

90% des Vermögens in Aktien und Immobilien

Für die Aufsicht sollte der Anlagehorizont der Pensionskassen die Steuerungsgrösse sein, nicht der volatile jährliche Deckungsgrad.

Christoph Zenger

Kaufkraftbereinigt sind Pensionskassenrenten nie sicher gewesen. Jetzt müssen wir sogar feststellen, dass sie es auch nominal nicht mehr sind. Sie hängen in hohem Mass vom weltwirtschaftlichen Wohlergehen, vom Zinsniveau und von der Inflationsentwicklung ab. Sollte die Teuerungsrate deutlich steigen, würden die Pensionskassen dies wohl kaum ausgleichen können.

Solange der sogenannte sichere Zins unter dem technischen Zins bzw. dem Bilanzzins der Pensionskassen liegt, gibt es auch nominell keine sicheren Renten. Das vielgepriesene Asset-Liability-Management funktioniert bei negativen Zinsen nicht. Wenn eine Verpflichtung von 100 000 Fr. in zwanzig Jahren mit einer Obligation entsprechender Laufzeit gesichert werden soll, dann würde bei einem Zinsniveau von -5% das Kapital in zwanzig Jahren einfach weg sein. Da fragt sich, ob es einem Vermögensverwalter oder einer Bank erlaubt ist, einer Pensionskasse Anleihen mit negativer Rendite ins Portefeuille zu legen und so wissentlich Kapital zu vernichten.

Die Aufsichtsbehörden müssten vielmehr dafür sorgen, dass die Kasseninvestments in Richtung des Optimums geführt werden. Der Regulator wird mitverantwortlich, wenn mit einer jährlichen Deckungsgradmessung der an sich langfristige Zeithorizont der Vorsorgeeinrichtungen verkürzt wird und sie von zwar volatilen, aber renditeträchtigen Anlagen abgehalten werden.

Die Volatilität bzw. die Wertschwankung des Portfolios - und daher auch der äusserst volatilitätssensitive Deckungsgrad - ist ein ungeeignetes Risikomass. Die Hauptgefahr der Pensionskassen liegt nicht in der Schwankung des Werts guter Vermögensanlagen, sondern in einer für die Rentenfinanzierung mangelhaften Rendite. Diesen Teil des Risikos gilt es zu optimieren, nicht die kurzfristige Volatilität der Anlagen. Wenn schon, müsste auf die langfristige Volatilität der Aktien geachtet werden. Diese gleicht sich derjenigen von Obligationen an - wenn sie überhaupt noch grösser ist; die Rendite ist es empirisch betrachtet schon.

Unser Vorsorgesystem funktioniert beim heutigen Zinsniveau nicht zuverlässig. Mit Renditen im negativen Bereich werden die Renten nicht gesichert, sondern gefährdet. Der Regulator und die Pensionskassenberater müssten folglich fördern, dass zumindest Kassen, deren Versichertenbestand wächst, den Anteil der Sachwerte Aktien und Immobilien auf über 90% der Gesamtinvestments hochfahren. Bei der aktuellen Dividendenrendite schweizerischer Aktien von etwa 3,4% und der immer noch auf fast 3% liegenden Immobilien-Nettorendite könnte so auch mittelfristig eine Kapitalverzinsung von 3% realisiert werden - ohne dass dazu Kursgewinne nötig wären.

Dies setzt allerdings regulatorisch fundamentale Änderungen voraus. Der Deckungsgrad als Risikosteuerungsgrösse müsste beispielsweise durch den Anlagehorizont einer Kasse ersetzt werden. Liegt dieser bei fünfzehn Jahren oder mehr, könnte das Portefeuille getrost vornehmlich in Sachwerte investiert sein. Dann könnte sich der technische Zins, mit dem eine Kasse den Bilanzwert der Verpflichtungen bestimmt, an der Dividendenrendite orientieren.

Damit keine Pensionskasse Notverkäufe durchführen müsste, ist eine Systemänderung für Personalausstritte denkbar. Bei einem Stellenwechsel würden das Pensionsguthaben und die daraus abgeleiteten Rechte einfach in der Kasse des bisherigen Arbeitgebers bleiben. Vor- und Kapitalbezüge sollten nur bei einem Deckungsgrad über 100% zulässig sein. Die Haftung der Stiftungsräte müsste auf Missstände bei der Diversifikation der Anlagerisiken oder bei der Auswahl mandatierter Vermögensberater beschränkt sein.

Christoph Zenger ist in der Geschäftsleitung des Vermögensverwalters Covasys.