

**Die Versicherten sollen das Risiko tragen**

## Die Sicherheitsillusion

Manuel Ammann

### in der Altersvorsorge

**Letztlich tragen die Versicherten die wesentlichen Finanzmarkt- und Systemrisiken in der kapitalgedeckten zweiten Säule.**

**Das schweizerische System der beruflichen Vorsorge strebt grösstmögliche Rentensicherheit an. Dabei sollen die Versicherten weitgehend von Finanzmarkttrisiken abgeschirmt werden. Ineffiziente Anlagestrategien und undurchsichtige Umverteilungen zwischen Versichertengruppen sind Folgen dieser Schutzversuche. Letztlich tragen aber trotzdem die Versicherten die wesentlichen Finanzmarkt- und Systemrisiken in der kapitalgedeckten zweiten Säule. Eine explizite Übertragung des Risikos auf die Versicherten könnte zu mehr Transparenz, höheren Renditen und damit auch höheren Renten führen.**

Die wirtschaftliche Rezession und bevorstehende demografische Veränderungen haben in vielen Ländern die Frage nach der Sicherheit der Rentensysteme aufgeworfen. Insbesondere Systeme mit reinen Umlageverfahren kommen immer stärker in Bedrängnis. Obwohl sich auch die Schweiz den Problemen, die durch die demografische Alterung verursacht werden, nicht entziehen kann, gilt das schweizerische Vorsorgesystem nach wie vor als vergleichsweise robust. Der Grund dafür liegt in der nach dem Kapitaldeckungsverfahren funktionierenden zweiten Säule des Systems: der beruflichen Vorsorge (BVG).

Die Börsenbaisse hat allerdings auch das Vertrauen in das schweizerische System der beruflichen Vorsorge erschüttert. Erstmals kam in breiten Kreisen der Schweiz der Verdacht auf, die zweite Säule sei möglicherweise nicht die Bastion der Rentensicherheit, für die sie aufgrund des Kapitaldeckungsverfahrens oft gehalten worden war. Dabei ist das ganze System auf Sicherheit ausgelegt und wird den Versicherten auch so kommuniziert.

#### **Vor Risiko schützen**

Die Versicherten können beispielsweise in ihrem Versicherungsausweis auf den Franken genau nachlesen, welches Kapital auf der Basis des aktuellen Lohns in 20 oder 30 Jahren angespart sein und welche Rente ausbezahlt

werden wird. Den Pensionskassen (PK) und Versicherungsgesellschaften obliegt es, diese Prognosen einzuhalten, also die Versicherten vor Unsicherheit und Risiko zu schützen. Zu-



dem sollen sie alljährlich mindestens den vom Bundesrat festgelegten Zins im BVG-Obligatorium gutschreiben und den Rentenversprechen jederzeit nachkommen können. Die Versicherungsgesellschaften haften dafür mit ihrem Eigenkapital, die PK mit ihren Reserven. Sollte dennoch eine Vorsorgeeinrichtung zahlungsunfähig werden, steht ein Sicherheitsfonds zur Verfügung, damit die Mindestleistungen trotzdem erbracht werden können.

Vordergründig tragen die Versicherten also kein oder nur ein geringes Risiko. Nicht zuletzt die vergangenen zwei Jahre haben aber offenbart, dass die Realität diesem vermeintlichen Idealzustand nicht ganz entspricht.

### Sanierungsrisiko

Wegen seiner knappen Dotierung kann der Sicherheitsfonds nur bei einzeln auftretenden Insolvenzen seinen Zweck erfüllen. Das systemische Risiko einer grossen Zahl ausfallender Kassen kann ein solcher Fonds nicht abdecken. Zudem berechtigt eine Unterdeckung noch nicht zum Zugriff auf die Fondsmittel. In solchen Fällen steht die Sanierung der Kasse durch Arbeitnehmer und Arbeitgeber im Vordergrund. Zum Jahreswechsel 2002/03 wiesen eine beträchtliche Anzahl Kassen ein Unterdeckung aus. Bei einigen war sie so gross, dass eine Sanierung nicht weiter aufgeschoben werden konnte. In den meisten Fällen bestanden die Sanierungsmassnahmen aus



einer Erhöhung der Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträge. Seit kurzem wird aber auch der Einbezug der Rentner in die Sanierungsmassnahmen erwogen. Die Notwendigkeit zur Sanierung zahlreicher Kassen über Beitragserhöhungen oder Leistungskürzungen hat deutlich gemacht, dass Pensionskassen die Versicherten nicht zuverlässig vor Finanzmarktrisiken schützen können, sondern effektiv die Versicherten das Unterdeckungs-Risiko zu tragen haben.

### Unversicherte Inflationsrisiken

Die auf dem Versicherungsausweis suggerierte nominale Rentensicherheit ist auf 20, 30 oder gar 40 Jahre hinaus ohnehin bedeutungslos,

da nicht der Frankenbetrag, sondern der Korb an Gütern und Dienstleistungen, welcher mit der ausbezahlten Rente gekauft werden kann, über den Lebensstandard entscheidet. Eine nominale Rentensicherung, wie sie vom heutigen System der beruflichen Vorsorge angestrebt wird, ist deshalb in der langen Frist nur von begrenztem Nutzen und, aufgrund der damit verbundenen hohen Kosten, ökonomisch ineffizient. Die langfristige Sicherung der realen Renten ist aber nicht ohne Anlageisiko zu erreichen, da gerade nominal als besonders sicher geltende Anlagen, wie zum Beispiel Bundesobligationen, real durchaus nicht risikolos sind.

Zusätzlich zum Risiko der allgemeinen Preissteigerung besteht die Gefahr, dass sich langfristig Änderungen in der relativen Preisstruktur ergeben. So ist denkbar, dass die demografische Alterung der Gesellschaft zu einer Veränderung der Angebots- und Nachfragestruktur für bestimmte Güter und Dienstleistungen führen könnte. Dies könnte eine überproportionale Verteuerung von Gütern und Dienstleistungen, welche in überdurchschnittlichem Ausmass von Rentnerinnen und Rentnern nachgefragt werden, nach sich ziehen. Solche Risiken können die Vorsorgeeinrichtungen den Versicherten kaum abnehmen.

### Kapitalmarkt bestimmt BVG-Mindestzins

Der BVG-Mindestzins dient dem Schutz der Versicherten. Er soll garantieren, dass die Versicherten, die ihre Vorsorgeeinrichtung ja bekanntlich nicht frei wählen können, einen vernünftigen Zins auf ihrem angesparten Vorsorgekapital erhalten.

Ursprünglich war die Idee, dass dieser Zinssatz, einmal festgesetzt auf vier Prozent, langfristige Gültigkeit hätte. Die Vorsorgeeinrichtungen würden in guten Jahren Reserven aufbauen, damit sie auch in schlechten Jahren den Mindestzins auszahlen könnten. Dieses Konzept hat nur so lange funktioniert, als die Zinssätze auf dem Kapitalmarkt in der Grössenordnung von vier Prozent oder darüber lagen. Die Reserven der Kassen reichten nicht aus, um bei deutlich tieferen Zinsen die Mindestverzinsung von vier Prozent über längere Zeit

**Die Notwendigkeit zur Sanierung zahlreicher Kassen über Beitragserhöhungen oder Leistungskürzungen hat deutlich gemacht, dass Pensionskassen die Versicherten nicht zuverlässig vor Finanzmarktrisiken schützen können.**



aufrechtzuerhalten. Die Erwartung, dass Pensionskassen und Versicherungen ihre Versicherten vor Finanzmarktrisiken schützen können, hat sich auch in diesem Punkt als illusorisch erwiesen.

Seither ist der Zins – unter breiter öffentlicher Diskussion – zweimal angepasst worden, zuerst auf 3,25 Prozent und kürzlich auf 2,25 Prozent. Obwohl das genaue Verfahren zur Ermittlung des Zinssatzes im Dunkeln bleibt, wurde damit der Zins mehr oder weniger den Marktgegebenheiten angepasst. Dies mit dem Ziel, Versicherungen und PK von unrealistischen Zielvorgaben zu entlasten. Man hat eingesehen, dass sich der Zinssatz am Marktzins orientieren muss.

Interessanterweise beträgt der technische Zinsfuß bei Leistungsprimatkassen nach wie

**Was immer die Kassen entscheiden, man wird ihnen später vorwerfen können, das Falsche getan zu haben.**

vor vier Prozent. Auch hier müsste die Frage gestellt werden, ob dieser Zinssatz noch den Gegebenheiten am Kapitalmarkt entspricht. In diesem Fall wäre eine Senkung aber mit einer Reduktion des Deckungsgrads verbunden, da die zukünftigen Verbindlichkeiten zu einem geringeren Zinssatz diskontiert würden. Somit wäre ein höheres Deckungskapital erforderlich. Weil hier die Senkung im Gegensatz zu den Beitragsprimatkassen zu einer Belastung der Kassen führen würde, ist bis jetzt darauf verzichtet worden. Man weist also zu hohe Deckungsgrade aus und hofft, dass sich das Problem irgendwann in der Zukunft durch wieder höhere Zinsen und Kapitalgewinne von selbst löst. Falls diese Rechnung nicht aufgeht, werden in ersten Linie die Versicherten die Folgen zu tragen haben.

#### **Mindestzins als Renditenbremse?**

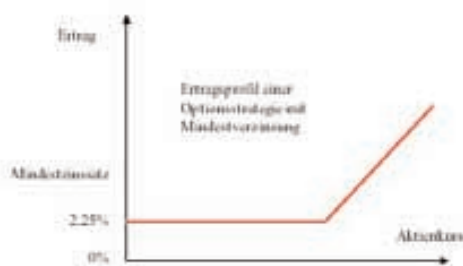
Mit dem BVG-Zins soll den Versicherten einerseits der Schutz der Mindestverzinsung zukommen, andererseits aber auch das Potential auf höhere Erträge erhalten bleiben. Eine solche Kombination von Schutz und Ertragspotential ist nicht kostenlos zu haben. Der Schutz in der Form des Mindestzinses ist teuer, weil die Anlagestrategie so angepasst werden muss, dass der Mindestzins immer bezahlt werden kann. Die Renditen von Anlagestrategien mit einem solchen Kapitalerschutz liegen deshalb im langfristigen Durchschnitt deutlich unter den Renditen von ungeschützten Strategien.

Grundsätzlich ist die Frage zu stellen, ob eine vorgegebene jährliche Mindestverzinsung eine sinnvolle regulatorische Vorgabe ist. Anlagetechnisch ist nämlich ein jährlicher Kapitalschutz auf einer langlaufenden Anlage wie der Altersvorsorge schwierig zu rechtfertigen, da nicht die Kapitalzwischenstände nach jedem Jahr, sondern die Höhe des Kapitals beim Eintreten in den Ruhestand relevant ist. Restriktionen bezüglich der Kapitalzwischenstände schränken möglicherweise die Anlagemöglichkeiten über Gebühr ein, ohne dass ein nennenswerter Nutzen in der Form eines tieferen Risikos des Kapitalendstands daraus entsteht. Aus anlagetheoretischer Sicht muss deshalb die jährlich zu erzielende Mindestverzinsung als ineffizient bezeichnet werden. Die Konsequenz dieser Ineffizienz sind tiefere durchschnittliche Renditen und damit auch tiefere durchschnittliche Renten.

### Mindestzins begünstigt prozyklische Anlagestrategie

Was bedeutet ein Mindestzins anlagentechnisch für eine Versicherung oder Pensionskasse? Ein vorgegebener Mindestzins mit dem Ziel, eine diesen Zins übersteigende Rendite zu generieren, kommt einer Optionsstrategie gleich. Ein Teil des Vermögens wird so investiert, dass der Mindestzins auf den vereinbarten Zeitpunkt hin mit Sicherheit erreicht wird. Dazu kommen nur festverzinsliche Anlagen ohne Kreditrisiko in Frage. Mit dem übrigen Teil des Kapitals kann das Potential auf Mehrerträge generiert werden, so dass ein Ertragsprofil wie in der unten stehenden Abbildung dargestellt resultiert.

Dieses Ertragsprofil entspricht dem einer Calloption. Wenn sie das Potential auf Erträge, die den Mindestzins übersteigen, aufrechterhalten wollen, sehen sich die Vorsorgeeinrich-



tungen also gezwungen, eine Option zu replizieren. Für Vorsorgeeinrichtungen bedeutet dies, dass sie ihren Aktienanteil im Rahmen einer dynamischen Replikationsstrategie ständig der Marktsituation anpassen müssen. Die dynamische Replikation einer Calloption bewirkt, dass bei steigenden Aktienkursen die Positionen vergrößert werden. Bei sinkenden Kursen hingegen müssen die Positionen verkleinert werden, damit die Erreichung des Mindestzinses nicht gefährdet wird. Die Vorsorgeeinrichtungen sehen sich also genötigt, prozyklisch am Markt zu agieren.

Eine solche institutionalisierte Optionsstrategie ist aus volkswirtschaftlicher Sicht problematisch, da nicht alle Marktteilnehmer eine Calloption halten können. Jemand muss auch die Gegenposition halten. Eine Verteuerung der Optionen ist deshalb die Folge, wenn Vorsorgevermögen durchwegs Calloptionen nachfragen.

Nun könnte argumentiert werden, dass die Vorsorgewerke ja nicht wirklich Calloptionen

am Finanzmarkt einkaufen, sondern mittels einer dynamischen Replikationsstrategie die Optionen selbst nachbilden und deshalb kein Preissteigerungseffekt resultieren würde. Dieses Argument hält einer näheren Betrachtung nicht stand, denn eine dynamische Replikation hat ebenfalls Auswirkungen auf die Finanzmärkte, wenn ein grosser Teil der Marktteilnehmer die gleiche Strategie verfolgt. Die Folge der massenweisen dynamischen Replikation von Calloptionen ist ein Anstieg der Marktvolatilität, weil alle Replizierer prozyklisch zur gleichen Zeit kaufen und verkaufen wollen. Bei höherer Volatilität ist wiederum die dynamische Replikation der Option kostspieliger, womit wieder ein höherer Preis für die Option resultiert.

Das Problem des prozyklischen Handelns konnte in den Jahren 2002 und 2003 am Markt beobachtet werden, wobei hier zwischen Versicherungsgesellschaften als Verwalter der Vermögen von Sammelstiftungen und autonomen PK unterschieden werden muss. Die Versicherer garantieren den Versicherten den Mindestzins mit ihrem Eigenkapital. Als die Aktienkurse fielen, waren sie deshalb gezwungen, zum Schutz des Eigenkapitals den Aktienanteil an ihrem Vermögen drastisch zu senken. Im Laufe der Baisse sanken so die Aktienanteile der Versicherer auf wenige Prozente ihres verwalteten Vermögens. Wenn sie die dynamische Strategie konsequent umgesetzt hätten, dann hätten sie die Aktienanteile wieder langsam erhöht, als sich die Kurse wieder erholten. Dies geschah bei einigen Gesellschaften, wie anfänglich beim Abbau der Aktienquote auch, aber nur sehr zögerlich. Somit realisierten sie das Aufwärtspotential der dynamischen Strategie nur unvollständig.

### Reserven aufgebraucht

Die autonomen PK verhielten sich anders. Da bei ihnen im Gegensatz zu den Versicherern eine temporäre Unterdeckung toleriert wird und keine Aktionäre und Regulatoren über die Einhaltung genügender Eigenmittel wachen, konnten die autonomen Kassen eine Unterdeckung ihrer Verpflichtungen riskieren. Viele Kassen hatten vorher im Zuge steigender Aktienkurse ihre Aktienquoten ausgebaut. Als die Kurse fielen, verfolgten die meisten dieser Kassen keine dynamische Strategie, sondern hielten an ihren Aktienpositionen fest, trotz aufgebrauchter Schwankungsreserven und vielfach sogar trotz Unterdeckung.

**Die langfristige Sicherung der realen Renten ist aber nicht ohne Anlagerisiko zu erreichen. Gerade Anlagen, die als besonders sicher gelten, sind real nicht risikolos.**

Das Festhalten an der Aktienquote war nur möglich, weil die PK das Risiko auf die Versicherten respektive die Arbeitgeber abwälzen konnten, indem sie teilweise ein beträchtliches Sanierungsrisiko eingingen. Hätte nämlich auf den Aktienmärkten keine Erholung eingesetzt oder hätte diese Erholung länger auf sich warten lassen, dann wären noch deut-

dem Abgleiten in die Unterdeckung zu bewahren?

Nicht nur bei der Bildung der Reserven stellt sich die Frage nach dem Ausmass, sondern auch bei der Auflösung. Es gab Kassen, die ihren Versicherten bis vor kurzem noch mehr als den BVG-Mindestzins gutschrieben. Der Zins konnte nicht mehr am Kapitalmarkt verdient werden, sondern wurde den Reserven entnommen. War das vertretbar? Hätten diese Kassen ihre Reserven nicht für noch schlimmere Zeiten bereithalten sollen? Man weiss ja nie, ob nicht die Reserven in der Zukunft noch dringender benötigt würden.

Wie soll eine Kasse reagieren, wenn sich in Zeiten sinkender Börsenkurse die Reserven zurückbilden? Soll sie die Anlagestrategie anpassen, das Risiko reduzieren, um weiteres Abgleiten zu verhindern? Sie geht dann das Risiko ein, bei wieder steigenden Kursen Renditechancen zu verpassen und sich dem Vorwurf auszusetzen, die Reserven unnötig geschont zu haben. Oder soll die Kasse die Anlagestrategie unbeachtet der schwindenden Reserven weiterführen, auf die Gefahr hin, dass die Kasse in Unterdeckung gerät oder gar zu einem Sanierungsfall wird? Was immer Pensionskassen in solchen Fällen entscheiden, man wird ihnen später vorwerfen können, das Falsche getan zu haben.

### Intransparente Umverteilungen

Die Quantifizierung der benötigten Schwankungsreserven ist aber nicht das einzige Problem. Die Bildung und Auflösung von Reserven ist immer eine Umverteilung zwischen verschiedenen Gruppen von Versicherten. Erträge den Reserven zuzuweisen bedeutet nämlich, sie den Versicherten, mit deren Kapital sie verdient worden sind, wegzunehmen. Umgekehrt bedeutet Reserven aufzulösen, den Versicherten ein Geschenk zu machen, da die aus den Reserven kommenden Gelder nicht mit dem aktuell investierten Kapital verdient worden sind, sondern mit dem Kapital, welches zur Zeit der Reservenbildung investiert war. Diese Unterscheidung ist bedeutsam, da zu unterschiedlichen Zeiten unterschiedliche Personen einer Vorsorgeeinrichtung angeschlossen sind.

Das gleiche Umverteilungsproblem stellt sich generell bei einem von 100 Prozent abweichenden Deckungsgrad. Liegt der Deckungs-



### Eine Kombination von Schutz und Ertragspotenzial ist nicht kostenlos zu haben.

lich mehr Kassen zu Sanierungsfällen geworden. Die autonomen Kassen konnten sich dem Zwang zum prozyklischen Handeln also nur deshalb entziehen, weil effektiv die Versicherten und die Arbeitgeber das Anlagerisiko trugen.

### Wieviel Reserven?

Wenn die PK eine Unterdeckung ausweisen müssen oder den Mindestzins nicht mehr erreichen können, so wie in den vergangenen zwei Jahren beobachtet, wird der Vorwurf laut, die Kassen hätten es in den Zeiten reich sprudelnder Erträge und Gewinne versäumt, ausreichende Reserven zu bilden. Aber wieviel Reserven sollen die Kassen bilden? In den 1990er Jahren herrschte in weiten Kreisen die Ansicht vor, die Kassen würden unnötig Reserven horten, statt die Mittel den Versicherten zukommen zu lassen in Form von Beitragsreduktionen oder Leistungserhöhungen. Nicht wenige Kassen haben dem Druck nachgegeben und grosszügige Geschenke verteilt. Denn wer hätte vorausgesehen, wie schwierig es nur wenige Jahre später werden würde, den Mindestzins zu verdienen oder die Kasse vor

grad über 100 Prozent, wird den Versicherten zu wenig ausbezahlt, da nach Auszahlung aller Versicherten noch Geld übrig bliebe. Es findet also eine Umverteilung von Austretenden hin zu neu Eintretenden und in der Kasse verbleibenden Versicherten statt.

Umgekehrt ist es, wenn der Deckungsgrad unter 100 Prozent liegt. Wenn in diesem Fall trotzdem die vollen Renten und die vollen Freizügigkeitsleistungen ausbezahlt werden, bedeutet dies eine Umverteilung von neu in die Kasse eintretenden und in der Kasse verbleibenden Versicherten hin zu den Versicherten, welche die Kasse als aktiv Sparende verlassen. Den in der Kasse verbleibenden Versicherten obliegt es nämlich, mit ihren Beiträgen und Vermögenserträgen erst einmal die Deckungslücke wieder zu schliessen, um später selbst in den Genuss der vollen Leistungen kommen zu können. Wäre keine Deckungslücke da gewesen, hätten diese Mittel für eine Erhöhung der Leistungen genutzt werden können.

Nun könnte eingewendet werden, es sei ja durchaus fair, wenn in Zeiten hoher Erträge den Versicherten etwas weggenommen werde, um es in Zeiten schlechter Erträge den Versicherten, auch wenn dann die versicherten Personen nicht mehr die gleichen sind, zurückgeben zu können. Nach welchem Kriterium aber sollen solche Umverteilungen vorgenommen werden? Als der BVG-Zinssatz noch dauerhaft bei vier Prozent war, hätte argumentiert werden können, dass die vier Prozent Zins dieses Kriterium darstellen sollten. Wenn immer die Erträge über vier Prozent zu liegen kämen, würde der Mehrertrag den Reserven zugewiesen und wenn die Erträge unter vier Prozent wären, würde den Reserven soviel entnommen, dass den Versicherten trotzdem vier Prozent Zins gutgeschrieben werden könnte. So hätten alle immer gleich viel.

Dass diese Argumentation nicht verfängt, ist offensichtlich, denn vier Prozent ist nicht immer gleich viel. Bei einer Inflation von drei Prozent ist vier Prozent Nominalzins bedeutend weniger als bei null Prozent Inflation. Müssten also besser Realzinssätze garantiert werden? Oder müsste der Zinssatz die Entwicklung der Löhne widerspiegeln? Ein «gerechtes» Umverteilungskriterium zu finden bleibt ein aussichtsloses Unterfangen. Zudem ist es unmöglich, den Zinssatz so zu bestimm-

men, dass sich langfristig die Umverteilungen genau die Waage halten, also die Kasse weder bankrott geht, weil der Zinssatz zu hoch angesetzt wurde, noch im Geld schwimmt, weil er zu tief ist. Wie immer also die Politik einer Kasse bezüglich der Reservenbildung und -auflösung aussieht, dem Vorwurf der Ungerechtigkeit und der Willkür kann sie sich nicht entziehen.

### **Altersvorsorge ist nicht risikolos**

Ein Kapitalstock einer Gesellschaft, für die Altersvorsorge einer ganzen Generation angespart, kann nicht risikolos angelegt werden, denn die gesamtwirtschaftlichen Risiken müssen von jemandem getragen werden. Wie die Ausführungen zeigten, sind deshalb auch in der schweizerischen beruflichen Vorsorge die Versicherten die Hauptträger dieses Risikos, obwohl das gegenwärtige System so ausgestaltet worden ist, um genau dies zu verhindern. Die beschriebenen Probleme des heutigen Systems könnten aber entschärft oder gar vermieden werden, wenn der teure und letztlich zum Scheitern verurteilte Versuch, die Versicherten vom Anlagerisiko abzuschirmen, aufgegeben und das Risiko explizit auf sie überwälzt würde.

Eine Lösung wäre, das Guthaben eines einzelnen Versicherten als Anteil eines Sondervermögens einer PK zu definieren wie bei einem Anteil an einem Anlagefonds. Der Wert eines solchen Anteils wäre natürlich Schwankungen unterworfen.

Für eine solche Umstellung müssten verschiedene Voraussetzungen erfüllt sein. So müsste der Versicherungsteil der Vorsorge, zum Beispiel Versicherungen wie Invalidität oder Tod, strikte vom Anlageteil getrennt werden. Das heisst, die jährlich von Arbeitgeber und Arbeitnehmer einbezahlten Prämien würden sich in eine Versicherungsprämie und eine Ansparprämie aufteilen. Die PK könnte das Versicherungsrisiko selbst versichern oder an eine Versicherungsgesellschaft auslagern. Genauso könnte das Portfoliomanagement des Ansparanteils selbst durchgeführt oder an eine Bank delegiert werden. Bei der Pensionierung würde das angesparte und in den Sonderver-

**Die autonomen Kassen konnten sich dem Zwang zum prozyklischen Handeln nur deshalb entziehen, weil die Versicherten und die Arbeitgeber das Anlagerisiko trugen.**



**Prof. Dr. Manuel Ammann** ist Ordinarius für Finance an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. Davor war er Assistenzprofessor an der University of California in Berkeley und Dozent an der Universität St. Gallen. Zudem war er mehrere Jahre in der Beratung tätig, unter anderem als Partner einer Beratungsfirma für Risikomanagement in Zürich. Manuel Ammann ist regelmässiger Referent an internationalen Konferenzen und Autor von zwei Büchern sowie zahlreichen Zeitschriftenartikeln in den Bereichen Kreditrisikomanagement, derivative Finanzinstrumente, finanzielles Risikomanagement, Asset Management und Finanzmarktregulierung.

**Kontaktadresse:**

Prof. Dr. Manuel Ammann  
Schweizerisches Institut für  
Banken und Finanzen  
Universität St. Gallen  
Rosenbergstrasse 52  
CH-9000 St. Gallen  
Tel. 071 224 70 90  
Fax 071 224 70 88  
manuel.ammann@unisg.ch  
www.sbf.unisg.ch

**Impressum**

**riskVoice Nr. 5, Oktober 2003**

Herausgeberin: Stiftung Risiko-Dialog, St. Gallen, © 2003  
Redaktion/Produktion: panta rhei pr gmbh, Amriswil/Zürich  
Bilder: Stiftung Risiko-Dialog  
Gestaltung: netforce, Zürich  
Digital-Druck: BuchsMedien AG, Buchs  
Auflage: 200 Ex.

Die Dokumentationsreihe riskVoice der Stiftung Risiko-Dialog in St. Gallen bietet eine Plattform für aktuelle Fragen in der Diskussion über technologische Neuerungen und gesellschaftlichen Wandel. Die Ausgabe Nr. 5 der riskVoice beschäftigt sich unter dem Titel «Fluchtpunkt Sicherheit» mit dem gesellschaftlichen Streben nach Sicherheit und möglichen Konsequenzen. Zu Wort kommen Autoren aus der Literaturwissenschaft, der Ökonomie, des Strafvollzuges sowie aus der Zukunfts- und Risikoforschung. Die Beitragsammlung riskVoice ist erhältlich bei:  
Stiftung Risiko-Dialog  
Kirchlistrasse 2, CH-9010 St. Gallen  
Tel. +41 (0) 71 243 40 15  
Fax +41 (0) 71 243 40 10  
katrin.meier@risiko-dialog.ch

mögen angelegte Alterskapital ausbezahlt oder in eine Rente umgewandelt werden. Auch hier wäre denkbar, dass die Pensionskasse das Rentenprodukt entweder selbst herstellt oder von einer Versicherung einkauft.

Wenn das Anlagerisiko vollumfänglich vom Versicherten selbst getragen wird, dann wäre es unabdingbar, dass die Versicherten gewisse Wahlmöglichkeiten bezüglich des Risikos der Anlagestrategie hätten. So könnte eine PK drei Sondervermögen mit unterschiedlichem Risikoprofil anbieten. Die Versicherten könnten so die Strategie gemäss ihrer individuellen Risikopräferenz auswählen. Man könnte sogar noch weitergehen und den Versicherten die Möglichkeit bieten, zwischen den Sondervermögen hin und her zu wechseln. Die dadurch entstehenden Kosten müssten natürlich den Versicherten in Rechnung gestellt werden, damit die aktiven Versicherten die passiven nicht finanziell belasten.

**Vorteile der Reform**

In einem solchen System wäre das Problem der Über- oder Unterdeckung inexistent, da die Sondervermögen direkt den einzelnen Versicherten zugeordnet werden könnten. Damit wäre das System frei von den undurchsichtigen und willkürlichen Umverteilungen zwischen Versichertengruppen, wie sie das gegenwärtige System kennt. Schwankungsreserven wären keine mehr notwendig, da die Versicherten das Schwankungsrisiko explizit selbst tragen. Die Transparenz in diesem System wäre ungleich höher als heute, da über die Wertentwicklung der Sondervermögen separat Rechenschaft abgelegt würde, ähnlich wie bei Anlagefonds. Somit könnte die Anlageperformance genau berechnet und nachvollzogen werden. Ebenso transparent wären die Kosten für die Versicherungsbestandteile, da sie vom Anlageteil getrennt wären.

Weil sich die Vorsorgeeinrichtungen nicht mehr an jährlichen Mindestzinssätzen orientieren müssten, sondern mit längerfristigem Zeithorizont anlegen könnten, stünde ein

grösseres Spektrum an Anlagestrategien offen. Insbesondere würde der Zwang zur jährlichen Absicherung mittels kurzfristig ausgerichteter und ineffizienter Anlagestrategien wegfallen. Eine solche erhöhte Flexibilität in der Kapitalanlage würde tendenziell zu höheren durchschnittlichen Renditen und somit zu höheren erwarteten Renten führen.

Auch das Problem des institutionalisierten prozyklischen Handelns gäbe es nicht mehr, da die Versicherten die Anlagestrategie mitbestimmen könnten und sich somit nicht mehr zwangsweise prozyklisch verhalten müssten. Zweifellos würde es Versicherte geben, die prozyklisch zwischen den Sondervermögen mit verschiedenen Risikoprofilen hin und her wechseln würden. Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre dies aber weniger problematisch, da nur Teile der Versicherten sich prozyklisch verhielten und es durchaus wahrscheinlich wäre, dass Teile der Versicherten sogar antizyklisch handelten. Aus der Sicht der Versicherten wäre diese Lösung ebenfalls unproblematisch, da die prozyklisch handelnden Individuen dies aus eigenem Antrieb täten und auch die damit verbundenen Kosten in der Form von Transaktionskosten und geringeren Erträgen selbst tragen.

**Umdenken erforderlich**

Selbstverständlich könnte in einem solchen System die zukünftige Rente nicht auf 30 Jahre hinaus auf Franken und Rappen genau versprochen werden. Nicht nur bei den Vorsorgewerken, sondern vor allem auch bei den Versicherten wäre deshalb ein Umdenken erforderlich. Sie müssten sich bewusst werden, dass letztlich ohnehin sie die Risiken tragen, ob nun im Versicherungsausweis die vermeintliche zukünftige Rente auf den Franken genau berechnet wird, oder ob einfach ein Kapitalbetrag angespart wird, der auf transparente und effiziente Art in Sondervermögen angelegt ist und zum Zeitpunkt der Pensionierung ausbezahlt oder in eine Rente umgewandelt wird.

