

Anlagetaktik verbessern

Ambition für stetigere Rendite

Wenn es nach den Regeln des international gebräuchlichen Buchhaltungsstandards IFRS geht, bilanzieren die Schweizer Pensionskassen die Rentengarantien zu unvorsichtig. Der Barwert der künftig zu leistenden Verpflichtungen nimmt zu, je kleiner der dazu angewendete Diskontsatz ausfällt. IFRS schreibt hierzu Marktzinsen von Unternehmensanleihen vor (je nach Laufzeit 1,5 bis 2,5%), die Pensionskassen diskontieren zu etwa 3,5%.

In der IFRS-Sichtweise resultiert somit ein weit schlechterer Deckungsgrad der Vorsorgeeinrichtungen. Dieser Umstand wird sich im laufenden Jahr in den Abschlüssen weiterer Grossunternehmen nachteilig bemerkbar machen. Obwohl die Pensionskasse schweizerischer Prägung vom Unternehmen getrennt und autonom ist, muss ein Deckungsmanko vom arbeitgebenden Unternehmen bilanziert werden. Der Grund liegt in der gesetzlich gegebenen Mitverpflichtung zu einer allfälligen Kassensanierung.

Anlagestruktur zu statisch

Die Pensionskassen haben somit alles Interesse, leistungsfähiger zu werden. Das muss sich auch in einer optimierten Investmenttätigkeit äussern. Kritisiert werden ja nicht nur Verfehlungen Einzelner (wie in der Zürcher BVK), sondern ebenso sehr die Gebührenbelastung und die Anlageperformance. Entscheidungsgewalt in den Vorsorgeeinrichtungen haben nach den Regeln des Vorsorgegesetzes (BVG) Vertreter der Beschäftigten und des arbeitgebenden Unternehmens, von denen indes keiner Anlage- oder Versicherungsfachmann sein muss. Die komplexe Thematik fordert die Laiengremien.

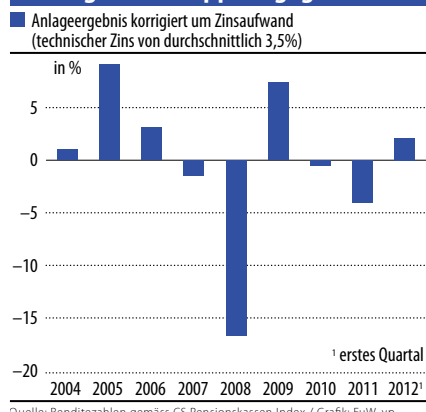
Die Kassen verfolgen in Summe eine eher statische Vermögensaufteilung. Auf Festverzinsliche entfallen etwa 40% des Vermögens, auf Aktien um die 30% und auf vermietete Immobilien rund 20%. Das Börsenauf und -ab wird dabei in der Regel «erduldet». Wird von der so erreichten Anlageperformance jährlich der Zinsaufwand von gemittelt 3,5% (technischer Zins) abgezogen, zeigt sich über die zurückliegenden neun Jahre ein höchst unetertes Bild (vgl. Grafik). In Summe ist der Ertragsbedarf knapp gedeckt worden.

Dynamisch umschichten

Wenig verbreitet sind bislang Techniken, das Wertschwankungsrisiko der Vermögensanlagen zu steuern und zu begrenzen. Dynamisches Investieren, das am Finanzmarkt ablesbare Veränderungen der Risikoprämien als Anlass für häufige und massive taktische Umschichtungen zwischen den Anlageklassen nimmt, ist noch kaum bekannt. Die Einführung von Solvenztests, wie sie in der Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen gebräuchlich geworden sind, würde eine diesbezügliche Professionalisierung der Pensionsbranche wohl fördern.

Ambition der Vorsorgeträger muss sein, einen gewissen Schutz vor Marktwerteinbussen zu gewinnen, ohne die Anlagechancen gänzlich preiszugeben. Gleichzeitig ist der Optimierung der Vermögensverwaltungskosten noch mehr Beachtung zu schenken. Effektiv sind beispielsweise verbesserte Modelle der Performanceaufteilung zwischen Investor und mandatiertes Unternehmen (vgl. nebenstehenden Artikel). Den Anlageprozess ergiebiger zu gestalten, ist die wohl beste Massnahme, um die unausweichliche Senkung des Rentenumwandlungssatzes zugunsten aller Versicherter abzufedern. **TH**

Netto gerade knapp ausgeglichen



Pensionsbranche wird misstraut

Intransparenz über Höhe der Garantien – Generationentransfers unbewusst – Grundsatzdebatte um Renten neu lanciert

THOMAS HENGARTNER

Der Zwist um Anpassungen am System der beruflichen Vorsorge ist nicht zuletzt deshalb so heftig, weil das intransparente und komplexe Gebilde von den wenigsten durchschaut wird. In den betrieblich organisierten Pensionskassen und unabhängigen Sammelstiftungen, auf die drei Viertel des schweizerweitigen Vorsorgekapitalstocks von 785 Mrd. Fr. entfällt, haben die Beschäftigten zusammen mit dem arbeitgebenden Unternehmen das Kapital und den Ertrag für alle zu garantieren – für sich selbst wie auch für die Rentner.

Wenn als Folge der Niedrigzinsen der jährliche Vermögensertrag schwindet, wird zulasten der spendenden Beschäftigten ein noch grösserer Teil des Ergebnisses für die Rentenverzinsung verwendet werden müssen. Viele sind sich dieses Generationentransfers nicht bewusst. Sind Kassen wegen ungenügender Finanzlage zu sanieren, haben wiederum allein Arbeitnehmende und Arbeitgeber zusammen dafür aufzukommen.

Anders ist die Sachlage für die meist kleinen Unternehmen und ihre Beschäftigten, die über eine Vollversicherungslösung alle Risiken der beruflichen Vorsorge einer Versicherungsgesellschaft übertragen haben. Für den Schutz dieser Spargelder, die gemäss letzter Auswertung des Bundesamts für Sozialversicherungen 124 Mrd. Fr. betragen (Jahr 2009), haben vollständig die Versicherer aufzukommen.

Wettbewerb spielen lassen

Den Assekuranzunternehmen ermöglichen die geltenden Regeln der Gewinnaufteilung (Legal Quote), auf dem Risikokapital rund 10% Rendite zu erzielen. Wem dies nicht passt, kann den Wettbewerb spielen lassen. Kleinunternehmen und ihre Beschäftigten bestimmen gemeinsam über die Ausprägung der beruflichen Vorsorge. Als Alternative bieten sich unabhängige Sammelstiftungen und Brancheneinrichtungen an.

Mit der Auslegeordnung zur zweiten Säule, die von der Bundesverwaltung in den zurückliegenden Monaten zur Vernehmlassung ausgeschrieben war, ist die Grundsatzdebatte um den Rentenumwandlungssatz erneut lanciert. Der Pensionskassenverband Asip steht für die Senkung der Formel ein, mit der aus dem individuellen Sparguthaben die Rente ge-

bildet wird (Beispiel: 500 000 Fr. Kapital multipliziert zu 6,8% Umwandlungssatz ergibt Jahresrente von 34 000 Fr. bzw. Monatsrente von 2833 Fr.). Selbst die Arbeitnehmerorganisation Travail Suisse äussert Verständnis für eine Anpassung der gesetzlichen Vorgabe, fordert jedoch an anderer Stelle Systemverbesserungen.

Über das Senkungsausmass wird wohl noch intensiv gestritten. Zur Konfusion trägt bei, dass viele Pensionskassen frisch Pensionierten Renten zu einem Umwandlungssatz zwischen 6 und 6,4% berechnen, während doch die vor zwei Jahren durchgeführte Volksabstimmung ein Unterschreiten von 6,8% verboten hat. Möglich und zulässig ist das Vorgehen für umhüllende bzw. überobligatorisch finanzierte Kassen. Sie ziehen auf Arbeitgeber- wie Arbeitnehmerseite höhere lohnabhängige Beiträge ein, als das BVG vorschreibt, und verfügen deswegen über grösseren finanziellen Spielraum.

Kreativität gegen Missstand

Weil in die Rentenberechnung nicht nur das individuell gesparte Vermögen, sondern auch Renditeerwartungen einfließen, kann ökonomisch gar kein fixer Umwandlungssatz bestimmt werden. Deshalb wird rückblickend betrachtet jeder wie auch immer gesetzte Prozentsatz entweder zu hoch oder zu tief gewesen sein. Dem Missstand, dass die im Arbeitsleben Stehenden alle Garantien zu tragen haben, kann jedoch mit Kreativität begegnet werden, etwa damit, einen Teil der Renten nur performanceabhängig zu zahlen.

Um das Bild des Vorsorgemarkts abzurufen, sei noch auf zwei Kapitalstocks von je rund 32 Mrd. Fr. verwiesen. Sie betreffen zwischengeparkte Gelder nach Beschäftigungsunterbruch (Freizügigkeitsguthaben, FZG) sowie den Bezug gesparter Vorsorgegelder für den Haus- oder Wohnungskauf (Wohneigentumsfinanzierung, WEF). Letzteres schürt die Befürchtung von Immobilienspekulation. Sachlich betrachtet ist der Wohneigentumsvorbezug indes ein ganz direktes, langfristige Wertsicherung versprechendes Investment von Vorsorgegeld.

Verständlich ist, dass jeder das Alter möglichst gut finanziell gesichert sehen will. Wer dabei aber nur an die nächstens in Pension gehenden Jahrgänge denkt, lädt einfach den nachwachsenden Generationen zusätzliche Last auf. Ein Ausgleich der Interessen ist angebracht.

Vermögensverwalter auch mal zur Kasse bitten

Performance-«Beteiligung» für positive wie negative Abweichung durchsetzen – Nach Minderleistung erhält Investor Entschädigung

UELI METTLER UND BENITA VON LINDEINER

Enttäuschende Renditen aus aktiver, selektierender Vermögensverwaltung haben viele Investoren von diesem Managementstil abgebracht. Passive Anlagemandate sind deutlich günstiger als aktive Investmentbetreuung. Die umfassend ausgelegte Erhebung zu den Gebühren der 2. Säule legt offen, dass aktive Vermögensverwaltung das Doppelte bis Dreifache an Gebühren verursacht (vgl. Tabelle).

Zu beachten ist zudem, dass die Mehrheit der aktiv Verwaltenden die Zielrendite (Benchmark) nicht erreicht, wie die aufdatierten Outperformance Indizes von ifund Services per März erneut zeigen. Selbst spezialisierte Fondsberater tun sich äusserst schwer, die (wenigen) guten Vermögensverwalter zu identifizieren, wie etwa die 2008 im «Journal of Finance» publizierte Studie von Gojal/Wahal belegt.

0,5% unter Index reicht

Auch die indexierte Vermögensanlage hat jedoch Tücken. Verwiesen sei hier nur auf den Indexierungsgrundsatz traditioneller Obligationenindizes, die Emittenten mit steigender Verschuldung ein höheres Gewicht im Portfolio zuweisen.

So gesehen hat aktives Vermögensmanagement seinen Platz. Allerdings sollte vermieden werden, dass bei unterdurch-

schnittlicher Anlageperformance die aufwandbedingt höheren Gebühren dennoch voll vom Investor zu tragen sind. Die Lösung findet sich in der symmetrischen Gestaltung von Performancebeteiligung.

Korrekt bestimmt werden muss dazu die Performanceschwelle, bei der Mehrwert aus aktiver Vermögensbetreuung beginnt und die folglich als Ausgangspunkt zur Berechnung der Performancebeteiligung dient. Die Performanceschwelle entspricht der Rendite, die ein indexierender Vermögensverwalter im betrachteten Anlagensegment erreichen würde.

Zu berücksichtigen sind dazu die Vermögensverwaltungsgebühr (Total Expense Ratio, TER), die anfallenden Transaktionskosten (Courtagen, Geld-Brief-Spannen) sowie gewisse steuerliche Belastungen (ausländische Quellensteuern auf Dividendenerträgen; in gewissen Ländern Stempelsteuern). Aggregiert beläuft sich die Gesamtlast der indexierten Bewirtschaftung eines Teilvermögens Aktien Welt für institutionelle Anleger auf jährlich rund 0,5% des Vermögens. Um diese Kosten ist die Performanceschwelle aktiver Investmentumsetzungen zu senken.

Gebührentarife gemäss Studie «Vermögensverwaltungskosten in der 2. Säule»

Gebühr in % des Vermögens	Aktive Mandate		Passive Verwaltung	
	20 Mio. Fr.	100 Mio. Fr.	20 Mio. Fr.	100 Mio. Fr.
Gemischtmandat	0,37	0,28	0,19	0,10
Aktien Welt (kollektiv)	0,71	0,62	0,30	0,21
Obligationen Welt (kollektiv)	0,41	0,30	0,22	0,15

Quelle: SwissFee Kostendatenbank der c-alp AG

Ausgestaltung der beruflichen Vorsorge



Berufliche Vorsorge nicht strapazieren: die Jüngeren garantieren die Renten der Älteren.

Selbstoffenbarung liefert die wohl relevanteste Information für die Beurteilung der Qualität der Vermögensverwalter.

Die heute in der Praxis anzutreffenden Performancebeteiligungen sind fast ausnahmslos einseitig ausgestaltet. Der Anbieter erhält in gewissen Konstellationen Geld, muss aber dem Investor nach einem Misserfolg nichts bezahlen.

Gratis-Option vermeiden

In der Finanzwelt bezeichnet man solche Vereinbarungen als Optionen. Seit den Arbeiten von Black/Scholes steht zwar das Handwerkszeug zur Verfügung, um Optionen hinreichend genau zu bewerten. Aber obwohl es hier um grosse Geldbeträge geht, macht sich bisher leider kaum ein Investor die Mühe, den Wert dieser «verschenken» Option zu ermitteln.

Die USA haben übrigens bereits 1971 ein Gesetz verabschiedet, das asymmetrische Performancevergütungen für Publikumsfonds untersagt. Wenn Pensionskassen auf eine Ausschreibung gemäss dargelegtem Konzept keine Angebote erhalten, darf sich die Gilde der aktiven Vermögensverwalter nicht mehr beklagen, die Investoren würden sich leichtfertig für eine indexierte Anlagelösung entscheiden.

Ueli Mettler ist Partner und Benita von Lindeiner ist Consultant der Beratungsgesellschaft C-Alm in St. Gallen