

Man schreibt uns

Vorsorge oder Hokuspokus an den Finanzmärkten?

FuW Nr. 17 vom 2. März

Von Martin Janssen
und Adrian Schmid

Das System der beruflichen Vorsorge ist sehr kompliziert geworden. Offenbar ist die Komplexität so gross, dass selbst ausgewiesene Experten an den grundlegenden Realitäten vorbeisehen. In der «Finanz und Wirtschaft» vom 2. März haben Urs Bracher und Jürg Walter von der Kammer der Pensionskassen-Experten Meinungen geäussert, die vor allem aus Sicht der Wahrnehmung von Verantwortung durch Stiftungsräte nach einem Kommentar rufen.

Verpflichtung zur Sicherheit

Vorsorgeeinrichtungen, so hält es das Gesetz fest, müssen jederzeit Sicherheit dafür bieten, dass sie die übernommenen Verpflichtungen erfüllen können. Sie haben daher auch für die Anlage des Vermögens in erster Linie darauf zu achten, dass die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke gewährleistet ist. Einem Stiftungsrat, der diese tragenden Grundsätze der Vorsorge missachtet, drohen – sofern daraus ein Schaden entsteht – Verantwortlichkeitsklagen. Es stellt sich daher die Frage, wie der Stiftungsrat mit diesen Vorgaben umgehen muss und welche Verpflichtungen er in seiner Kasse zu erfüllen hat.

Im Vordergrund steht das Erreichen der Renditen, wie sie durch den Vorsorgeplan vorgegeben sind. Für Rentner in allen Kassen, aber auch für aktive Versicherte in Leistungsprimatkassen ist der technische Zins mit dem Vorsorgevermögen zu erwirtschaften. Zudem sind weitere Kosten aus dem Ertrag zu decken. In einer durchschnittlichen Pensionskasse mit 100% Deckungsgrad braucht es dafür 5% oder mehr Rendite auf dem Vorsorgevermögen.

Wie kann der Stiftungsrat diese Rendite erreichen? Die Vergangenheit scheint den Weg zu weisen: Ein BVG-Portfolio mit einem Aktienanteil von 25% hat im langjährigen Schnitt gemäss dem Pictet-BVG-Index eine Rendite von 6,3% erbracht.

Betrachtet man die Situation verselbständigter und ausfinanzierter öffentlich-rechtlicher Kassen (Post, SBB, Berner Lehrkasse etc.), so stand dieser Weg mindestens in den vergangenen fünf Jahren nicht immer allen Marktteilnehmern offen. Der Grund ist offensichtlich: Ein Portfolio mit dieser Zielrendite ist mit beträchtlichen Risiken verbunden, die man auch nach zwei glimpflich bis gut verlaufenen Anlagejahren nicht wegdiskutieren kann: Die negative Seite dieser Risiken hat sich in den Jahren 2000 bis 2002 materialisiert.

Dort, wo solche Risiken ohne entsprechendes Risikopolster eingegangen wurden, können Forderungen nach der Durchsetzung von Verantwortlichkeitsansprüchen nicht ausgeschlossen werden. Vielleicht waren die leitenden Organe irregeleitet durch den ausgewiesenen Deckungsgrad von 100%, also durch eine gemäss Interpretation der Aufsichtsbehörden ausreichende Deckung. Doch ein solcher Deckungsgrad bedeutet vor allem, dass keine Schwankungsreserven vorhanden sind, um Anlagerisiken aufzufangen. Entsprechend dürften gemäss gesetzlicher Vorschriften auch keine Anlagerisiken eingegangen werden. Wer es dennoch tut, muss daraus entstehende Löcher möglicherweise aus der eigenen Tasche mitbezahlen.

Die lange Frist wird es richten, mag man einwenden. Sicherlich relativiert sich das Risiko von Sachwertanlagen über eine längere Zeit. Dass diese Frist für manchen Stiftungsrat aber auch allzu lange werden kann, belegt das Beispiel des japanischen

Aktienmarktes eindrücklich: Dieser hat seit 1990 im Durchschnitt weniger als minus 5% (!) rentiert.

Es ergibt wenig Sinn, Renditen aus der Vergangenheit – ungeachtet der Zinssituation – in die Zukunft zu übertragen. Heute können für eine Duration von zehn Jahren nur noch 2% risikolos erzielt werden. Sollen im Durchschnitt die eingangs genannten 5% p. a. erreicht werden, ist ein Aktienanteil von über 50% notwendig. Da kann kaum von einem «mässig optimistischen Szenario» gesprochen werden, wie es Urs Bracher formuliert. Überdies bräuchte es dazu unter sinnvollen Annahmen eine Schwankungsreserve in der Grössenordnung von 25% des Vorsorgevermögens, eine Ausstattung also, von der die meisten PK heute nur träumen können.

Rezeptvorschläge

Für den naiven Anleger liegt die Lösung auf der Hand: «Buy low, sell high!» Dank intensiver Umschichtung kann so ein Ertrag von 5% erreicht werden. Auf solchen Hokuspokus, man kann es leider nicht anders nennen, zu bauen, mag für den Stiftungsrat verlockend sein. Aus unserer Sicht ist es aber verantwortungslos, die Stiftungsräte glauben zu machen, man könne in einem «negativ laufenden Markt (den) Wertverlust (stoppen), bevor eine Minusperformance entsteht» oder die Kasse durch eine intensive Umschichtung vor Wertverlusten schützen.

Es gibt genügend statistische Evidenz, dass auch die Banken das nicht können. Und könnten sie es, würden sie den Gewinn kaum an Fremde verschenken. In der Realität haben viele Banken den Pensionskassen seit fünf oder mehr Jahren geraten, auf steigende Zinsen zu setzen. Das

hat die Pensionskassen jedes Jahr Hunderte von Millionen, wenn nicht Milliarden an entgangenen Vermögenserträgen gekostet. Auch mit den vorgeschlagenen Total-return-Strategien kann risikokorrigiert nicht systematisch eine höhere Rendite erzielt werden als mit anderen. Im vergangenen Jahr haben viele Anhänger dieser Strategien ungläubig zur Kenntnis nehmen müssen, dass selbst in einem einigermassen guten Anlagejahr teilweise negative Erträge eingefahren werden mussten.

Die Finanzmärkte sind ein transparenter Anbieter finanzieller Garantien. Sollen zukünftige Leistungen an Rentner repliziert werden, können sichere Anleihen mit einer den Verpflichtungen entsprechenden Laufzeit gekauft werden. Obwohl sich deren Wert mit Verschiebungen in den Zinsen verändert, wohnt ihnen aus Sicht eines Asset-/Liability-Management kein Zinsrisiko inne: Korrekt finanzierte Verpflichtungen ändern sich nämlich im gleichen Ausmass wie die Anleihen. Das von Urs Bracher beklagte «Schwankungsrisiko» der Obligationen ist vielmehr Ausdruck eines nicht durchdachten PK-Bilanzierungskonzepts. Das heisst nicht, dass sich jede Pensionskasse am risikolosen Zins ausrichten muss. Wird aber ein höherer technischer Zins als der risikolose unterstellt, muss zwingend ein Anlagerisiko eingegangen werden. Die leitenden Organe tun gut daran, zu prüfen, wer das im schlechten Fall tragen soll.

Stehen keine Schwankungsreserven zur Verfügung, lässt das Gesetz heute nur die aktiven Versicherten und das Unternehmen als Risikoträger zu. Es ist nicht auszuschliessen, dass sich diese Anspruchsgruppen auch in der Schweiz bald der damit verbundenen Enteignung bewusst werden und entsprechend darauf reagieren werden.

Nach bisheriger Auffassung war die Beurteilung des Vorsorgeplanes und die Festsetzung des technischen Zinses eine der zentralen Aufgaben der PK-Experten. Auch die Grundsätze der Kammer der Pensionskassen-Experten aus dem Jahr 2000 halten diese Verantwortlichkeit fest. Dass die zunehmend schwerer wiegt, belegt das FuW-Interview mit Urs Bracher und Jürg Walter eindrücklich: Sie reichen die heisse Kartoffel der Wahl des technischen Zinses scheinbar elegant an die Stiftungsräte weiter.

Frage der Verantwortlichkeit

Die leitenden Organe sowie Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertreter verfügen oft nicht über umfassende Kenntnis der Vorsorgetechnik, der Versicherungsmathematik, der Finanzmarktökonomie und der Kapitalmärkte. Deshalb konnten sie vom Gesetzgeber und anderen Verfassern von Vorsorgeplänen mit der Quadratur des Vorsorge- und Anlage-Kreises beauftragt werden. Gelingt es ihnen nicht, hohe Renditen ohne nennenswerte Risiken zu erzielen, drohen Verantwortlichkeitsklagen. Es wird Zeit, dass sich die Kassenorgane dieser ungemütlichen Realität bewusst werden und die Berater in die Pflicht nehmen.

Die berufliche Vorsorge kann sich nur dann weiterentwickeln, wenn offen und transparent über die Risiken der kapitalgedeckten Vorsorge debattiert wird und wenn jene, die die Risiken der Kapitalmärkte tragen müssen, auch über die Risikokomente entscheiden können.

Martin Janssen ist nebenamtlicher Professor am Swiss Banking Institute der Uni Zürich. Adrian Schmid arbeitet für die Noventus Pension Partner der Ecofin-Gruppe.