Welche Bedeutung haben die Vermögenserträge bei der AHV beim Umlageverfahren und bei der 2. und 3. Säule, die auf dem Kapitaldeckungsverfahren beruhen? Über eine Beitragsdauer von rund 40 Jahren wird je nach Höhe der erzielten Erträge rund die Hälfte der Rentenleistungen über die Rendite finanziert.

DOMINIQUE AMMANN
HANSRUEDI SCHERER

DIE BEDEUTUNG DER VERMÖGENSERTRÄGE IN DER ALTERSVORSORGE

Renditeerwartungen und Handlungsoptionen

1. EINLEITUNG

Die Altersvorsorge in der Schweiz erfolgt über das Drei-Säulen-System. In der umlagefinanzierten 1. Säule ist der Vermögensertrag lediglich beim AHV-Ausgleichsfonds von Bedeutung. Der AHV-Ausgleichsfonds umfasst nur rund eine Jahresausgabe der AHV und dessen Vermögenserträge spielen deshalb insgesamt für die Finanzierung der AHV eine untergeordnete Rolle. Dies im Unterschied zu der 2. und 3. Säule, welche auf dem Kapitaldeckungsverfahren beruhen. Die berufliche Vorsorge ist auf Vermögenserträge von jährlich mindestens 4% bis 5% angewiesen, wenn sie ihren heutigen Leistungsauftrag kostengerecht erfüllen will. Über eine volle Beitragsdauer von 35 bis 40 Jahren wird je nach Höhe der erzielten Erträge rund die Hälfte der Rentenleistungen über die Rendite finanziert. Die beiden Finanzkrisen innerhalb der letzten zehn Jahre sowie das aktuell tiefe Zinsniveau haben Zweifel aufkommen lassen, ob künftig die notwendigen Renditen noch erwirtschaftet werden können. Jede Pensionskasse wird abwägen müssen, welches Leistungsniveau sie anstreben will und wie sie dieses finanzieren will. Bei der Finanzierung gilt es den im Zeitablauf optimalen Mix zwischen sicheren Beiträgen und risikobehafteten Vermögenserträgen zu finden.

2. VERMÖGENSERTRÄGE IN DER 1. SÄULE

2.1 Bedeutung der Vermögenserträge in der 1. Säule. Aus *Abbildung 1* geht hervor, dass der Anlageertrag für die Finanzierung der 1. Säule erwartungsgemäss von untergeordneter Bedeutung ist. Die Ausgaben werden zu weit über 90% durch laufende Beiträge der Sozialpartner sowie der öffentlichen Hand finanziert.

2.2 Renditen des AHV-Ausgleichsfonds. Der Ertrag der Anlagen stammt vom AHV-Ausgleichsfonds. Dieser erhält in der Öffentlichkeit viel Beachtung, da er mit rund CHF 25 Mrd. über eines der grössten institutionellen Vermögen der Schweiz verfügt. Das Vermögen des AHV-Ausgleichsfonds wird zu rund zwei Drittel in Nominalwerte und zu rund einem Drittel in Sachwerte, insbesondere Aktien, investiert *(Abbildung 2)*.

In den letzten 11 Jahren (seit Anfang 2000) hat der AHV-Ausgleichsfonds eine annualisierte Rendite von 2,1% erwirtschaftet oder anders ausgedrückt, CHF 100 sind in der Zeit vom 1.1.2000 bis und mit Ende 2010 auf CHF 125.30 angewachsen, wie aus *Abbildung 3* ersichtlich ist.

Diese relativ niedrigen Renditen sind eine Folge der Krisen an den Finanzmärkten der Jahre 2001, 2002 und des annus horribilis 2008. Aufgrund der Umlagefinanzierung sind diese mageren Anlagerenditen für die 1. Säule viel weniger ausschlaggebend als für die 2. Säule, welche auf dem Kapitaldeckungsverfahren basiert.

3. VERMÖGENSERTRÄGE IN DER 2. SÄULE

3.1 Bedeutung der Vermögenserträge beim Kapitaldeckungsverfahren. Beim Kapitaldeckungsverfahren wird davon ausgegangen, dass die künftigen Leistungen aus den angesparten Beiträgen und dem darauf erzielten Vermögensertrag finanziert werden. Infolge der langfristigen Ansparphase von mehreren Jahrzehnten hat der Zinseszinseffekt

DOMINIQUE AMMANN,
DR. RER. POL., PARTNER,
PPC METRICS AG,
ZÜRICH

HANSRUEDI SCHERER,
DR. RER. POL., PARTNER,
PPC METRICS AG,
ZÜRICH

Abbildung 1: **AHV-BETRIEBSRECHNUNG 2006–2009**
in Mrd. CHF

	2006	2007	2008	2009	Durchschnitt 2006–2009	in %
Beiträge Sozialpartner	24.1	25.3	26.5	27.3	25.8	73,5
Beiträge öffentliche Hand	8.8	9.2	9.4	9.6	9.3	26,3
Ertrag der Anlagen	1.5	0.3	–4.3	2.8	0.1	0,2
Total Einnahmen	34.4	34.8	31.6	39.7	35.1	100,0
Ausgaben	31.7	33.3	33.9	35.8	33.7	95,9
Überschuss/Defizit	2.70	1.50	–2.30	3.90	1.45	4,1

Quelle: AHV-Statistik Dezember 2009, http://www.bsv.admin.ch/dokumentation/zahlen/00095/00440/index.html?lang=de

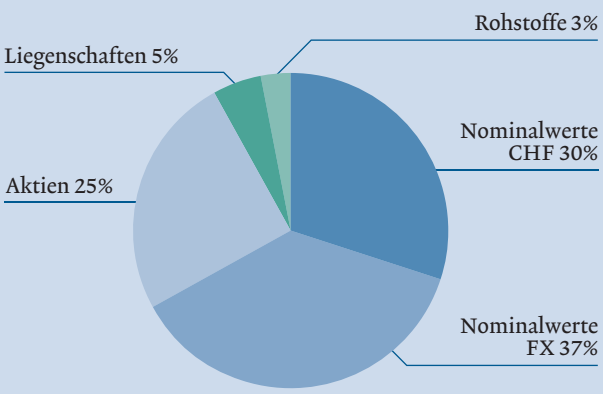
einen entsprechend grossen Einfluss auf die Höhe der im Pensionierungszeitpunkt vorhandenen Alterskapitalien. Dies zeigt *Abbildung 4* illustrativ.

Die Berechnungen basieren auf einem stark vereinfachten Beispiel einer Person, die im Alter von 25 Jahren einen versicherten Lohn von CHF 40 000 hat, der jährlich bis zur Pensionierung um 2% ansteigt und auf dem pro Jahr insgesamt 12% Sparbeiträge erhoben werden. Ohne Verzinsung ergibt das nach 40 Beitragsjahren ein Alterskapital von nicht ganz CHF 290 000. Mit 2% Zins resultieren bereits rund CHF 420 000 oder ein um über 40% höheres Endkapital. Mit 3,5% Zinsertrag kann das Alterskapital über die Periode von 40 Jahren beinahe verdoppelt werden.

Diese Berechnungen sind rein theoretischer Natur, denn in der Realität werden sich die Zinserträge niemals konstant entwickeln sondern starken Schwankungen unterliegen. Trotzdem zeigen diese Kalkulationen den grossen Stellenwert der Vermögenserträge für die Finanzierung der 2. Säule auf. Deshalb wird der Vermögensertrag neben den Beiträgen der Arbeitnehmer und Arbeitgeber oft auch als «Dritter Beitragszahler» bezeichnet.

3.2 Vermögen der 2. Säule. Die 2. Säule verfügte gemäss der letzten verfügbaren offiziellen Pensionskassenstatistik per Ende 2008 über ein Vermögen von CHF 536 Mrd. Heute dürften es gegen CHF 700 Mrd. sein. Gemäss den vom *Schweizerischen Pensionskassenverband (ASIP)* publizierten Zahlen, waren die Pensionskassenvermögen Ende 2010 zu rund 56% in Nominalwerten und zu 44% in Sachwerten, hauptsächlich Aktien, investiert. Dies ist aus *Abbildung 5* ersichtlich.

Abbildung 2: **ANLAGESTRATEGIE DES AHV-AUSGLEICHFONDS 2010**



Quelle: http://www.ahvfonds.ch/ahv/

3.3 Historische Renditen der 2. Säule. Auch die Renditen der 2. Säule litten im letzten Jahrzehnt deutlich unter den beiden Finanzkrisen. Dies ist aus *Abbildung 6* ersichtlich. Darin sind die mittleren Renditen der Schweizer Pensionskassen dargestellt, welche sich am offiziellen Performancevergleich des ASIP beteiligen.

«Es kann davon ausgegangen werden, dass in den letzten 26 Jahren die Schweizer Pensionskassen netto rund 5% Rendite erwirtschaftet haben.»

In den letzten 11 Jahren erzielten diese Pensionskassen im Jahresdurchschnitt eine Rendite von nur gerade 1,4%. Aus CHF 100 investiert Anfang 2000 sind bis Ende 2010 CHF 116.60 geworden. Im Vergleich mit dem AHV-Fonds wurden die Pensionskassen insbesondere in der ersten Finanzkrise viel stärker von den Börsenkorrekturen getroffen. In der jüngeren Vergangenheit waren die Unterschiede in den Renditen wesentlich geringer. Nimmt man anstelle der vom ASIP publizierten Werte den BVG Index 25, der sich zu 25% aus Aktien und zu 75% aus Obligationen zusammensetzt als Proxi für die erzielten Pensionskassenrenditen, dann zeigt sich für die 2. Säule ein leicht besseres Anlageergebnis *(Abbildung 7)*.

Die annualisierte Rendite des BVG 25 Indexes über die letzten elf Jahre beträgt 2,5% und CHF 100 sind in dieser Zeit auf CHF 131.30 angewachsen. Unabhängig davon, welchen Vergleichsmassstab man für die letzten 11 Jahre heranzieht, geht daraus hervor, dass die erzielten Renditen unter den erforderlichen Sollrenditen der Pensionskassen von 3,5% bis 4,5% lagen.

Abbildung 3: **RENDITEN DES AHV-AUSGLEICHSFONDS 2000–2010**

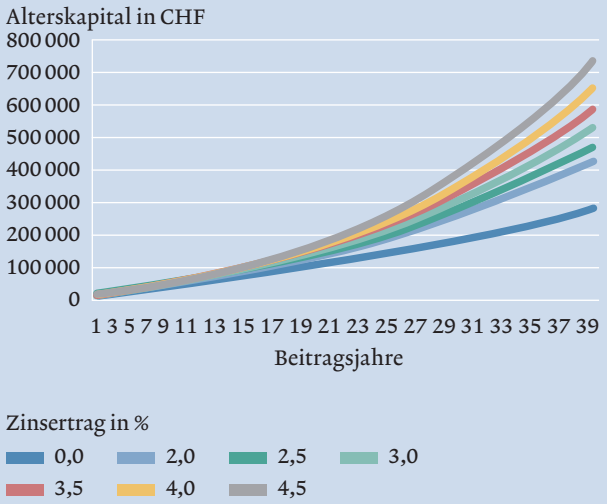
Jahr	Rendite in %	indexiert 1.1.2000=100 in CHF	annualisiert seit 1.1.2000 in %
2000	4,2	104.2	4,2
2001	–2,6	101.5	0,7
2002	–3,8	97.6	–0,8
2003	7,6	105.1	1,2
2004	6,7	112.1	2,3
2005	9,6	122.9	3,5
2006	6,8	131.2	4,0
2007	0,4	131.7	3,5
2008	–18,2	107.8	0,8
2009	11,5	120.1	1,9
2010	4,3	125.3	2,1

Quelle: http://www.ahvfonds.ch/ahv/de/?page_name=aaperf

Zieht man als Vergleichsperiode die Zeitspanne seit Einführung des BVG von 1985 bis Ende 2010 heran, so betrug die annualisierte Rendite des BVG 25 Indexes rund 5,5% pro Jahr. Es kann somit davon ausgegangen werden, dass in den letzten 26 Jahren die Schweizer Pensionskassen netto (nach Abzug der Vermögensverwaltungskosten) rund 5% Rendite erwirtschaftet haben. Dies dank den überdurchschnittlichen Aktienrenditen der neunziger Jahre und dem generellen Zinsrückgang in der gesamten Beobachtungsperiode.

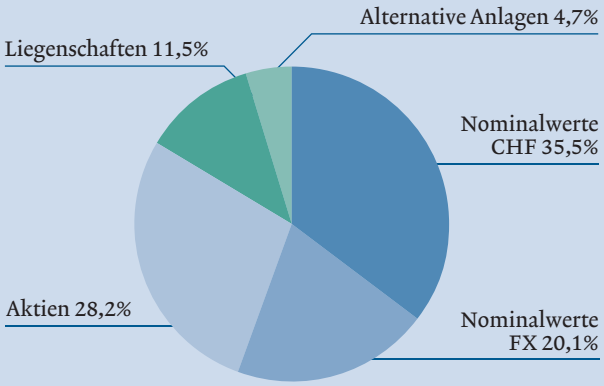
Es stellt sich nun die Frage welche Sollrendite die Pensionskassen künftig für die Finanzierung benötigen und was für Renditen sie in der Zukunft erwarten können.

Abbildung 4: **BILDUNG VON ALTERSSPARKAPITAL BEI UNTERSCHIEDLICHEN ZINSERTRÄGEN**



3.4 Sollrenditen der 2. Säule. Die Sollrenditen der Pensionskassen sind abhängig von den versprochenen Leistungen und der Höhe der eingeforderten Spar- und Risikobeiträge. Die erforderliche Rendite auf den laufenden Rentenleistungen wird definiert durch die Höhe des technischen Zinssatzes, der Lebenserwartung der Rentner und den Verwaltungskosten. Bei den aktiven Versicherten in einer Beitragsprimatkasse ist die Sollrendite abhängig von der erforderlichen BVG-Mindestverzinsung, dem erforderlichen Aufbau von technischen Reserven sowie den Verwaltungskosten. Zudem können Cashflow-Effekte (beispielsweise wenn eine Kasse wächst oder schrumpft) einen Einfluss auf die Sollrendite haben. Da spätestens seit dem Jahr 2002 bei den meisten Pensionskassen der technische Zinssatz und die BVG-Mindestverzinsung nicht mehr identisch sind, sind die erforderlichen Sollrenditen je nach Versichertenstruktur sehr unterschiedlich. Dies ist in *Abbildung 8* illustrativ dargestellt (ohne möglichem Cashflow-Effekt).

Abbildung 5: **VERMÖGENSAUFTEILUNG DER PENSIONSKASSEN**
Gemäss ASIP Performancevergleich 2010



Quelle: www.asip.ch

Je nach Versichertenstruktur sind die Pensionskassen auf Renditen von mindestens 3,7% bis 4,4% pro Jahr angewiesen. Dabei wird unterstellt, dass die Altersguthaben der aktiven Versicherten mit dem BVG-Minimalzins von 2% verzinst werden und die Deckungskapitalien der Rentner mit einem technischen Zinssatz von 3,5% berechnet wurden. Je nach Versichertenstruktur resultiert eine Sollrendite von 2,4% (Anteil aktive Versicherte 75%) bis 3,1% (Anteil Rentner 75%). Für die Finanzierung der Langlebigkeit und der Verwaltungskosten (inklusive Vermögensverwaltung) sind zusätzlich rund 0,8% Rendite notwendig und die Sollrendite beträgt daher insgesamt je nach Versichertenstruktur 3,2% bis 3,9%. Für die langfristige Stabilisierung der finanziellen Lage der Pensionskassen müssen Wertschwankungsreserven aufgebaut werden. Für diesen Zweck sind wir illustrativ von einer minimal erforderlichen Zusatzrendite von durchschnittlich 0,5% pro Jahr ausgegangen. Insgesamt resultieren dann Sollrenditen von 3,7% bis 4,4%. Bei dieser Betrachtung wird davon ausgegangen, dass die Altersguthaben nur mit dem aktuellen

Abbildung 6: **MEDIANRENDITEN DER SCHWEIZER PENSIONSKASSEN**
Gemäss ASIP Performancevergleich 2000–2010

Jahr	Rendite in %	indexiert 1.1.2000=100 in CHF	annualisiert seit 1.1.2000 in %
2000	1,5	101.5	1,5
2001	–7,1	94.2	–2,9
2002	–10,3	84.6	–5,4
2003	9,5	92.6	–1,9
2004	4,2	96.5	–0,7
2005	13,0	109.0	1,5
2006	6,9	116.5	2,2
2007	1,8	118.6	2,2
2008	–15,0	100.8	0,1
2009	11,6	112.4	1,2
2010	3,7	116.6	1,4

Quelle: www.asip.ch

BVG-Mindestzins verzinst werden. Längerfristig sollte jedoch eine Gleichbehandlung der Rentner und der aktiven Versicherten angestrebt werden. Das minimale Verzinsungsziel für alle drei Musterpensionskassen ist dann unabhängig von der Altersstruktur und orientiert sich am technischen Zinssatz von 3,5%. Mit den dargestellten Zuschlägen für die Langlebigkeit und die Verwaltungskosten von 0,8% sowie für den Aufbau der Wertschwankungsreserven von mindestens 0,5% p.a. ergeben sich Sollrenditen für die Finanzierung einer Pensionskasse von 4,3% bzw. für deren Stabilisierung von 4,8%. Daraus wird deutlich, dass die 2. Säule langfristig auf Renditen von 4% bis 5% angewiesen ist, wenn sie ihren heutigen Leistungsauftrag mit den verfügbaren Beiträgen erfüllen soll.

3.5 Renditeerwartungen für die 2. Säule. Künftige Renditen zu prognostizieren ist schwierig und mit grosser Unsicherheit behaftet. Dementsprechend gibt es eine Vielzahl von Prognosen und Erwartungen. Eine wichtige Grösse für das Abschätzen künftiger Renditen ist das aktuelle Zinsniveau. Anfang März 2011 betrug das Zinsniveau für 10-jährige Bundesobligationen rund 1,9% und Laufzeiten von 15 Jahren rentierten knapp über 2%. Wenn man unterstellt, dass Pensionskassen nicht nur Staatspapiere, sondern auch andere qualitativ einwandfreie Schuldner im Portfolio haben, die eine entsprechende höhere Verzinsung ausweisen, kann aktuell von einer Obligationenrendite von knapp 2,5% ausgegangen werden. Renditen von Immobilien, Aktien und Alternativen Anlagen sind schwer zu prognostizieren. Wenn wir von einer durchschnittlichen Mehrrendite als Kompensation für das höhere Risiko der Aktien von 4% gegenüber den Obligationen ausgehen, ergibt sich eine erwartete Rendite auf Aktien von 6,5%. Für Immobilien und Alternative Anlagen veranschlagen wir vereinfachend eine Risikoprämie gegenüber Obligationen von 2%. Daraus ergibt sich für diese Anlagekategorien eine erwartete Rendite von 4,5%. Basierend auf diesen stark vereinfachten Annahmen lässt sich für die Vermögenstruktur der Pensionskassen gemäss ASIP-Performancevergleich eine erwartete Rendite gemäss *Abbildung 9* kalkulieren.

Aufgrund dieses einfachen Modells wird deutlich, dass die Pensionskassen im Durchschnitt aus heutiger Perspektive Renditen in der Höhe von rund 4,0% erwarten können. Dieses Renditepotenzial dürfte in den meisten Fällen dazu ausreichen, die Finanzierung der Pensionskasse knapp zu gewährleisten. Wenn bei der Verzinsung die aktiven Versicherten den Rentnern gleichgestellt werden sollen und zusätzlich noch Wertschwankungsreserven gebildet werden müssen, reichen diese erwarteten Renditen jedoch nicht aus. Zudem ist immer zu beachten, dass es sich um Erwartungswerte handelt, die mit Risiken behaftet sind. Leider verfügen bei weitem nicht alle Pensionskassen über eine Risikofähigkeit, welche die mit dieser Anlagestrategie verbunden Risiken tatsächlich abfedern können. Entsprechend sind sie unter den heutigen Rahmenbedingungen gezwungen, konservativere Anlagestrategien mit einer entsprechend tieferen Renditeerwartung zu verfolgen.

3.6 Handlungsoptionen und Ausblick. Wie können die Pensionskassen auf die Herausforderungen der aus heutiger Sicht niedrigen Renditeperspektiven reagieren? Bei den Vermögensanlagen können die Senkung der Vermögensverwaltungskosten und die Effizienzsteigerung bei der Anlagetätigkeit die Nettorendite nur leicht erhöhen. Substantiell kann die erwartete Rendite nur gesteigert werden, wenn höhere Anlagerisiken eingegangen werden. Vereinfacht gesagt, bedeutet dies eine Erhöhung des Aktienanteils. Verfechter dieses Wegs verweisen auf die historisch positiven Langfrist-Erfahrungen mit Aktien. Mit einem möglichst hohen

Abbildung 7: **RENDITEN DES BVG 25 INDEX**
2000–2010

Jahr	Rendite in %	indexiert 1.1.2000=100 in CHF	annualisiert seit 1.1.2000 in %
2000	1,8	101.8	1,8
2001	–1,5	100.3	0,1
2002	–2,2	98.1	–0,6
2003	7,8	105.7	1,4
2004	4,9	110.9	2,1
2005	10,4	122.5	3,4
2006	4,1	127.5	3,5
2007	0,9	128.7	3,2
2008	–9,9	116.0	1,7
2009	11,7	129.6	2,6
2010	1,3	131.3	2,5

Quelle: http://www.pictet.com/de/home/lpp_indices/overview.html

Abbildung 8: **ERFORDERLICHE SOLLRENDITEN IN ABHÄNGIGKEIT DER VERSICHERTENSTRUKTUR**
in %

	PK «junge Struktur»			PK «mittlere Struktur»			PK «alte Struktur»		
Aktive Versicherten	*75*	3,5	2,6	*50*	3,5	1,8	*25*	3,5	0,9
Rentner	*25*	3,5	0,9	*50*	3,5	1,8	*75*	3,5	2,6
Sollrendite «Verzinsung»			**3,5**			**3,5**			**3,5**
Finanzierung Langlebigkeit			0,5			0,5			0,5
Verwaltungskosten			0,3			0,3			0,3
Sollrendite «Finanzierung»			**4,3**			**4,3**			**4,3**
Aufbau Wertschwankungsreserven			0,5			0,5			0,5
Sollrendite «Stabilisierung»			**4,8**			**4,8**			**4,8**

Aktienanteil sollen die tiefen Obligationenrenditen kompensiert und die Finanzierung der 2. Säule gesichert werden. Massnahmen auf der Leistungs- resp. Finanzierungsseite wie die Reduktion des Umwandlungssatzes und die Erhebung von Sanierungsbeiträgen seien deshalb nicht notwendig.

Dies ist ein möglicher Weg, der eingeschlagen werden kann. Allerdings gilt es zu beachten, dass es keine Garantie gibt, dass die erwarteten höheren Renditen auf riskanteren Anlagen auch tatsächlich eintreten werden. Gesetzlich garantierte Leistungen durch risikobehaftete Anlagestrategien zu finanzieren kann daher sehr heikel sein und zukünftige Generationen benachteiligen (ohne dass diese sich aktiv am Entscheidungsprozess beteiligen konnten). Es gibt auch Marktteilnehmer, welche davon ausgehen, dass wir in der Schweiz «japanische Verhältnisse» haben werden. Dies ist gleichbedeutend mit anhaltend tiefen nominellen Zinsen, begleitet von unterdurchschnittlichen Aktienrenditen. Wenn dieses Szenario wahrscheinlich wäre, dann müssten der BVG-Mindestzinssatz und die Umwandlungssätze möglichst tief angesetzt werden sowie höhere Beiträge eingefordert werden. Die Pensionskassen könnten dann einen grossen Teil ihrer Anlagen in schwankungsarme Obligationen investieren und die Stabilität der 2. Säule wäre gegeben. Allerdings wären dann auch die nominellen Leistungen der 2. Säule geringer resp. ein grösserer Teil der Leistungen müssten durch Beiträge anstelle von Vermögenserträgen finanziert werden.

Abbildung 9: **KALKULATION DER ERWARTETEN RENDITEN AUF PENSIONSKASSENVERMÖGEN**
in %

Kategorie	Vermögens-struktur	Erwartete Rendite
Obligationen	55,6	2,5
Aktien	28,2	6,5
Immobilien	11,5	4,5
Alternative Anlagen	4,7	4,5
Total	100,0	4,0

Wie die Zukunft an den Anlagemärkten aussieht wissen wir alle nicht. Fest steht aber, dass die Verfechter der Strategie «mit viel Aktien wird alles gut» sich dem Risiko aussetzen, dass wenn ihre Erwartungen nicht eintreffen und die Aktienmärkte unterdurchschnittliche Renditen abwerfen, die Pensionskassen früher oder später grosse finanzielle Probleme haben werden. Dann müssten zu einem späteren Zeitpunkt noch härtere Massnahmen ergriffen werden als heute schon notwendig wären. Die Verfechter des Szenarios «japanische Verhältnisse» haben hingegen die Chance, dass falls sie sich irren und die Aktienmärkte boomen, die Pensionskassen einen entsprechenden Spielraum für Leistungserhöhungen und/oder Beitragsreduktionen haben werden. Allerdings werden die Leistungen im positiven Fall tiefer bleiben als bei der «mit Aktien wird alles gut» Vorgehensweise, da der Aktienanteil kleiner ist.

Unabhängig davon welches Renditeszenario in Zukunft eintreffen wird, kann nicht oft genug erwähnt werden, dass jede versprochene Vorsorgeleistung vollumfänglich aus Beiträgen und Renditen finanziert werden muss. Die Pensionskassen haben die Wahl, entweder heute schon «höhere» Beiträge einzuplanen, dann benötigen sie eine entsprechend «tiefere» erwartete Rendite und haben ein «geringeres» Risiko, künftig zusätzliche Sanierungsbeiträge leisten zu müssen. Oder sie kalkulieren mit einer «hohen» erwarteten Rendite, kassieren «tiefere» laufende Beiträge und gehen bewusst ein «höheres» Risiko ein, künftig zusätzliche Sanierungsbeiträge einfordern zu müssen oder die versprochenen Leistungen nicht erbringen zu können. Jede Pensionskasse muss, gestützt auf ihre finanzielle Risikofähigkeit und die Bereitschaft ihrer Risikoträger allfällige Sanierungsbeiträge zu leisten, entscheiden, welche Anlagestrategie sie einschlagen will. Das Kapitaldeckungsverfahren hängt naturgemäss direkt von der Entwicklung der Anlagemärkte ab und da wir weder künftige Renditen noch die damit verbundenen Risiken exakt prognostizieren können, empfiehlt sich in jedem Fall eine auf die eigene Risikofähigkeit abgestützte und solid diversifizierte Anlagestrategie, welche kostenbewusst umgesetzt wird. ■