystem lässt sich durch internationale Kapitalakkumulation ohne zukünftige, im Inland erbrachte Arbeitsleistungen aufrecht erhalten. Kapitaldeckungsverfahren unterliegen also denselben ökonomischen Prämissen wie Umlageverfahren.

Über Pensionskassen ist ein grosser Teil der Bevölkerung im Besitz von Aktien, häufig aber ohne sich dessen bewusst zu sein und ohne die Konsequenzen von Kursänderungen der Börse für die Prämienzahlungen oder die späteren Renten abschätzen zu können. Dies ist insofern nachvollziehbar, als die minimalen Leistungen einer Kasse garantiert sind und sich die Versicherten scheinbar nicht mit der Frage nach der Deckung der Leistungen zu beschäftigen brauchen.

Die heutige Vorsorgediskussion scheint sich fernab von den Finanzmärkten zu bewegen. Der Staat verhält sich bei der Ausgestaltung der gesetzlichen Grundlagen so, als läge die einzige Unwägbarkeit in der Zunahme der Lebenserwartung. In Tat und Wahrheit kommt aber der Entwicklung an den Finanzmärkten in einem Vorsorgesystem, das nach dem Kapitaldeckungsverfahren ausgestaltet ist, eine übergeordnete Rolle zu. Ein Rechenbeispiel soll dies erläutern:

Wenn beispielsweise monatlich 1000 Franken zu einem durchschnittlichen Zins von 4% über eine Erwerbsdauer von 40 Jahren angelegt werden, dann beträgt das Alterskapital am Ende dieser Zeitdauer CHF 1,16 Millionen und setzt sich zu 41% aus den Beitragszahlungen und zu 59% aus den akkumulierten Zinsen zusammen. Geht man demgegenüber von einer durchschnittlichen Verzinsung von 5% aus, so beträgt der Anteil der Beitragszahlungen am Endkapital von CHF 1,48 Millionen lediglich 32%, derjenige der akkumulierten Zinsen dagegen 68%.

Auch der beste Börsenkennner ist nicht in der Lage, die Entwicklung der Finanzmärkte auf die Dauer eines Monats, geschweige denn über ein Jahr oder ein Dezennium vorherzusagen. Die Prognostizierbarkeit der Bevölkerungsentwicklung nimmt sich dagegen vergleichsweise einfach aus (siehe Tabelle 2, Seite 11).

Lässt sich aber etwas über den längerfristigen Einfluss der Alterung auf die Finanzmarktrendite sagen? Auf diese Frage scheint es aus ökonomischer Sicht eine einfache Antwort zu geben: Die zunehmende Verknappung des Produktionsfaktors Arbeit gegenüber dem Faktor Kapital erhöht den relativen Preis der Arbeit. Dies führt zu einer Erhöhung der Löhne relativ zum Kapitalzins, also zu einem sinkenden realen Zinssatz. Diese Schlussfolgerung muss jedoch umgehend relativiert werden, denn in der Realität ergeben sich vielfältige Anpassungs-, Struktur- und Feedback-Effekte. Der Anpassungsprozess, namentlich die Substitution von Kapital durch Arbeit und umgekehrt, verläuft in einer offenen Volkswirtschaft sehr viel komplizierter und ist von einer Reihe zusätzlicher Faktoren abhängig.

Im Aufbau eines Kapitalstocks wird eine Überlegenheit des Kapitaldeckungsverfahrens gegenüber einem Umlagesystem gesehen. Weil im Ersteren ein Kapital-

.....
 Tabelle 2: Die Bedeutung der Kapitalerträge:
 Anteil Beiträge und Zinserträge

(40 Beitragsjahre, 1000 CHF monatliche Zahlung)

Zinssatz	4%	5%	6%	7%	8%
Alterskapital in Mio. CHF	1,16	1,48	1,91	2,47	3,22
Anteil Zahlungen	41,3%	32,4%	25,2%	19,4%	14,9%
Anteil Verzinsung	58,7%	67,6%	74,8%	80,6%	85,1%

.....
 Der Beitrag der Kapitalerträge am Alterskapital
 wird unterschätzt.

Quelle: eigene Berechnungen

stock gebildet wird, erhöht sich die Arbeitsproduktivität. Derselbe Output kann mit weniger Arbeitsinsatz und mehr Kapital erzeugt werden, was bei konstantem Arbeitseinsatz ein höheres Bruttosozialprodukt bedeutet. Die zentrale Frage besteht nun aber darin, ob eine alternde Gesellschaft tatsächlich einen steigenden Kapitalstock benötigt. Mit Investitionen werden für zukünftige Generationen Produktionskapazitäten geschaffen. Gerade eine alternde Bevölkerung müsste jedoch weniger sparen. Sie benötigt weniger Produktionskapazität für die Herstellung der erforderlichen Güter. So wird eine alternde Gesellschaft den Kapitalstock abbauen und Kapitalgüter durch Konsum substituieren. Das wiederum vermindert den Druck auf die Kapitalrenditen.

Das Konsumgüterbündel einer alternden Gesellschaft ist aller Voraussicht nach weniger kapitalintensiv als das einer jüngeren. Gefragt sind vielmehr Arbeitsleistungen wie Pflege, Betreuung und anderweitige

Dienstleistungen, die durch Kapital schwierig ersetzt werden können. Für sinkende Zinsen spräche in diesem Fall, dass man mit einem kapitalgedeckten Vorsorgesystem genau dann über einen hohen Kapitalstock verfügt, wenn man ihn ökonomisch kaum mehr benötigt. Schliesslich stellt sich die fundamentale Frage, wie sich die Gesamtproduktivität der Erwerbsbevölkerung vor dem Hintergrund der demographischen Verschiebung zu einer älteren Gesellschaft verändert. Es ist nicht auszuschliessen, dass sich das Wirtschaftswachstum abschwächt. Wie sich dabei die Entschädigung der Produktionsfaktoren verändert, kann kaum vorausgesagt werden.

Ein weiterer Vorteil der Akkumulation eines Kapitalstocks besteht in der Möglichkeit, Risiken international zu streuen und unterschiedliche Arbeits- und Kapitalproduktivitäten auszunutzen, die mit den unterschiedlichen demographischen Entwicklungen verbunden sind. Die Studie der deutschen Ökonomin Melanie Lührmann an der Universität Mannheim zeigt sogar, dass die relative Altersstruktur die wichtigste Bestimmungsgrösse für die internationalen Kapitalflüsse zwischen 141 untersuchten Ländern in der Zeitperiode zwischen 1960 und 1995 darstellte. So nahe liegend die Kapitalmobilität als Lösung für eine abnehmende Kapitalproduktivität auch zu sein scheint, sind ihr doch enge Grenzen gesetzt. Denn gerade in einer alternden Gesellschaft sind Arbeit und Kapital nicht perfekt substituierbar: Die Konsumbedürfnisse einer älteren Gesellschaft sind arbeitsintensiv und erfordern daher die Beschäftigung von Arbeitskräften, was ohne liberale Migrationspolitik nicht zu erreichen ist. Zudem sind alle industrialisierten und in zunehmendem Masse auch die aufstrebenden Länder von einer ähnlichen Entwicklung betroffen.

Geht man von einem Einfluss der Alterung der Bevölkerung auf den volkswirtschaftlichen Kapitalstock aus, so ist damit noch nichts über die Bewertung der betreffenden Kapitalanlagen gesagt. Wenn Pensionskassen beispielsweise Aktien verkaufen, so führt dies keineswegs zur Reduktion des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks, das Eigentum daran wird lediglich übertragen. Wie sich diese Transaktionen auf die Preisbildung der Vermögenswerte auswirken, hängt vor allem von den Risikopräferenzen der Akteure sowie von Diversifikations-, Informations- und Liquiditätsaspekten der Märkte ab. Ausschlaggebend ist, wer den Kapitalstock erwirbt und welche Risikoprämie dafür gefordert wird. Die Höhe der geforderten Risikoprämie ist von zwei verschiedenen Faktoren abhängig:

...erstens von der Risikobereitschaft und -fähigkeit eines Individuums in verschiedenen Zeitpunkten seines Lebens, ... zweitens von den Unterschieden zwischen den Spar- und Konsumneigungen verschiedener Geburtskohorten (Gruppen mit gleichem Geburtsjahrgang).

Nur wenn der Kapitalstock tatsächlich abgebaut würde – etwa durch Desinvestitionen oder Konkurse –, so würde die reale Kapitalverzinsung ansteigen und nicht sinken.

Preiseffekte sind schliesslich auch nur dann zu erwarten, wenn Ereignisse die Finanzmärkte unerwartet treffen. Nettokapitalflüsse von Vorsorgeeinrichtungen sind hingegen relativ gut prognostizierbar und werden bereits in die heutigen Anlageentscheidungen einbezogen. Die Aktien und Liegenschaften der Vorsorgeeinrichtungen werden also nicht von einem Tag auf den andern und zur Überraschung der Teilnehmer auf den Markt geworfen. Der Prozess erfolgt mehr oder weniger kontinuierlich im Zeitablauf. Die Länge des Anlagezeithorizonts bildet einen wichtigen Bestimmungsfaktor für die Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung. Mit abnehmendem Zeithorizont

werden sie den Anteil der risikobehafteten Anlagen dynamisch abbauen.

Der Widerspruch der risikolosen Anlage

Die Funktionsfähigkeit kapitalgedeckter Systeme erfordert realistische Annahmen über die Renditepotenziale und Risiken der Finanzmärkte. Die Richtigkeit der Annahmen lässt sich erst im Rückblick und nach sehr langer Zeit überprüfen. Damit besteht die Gefahr, dass die Leistungsfähigkeit der Märkte überschätzt wird und Probleme lange Zeit unerkannt bleiben. Ein verantwortungsvolles System kann deshalb nur auf einer grösseren Eigenverantwortung des Individuums beruhen. Dies erfordert eine weitgehende Wahlfreiheit bei der Umsetzung einer adäquaten Anlagestrategie im Rahmen der individuellen Finanzplanung.

Versicherungsschutz aller Art geniesst in der Schweiz eine grosse Nachfrage. Dies lässt auf eine hohe durchschnittliche Risikoaversion der schweizerischen Bevölkerung schliessen. Diese Feststellung lässt sich ohne Relativierung auf das Vorsorgesystem übertragen. Auch im kapitalgedeckten Vorsorgesystem hat der Risikoschutz eine grosse Bedeutung – selbst wenn man vom Schutz gegen die Risiken Invalidität und Tod absieht. Es stellt sich jedoch die grundsätzliche Frage, ob die Versicherten mit technischen Zinsfüssen, konstanten Beitragszahlungen, marktfernen Freizügigkeitszahlungen und garantierten Renten gegenüber den Schwankungen der Börse immunisiert werden sollen und können.

Um diese Frage zu beantworten, muss man sich zunächst die ökonomische Natur des volkswirt-

schaftlichen Kapitalstocks vergegenwärtigen. Einfach formuliert, handelt es sich dabei um das Nettovermögen der Volkswirtschaft, also jenen Teil der Vermögenswerte, denen keine direkten Verpflichtungen gegenüberstehen. Aktien stellen in diesem Sinn Vermögenswerte dar, weil sie Anteile an den Unternehmensressourcen verkörpern, aber keine Verpflichtungen seitens der Unternehmung begründen. Liegenschaften gehören ebenso zum volkswirtschaftlichen Kapitalstock wie das Humankapital – also die Summe der Investitionen in die eigene Bildung.

Im Gegensatz dazu stehen Darlehen, Krediten und Anleihen Verpflichtungen gegenüber. Sie begründen also keine gesamtwirtschaftlichen Vermögenswerte. Das Argument, wonach auch mit einem Kredit produktive Investitionen getätigt werden können, trifft zwar zu – aber die Verschuldung begründet ein höheres Risiko für die Eigentümer oder Aktionäre. Der Wert des Kapitalstocks verändert sich insgesamt nicht.

Für die kapitaldeckungsfinanzierte Vorsorge bedeutet dies, dass der volkswirtschaftliche Kapitalstock als Ganzes nicht diversifizierbaren Risiken unterliegt. Diese können zwar von einem Akteur zum anderen übertragen werden. Aus dem System verschwinden sie aber nicht.

Von politischer Seite wird oft verlangt, dass Versicherungseinrichtungen keine spekulativen Anlagen tätigen sollten. Der darin ruhende Widerspruch scheint niemand zu stören, obwohl Pensionskassen einen Hauptpfeiler der volkswirtschaftlichen Ersparnisse bilden. Investitionen sind erforderlich, um den Kapitalstock zu erneuern und damit die spätere Produktion von Konsum- und Investitionsgütern sicherzustellen. Die Akkumulation des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks ist also *immer* mit der Inkaufnahme von Risiken verbunden, weil nie sicher ist, ob sich die

Annahmen und Erwartungen, unter denen Investitionen getätigt werden, als richtig erweisen. Der volkswirtschaftliche Kapitalstock kann also nie risikolos investiert werden.

Wenn aufgrund einer alternden Bevölkerung ein zunehmender Teil des angesparten Volkseinkommens vordergründig risikolos angelegt wird, so führt dies bei unverändertem Kapitalstock dazu, dass der Marktpreis des Risikos steigt. Die Übernahme des Risikos muss aufgrund der sinkenden Risikobereitschaft mit einer höheren Risikoprämie entschädigt werden. Dies führt schliesslich zu höheren Renditeerwartungen bei der Bewertung risikobehafteter Anlagen. Dies ist gleichbedeutend mit einer tieferen Bewertung der Anlagen. Der volkswirtschaftliche Kapitalstock würde damit – völlig ungeachtet der produktiven Verwendung – massiv abgewertet, was für Unternehmungen und die Wirtschaft als Ganzes äusserst unvorteilhaft wäre.

Die Folgen des falschen Risikoverständnisses kommen namentlich in der Festsetzung des technischen Zinssatzes zum Ausdruck. Der gesetzlich festgelegte technische Zinssatz definiert (im Leistungsprimat) die Höhe des Deckungskapitals – oder ökonomisch gesprochen, den Barwert der versprochenen Leistungen. Der Zinssatz von 4% liegt seit Jahren über dem «risikolosen» Zinssatz, dem Zinssatz also, der für risikolose Anlagen zu haben ist. Das bedeutet, dass die Beitragszahlungen zu tief oder die versprochenen Leistungen zu hoch sind. Würde der Zinssatz ständig bei 3% liegen, bedeutete dies eine Deckungslücke der Pensionskassen von etwa einem Viertel des gesamten Alterskapitals. Bei der voranschreitenden Unterdeckung handelt es sich um einen unbeachteten Prozess, da sich die Kassen nach wie vor im Ansparprozess befinden, bevor die geburtenstarken Jahrgänge in Pension gehen.

Nach dem schlechten Börsenjahr 2001 ist die Diskussion um die Herabsetzung des technischen Zinssatzes allerdings aktuell geworden. Diese Diskussion steht in keinem direkten Zusammenhang mit der demographischen Entwicklung. Vielmehr liesse sich mit der Reduktion des technischen Zinssatzes eine Teilsanierung für unterdeckte Kassen erreichen.

Notwendigkeit langfristiger Strategien

Die reine versicherungstechnische Sichtweise, die von einer «laufenden Deckung» eines im Hinblick auf mehrere Jahrzehnte akkumulierten Kapitalstocks ausgeht, ist unter dem Aspekt der volkswirtschaftlichen Risikoallokation ineffizient. Wenn die Deckung des technisch benötigten Kapitals bzw. die Erwirtschaftung einer bestimmten Mindestrendite «laufend» ausgewiesen werden muss, verkürzt dies die Länge des effektiven Anlagezeithorizonts und führt zu massigen Ertragsausfällen. Die heutigen Anlagezielsetzungen von Vorsorgeeinrichtungen sind aus gesamtwirtschaftlicher Sicht, insbesondere unter dem Gesichtspunkt der volkswirtschaftlichen Risikoallokation, wenig sinnvoll. Eine bestimmte nominelle Mindestrendite auf den akkumulierten Geldbeträgen sicherzustellen, ist über den typischen Zeithorizont einer Vorsorgeeinrichtung weder möglich noch volkswirtschaftlich effizient. Zwischen dem aktuarischen Sicherheitsdenken und den Realitäten der Finanzmärkte besteht ein erhebliches Dilemma.

Die Umsetzung einer langfristigen Strategie ist umso einfacher, je mehr Schwankungsreserven vorhanden sind. Fehlende Anreize für das Management führen aber dazu, dass kaum eine Pensionskasse den Deckungsgrad über 120% steigert. Dies würde viel-

mehr Begehrlichkeiten unterschiedlichster Art Vorschub leisten.

Ohne effiziente Anlagen werden die Arbeitgeber und Arbeitnehmer ungerechtfertigt hoch belastet. Jedes zusätzlich erwirtschaftete Renditeprozent bedeutet entweder eine Entlastung in Form von Prämienenkungen, den Verzicht auf zukünftige Prämienerrhöhungen oder eine höhere Leistung bei Pensionsantritt.

Gemäss BVG müssen Vorsorgeeinrichtungen aber vor allem *Sicherheit* für die übernommenen Verpflichtungen bieten können. Eine Vorsorgeeinrichtung muss ihr Vermögen nach Gesetz so verwalten, «*dass die Sicherheit und genügender Ertrag der Anlagen, eine angemessene Verteilung der Risiken sowie die Deckung des voraussehbaren Bedarfes an flüssigen Mitteln gewährleistet wird*» (Art. 71 BVG). Zwischen den vier Zielsetzungen Ertrag, Sicherheit, Diversifikation und Liquidität bestehen vielfältige Zielkonflikte. Mit der Wahl einer bestimmten Anlagestrategie nehmen die Vorsorgeeinrichtungen darum eine Gewichtung der Zielsetzungen vor.

Der Gesetzgeber hat erst in jüngster Vergangenheit, mit der Änderung der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2) im März 2000, einen ersten Liberalisierungsschritt vollzogen. Im Durchschnitt findet jedoch bis heute keine Ausschöpfung der Anlagelimiten statt. Gemäss Pensionskassenstatistik werden sowohl die Limiten bezüglich der einzelnen Anlagen wie auch bezüglich des Auslandanteils nicht erreicht. Es werden Anlagen mit einem fixen Einkommensstrom den Anlagen mit Aussicht auf langfristigen Kapitalgewinn vorgezogen. Die Zielkomponente Sicherheit wird in der durchschnittlichen Anlagestrategie sehr stark gewichtet (*siehe Tabelle 3, Seite 15*).

.....
 Tabelle 3: Pensionskassenanlagen nach Anlageart

	Anteil am Gesamtvermögen / alle Vorsorgeeinrichtungen				
	1992	1994	1996	1998	2000*
DIREKTE Anlagen	92,51%	91,39%	88,85%	87,64%	84,79%
Obligationen/Kassascheine	26,89%	28,02%	26,43%	26,15%	26,53%
Aktien und Partizipationsscheine	10,12%	13,67%	15,99%	21,11%	26,47%
Liegenschaften/Grundstücke	16,90%	16,07%	14,29%	11,84%	10,53%
Anlagen beim Arbeitgeber	15,28%	14,75%	12,66%	10,96%	6,23%
Flüssige Mittel/kurzfristige Anlagen	12,81%	9,54%	11,34%	11,11%	9,23%
Hypotheken	9,59%	8,36%	7,04%	5,65%	4,79%
Verschiedenes	0,00%	0,97%	1,10%	0,74%	1,02%
INDIREKTE Anlagen	7,49%	8,61%	11,15%	12,36%	15,21%

.....
 Die Zusammensetzung der Pensionskassenanlagen hat sich über die Jahre verändert. Bestimmte Verlagerungen wurden dabei erst mit Änderungen in den Anlagevorschriften möglich. Obligationen und Kassascheine sind aber immer noch eine sehr wichtige Anlageform.

Quelle: Pensionskassenstatistik 1992/1994/1996/1998 – * provisorische Ergebnisse für 2000:
 Pressemitteilung vom 30. April 2002, Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Bundesamt für Statistik

Mit der auf derzeit 4% festgesetzten Mindestverzinsung der Altersgutschriften (technischer Zinsfuß) greift der Staat massiv in die Abwägung der verschiedenen konkurrierenden Zielsetzungen der Vorsorgeeinrichtungen ein. So richtet sich die Höhe der Beiträge der Leistungsprimatkassen nach dem Barwert der vorgesehenen Leistungen, berechnet mit Hilfe des technischen Zinsfußes. Mit den eingegangenen Leistungsverpflichtungen übernimmt eine Leistungsprimatskasse sämtliche Anlagerisiken. Die Einhaltung der Leistungszusagen setzt sie einem hohen Leistungsdruck aus und stellt hohe Ansprüche an ihre Anlagepolitik und -strategie. Beitragsprimatskassen gehen zwar grundsätzlich keine Leistungszusagen

ein; die Versicherten tragen das Anlagerisiko selber. Allerdings wird auch von Beitragsprimatskassen die vom Gesetz vorgeschriebene Mindestverzinsung der Altersgutschriften von 4% verlangt. Dies entspricht einer gesetzlich verordneten Leistungsverpflichtung, die sich auf die Anlagestrategie der Beitragsprimatskassen auswirkt.

Obwohl vom Gesetzgeber nicht beabsichtigt, kann die Mindestverzinsungsvorschrift zu einer einseitigen Ausrichtung der Anlagenstrategie der Pensionskasse auf diese Verzinsungshürde führen. Dies führt potenziell zu langfristig suboptimalen Anlageentscheiden und einer ineffizienten Leistungserbringung. Die

Wirkung der Zinsvorschrift wird dadurch verschärft, dass die Hürde Jahr für Jahr zu nehmen ist, obwohl der Anlagehorizont des einzelnen Versicherten bis zu vierzig Jahre umfassen kann. Kein privater Anleger würde sich aus freien Stücken so verhalten. Vielmehr ist er gewohnt, mit dem Risiko von Vermögensschwankungen zu leben und seine intertemporalen Konsum- und Investitionsentscheidungen entsprechend auszurichten.

Fehlendes Risikoverständnis

Vorsorgeeinrichtungen sind per Definition Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont. Ihre Zielsetzung besteht darin, für die Leistungsempfänger während der Ansparphase ein möglichst hohes Endvermögen zu erzielen. Diese Zielsetzung wird durch die gesetzliche Regulierung in mehrfacher Hinsicht durchkreuzt. Entsprechend dem gesetzlichen Anspruch an die Sicherheit der Leistungserbringung wird das Anlageverhalten der Pensionskassen direkt durch die Bestimmung der zulässigen Anlagekategorien und die Festsetzung der Anlagequoten gesteuert. Das vom Gesetzgeber als übergeordnet erachtete Anlageziel der Sicherheit zeigt sich des Weiteren in den Bewertungsvorschriften. Auch sie setzen für die Pensionskassen Anreize, für Anlagestrategien, die aus der Sicht der Finanzmarkttheorie ineffizient sind. Aufgrund der internationalen Diversifikationsmöglichkeiten ist das Kapitaldeckungsverfahren im Hinblick auf die Risikoallokation effizienter als das Umlageverfahren, das auf das Staatsgebiet beschränkt ist. Dieser Effekt dürfte bei hoher Kapitalmobilität besonders stark ins Gewicht fallen.

Die besagte jährliche Verzinsungsverpflichtung von 4% führt zu einem inadäquaten Zeithorizont der Anlagestrategie. Die Rendite im Kapitaldeckungsverfahren ist nun aber den Kurs- bzw. Preisschwankungen an den Finanzmärkten ausgesetzt. Diese Schwankungen werden landläufig als Risiko bezeichnet. Für die Ausgestaltung des Vorsorgesystems sind die genaue Definition des Risikos und die Wahl des Risikokonzeptes von zentraler Wichtigkeit.

In den jährlichen Indexveränderungen wird die höhere Schwankungsneigung des Aktienmarktes ersichtlich. In 4 der 75 betrachteten Jahresperioden hat der schweizerische Aktienmarkt einen nominalen Wertverlust, in 22 der 75 Jahre einen nominalen Wertgewinn von 20% und mehr erlebt. In der historischen Betrachtung waren am Aktienmarkt grössere Kursausschläge somit keine Seltenheit. Das jährliche Auf und Ab des Aktienindex bewegt sich zwischen den Extremwerten von +61,4% im Jahr 1985 und -33,1% im Jahr 1974. Die Schwankungen des schweizerischen Bondindex bewegten sich zwischen +16,6% im Jahr 1976 und -4,0% im Jahr 1989. Im Durchschnitt ist der Wert der Schweizer Aktien

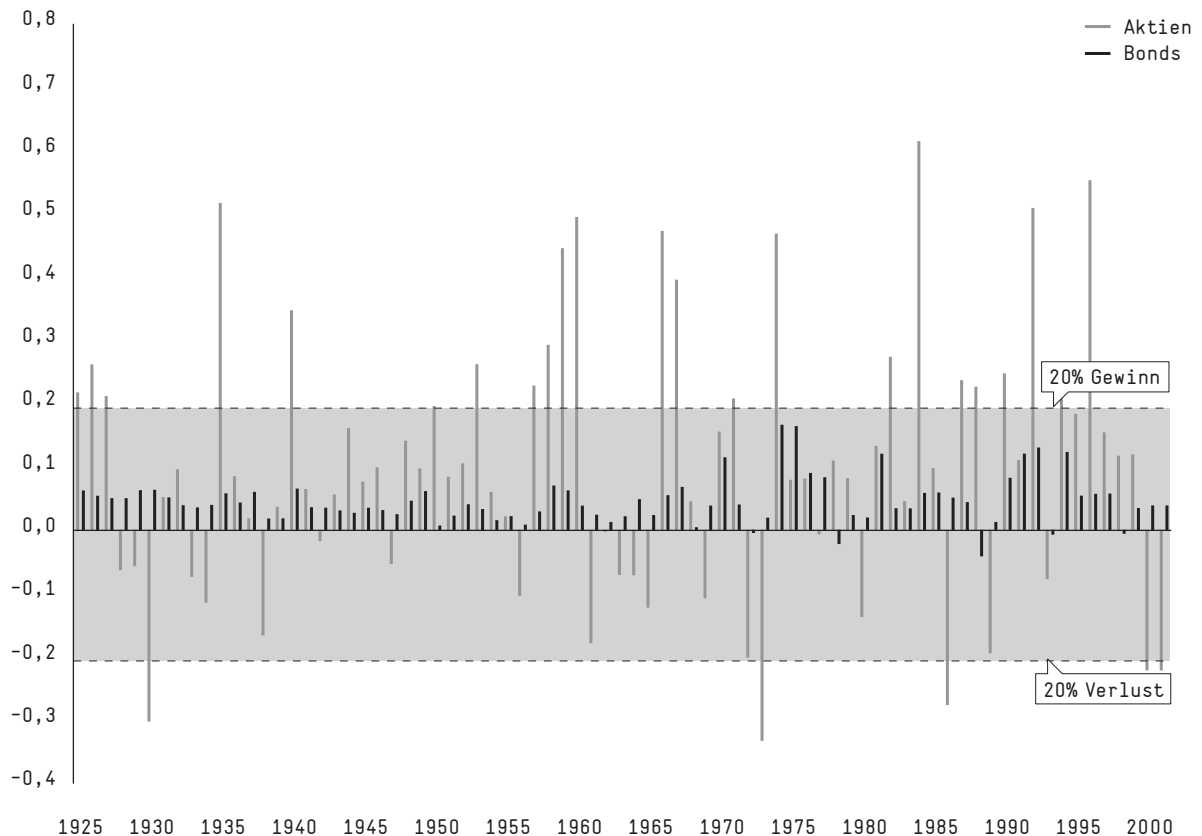
Tabelle 4: Durchschnittsrenditen (stetig) und Volatilität 1925–2001

	Bonds		Aktien	
	nominal	real	nominal	real
Ø Rendite	4,4%	2,1%	7,9%	5,6%
Volatilität	3,5%	5,3%	18,9%	19,1%

Aktien haben eine höhere Durchschnittsrendite als Bonds. Aktienrenditen weisen dafür grössere Ausschläge auf.

Quelle: Eigene Berechnungen / Pictet-Rätzer Index für Schweizer Aktien und Bonds

Abbildung 2: Einfache Renditen 1926–2001 (eingezeichnet sind Extremwerte und 20% Verlust und Gewinn)



Historisch gesehen sind grössere Kursausschläge keine Seltenheit.

Quelle: Pictet-Rätzer Index für Schweizer Aktien und Bonds, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland: an empirical study covering the years since 1925, Update 2002

folglich jährlich um nominal 8,3%, der Bondindex um 4,5% gestiegen. Um die Inflation bereinigt, resultieren für den Aktienmarkt und den Bondmarkt reale Durchschnittsrenditen (einfache Renditen, siehe Abbildung 2) von 5,8% bzw. 2,1%.

Die Volatilität oder annualisierte Standardabweichung der nominalen, stetigen Aktienrenditen beläuft sich auf 18,9% – die annualisierte Durchschnitts-

rendite entspricht 7,9%. Eine Standardabweichung von 18,9% bedeutet, dass ungefähr zwei Drittel der 75 Jahresrenditen zwischen 27% (7,9% + 18,9%) und -11,0% (7,9% - 18,9%) liegen (siehe Tabelle 4, Seite 16).

Die Werte zeigen, dass die Durchschnittsrendite am Obligationenmarkt rund 4 Prozentpunkte unter derjenigen von Aktien zu liegen kommt. Gleichzeitig ist

die Volatilität von Aktienanlagen deutlich höher als die Volatilität der Obligationen. Das bedeutet, dass die höhere Aktienrendite mit einem höheren Risiko «erkauft» wird. Im Anlageprozess des individuellen Anlegers wird darum die Zusammensetzung des Portefeuilles aus verschiedenen Wertpapierkategorien entsprechend der persönlichen Risikobereitschaft und -fähigkeit festgelegt. Diese verändert sich mit dem Zeithorizont, was wiederum Auswirkungen auf die Zusammensetzung seines Portefeuilles hat.

Die Zahlen zum schweizerischen Aktien- bzw. Obligationenmarkt von 1925 bis 2001 zeigen weiter, dass am Ende einer beliebigen zehnjährigen Anlageperiode deutlich häufiger ein Wertverlust resultierte als über eine zwanzigjährige Periode. Über einen beliebigen dreissigjährigen Anlagehorizont wurden am Aktien- und Obligationenmarkt dagegen ausschliesslich Wertsteigerungen verbucht. Allgemein gesprochen verkleinern sich die Schwankungen der Durchschnittsrendite mit zunehmender Länge des Anlagezeitraumes – sie sind aber immer noch beträchtlich und nicht vernachlässigbar (siehe *Abbildung 3, Seite 19*).

Die daraus resultierende Auffassung, dass mit längerem Anlagehorizont das Risiko der Anlage sinkt, ist weit verbreitet. Die Vorsorgeeinrichtungen verfolgen aber – bedingt durch die gesetzlichen Auflagen – eine andere Zielsetzung. Ihr Risikoverständnis ist eng mit der Höhe des Endvermögens und der Ausfallwahrscheinlichkeit verknüpft. Letztere liefert die Wahrscheinlichkeit, mit der eine bestimmte Rendite nicht erreicht oder eine definierte Verlustgrenze überschritten wird. Ein Beispiel soll dies erläutern. Die Frage lautete dabei: Wie gross ist die Wahrscheinlichkeit über die Periode von zehn Jahren,

..., dass eine durchschnittliche Rendite von –5% unterschritten wird?

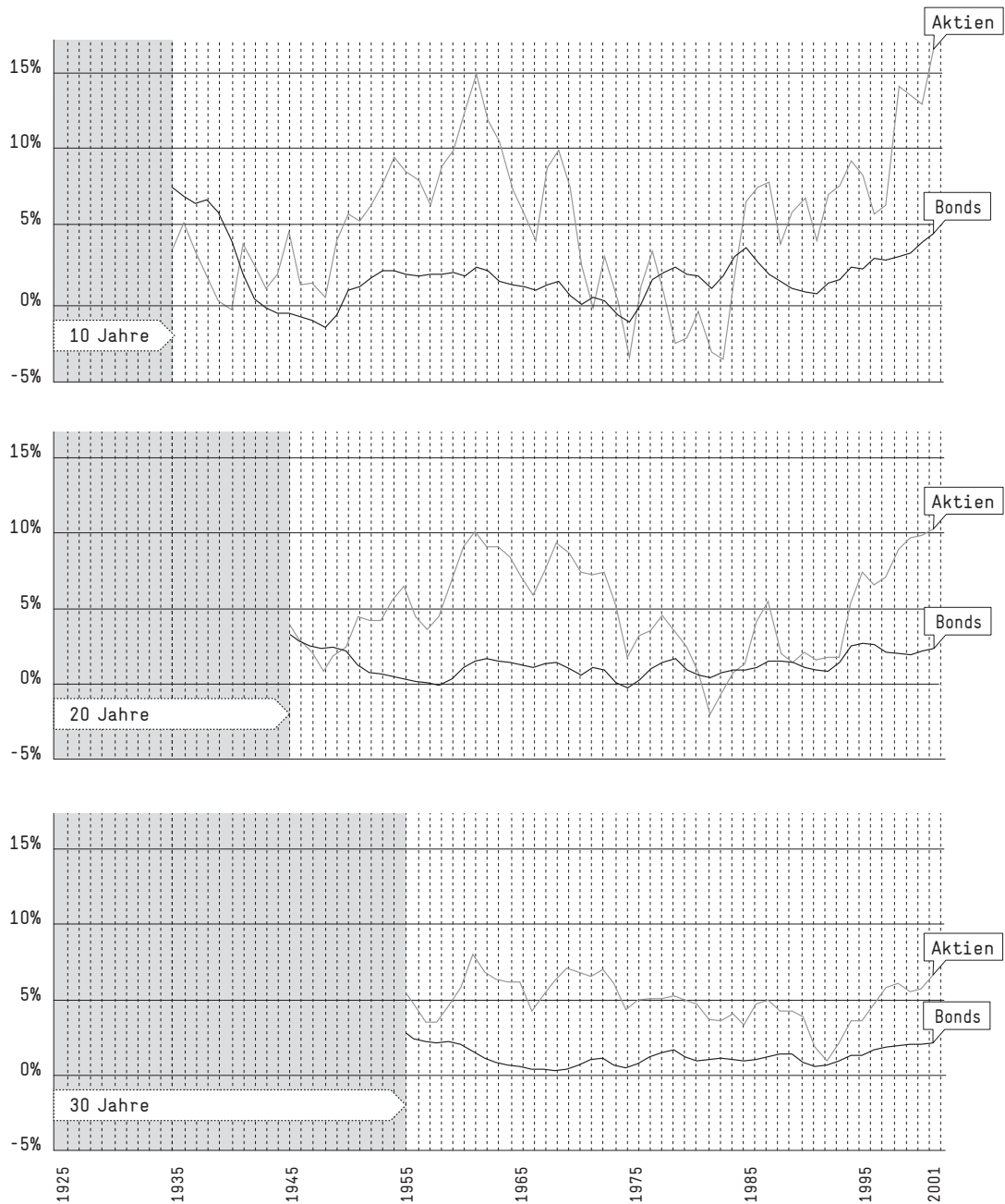
..., dass eine Rendite von –5% in mindestens einem der zehn Jahre unterschritten wird?

Die beiden Teilfragen führen zu zwei unterschiedlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten. Über den Zeithorizont von einem Jahr unterscheiden sich die resultierenden Ausfallwahrscheinlichkeiten zwar noch nicht. Mit steigendem Anlagehorizont sinkt die Ausfallwahrscheinlichkeit im ersten Fall deutlich, während sie für die zweite Frage steigt. Letztere basiert auf einer strikteren Zielsetzung als Erstere. Trotzdem ist die Gefahr, eine bestimmte Mindestrendite in einer einzigen Periode zu unterschreiten, keine unrealistische Risikodefinition. Gerade Pensionskassen können sich nicht ausschliesslich auf die lange Frist konzentrieren. Sie sind gezwungen, periodisch Rechenschaft über ihre Vermögenslage abzugeben und bestimmte Zielwerte zu erreichen.

Gemäss BVG müssen Pensionskassen für die Erfüllung der übernommenen Verpflichtungen bekanntlich jederzeit Sicherheit bieten können. Mit anderen Worten: die Pensionskassen haben die 100%ige Deckung der gesetzlich vorgegebenen Grenzwerte jederzeit mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 0% zu erreichen. Wird die Auflage nicht erfüllt, müssen gezielte Massnahmen zur Beseitigung der Unterdeckung ergriffen werden, da die Aufsichtsbehörden keine Unterdeckungen tolerieren. Dadurch wird der lange Anlagehorizont der Vorsorgeeinrichtungen künstlich verkürzt.

Gleichzeitig ist es nahe liegend, dass die daraus resultierenden Anlagekombinationen nicht den optimalen Anlagekombinationen entsprechen. Zur Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften müssen die Vorsorgeinstitutionen den deckungsrelevanten Vermögensteil risikolos anlegen. Zu diesem Zweck unterscheiden die Pensionskassen zwischen gebundenem (zur

Abbildung 3: Durchschnittsrenditen über variable Anlagezeiträume (10, 20 und 30 Jahre)



Hier wird die durchschnittliche jährliche Rendite am Ende eines 10-, 20- bzw. 30-jährigen Anlagezeitraums gezeigt: Die Ausschläge der durchschnittlichen jährlichen Renditen nehmen mit zunehmender Länge des Anlagezeitraums ab.

Quelle: Pictet-Rätzer Index für Schweizer Aktien und Bonds, The Performance of Shares and Bonds in Switzerland: an empirical study covering the years since 1925, Update 2002)

Einhaltung der vollen Deckung der garantierten Leistungen notwendigem) und freiem Kassenvermögen. Das gebundene Vermögen wird in sogenannten sicheren Anlagen wie Obligationen und Immobilien investiert. Der freie Vermögensanteil fließt zu einem größeren Anteil in Aktien und ausländische Anlagen. Da aber weder Obligationen noch Immobilien risikolose Anlagen darstellen und für die Erwirtschaftung der 4%igen Mindestverzinsung bei sinkendem durchschnittlichem Zinsniveau zusätzliche Risiken eingegangen werden müssen, können die gesetzlichen Anforderungen gar nicht erfüllt werden.

Eine andere Risikoentwicklung resultiert, wenn nicht das Ausmass der Schwankungen der jährlichen Durchschnittsrenditen oder die Ausfallwahrscheinlichkeit, sondern der Schwankungsgrad der am Ende der Zeitperiode erreichten Gesamtrendite betrachtet wird. Pensionskassen müssen sich zwingend auch an diesem Risiko orientieren, garantieren sie doch eine voraus bestimmte Rentenhöhe. Wird anstatt der Schwankungsbreite der Durchschnittsrendite die kumulierte Standardabweichung gemessen, steigt das Risiko der Anlage mit zunehmendem Zeithorizont. Mit anderen Worten: es steigt die Streuung des Wertes des Endvermögens.

..... Teure Einkommensgarantie

Individuelle Einkommensrisiken können durch das private Versicherungssystem gedeckt werden, aggregierte Einkommensrisiken dagegen nicht. In der Übertragung einer für individuelle Risiken geeigneten Versicherungsstruktur auf die gesamte Bevölkerung, also auf ein kollektives Risiko, liegt ein grundlegender Konstruktionsmangel der 2. Säule. Ein Vorsorge-

system, dessen Leistungsfähigkeit in überwiegender Weise auf Finanzmarkterträgen beruht, ist immer mit Risiken behaftet. Weder die mitfinanzierenden Unternehmen noch der Staat können sich langfristige Einkommensgarantien leisten, die durch den Kapitalmarkt nicht abgestützt sind. Damit bleibt der Leistungsempfänger letzter Risikoträger des Systems. Kapitalgedeckte Systeme sind gegenüber Umlagesystemen kompliziert, häufig intransparent und möglicherweise teuer.

Dem bestehenden System der 2. Säule wohnt das unüberbrückbare Dilemma inne, dass es auf eine Einkommensgarantie im Alter ausgerichtet ist. Die Rentenleistungen werden dabei sehr oft als Prozentsatz des zuletzt vor der Pensionierung verdienten Lohnes definiert (Leistungsprimat). In einem System, dessen Leistungspotenzial zu rund zwei Dritteln auf Kapitalerträgen beruht, stellt die Garantie eine höchst kapitalmarktferne Komponente dar. Wenn Einkommenssicherung im Alter als erstrebenswertes Ziel der Vorsorge betrachtet wird, so wäre theoretisch ein Umlageverfahren dem Kapitaldeckungsverfahren überlegen.

Die korrekte Anlagestrategie müsste vielmehr auf eine Sicherstellung der Konsumpläne ausgerichtet sein, die man im Alter befriedigen will. Risikoaverse Individuen schränken ihren Konsum nämlich je nach dem Grad ihrer Risikoaversion ein und immunisieren damit ihre Konsumpläne gegenüber Einkommensschwankungen. Sie wählen ihre Konsumpläne so, dass sie diese im Zeitablauf möglichst nicht revidieren müssen.

Was wie eine wissenschaftliche Spitzfindigkeit klingt, hat klare Implikationen für die Systemgestaltung. Individuen sind durchaus in der Lage, die Einkommensrisiken in tragbare Konsumrisiken zu transformieren.

Mit garantierten Einkommen wird dieses natürliche Absicherungsverhalten nicht nur eingeschränkt – die falsche Sicherheit führt zu falschen Anreizen, wie beispielsweise zu einem zu hohen Konsum im Erwerbsleben.

Einkommens- und Konsumrisiken können letztlich wohl nur dezentral – über die individuelle Lebenszyklusplanung – getragen und abgesichert werden: durch individuelle Spar- und Konsumentscheidungen, unterstützt durch die traditionellen Allokationsmechanismen wie Verträge (Kündigungsschutz), Versicherungen (Arbeitslosenunterstützung), Altruismus (gemeinnützige Unterstützung) usw. Aus diesem Grund sollte man ein Vorsorgesystem als System zur Allokation *individueller* Einkommens- und Konsumrisiken verstehen. Das ist ein erheblicher Unterschied gegenüber der kollektiven Allokation der typischen versicherungstechnischen Risiken (Invalidität, Tod).

Die meisten Vorsorgesysteme – auch das schweizerische – beruhen aber auf eben diesen aktuarischen Konstruktionsprinzipien. Die enge versicherungstechnische Sichtweise, die von einer «laufenden Deckung» eines im Hinblick auf mehrere Jahrzehnte akkumulierten Kapitalstocks ausgeht, ist unter dem Aspekt der volkswirtschaftlichen Risikoallokation höchst ineffizient.

Die moderne Finanzmarkttheorie zeigt weiter, dass es sich für risikoaverse Individuen niemals lohnt, auf Einkommensschwankungen vollständig zu verzichten – abgesehen davon, dass eine solche Absicherung gar nicht möglich ist. Risikolose Anlagen erfordern immer die Spezifikation eines spezifischen Zeithorizontes, was im Hinblick auf die Vorsorge unmöglich oder zumindest kompliziert ist. Zudem sind risikolose Anlagen (Festgeldanlagen) über so lange Zeithorizonte gar nicht verfügbar.

Mobilität und Selbstbestimmung

.....

Wenn individuelle Einkommens- und Konsumrisiken im Alter unvermeidbar sind, muss jeder Einzelne die Möglichkeit haben, in Eigenverantwortung am Prozess mitzuwirken. Wahlfreiheit und Wettbewerb bilden deshalb unentbehrliche Elemente eines auf Kapitaldeckung beruhenden Vorsorgesystems. Ein staatliches Sicherheitsnetz führt nebst den negativen Verhaltensanreizen erfahrungsgemäss zu einem unübersichtlichen Apparat bürokratischer Regeln und Prozesse, Restriktionen, Risikoumverteilung, Quersubventionierung, Friktionen und damit zu einer ineffizienten Allokation der volkswirtschaftlichen Ressourcen.

Versicherte, die vor der Fälligkeit der Leistungen die Vorsorgeeinrichtung verlassen, haben gemäss Freizügigkeitsgesetz Anspruch auf Austrittsleistungen. Die Mindestrechte und -pflichten der Vorsorgeeinrichtungen und der Versicherten bei Ein- und Austritt sind genau geregelt, wobei die Berechnungsweisen der Austrittsleistungen für Beitragsprimat- und Leistungsprimatkassen separat festgelegt sind. In einer Beitragsprimatkasse resultiert der Anspruch aus den Beiträgen von Arbeitnehmer und Arbeitgeber einschliesslich der Verzinsung. Aufgrund der in Leistungsprimatkassen bestehenden Umverteilungskomponenten, die zu einer Ungleichheit zwischen bezahltem Beitrag und Altersgutschrift führen, berechnet sich der Anspruch hier mit dem Barwert der erworbenen Leistungen. Für den obligatorischen Bereich der beruflichen Vorsorge besteht vollständige Freizügigkeit. Auch im Rahmen der überobligatorischen Leistungen ist der Grad der Freizügigkeit im schweizerischen System im internationalen Vergleich hoch.

Hingegen besteht das Problem des ungeklärten Besitzes der Schwankungsreserven. Die mangelnde Transfe-

rierbarkeit dieser Schwankungsreserven bedeutet einen substanziellen Vermögenstransfer von mobilen hin zu immobilien Personen. Die gesamtwirtschaftlichen Effekte sind substanziell. Jährlich wechseln rund 0,5 Millionen Arbeitnehmer die Stelle und damit die Pensionskasse. Der Wechsel des Arbeitsplatzes erfolgt gemäss Annahme nach durchschnittlich 10 Jahren. Ferner wird davon ausgegangen, dass von diesen Arbeitnehmern 40%, also 200000, einer Leistungsprimat-kasse angehören. Schliesslich wird eine Durchschnittsrendite des BVG-konformen Portfolios von 7% unterstellt. Bei einem angenommenen Durchschnittseinkommen von CHF 60000 betragen die durchschnittlichen jährlichen Einzahlungen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern (bei je 8%) rund CHF 10000. Weil nicht die Gesamtrendite von 7%, sondern nur die technische Verzinsung von 4% an die neue Pensionskasse ausbezahlt wird, beläuft sich das Freizügigkeitskapital nicht auf die effektiven 138%, sondern lediglich auf 120%. Dies bedeutet pro Arbeitnehmer einen Fehlbetrag von rund CHF 18000 oder einen Gesamtbetrag von rund CHF 3,5 Milliarden, der den mobilen Arbeitskräften jährlich entzogen und den immobilien gutgeschrieben wird.

..... Staatsgarantie fördert Moral Hazard

Aus der Sicht ökonomischer Effizienzüberlegungen sollten staatliche Eingriffe auf jene Bereiche beschränkt werden, wo privatwirtschaftliche Lösungen nicht möglich, unvollständig, ineffizient (im Sinne des Risikotransfers) oder kostenmässig nicht tragbar sind. Die Gewährung von Garantien ist für den Empfänger mit negativen Anreizen verbunden. Der Wert einer Garantie steigt mit erhöhtem zugrunde liegendem Risiko. Deshalb hat der Empfänger der

Garantie keinen Anreiz, dieses Risiko zu begrenzen. Ein Auffangnetz für durch Konkurs gefährdete Vorsorgeansprüche ist sozialpolitisch nachvollziehbar. Hingegen ist von der Deckung von Verlusten, die durch eine zu riskante Anlagepolitik entstehen, abzusehen.

Staatliche Sicherheitsnetze belohnen als Nebeneffekt immer auch riskante Verhaltensweisen, weil sie deren Konsequenzen abfedern. Sozialpolitische Überlegungen können es rechtfertigen, dass der Staat einen solchen Effekt bis zu einem gewissen Grad in Kauf nimmt, um Individuen vor dem Verlust ihrer Vorsorgeansprüche zu schützen. Es ist aber nicht sinnvoll, Vorsorgeinstitutionen gegen negative Folgen falscher Anlageentscheidungen abzusichern.

Dennoch werden beispielsweise die Leistungen von zahlungsunfähigen Vorsorgeeinrichtungen von einem Sicherheitsfonds garantiert. Unter die Garantie fallen die gesetzlichen Minimalleistungen sowie ein Teil der überobligatorischen Leistungen. Des Weiteren richtet der Sicherheitsfonds auch Zuschüsse an Vorsorgeeinrichtungen aus, die eine ungünstige Altersstruktur aufweisen. Jede registrierte Pensionskasse hat sich dem Sicherheitsfonds anzuschliessen und hat im Rahmen der Summe der koordinierten Löhne ihrer Versicherten Beiträge zu leisten. Wie jedes System von Garantien ist auch der Sicherheitsfonds mit der Moral-Hazard-Problematik konfrontiert. Als Moral Hazard wird der durch die Existenz der Insolvenzversicherung begründete Anreiz zur verstärkten Risikoübernahme verstanden; die Insolvenzwahrscheinlichkeit wird erhöht.

Ein wesentlicher Vorteil der Kapitaldeckung gegenüber einem Umlagesystem besteht darin, dass sie rein privatwirtschaftlich und damit dezentral organisiert werden kann, weil keine staatliche Durchsetzung eines

Generationenvertrags benötigt wird. Trotzdem stellt man ein erhebliches öffentliches Engagement bei der 2. Säule fest. Der Druck, Risiken an die öffentliche Hand abzutreten, wird dadurch verstärkt.

03 Schlussbemerkungen

Ein weiter Weg zu effizienten Strukturen

Von der 1. BVG-Revision zur grundlegenden Erneuerung der beruflichen Vorsorge ist ein langer Weg. Gerade darum ist es besonders wichtig, dass bereits heute die richtige Richtung eingeschlagen wird. Weil wichtige Grundsätze im Zusammenspiel zwischen Vorsorgesystem und Finanzmärkten auch heute noch verkannt oder sogar missachtet werden, tut eine ökonomische Analyse des bestehenden Systems Not. Diesen Erkenntnissen kann sich auch nicht entziehen, wer – sei es aus politischer Gesinnung oder wirtschaftlichen Interessen – dem bestehenden System das Wort redet.

Die Situation der beruflichen Vorsorge wird sich zudem als Folge der demographischen Prozesse verschärfen. Gemessen an der Geschwindigkeit der politischen Entscheidungen erfolgt diese Verschärfung ausserordentlich rasch, d. h. sie betrifft jetzige und nicht nur zukünftige Generationen. Deshalb gilt es, wichtige Erkenntnisse der ökonomischen Analyse nicht aus dem Auge zu verlieren und dringend notwendige Reformschritte an die Hand zu nehmen. Die Erkenntnisse und Reformschritte lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Entgegen der landläufigen Meinung ist auch die berufliche Vorsorge von der demographischen Entwicklung betroffen. Und zwar in dem Masse, dass nicht nur die höhere Lebenserwartung, sondern auch die geringere Zahl der Kinder pro Frau die wirtschaftliche Situation vieler Pensionskassen in Schieflage bringen wird. Die Kassen befinden sich derzeit zwar nach wie vor in der Akkumulationsphase. Mit dem Erreichen des Pensionsalters der letzten Geburtenjahrgänge des Babybooms wird sich dies ändern. Die Entwicklung der beruflichen

Vorsorge stellt aber nicht nur auf demographische Prognosen, sondern auch auf Voraussetzungen über die Finanzmärkte ab. Letztere werden in der Reformdiskussion weitgehend ausser Acht gelassen. Diesen Missstand gilt es zu beseitigen.

- Unterstellt man die Pensionskassen den aktuari-schen Prinzipien einer Versicherungslösung mit Einkommensgarantien, so unterliegen sie im Endeffekt den gleichen Rahmenbedingungen wie die nach dem Umlageverfahren aufgebaute 1. Säule. Die ökonomischen Unterschiede zwischen den beiden Systemen sind nicht so gross, wie gemeinhin angenommen wird.
- Die Pensionskassen sollen den langen Zeithorizont der Kapitalanlagen ausnützen und sich weg von kurzfristigen Renditezielen und Performance-messungen bewegen können. Dies schliesst die vollumfängliche Ausnutzung der Diversifikationsvorteile von Aktien ein.
- Geht man davon aus, dass Einkommens- und Konsumrisiken im Alter unvermeidbar sind, so heisst dies nichts anderes, als dass es den Arbeitnehmern möglich sein muss, in Eigenverantwortung am Prozess mitzuwirken. Wahlfreiheit und Wettbewerb bilden unentbehrliche Elemente eines auf Kapitaldeckung beruhenden Vorsorgesystems. Jedermann soll aufgrund seiner Risikobereitschaft, seines Lebensstils (Konsum) und seinen anderen finanziellen Möglichkeiten selbst entscheiden können, welche Einkommens- und Konsumrisiken er im Lebenszyklus, also auch im Rentenalter, auf sich nehmen möchte.
- Es gibt keinen Grund zur Vermutung, dass Bürgerinnen und Bürger nicht in der Lage sein sollten, ihre Finanzplanung für das Alter in eigener Ver-

- antwortung vorzunehmen. Sind freie Wahlmöglichkeiten gegeben, werden entsprechende Produkte (Lebenszyklusfonds, Lebensversicherungen usw.), die entsprechende Beratung, Rating von Produkten usw. unter kompetitiven Bedingungen angeboten.
- Mit einer höheren Selbstbestimmung und einem verstärkten Wettbewerb der Pensionskassen gehen über kurz oder lang Effizienzsteigerungen im Kassensystem der Schweiz einher. Angesichts des Anlagevolumens von knapp CHF 500 Milliarden ist das entsprechende Verbesserungspotenzial beträchtlich.
 - Die berufliche Vorsorge befindet sich schon seit 1985 in einer anhaltenden Konzentrationsbewegung. Die Zahl der Vorsorgeeinrichtungen sank zwischen 1992 und 2000 um fast 35 % von 13689 auf rund 9000. Im Vergleich zur Konzentration bei der Verwaltung des weltweiten Fondsvermögens ist diese Zahl immer noch sehr hoch. Der Weg des schweizerischen beruflichen Vorsorgesystems ist damit vorgezeichnet. Denn in einer ökonomisch motivierten Effizienzdiskussion darf der Kostenaspekt bei der Systembeurteilung nicht ausgeklammert werden.
 - Die Leistungsversprechen der Pensionskassen sind angesichts der nicht berücksichtigten Risiken von Finanzmarktanlagen zu gross. Da diese Versprechen nicht eingehalten werden können, wird die Deckung der entstehenden Finanzierungslücken künftigen Generationen aufgebürdet.
 - Das Freizügigkeitsgesetz lässt die Frage nach den Besitzverhältnissen der Schwankungsreserven unbeantwortet. Angesichts der sich ändernden Bedürfnisse der erwerbstätigen Bevölkerung ist eine Freizügigkeit auch für die Schwankungsreserven notwendig.
 - Das Pensionskassensystem in der Schweiz ist komplex und hochgradig intransparent. Diese Intransparenz betrifft die Bewertung von Finanzanlagen, die Renditeberechnung sowie die Anlagestrategien. Der Gesetzgeber hat darauf hinzuwirken, dass die Informationsbedürfnisse der Leistungsempfänger besser befriedigt werden.
 - Die Leistungsempfänger erleiden im bestehenden Vorsorgesystem grosse Effizienzverluste. Diese treten etwa auf im Zusammenhang...
 - ...mit direkten Vermögensverwaltungskosten,
 - ...mit den Verwaltungskosten der Kassen,
 - ...mit den Friktionen (und Vermögensumverteilungseffekten), die bei Kassenwechsel oder Ein- und Austritt auftreten,
 - ...mit den Friktionen, die dem Arbeitsmarkt auferlegt werden,
 - ...mit der Unprofessionalität in der Vermögensanlage, z.B. mit Effizienzverlusten in der Anlagestrategie, nicht ausgeschöpften Diversifikationsmöglichkeiten oder kurzfristigen Strategien,
 - ...mit inadäquaten regulatorischen Restriktionen, die eine zu kurzfristige Optik bei der Umsetzung der Anlagestrategie bewirken.
 - Der Staat engagiert sich in unterschiedlicher Weise in der beruflichen Vorsorge...
 - ...er legt Strukturen fest (Wahlfreiheiten, Wettbewerb, Aufsicht usw.).
 - ...er definiert Garantien (Mindestverzinsungen).
 - ...er stellt Sicherheitsnetze bereit (Sicherheitsfonds, Einlageversicherungen).
 - ...er erlässt Anlagevorschriften.
 - ...er stellt selbst Vorsorgeeinrichtungen bereit (öffentlichrechtliche Einrichtungen).
- Mit diesen Rollen sind verschiedene Probleme und Interessenskonflikte verbunden, die kritisch zu beur-

teilen sind. So bleiben Privatisierungsbestrebungen oder eine Stärkung der Eigenverantwortung wirkungslos, wenn implizite oder explizite staatliche Garantien gewährt werden. Dazu zählen beispielsweise staatliche Versicherungsleistungen für unterkapitalisierte Kassen. In den letzten Jahren ist sogar die Möglichkeit diskutiert worden, den Geltungsbereich des Sicherheitsfonds zu erweitern, anstatt die staatliche Einflussnahme zu verringern.

Die Zeit für die vorangehend diskutierten Reformen ist zugegebenermassen ungünstig, wird doch in Anbetracht politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit der Ruf nach dem Staat zur Sicherung von Ansprüchen laut. Die Politiker verspüren in dieser Zeit keinen besonderen Anreiz, sich mit Problemen zu beschäftigen, die in ferner Zukunft liegen. Zudem schafft die Komplexität und Intransparenz des BVG eine erhebliche Nachfrage nach Beratern und Experten, die ihrerseits eine starke Lobby für die Weiterführung des bestehenden Vorsorgesystems darstellen.

Die Probleme, Schwächen und Ineffizienzen eines Vorsorgesystems werden unweigerlich von den Leistungsempfängern oder vom Steuerzahler getragen. Die Teilsanierung einer Pensionskasse (in der Schweiz etwa durch die Reduktion des technischen Zinssatzes) wird prinzipiell paritätisch von Arbeitgeber und Arbeitnehmer getragen – aber nur so lange, wie das Unternehmen solvent ist. Beim Konkurs der Gesellschaft trägt der Arbeitnehmer das Risiko seiner Ansprüche – vor allem dann, wenn die Mittel des Sicherheitsfonds erschöpft oder nicht greifbar sind.

