

# Der BVG-Mindestzinssatz im Kraftfeld der Märkte

von Manuel Ammann<sup>1</sup>

23. September 2002

erschieden in der Neuen Zürcher Zeitung vom 8. November 2002

Selten entzündeten sich an finanzmarkttheoretischen Fragestellungen so hitzige Diskussionen wie bei der vorgeschlagenen Senkung des BVG-Mindestzinssatzes von gegenwärtig 4% auf 3% oder 3.25%. Der BVG-Zinssatz gibt vor, mit welchem Zinssatz Anlagevermögen des BVG-Obligatoriums bei Vorsorgeeinrichtungen - Sammelstiftungen, aber auch autonome Pensionskassen - mindestens verzinst werden müssen. Von einer Beibehaltung eines Mindestzinssatzes von 4% bis zu einer Reduktion auf 3% oder gar darunter bei gleichzeitiger Flexibilisierung stehen alle Varianten im Raum. Dabei fällt auf, dass in der Hitze des politischen Gefechtes finanzmarkttheoretische Erwägungen oft vernachlässigt werden. Mindestzinssätze können aber nicht am Markt und den finanzmarkttheoretischen Gesetzmässigkeiten vorbei erlassen werden, sondern müssen sich zwingend an Marktgegebenheiten orientieren.

Wie sehen nun diese Gegebenheiten aus? Wird ein bestimmter Zinssatz resp. eine bestimmte Rendite auf einer Anlage auf einen bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft hin garantiert, dann liegt die mögliche Höchstgrenze dieser Zinsgarantie bei dem zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses gültigen Zinssatzes auf kreditrisikofreien, festverzinslichen Anlagen für die entsprechende Anlagedauer. Konkret bedeutet dies, dass bei einer Anlagedauer von 10 Jahren maximal die Rendite von 10-jährigen Bundesobligationen garantiert werden kann, d.h. im Moment ca. 2.7%. Muss aber der Mindestzins nicht nur über den ganzen Zeitraum von 10 Jahren garantiert sein, sondern jedes Jahr, weil keine Unterdeckung entstehen darf - dies wird gegenwärtig bei den von Versicherungen verwalteten Sammelstiftungsvermögen so verlangt - , dann verkürzt sich der relevante Zeithorizont gar auf maximal ein Jahr. In diesem Fall kann höchstens der aktuelle 1-Jahres-Zinssatz garantiert werden. Dieser Zinssatz ist aber gegenwärtig weit tiefer als 3%.

Eine garantierte Rendite, welche den aktuellen Marktzinssatz für die entsprechende Anlagedauer übersteigt, käme einem „free lunch“ für die Versicherten gleich, da sie eine Verzinsung erhalten würden, die der Kapitalmarkt im Moment nicht hergibt. Keine Finanzinstitution der Welt ist aber dauerhaft bereit, ihren Kunden Gratismittagessen auszuteilen. Ein verordneter Mindestzinssatz, der über dem laufzeitkongruenten, risikolosen Kapitalmarkt-Zinssatz liegt, führt also mittelfristig zum Ausstieg der Anbieter, falls der Free Lunch nicht mit sogenanntem Cross-Selling finanziert werden kann. Da BVG-Produkte jeweils eine Kombination von Anlagen und Risikoversicherungen darstellen, könnten Anbieter versucht sein, die im Gesamtpaket enthaltenen Risikoversicherungen überteuert anzubieten, um im Rahmen einer Quersubvention den überhöhten Mindestzinssatz zu finanzieren. Aus dem Free Lunch würde wieder ein bezahlter Lunch, allerdings auf intransparente Art und mit unerwünschten Umverteilungseffekten.

---

<sup>1</sup> Manuel Ammann ist Professor für Finance an der Universität St.Gallen. Email: manuel.ammann@unisg.ch. Tel. 071/224'7090. Fax 071/224'7088.

## Mindestzins gleich Maximalzins?

Man muss sich bewusst sein, dass die Höhe der garantierten Minimalverzinsung des Kapitals und die Chance, eine höhere Verzinsung als die Minimalverzinsung zu erzielen, in engem Zusammenhang stehen. Wird die maximal mögliche Mindestverzinsung garantiert, d.h. der oben beschriebene Kapitalmarkt-Zinssatz auf laufzeitkongruenten und kreditrisikofreien festverzinslichen Anlagen, dann gibt es keine Möglichkeit, mehr zu verdienen als diesen Zins. Aus dem Mindestzinssatz wird dann gleichzeitig ein Maximalzinssatz. Eine Chance auf den Kapitalmarkt-Zinssatz übersteigende Renditen zusätzlich zu einer garantierten Mindestverzinsung in der Höhe des Kapitalmarkt-Zinssatzes ist am Markt schlicht nicht zu holen und käme folglich wiederum einem Free Lunch gleich. Nun wird manchmal argumentiert – interessanterweise bisweilen von den Versicherern selbst – dass die Anbieter ja Aktien in ihrem Portfolio hätten und diese im langfristigen Durchschnitt eine höhere Rendite abwerfen würden als festverzinsliche Anlagen. Da Versicherungen langfristig orientiert seien, könnten sie folglich ihren Kunden eine höhere Rendite als den risikofreien Zins garantieren. Angenommen, sie wären tatsächlich in einer solch beneidenswerten Lage, weshalb sollten sie dies tun? Die höhere langfristig erwartete Rendite auf Aktien und anderen risikobehafteten Anlagen stellt eine Risikoprämie dar, also eine Entschädigung für eingegangenes Risiko. Es wäre irrational, ja gar verantwortungslos gegenüber ihren risikotragenden Eigentümern, würden die Versicherungsgesellschaften dieses Risiko übernehmen, die damit verdiente Risikoprämie aber den Kunden überlassen.

Sollte folglich die Chance gewahrt bleiben, in guten Börsenzeiten Renditen über dem Zinssatz festverzinslicher Anlagen zu erwirtschaften, dann müsste der garantierte Mindestzinssatz tiefer liegen als der Zinssatz auf festverzinslichen Anlagen, also tiefer als der maximal mögliche Mindestzinssatz. Nur in diesem Fall würde Spielraum entstehen, einen Teil der Anlagen in risikobehaftete Anlageinstrumente zu investieren, verbunden mit der Aussicht auf höhere Renditen. Dabei gilt grundsätzlich, je tiefer der garantierte Zinssatz relativ zum Kapitalmarkt-Zinssatz ist, desto grösser ist dieser Spielraum und desto grösser sind folglich die Chancen auf höhere, den Kapitalmarktzins übersteigende Renditen.

## Reserven bilden?

Als Argument gegen die Senkung des BVG-Zinssatzes wird oft vorgebracht, die Idee bei der ursprünglichen Festsetzung des BVG-Zinssatzes auf 4% und dessen Belassung auf diesem Niveau trotz zwischenzeitlich deutlich höherer Kapitalmarktzinsen sei gewesen, den Pensionskassen und Versicherungen zu ermöglichen, in „guten“ Zeiten Reserven (Bewertungs- oder Schwankungsreserven) zu bilden, welche in „schlechten“ Zeiten aufgelöst werden könnten, um den Zinssatz von 4% aufrechterhalten zu können. Wie man heute feststellen muss, hat dieses Konzept Schiffbruch erlitten. Den grossen Versicherern und vielen autonomen Pensionskassen ist es offenbar nicht gelungen, genügend Reserven aufzubauen, um langfristig einen Zinssatz von 4% halten zu können.

Nicht vergessen werden sollte aber, dass in den Zeiten der reichen Erträge der Druck auf die Vorsorgeeinrichtungen, diese Erträge mittels höherer Verzinsung und anderen Massnahmen an die Versicherten weiterzugeben, nicht gering war und sich viele Vorsorgeeinrichtungen diesem Druck nicht entziehen konnten. Denn wer von ihnen hätte vorausgesehen, wie schwierig es nur wenige Jahre später werden würde, den Mindestzins zu verdienen? So sind heute die grossen Versicherer bereits nicht mehr in der Lage, den aktuellen BVG-Zins von 4% aufrechtzuerhalten und viele Pensionskassen weisen eine Unterdeckung auf. Bleiben aber die Kapitalmarktzinsen weiterhin auf dem aktuellen Niveau bei gleichzeitig seitwärts oder gar abwärts tendierenden Aktienmärkten, dann wird es nur eine Frage der Zeit sein, bis auch viele

Pensionskassen mit gegenwärtig noch komfortablen Deckungsgraden eine Unterdeckung aufweisen werden und andere Kassen gar akut sanierungsbedürftig werden. Welches ist die Schlussfolgerung dieser Tatsache? Die grosse Mehrheit der Vorsorgewerke ist langfristig nicht in der Lage, die Versicherten zuverlässig vor Kapitalmarktrisiken zu schützen und einen festen, nominellen, von der Kapitalmarktsituation losgelösten Zinssatz zu garantieren. Es von ihnen zu verlangen, hiesse aber auch, Unmögliches zu fordern.

Ob eine langfristig gleichbleibende Verzinsung ungeachtet der Kapitalmarktsituation überhaupt wünschenswert wäre, ist ohnehin fraglich. Die zur Erreichung dieses Ziels notwendige Reservenbildung und –Auflösung ist jedenfalls noch aus einem ganz anderen Grund problematisch. Die Bildung und Auflösung von Reserven bedeutet nämlich immer eine Umverteilung zwischen verschiedenen Gruppen von Versicherten und kann sich dem Vorwurf der Willkür nie entziehen. Wieviel der Erträge sollen denn den Reserven zugewiesen – d.h. den aktiv Sparenden weggenommen - werden, damit in späterer Zeit auch dann mit dem Mindestzinssatz verzinst werden kann, wenn die anfallenden Erträge dies nicht erlauben würden, und damit den dann aktiv Sparenden „geschenkt“ werden können? Die Argumentation, dass eben jeder und jede Versicherte immer gleich viel erhalten sollte, verfängt nicht, denn 4% ist nicht immer gleich viel. Bei einer Inflation von 3% ist 4% Nominalzins bedeutend weniger als bei 0% Inflation. Müssten also besser Realzinssätze garantiert werden? Oder müsste der Zinssatz die Entwicklung der Löhne widerspiegeln, gemäss der sogenannten „goldenen Regel“?

Eigentlich ist es müssig, über solche Fragen zu diskutieren, da Vorsorgewerke ohnehin nicht in der Lage sind, einen politisch festgelegten fixen Zinssatz auf lange Frist und unter allen Umständen zu garantieren – sei es nun ein nominaler, realer, oder anders bestimmter Zinssatz -, weil sich die Vorsorgeeinrichtungen nicht vom Kapitalmarkt abkoppeln können. Falls ein Mindestzinssatz vorgegeben werden soll, bleibt folglich keine andere Möglichkeit, als diesen Zinssatz regelmässig an die aktuelle Zinssituation auf dem Kapitalmarkt anzupassen. Dabei ist unbedingt darauf zu achten, dass nicht nur der Anpassungsrhythmus festgelegt wird, sondern auch eine transparente und eindeutige Berechnungsmethode, damit die Anpassung des Zinssatzes zukünftig nicht vom Ausgang politischen Seilziehens, sondern nur von der Kapitalmarktsituation abhängt.