

PENSIONS-KASSEN-STURZ

Gehäuft sind sie wieder anzutreffen, die Bewertungen des Gesundheitszustands der Schweizer Vorsorgebranche. Das Startviertel des Jahres hat viele Investoren überrascht. Die Aktienmärkte tendierten «nur» seitwärts, und die Marktzinsen haben sich gar erneut zurückgebildet – obschon die Meldungen über den Konjunkturverlauf in wesentlichen Weltgegenden eine leichte wirtschaftliche Beschleunigung belegen.

Die Pensionskassen investieren kumuliert mehr als 700 Mrd. Fr. an den Finanzmärkten. Im ersten Jahresteil haben sie gemäss Auswertungen von Credit Suisse nur marginal umgeschichtet. Der Pensionskassenindex, der auf den von der Grossbank verwahrten Vermögenswerten einer Vielzahl von Vorsorgeeinrichtungen basiert (Global Custody), zeigt in der Durchschnittsbetrachtung eine Verminderung des Aktienanteils um 0,7 Prozentpunkte auf 30,7% des Gesamtvermögens. Zugelegt hat im Gegenzug der Vermögensanteil von Anleihen, und zwar von 33,1 auf 34,1%.

Wer früh im Jahr umgeschichtet hatte, profitierte von der Hausse des Marktwerts der Obligationen. Die Nachfrage hat die Anleihenpreise steigen lassen, was im Gegenzug geringere Marktrenditen provoziert hat. Alle im CS Pensionskassenindex gespiegelten Bestandteile der Vorsorgevermögen beteiligten sich von Januar bis März vorteilhaft an der Durchschnittsperformance von 1,77%.

Heikler Bewertungseffekt

Die auf die Anlageperformance konzentrierte Sicht schlägt sich auch in der traditionellen Deckungsgradschätzung von Swisscanto nieder. Der Kantonalbanken-Finanzdienstleister kalkuliert im neuesten Pensionskassen-Monitor mit einem branchenweit um 1 Prozentpunkt verbesserten Verhältnis. Die Vermögen privatrechtlicher Pensionskassen würden die bilanzierten Verpflichtungen zu durchschnittlich 111,8% decken. Dass nur etwa die Hälfte der beobachteten Anlageperformance in die Deckungsgradverbesserung geflossen ist, lässt sich damit begründen, dass die Kassen für die vorgegebene Verzinsung der Vorsorgekapitalien quartalsweise einen Betrag von knapp 1% der Vermögenssumme einsetzen müssen.

Zu einem konträren Urteil gelangt die Beratungsgesellschaft Towers Watson, die für ihren Swiss Pension Finance Watch die Investmentperformance wie auch die «Performance» der Verpflichtungen berücksichtigt. Die Pensionsverpflichtungen seien im ersten Quartal nach den IAS-Buchführungsrichtlinien wegen des Renditerückgangs stärker gestiegen als der Marktwert der Vermögen. Der für die Diskontierung der Verpflichtungen verwendete Zins sei auf Quartalsbasis 0,4 Prozentpunkte geschwunden. Deshalb habe sich der hypothetische Deckungsgrad um rund 3 Prozentpunkte verschlechtert, von 102,9% zu Jahresbeginn auf noch 99,9% Ende März.

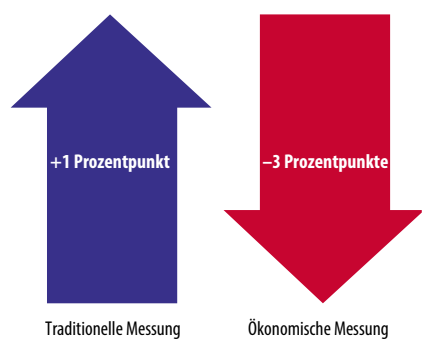
13% aller Kassen exponiert

Die eidg. Oeraufsichtskommission Berufliche Vorsorge kommt im Lagebericht 2013 zu einem gemischten Urteil. Die Vorsorgeeinrichtungen stünden finanziell gestärkt da. Sie blieben jedoch unter Druck, weil die Erfüllung der bilanzierten Verpflichtungen einen auf die Niedrigzinslage bezogen herausfordernd hohen Anlageertrag voraussetze.

Gemäss der Oeraufsichtskommission ist noch immer ein Achtel der Kassen – mit einem ebensolchen Anteil aller Vorsorgeversicherten – einem eher hohen wirtschaftlichen Risiko ausgesetzt. **TH**

Indikatoren divergieren

Deckungsgradveränderung der Vorsorgeeinrichtungen im 1. Quartal



Quelle: Swisscanto, Towers Watson / Grafik: FuW, phg



ILLUSTRATION: CLAUDIO KÖPPEL

Zögerliche Vorsorge-Kapitalisten

Die Hälfte des BVG-Geldschatzes steht ausserhalb der engen gesetzlichen Regeln. Der Freiraum wird aber wenig genutzt.

THOMAS HENGARTNER

Was vom Vorsorge-Gesetz BVG geregelt wird – etwa der ökonomisch längst nicht mehr korrekte minimale Rentenumwandlungssatz – wirkt nur auf etwa die Hälfte des Geldschatzes der obligatorischen beruflichen Vorsorge. Der überwiegende Teil des schweizweit 700 Mrd. Fr. grossen kollektiven Vermögens gilt als überobligatorisch. In diese Kategorie fällt alles in der zweiten Vorsorgesäule individuell gesparte Vermögen, das durch zusätzliche, die gesetzlichen Beitragssätze übersteigende Lohnabzüge entstanden ist sowie durch alle Beiträge auf Salärbestandteilen oberhalb rund 84 000 Fr. Jahreslohn.

Das Bundesamt für Statistik weist für 2012 ein BVG-Altersguthaben aller aktiven Pensionsversicherten von 149 Mrd. Fr. aus. Vollständig in diesem Minimalbereich stehen üblicherweise jüngere Arbeiter und Angestellte. Das übrige Vorsorgekapital der im Beschäftigungsprozess Stehenden, darunter besonders das der Mehrverdienenden, erreicht mit 193 Mrd. Fr. deutlich mehr Masse. Noch grösser ist mit 277 Mrd. Fr. das Vorsorgekapital der Rentenbeziehenden, das nicht in BVG- und überobligatorisches Guthaben aufgeteilt ist.

Rentensatz in der Praxis längst tiefer

Für Gelder ausserhalb des obligatorischen Teils der beruflichen Vorsorge steht den Pensionskassen und teils auch den Versicherten selbst ein weiter Gestaltungsraum offen. Dies betrifft den Umwandlungssatz, den jede Vorsorgeeinrichtung über ihr paritätisches Führungsgremium in Eigenregie festlegen darf. Und es kann mit entsprechender Ausgestaltung auch die eigenverantwortliche Vermögensanlage durch die Versicherten betreffen, zumindest für das Gesparte auf Lohnbestandteilen im Bereich der Kadersaläre.

Geschützt durch die politisch festgelegten Vorgaben zum Mindestzins und dem (zu hohen) Mindestumwandlungssatz sind primär Versicherte mit geringem bis mittlerem Lohn sowie solche, die einer auf minimale Sparprämien beruhenden Pensionskasse angeschlossen sind. Zu bezahlen für diesen Schutz haben

die im Arbeitsleben Stehenden, deren Pensionsguthaben ungleich weniger jährlicher Zins als den Rentenbeziehenden gutgeschrieben werden kann. Benachteiligt werden zudem Beschäftigte mit mittlerem bis höherem Gehalt, weil sie in geringerem Umfang vom beschriebenen «Rentenschutz» profitieren.

Die meisten Pensionskassen sprechen neue Renten längst zu einem weit niedrigeren Prozentsatz, als es der offizielle BVG-Mindestumwandlungssatz von aktuell 6,8% suggeriert. Im Schnitt werden Neurenten gemäss der Swisscanto-Pensionskassenumfrage 2013 zu weniger als 6,5% berechnet. Aus beispielsweise 500 000 Fr. Vorsorgevermögen entsteht zu diesem Umwandlungssatz eine Jahresrente von 32 500 Fr. Erlaubt und möglich ist das, falls in einer Schattenrechnung die Minimalrente (6,8% bezogen auf das im Einzelfall im Bereich des BVG-Obligatoriums aufgebaute Vermögen) übertroffen wird, wenn ein höheres Gesamtvermögen selbst zu einem reduzierten Satz in Rente umgewandelt wird.

Was kompliziert klingt, ist komplex. Wohl deshalb sind die Transfers oder Subventionen zwischen Versichertengruppen innerhalb einer Pensionskasse so wenig verstanden. Jörg Odermatt vom Vorsorgedienstleister PensExpert macht deshalb ein zunehmendes Interesse an einem Splitting betrieblicher Pensionskassen aus: «Gerade Kadermitarbeiter stören sich daran, dass sie stark zur Quersubvention gezwungen sind, und fordern transparentere Lösungen.»

Seit der zurückliegenden BVG-Reform sind Ergänzungspensionskassen – sogenannte 1e-Vorsorgelösungen – zugelassen; allerdings lediglich für das Vorsorge-sparen auf Lohnbestandteilen über 126 360 Fr. Jahres-salär. Die vom Gesetzgeber hoch angesetzte Lohnhürde verhindert leider, dass auch mittlere Einkommen eigenverantwortliche Vorsorgelösungen nutzen können, beispielsweise für Lohnanteile über der für das BVG-Obligatorium gesetzten Marke von 84 240 Fr. Jahreslohn.

Voraussetzung ist, dass die betriebsbezogene Pensionskasse eine separate Stiftung mit freier Anlagestrategiewahl gründet, in der die Lohnabzüge auf Salärteilen über 126 360 Fr. jährlich eingezahlt werden. Ergänzende Vorsorgevermögen kleineren Umfangs würden gemäss Odermatt am besten in vorsorgekonforme

Mischvermögen von Anlagestiftungen – einzig Pensionskassen offenstehende Anlagefonds – investiert. «Ab etwa einer halben Million Fr. ergänzendem Vermögen ist es sinnvoll, die Anlage über ein individuell gestaltetes Vermögensverwaltungsmandat umzusetzen, bei Bedarf auch durch Selektion von Einzeltiteln.»

Die Kaderpensionskasse könne ausserdem die Anlageklasse Hypothekendarlehen anbieten, die vom Versicherten anstelle der Obligationentranche eingesetzt werden kann. Zugelassen ist, dass sich das Versichertenkollektiv daraus Eigenhypotheken auf selbst genutztem Wohneigentum gewähren lässt. Dabei entsteht eine Diversifikation über eine Mehrzahl von Schuldnern, womit es zu einer gewissen Solidarität zwischen den Versicherten kommt, wie Odermatt ausführt. Nach seiner Beobachtung versuchen Personen, denen die Kaderpensionskasse die Anlagestrategiewahl offeriert, das Anleihsensegment zu vermeiden.

Selbst Kader investieren nicht mutiger

Als Nominalwerterersatz eigneten sich Sparkontoguthaben. «Gegenwärtig wird damit zwar auf Zinsertrag verzichtet, doch sollten die Marktzinsen dann mal steigen, kann das Sparguthaben lukrativ in Bankkassaobligationen oder Bundesanleihen umgeschichtet werden», meint der Vorsorgespezialist. Er beobachtet zudem, dass Versicherte in individuell gestalteten Verwaltungsmandaten Aktien von Unternehmen mit hohen Dividenden besonders gewichten. «Im Schnitt halten Versicherte, die für ihr ergänzendes Vorsorgevermögen über die freie Wahl der Anlagen verfügen, rund 35% dieser Summe in Dividendenpapieren.»

Damit investieren diese Personen nicht mutiger als die Pensionskassen als Branche, denn gemäss Auswertungen von Credit Suisse liegt der durchschnittliche Aktienanteil in den Portefeuilles der Vorsorgeeinrichtungen seit Jahren im Bereich von 28 bis 32%. Die freie Strategiewahl auf ergänzenden Vorsorgevermögen hat zwar ebenfalls Grenzen zu befolgen (Aktien maximal 50%, Immobilien höchstens 30% des Vermögens), bietet jedoch immerhin die Vorteile der Transparenz und des Umstands, überhaupt eine Wahl zu haben.

«Aus guten Gründen auf Aktien verzichtet»

Patrick Gügi, Pensionskasse Fisch Asset Management, hält wenig von traditionellen Anlageklassen.



BILD: ZVG

Die Pensionskasse des Finanzdienstleisters Fisch Asset Management hält wenig von traditionellen Anlageklassen – ein unkonventionelles Investmentvorgehen. Anlageausschussmitglied Patrick Gügi erwartet sich davon dennoch langfristig bestechende risiko-/renditeoptimierte Leistungen.

Herr Gügi, welches Rezept befolgt die Pensionskasse Ihres Unternehmens?

Wir setzen schon seit Gründung unserer eigenständigen Pensionskasse auf eine ausgewogene Mischung dreier unabhängiger Renditequellen: auf Investments – die bei Marktstress negativ korrelierende Risikoprämien aufweisen, auch Beta genannt –, auf voneinander unabhängige Alphaquellen und auf Trendstrategien, die in Baissephasen des Aktienmarkts einen positiven Beitrag beisteuern.

Wie konkret hat sich die Vorsorgeeinrichtung positioniert?

Der Deckungsgrad liegt auf 108%, und das Invaliditäts-/Todesfallrisiko ist rückversichert. Das Vermögen erreicht 23 Mio. Fr. und ist per Ende März aufgeteilt zu 38% in Wandelanleihen, zu 17% in Anleihen gering benoteter Emittenten bzw. High Yield, zu 12% in Bundesanleihen, weiteren 12% in Managed Futures Hedge Funds und zu 8% in Anleihen hoch benoteter Emittenten. Liquide Geldmarktanlagen machen 12% der Anlagesumme aus, und Aktien schliesslich lediglich 1%. Den Ansatz kann jede andere Kasse auch anwenden.

Worauf gründet die Gewichtung der berücksichtigten Anlageklassen?

Wir verzichten auf Segmente, die langfristig mit ungenügender Rendite entschädigen, etwa Fremdwährungen, Rohstoffe und auch Aktien. Die beiden erstgenannten Kategorien überraschen die meisten Investoren wahrscheinlich wenig. Strategisch auf Aktien zu verzichten, ist wohl weniger üblich.

Wie begründen Sie den Verzicht auf Dividendenpapiere?

Wir halten uns an wesentliche finanzwissenschaftliche Werke, die auf historisch geringe Renditen weisen – bspw. «Triumph of the Optimists» von Dimson/Marsh/Staunton aus dem Jahr 2002 – und auf die langfristig hohe Volatilität von Aktien, wie von Pastor/Stambaugh 2011 im Buch «Are Stocks Really Less Volatile in the Long Run?» dargelegt. Wandelanleihenindizes hingegen weisen über die letzten zwanzig Jahre mit einer ähnlichen Rendite ein viel geringeres Risiko als Aktien auf.

Wie halten Sie das Risiko- bzw. Deckungsgradmanagement effizient?

Zuerst wird auf die gewünschten Risikoprämien bzw. Ertragsquellen aufgeteilt, dann gilt es diese möglichst günstig ins Portfolio zu packen. Wandelanleihen sind zwar komplex, aber die innewohnende Kombination der Ertrags-/Risikoprämien Aktien, Schuldnerbonität,

Zinsmarkt, Liquidität, Inflationsschutz und Asymmetrie über langlaufende Optionen erlaubt es, sie mit einem Paketabschluss zu erwerben.

Wie verhindern Sie, dass Aufwendungen und Gebühren die Anlageperformance zu sehr belasten?

Die strategische Vermögensaufteilung muss so aufgestellt sein, dass das Verhalten der Investments in Phasen von Marktstress berücksichtigt ist. In unserem Fall halten die eingebauten Stabilisatoren die besonders in heiklen Marktphasen hochschliessenden Transaktionskosten – die Handelsspanne bzw. der Bid-Ask Spread – auf niedrigem Niveau.

INTERVIEW: TH