

Einige grundsätzliche Gedanken zu Schweizer Pensionskassen

1. Einleitung

Schweizer Pensionskassen verfolgten mit durchschnittlich weniger als 10% Aktien eine falsche Anlagepolitik. Überhaupt sei deren Anlagetätigkeit meist unprofessionell, was sich beispielsweise am mangelhaften Einsatz derivativer Instrumente ablesen lasse. Diese und ähnliche Vorwürfe an die Adresse der schweizerischen Pensionskassen sind oft zu hören. Dabei zeugen gerade solche undifferenzierten Aussagen von Unkenntnis. Dass der im Vergleich zu angelsächsischen Pensionskassen deutlich kleinere Aktienanteil möglicherweise weniger eine Frage der fachlichen Kompetenz der Anlageverantwortlichen, sondern wohl eher auf die gesetzlichen Rahmenbedingungen zurückzuführen ist, wird kaum beachtet.

Tatsache ist, dass eine Pensionskasse ein überaus komplexes Gebilde ist. Die Folge ist der Einsatz von verschiedenen Fachspezialisten, die oft wenig untereinander kommunizieren. So fehlt meist die Verbindung zwischen Aktuar und Anlagespezialist. Die rechtlichen Rahmenbedingungen, welche

in den einzelnen Ländern verschieden sind, erschweren den Überblick noch zusätzlich. Während in den Vereinigten Staaten bereits seit einigen Jahren und vor allem wieder seit Inkrafttreten der Weisungen von FASB 87 und OBRA 87 im Jahre 1987 die optimale Anlagepolitik von Pensionskassen intensiv diskutiert wird [1], befindet sich eine entsprechende Auseinandersetzung für die Vorsorgeeinrichtung nach Schweizer Recht erst in den Anfängen.

Ohne den Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben, sollen im vorliegenden Artikel einige grundsätzliche Gedanken zu den Schweizer Pensionskassen und ihrem Anlageverhalten aufgenommen werden. Dabei stehen weniger juristische Details im Vordergrund. Es geht vielmehr um das Aufdecken von ökonomischen Zusammenhängen und Anreizstrukturen unter der heutigen Praxis.

Während im nächsten Abschnitt das Wesen einer Pensionskasse und vor allem die zwei möglichen Modelle, das Leistungs- und das Beitragsprimat, vorgestellt werden, geht der Artikel im nachfolgenden dritten Abschnitt auf die gesetzlichen und statutarischen Rahmenbedingungen in der Schweiz ein. Es wird gezeigt, dass diese Rahmenbedingungen ökonomische Anreizstrukturen schaffen, welche insbesondere Leistungsprimatkassen zu einer vermutlich wenig optimalen Anlagepolitik motivieren. In dieser Beziehung ist auch die im vierten Abschnitt behandelte Frage der Bewertung von Aktiven und Passiven in der relevanten versicherungs-

* Der Autor dankt Armin Braun (Versicherungskasse der Stadt Zürich), Olivier Deprez (Zürich), Martin Janssen (Ecofin Zürich), Peter Lehner (Kraemer, Schwab & Co. AG Zürich), Hansruedi Mosberger (The Wyatt Comp. Genf), Ernst Rätzer (BSV Bern) und Heinz Zimmermann (Hochschule St. Gallen) für die wertvollen Kommentare.

technischen Bilanz von Bedeutung. Als Spezialfall werden im fünften Abschnitt die öffentlichrechtlichen Leistungsprimatkassen analysiert, gelten doch für diese Vorsorgeeinrichtungen andere gesetzliche Vorschriften. Anschliessend wird auf das weniger komplexe Modell des Beitragsprimats eingegangen, welches in der schweizerischen Praxis in den meisten Fällen ebenfalls suboptimal konzipiert sein dürfte. Inwiefern sich die im Artikel aufgedeckten Interessensgegensätze auf die Organisation schweizerischer Pensionskassen auswirkt, ist das Thema des siebten Abschnittes, während der abschliessende achte Abschnitt die wichtigsten Erkenntnisse kurz zusammenfasst.

2. Funktionsweise einer Pensionskasse

Das Ziel einer Pensionskasse ist die Gewährleistung einer ausreichenden Altersvorsorge bei Pensionierung. In der Schweiz hat die Vorsorgeeinrichtung zusätzlich die Funktion der Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge. Gespiessen wird die Kasse durch Lohnabzüge (Arbeitnehmerbeitrag) und Beiträge der Arbeitgeber während der aktiven Erwerbszeit. Die Summe aller Beiträge zusammen mit der erzielten Rendite auf den angesparten Kapitalien bilden die Basis für die Rentenzahlungen nach Pensionierung.

Im Vordergrund stehen zwei Modelle. Beim Leistungsprimat (Defined Benefit Plan) wird die zukünftige Rentenzahlung unter anderem in Abhängigkeit der Salärhöhe unmittelbar vor Pensionierung und der Anstellungsvergangenheit des betreffenden Versicherten definiert. Da diese Rentenzahlung von der Pensionskasse unabhängig von der erzielten Anlagerendite garantiert wird, trägt diese auch das Anlagerisiko. Ihr Ziel muss deshalb sein, den Barwert ihrer Verpflichtungen in Form von antizipierten Rentenzahlungen abzüglich der noch zu leistenden Beiträge durch Vermögenswerte mittels einer entsprechenden Anlagepolitik mindestens zu decken. Je mehr der Vermögenswert durch eine entsprechende Anlagepolitik vermehrt werden kann, umso wahrscheinlicher ist die Erfüllung der Lei-

stungsverpflichtung, welcher unter Umständen gar mit tieferen Beiträgen nachgekommen werden kann. Bleibt aber die Anlagerendite hinter den Erwartungen zurück, trägt die Pensionskasse ein Finanzierungsrisiko, dem sie nur durch zusätzliche Beiträge oder Einmalleistungen begegnen kann.

Das zweite Modell ist das Beitragsprimat (Defined Contribution Plan), bei welchem die zukünftigen Rentenzahlungen jedes einzelnen Arbeitnehmers von seinen eigenen und seitens des Arbeitgebers geleisteten kumulierten Beitragszahlungen sowie der darauf erzielten Anlagerendite abhängen. Im Gegensatz zum Leistungsprimat trägt bei diesem zweiten Modell der Versicherte selbst das Anlagerisiko. Dieser reinen Form des Beitragsprimats, das in den USA anzutreffen ist, steht die schweizerische Form gegenüber, indem die Verzinsung zum sogenannten technischen Zinssatz erfolgt, welcher im übrigen für den obligatorischen Teil mindestens 4% p.a. zu betragen hat. Damit trägt der Versicherte kein direktes Anlagerisiko. Immerhin profitiert er von einer die technische Verzinsung übersteigenden Anlagerendite, indem die möglichen Mehrerträge zu einem späteren Zeitpunkt wieder den gesparten Kapitalien gutgeschrieben werden können, während eine länger anhaltende Minderrendite primär durch Leistungsreduktionen, eventuell auch durch höhere Beiträge, aufzufangen sind. Insofern handelt es sich in der Schweiz zumindest was den obligatorischen Teil betrifft weniger um ein Beitrags- sondern eher um eine Art "Altersgutschriftenprimat" mit einer kollektiven oder individuellen Finanzierung.

Während in den USA rund 70% des Pensionskassenvermögens unter dem Leistungsprimat verwaltet werden [2], machen Leistungsprimatkassen in der Schweiz bezüglich verwaltetem Vermögen gar mehr als drei Viertel aus. Gemäss der Pensionskassenstatistik von 1987 wurden dazumal Fr. 118.6 Mia unter dem Leistungsprimat und Fr. 33.5 Mia unter dem Beitragsprimat verwaltet. Hingegen funktionieren mit 7101 gegenüber nur 1189 deutlich mehr Kassen nach dem Beitragsprimat. In diesen für die Schweiz angegebenen Zahlen sind die Kassen mit freien Ermessungsleistungen ent-

halten. Da bei Leistungsprimatkassen das Anlage-risiko sowie auch die aktuarischen Unsicherheiten auf die Pensionskassen übertragen werden, können durch entsprechende Vorschriften oder Fehlkonzeptionen erhebliche unerwünschte Umverteilungseffekte entstehen. Infolge dieser im Vergleich zu den Beitragsprimatkassen komplexeren Problematik und auch ihrer vermögensmässigen Dominanz in der Praxis konzentriert sich die nachfolgende Analyse vorerst auf das Leistungsprimat.

3. Rechtliche und statutarische Rahmenbedingungen

Die registrierten Pensionskassen [3] in der Schweiz sind meistens Stiftungen und unterstehen dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG). Dieses Gesetz sowie deren Verordnungen (unter anderem BVV2 [4]) enthalten verschiedene Bestimmungen, die auf das Anlageverhalten Auswirkungen haben können. Wie unten gezeigt wird, sind dies für registrierte Leistungsprimatkassen vor allem die Anforderung der vollen Deckung sowie das Erfordernis der paritätischen Verwaltung.

Im Gegensatz zu den angelsächsischen Kassen dürfen die registrierten Vorsorgeeinrichtungen von nicht-öffentlichen Körperschaften in der Schweiz prinzipiell keine Deckungslücken aufweisen. Mit anderen Worten müssen die Verpflichtungen von Leistungsprimatkassen jederzeit mittels entsprechenden Vermögenswerten gedeckt sein, ansonsten von den Aufsichtsbehörden ein Sanierungsplan verlangt werden kann. Da das Deckungskapital, welches für Leistungsprimatkassen die momentan relevanten Verpflichtungen repräsentiert, infolge der Expertenpraxis auf einer konstant bleibenden Bewertung und Berechnung basiert (vergleiche dazu Abschnitt 4 über Bewertungsfragen), erschwert die Vorschrift einer Vollfinanzierung gemäss Art. 65/1 im BVG das Eingehen von stark volatilen Anlagestrategien. Die Pensionskasse kann so weder dem langfristigen Anlagecharakter noch der Tatsache, dass ihre Verpflichtungen teilweise realen Charakter haben, voll

Rechnung tragen. In diesem Zusammenhang ist nämlich zu beachten, dass die Renten und damit die Verpflichtungen bei Leistungsprimatkassen unter anderen von der Salärhöhe vor Pensionierung abhängen und damit unmittelbar die zukünftige Reallohnentwicklung mitmachen. Mit einem optimalen Anlagemix, welcher wahrscheinlich ebenfalls einen hohen Sachwertcharakter aufweisen müsste, riskiert die Kasse aus den oben erwähnten Gründen allerdings eine momentane Unterdeckung. Eine Möglichkeit, diesem Tatbestand Rechnung zu tragen, ist die bilanzmässige Reservebildung, mittels welcher Vermögenswertschwankungen aufgefangen werden können.

Diesem Bestreben nach Reservebildung nicht förderlich ist die vom BVG, Art. 51 vorgeschriebene paritätische Verwaltung von Geldern der zweiten Säule im Falle von registrierten und nicht-öffentlich-rechtlichen Kassen. Das paritätische Erfordernis verlangt, dass im Stiftungsrat [5] als oberstem Organ von privaten Kassen Arbeitgeber und Arbeitnehmer das Recht auf gleichviele stimmberechtigte Vertreter haben. Im weiteren muss nach OR Art. 331/3 und BVG Art. 66 der Arbeitgeber mindestens soviel Beitragszahlungen wie die Arbeitnehmer leisten. Dies führt in den meisten Fällen dazu, dass die Statuten ein fixiertes Verhältnis von ordentlichen Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträgen vorschreiben, was aber genau die für eine sinnvolle Anlagepolitik notwendige offene Reservebildung verhindert. Der Arbeitnehmer dürfte nämlich kaum motiviert sein, Mehrbeiträge für eine Reservebildung zu leisten, die eine volatile und sich allenfalls erst für zukünftige Generationen auszahlende Anlagestrategie ermöglicht. Infolge dieses Generationenkonflikts bekämpft die Arbeitnehmerseite als Repräsentant der Versicherten tendenziell das Bilden von mitfinanzierten Reserven, was oft als Begehrlichkeit interpretiert wird, während die Arbeitgeberseite die Reservebildung begrüsst und sie auch versteckt beispielsweise mittels Immobilien zu tiefen Einstandspreisen bildet. Der paritätische Gedanke mag vom sozialpartnerschaftlichen Standpunkt aus gesehen grosse Vorteile aufweisen. Vor allem ist die Unabhängigkeit der

Vorsorgeeinrichtung von der Firma begrüßenswert. Allerdings dürfte das paritätische Prinzip vor allem im Falle von Leistungsprimatkassen als Nebeneffekt Anreizstrukturen schaffen, welche zu einer suboptimalen und damit volkswirtschaftlich teuren Anlagepolitik führen können. Solche volkswirtschaftlichen Mehrkosten sind unter anderem das langfristige Finanzierungsrisiko, das eine nominalwertlastig angelegte Leistungsprimatkasse angesichts ihrer realwertorientierten Verpflichtungen läuft.

Die hier angesprochenen Probleme treten bei den amerikanischen Kassen privater Firmen weniger auf. Während in der Schweiz auf Parität und Unabhängigkeit der Pensionskasse von der Unternehmung Wert gelegt wird, kann diese in den USA - obwohl als Trust konzipiert - faktisch als Bestandteil der Firma betrachtet werden. So leisten in den meisten Leistungsprimatkassen fast ausschliesslich die Firmen Beiträge. Sie bestimmen denn auch die Anlagepolitik, und sie sind an einer langfristig optimalen Vermögensvermehrung interessiert, womit sie auf dem Arbeitsmarkt mit einer attraktiven Altersversicherung beziehungsweise höherem Lohnangebot auftreten können, eine Fähigkeit, die letzten Endes dem Aktionär zugute kommt. Dies mag denn einer der Gründe für das hohe Aktienengagement von durchschnittlich 60% vom Gesamtvermögen sein.

Das amerikanische System beinhaltet im Vergleich zur schweizerischen Lösung diesbezüglich weniger Interessenskonflikte. Beispielsweise begrüßt der Aktionär durchaus eine Reservebildung, wenn damit, abgesehen vom Aspekt der Steuerbefreiung, eine optimale, die Kosten und Risiken des Sozialplanes langfristig senkende Anlagepolitik ermöglicht wird [6]. Die kurzfristige Optik tritt dabei in den Hintergrund, indem Performanceschwankungen mittels höheren bzw. tieferen Beiträgen vom Arbeitgeber aufgefangen werden oder gar eine Deckungslücke möglich ist. Der Nachteil des amerikanischen Systems im Vergleich zum Schweizer Modell ist die grössere Abhängigkeit der Pensionskassenleistungen vom Wohlergehen des Unternehmens und vom Verhalten der Manager der Firma. Zur teilweisen

Absicherung der durch die Abhängigkeit der Pensionskasse von der Firma entstehenden Risiken garantiert in den USA die staatliche Pension Benefit Guarantee Corporation (PBGC) Mindestleistungen.

Wie schon in einem früheren Artikel angedeutet [7], könnte in der Schweiz im Falle von Leistungsprimatkassen eine vermehrte Finanzierungsverantwortung seitens des Arbeitgebers die oben angesprochenen negativen Effekte zum Teil beheben. Eine Möglichkeit wären variable Beitragszahlungen des Arbeitgebers, welche in Jahren mit schlechter Performance höher ausfallen müssten und dafür in Jahren mit guten Anlageresultaten entsprechend tiefer gehalten werden könnten. Damit könnten die für eine optimale Anlagestrategie notwendigen Reserven arbeitgeberseitig finanziert und verantwortet werden [8]. Auch ist zu diskutieren, ob an der rechtlichen Anforderung der jederzeitigen Volldeckung festzuhalten ist. Im Falle einer möglichen Unterdeckung müsste allerdings der Nachteil der stärkeren Abhängigkeit der Pensionskasse von der Unternehmung - eine Anforderung, die das schweizerische Modell besser erfüllt als die amerikanische Form - unbedingt durch eine Rückversicherung mit kompetitiven Prämien aufgefangen werden. Die heutige Institution des Sicherheitsfonds würde unter solchen geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen kaum mehr genügen.

4. Bewertung und Anlagestrategie

Ein meist unterschätzter Faktor sind die Bewertungskriterien, welche bei der Bilanzierung angewendet werden. Vor allem im Falle der komplexen Leistungsprimatkassen in einem paritätischen Umfeld schaffen sie die Möglichkeit zu Umverteilungseffekten und Anreizstrukturen, die erneut die Anlagepolitik entscheidend beeinflussen können.

Für die Bilanzierung im Falle von registrierten Kassen schreibt BVV2 Art. 48 Regeln vor. Bezüglich Vermögenswerte können Sachanlagen wie Aktien oder Immobilien zu Einstandskosten oder zum Marktwert, höchstens aber zum letzteren

bewertet werden. Festverzinsliche Werte dürfen höchstens zu ihrem Nominalwert bilanziert werden. Da viele Kassen Nominalforderungen zu 100% und Immobilien zum konstanten Einstandswert in die Bilanz aufnehmen, erstaunt eine Konzentration auf diese zwei bilanztechnisch und damit nur vermeintlich nicht-volatilen Anlagekategorien nicht. So ist bei Immobilien der Marktwert nur schwer feststellbar. Sie figurieren damit in der Bilanz meist über Jahre hinweg zu Einstandskosten, obwohl ihr Marktwert in Realität schwankt und den Einstandswert gar unterschreiten kann. Gegenüber den Aktien, deren Marktwert, falls an der Börse kotiert, in der Regel einfach feststellbar ist, weisen Immobilien vermeintlich eine hohe Wertstabilität auf und erscheinen aus der Sicht der Anlageverantwortlichen fälschlicherweise als attraktiv. Ausserdem sind Immobilien infolge der fehlenden Preisinformation geeignet, um stille Reserven zu bilden, was zu Umverteilungseffekten führen kann.

Im Vergleich zu einer konsequenten Marktbewertung ist die Praxis der BVG-konformen Bewertung äusserst intransparent. So ermöglicht sie die Bildung verdeckter Gewinne oder Verluste, mit welchen Umverteilungseffekte erzielt werden können, ein gerade für paritätische Kassen unerwünschter Zustand. So benachteiligen beispielsweise paritätisch finanzierte, stille Reserven die nicht mehr aktiven Versicherten, welche entweder zu hohe Beiträge zahlten oder zu tiefe Renten beziehen.

Auch unterscheidet der Renditebegriff aufgrund der BVG-konformen Bewertung auf völlig arbiträrer Weise zwischen unrealisierten und realisierten Gewinnen, wobei die ersteren durch entsprechende Transaktionen praktisch beliebig in realisierte Erfolge überführt werden können und damit bilanzwirksam werden. Eine solche ökonomisch unsinnige Transaktion ist beispielsweise der Verkauf und gleichzeitige Rückkauf von Aktien, die in der Bilanz zu tiefen Einstandspreisen aufgeführt sind. Durch eine solche Transaktion wird bilanzmässig der Buchwert heraufgesetzt, was unmittelbar als realisierter Ertrag in die Erfolgsrechnung einfließt und damit die buchhalterisch ausgewiesene Wertschriftenrendite verbessert. Dies obwohl die ei-

gentliche Gesamtperformance infolge der Transaktionskosten der sonst erfolgsneutralen Operation reduziert wird. Die erzielte buchhalterische Rendite hängt damit nicht mehr allein vom Erfolg ab, sondern ist von den Anlageverantwortlichen manipulierbar. Im Gegensatz zu der auf Marktbewertung basierenden Performance kann eine solche Renditezahl nicht zur Beurteilung des Anlageerfolges und schon gar nicht zur Feststellung des Finanzierungsgrades der Kasse herangezogen werden. Der einzige vermeintliche Vorteil einer nicht auf Marktwerte abstellenden Vermögensermittlung ist die stabilere buchhalterische Entwicklung der Vermögenswerte, was im Falle von stillen Reserven möglichen Begehrlichkeiten seitens der Arbeitnehmer vorbeugt. Im Sinne einer vermehrten Transparenz ist aber das Marktwertprinzip anzuwenden, wobei das Bilanzergebnis einer ökonomisch richtigen Interpretation bedarf.

Noch erheblich undurchsichtiger ist die Bewertung der ausstehenden Verpflichtungen (Deckungskapital). Im Falle eines Leistungsprimates repräsentiert das Deckungskapital in der Regel den Barwert aller zu erwartenden Verpflichtungen abzüglich dem Barwert der noch zu erwartenden Beiträge. In der Praxis sind die Deckungskapitalien meist unvollständig und nicht marktkonform bewertet. So werden zukünftige Salärerhöhungen, welche die Rentenzahlungen erheblich erhöhen und vielfach ein Nachzahlen der bisher zu tief berechneten Beiträge erfordern, oft überhaupt nicht und in den seltensten Fällen vollständig im Deckungskapital berücksichtigt [9]. Im weiteren wird für die Abdiskontierung der Verpflichtungen nicht die Marktverzinsung, sondern ein fixer technischer Zinssatz von meist 4% verwendet. In Zeiten mit hohen Marktzinsen findet damit eine Überschätzung der (allerdings oft nicht kompletten) Verpflichtungen statt [10]. Abgesehen von den ermöglichten Umverteilungseffekten, welche eine nicht-marktkonforme Bewertung der Verpflichtungen mit sich bringt, wird das Risiko einer Anlagestrategie aus ökonomischer Sicht falsch definiert. Während effektiv die Volatilität des auf Marktwerten beruhenden Überschusses (Surplus) das anlagespezifische Risiko der Pen-

sionskasse repräsentieren müsste [11], rückt mit der schweizerischen Praxis infolge des sich konstant entwickelnden Deckungskapitals das absolute Schwankungsverhalten der Vermögenswerte in den Vordergrund; dies gezwungenermassen, da ja bilanztechnische Deckungslücken prinzipiell nicht erlaubt sind. Ein ökonomisch risikominimaler Anlagemix mit den gleichen Schwankungseigenschaften wie die marktbewerteten Verpflichtungen kann also aus der Sicht der technischen Bilanz nach BVG fälschlicherweise ein untragbares Risiko indizieren. Infolge dieser Bewertungsproblematik dürfte ein Optimierungsansatz für die Anlagepolitik von Schweizer Pensionskassen oft irreführend sein. So muss eine in der Bilanz ausgewiesene Deckungslücke nicht notwendigerweise eine ökonomische Unterdeckung bedeuten, währenddem Reserven nicht eindeutig mit einer ökonomischen Überdeckung gleichgesetzt werden können. Die Folge ist möglicherweise eine nicht-optimale Anlagepolitik für Gelder der zweiten Säule.

Wird davon ausgegangen, dass eine Leistungsprimatkasse nicht unmittelbar liquidiert wird und damit ihre Verpflichtungen auch zukünftige Salärerhöhungen widerspiegeln sollten [12], müsste der Anlagemix erstens nicht nur mit der nominellen Zinssatz- sondern auch mit der Inflations- und Produktivitätsentwicklung korreliert sein. Um die notwendige finanzielle Unabhängigkeit der Kasse von der Unternehmung zu gewährleisten, dürften zweitens im Portfoliomix keine unternehmensspezifischen Risiken der Arbeitgeber-Firma vertreten sein. Dass ein diversifiziertes Aktienportfolio in der Vergangenheit diesen zwei Anforderungen genüge, belegen empirische Studien wie beispielsweise IBBOTSON/SINQUEFIELD (1989) für die USA, THOMPSON/ALLWORTHY/RODEN (1991) für England oder WYDLER (1989) und ZIMMERMANN (1991) für die Schweiz. Alle Studien zeigen, dass die Aktien seit dem Jahre 1925 bis in die heutige Zeit eine deutlich höhere Vermögensvermehrung brachten als festverzinsliche Anlagen, und damit die realen Wohlstandsverbesserungen reflektierten. Falls das in diesen Studien gefundene grundsätzliche Rendite-Risiko-Verhalten von Aktien versus fest-

verzinslichen Anlagen wider Erwarten sich nicht wiederholen sollte, dürften auch die aktuarischen Annahmen für die Berechnung der Verpflichtungen in entsprechender Richtung revidiert werden. Dies bedeutet, dass ein diversifiziertes Aktienportfolio mit grosser Wahrscheinlichkeit mit der Sachwertkomponente der Verpflichtungen korreliert sein dürfte.

Auch Immobilien sind Sachwerte und heben sich bezüglich Performanceverhalten gegenüber den festverzinslichen Anlagen in ähnlicher Weise ab wie Aktien. Allerdings handelt es sich bei Immobilien um eine Anlagekategorie, deren Marktwert in der Regel sehr schwer abschätzbar ist. Gerade für paritätisch verwaltete Kassen ist diese Wertintransparenz ein Nachteil, welche wiederum zu Umverteilungseffekten führen kann.

Vergleicht man nun die nominal- und immobilienlastige Anlagepolitik der durchschnittlichen Vorsorgeeinrichtung in der Schweiz mit den obigen anlagepolitischen Schlussfolgerungen, so bestätigt dies die oft geäusserte Vermutung einer falschen Anlagepolitik. Nur ist diese falsche Anlagepolitik unter Umständen eben optimal für die vom Bundesrecht geschaffenen Rahmenbedingungen und die verfolgte Praxis.

5. Öffentlich-rechtliche Kassen

Ein Spezialfall unter den Leistungsprimatkassen sind öffentlich-rechtliche Vorsorgeeinrichtungen. Im Falle eines Garantieverprechens seitens der öffentlichen Hand erlaubt ihnen das BVG und die Rechtspraxis eine Deckungslücke. Auch gilt für sie nicht mehr in so eindeutiger Form die paritätische Verwaltung, so dass das Umfeld öffentlich-rechtlicher Kassen demjenigen von Pensionskassen amerikanischer Firmen recht nahe kommt [13]. Sie hätten damit die Möglichkeit zu einer sachwertorientierten Anlagestrategie, welche das langfristige Finanzierungsrisiko minimieren würde. Momentane Deckungslücken liessen sich zumindest von Gesetzes wegen in Kauf nehmen. Allerdings ist zu beachten, dass hinter den öffentlich-rechtlichen

Kassen nicht eine von Aktionären beherrschte Firma, sondern eine politische Institution steht. Während dem Aktionär durchaus ein langfristiges Interesse am Unternehmen im Sinne eines möglichst hohen Aktienwertes attestiert werden kann, fehlt ein solcher Anreizmechanismus im Falle der öffentlichen Hand. Die auf beschränkte Zeit gewählten politischen Behörden dürften einen kürzeren Planungshorizont haben, was ein gewisses Interessenskonfliktpotential beinhaltet.

Übertragen auf die Pensionskassenproblematik könnte die gesetzliche Möglichkeit von Deckungslücken dazu missbraucht werden, in Zeiten angespannter öffentlicher Finanzlage der Kasse zweckentfremdend Substanz zu entziehen. Gerade bei öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen ist dabei auf solche Anreizmechanismen, welche die Gefahr einer Verlagerung von Problemen in die Zukunft in sich bergen, zu achten.

6. Beitragsprimat

Aufgrund der oben angesprochenen komplexen Problematik von Leistungsprimatkassen in einem paritätischen Umfeld ist die Frage zu stellen, ob nicht das Modell des Beitragsprimats weniger Konfliktpotential beinhaltet. Ein Blick in die Vereinigten Staaten zeigt, dass für Pensionskassen öffentlich-rechtlicher Institutionen, bei welchen die Arbeitnehmerseite ähnlich dem paritätischen System in der Schweiz Mitspracherecht hat, oft das Modell des Beitragsprimats gewählt wurde.

Da im Falle des Beitragsprimats die Renten im wesentlichen von den geleisteten Beitragszahlungen und der erzielten Performance abhängt, wird das Anlagerisiko faktisch auf den Versicherten überwältigt, und die Pensionskasse läuft nicht die Gefahr eines langfristigen Finanzierungsrisikos. Im Gegensatz zum Leistungsprimat hat die Kasse im Falle eines Beitragsprimats nicht die schwierige Aufgabe, Projektionen über Rentenhöhe, aktuari-sche Faktoren und Anlagerendite vorzunehmen. Infolge der höheren Transparenz sind ausserdem versteckte Umverteilungseffekte grundsätzlich weniger wahrscheinlich.

Aber auch bei Beitragsprimatkassen können durch Fehlkonzeptionen falsche Anreizstrukturen und Ineffizienzen geschaffen werden. Dies ist beispielsweise bei der Anlagepolitik von schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen mit dem Beitragsprimat, zumindest was den überobligatorischen Teil betrifft, zu vermuten. Obwohl das Anlagerisiko wenigstens zu einem gewissen Grad der Versicherte trägt, hat er keinen individuellen Einfluss auf die Anlagepolitik. Diese wird analog einer Leistungsprimatkasse vom Stiftungsrat bzw. von den Anlageverantwortlichen festgelegt. Die Folge ist ein Einheitsanlagemix für Versicherte mit den unterschiedlichsten Anlagebedürfnissen, was für den einzelnen Versicherten nur zufälligerweise optimal sein kann.

Ein Blick in die Vereinigten Staaten mag diesbezüglich Verbesserungsmöglichkeiten aufzeigen. Da beim Beitragsprimat das Anlagerisiko durch den Versicherten getragen wird, wird ihm konsequenterweise auch der Anlageentscheid übertragen. Viele Beitragsprimatkassen in den USA bieten nämlich verschiedene Anlagevarianten an [14]. So kann sich der Arbeitnehmer entscheiden, die Beiträge beispielsweise in Geldmarktanlagen, gemischte Anlagen oder Aktien anzulegen. Als weitere Variante wird oft auch ein Versicherungsplan angeboten, der meist sehr beliebt ist. Entsprechend seinen Anlagebedürfnissen kann der Versicherte so seinen individuellen Anlagemix zusammenstellen bzw. auch verändern. Beispielsweise kann ein Arbeitnehmer bei näherrückender Pensionierung sein Aktienengagement zugunsten der weniger volatilen Geldmarktanlagen abbauen. Es mag erstaunen, dass dieses individuelle System, das der effektiven Verantwortlichkeit Rechnung trägt, in der Schweiz für den überobligatorischen Teil kaum anzutreffen ist.

Wie für Leistungsprimatkassen kommt auch für Beitragsprimatkassen der Bewertungsproblematik eine zentrale Bedeutung zu. Da die Vorsorgeleistungen unmittelbar von der erzielten Wertvermehrung auf den geleisteten Beitragszahlungen abhängen, muss eine ökonomisch richtige Bewertung angewendet werden, was nur Marktwerte gewähr-

leisten. Anlagekategorien wie Direktinvestitionen in Immobilien, bei welchen nur ungenügende Marktwertinformationen vorliegen, eignen sich damit nicht unbedingt.

7. Auswirkungen auf die Organisation

Das paritätische Modell der Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz, das zwar einerseits die unternehmerischen Risiken der Firma weitgehend von der Pensionskasse fernhält, das aber andererseits niemandem die alleinige Verantwortung der Kasse überträgt, hat entsprechende Konsequenzen auf die organisatorische Struktur der Kasse.

Es mag kaum erstaunen, dass der paritätische Stiftungsrat als oberstes Organ von Pensionskassen oft nach Zielsetzungen sucht. In einem Umfeld mehrfacher gesetz- und statutenbedingter Interessensgegensätze richten sich die Stiftungsräte schweizerischer Kassen oft nach den eher kurzfristig orientierten Vorgaben von BVV2 und der Aufsichtsbehörden. Das Vermeiden von Deckungslücken aufgrund nicht-marktbewerteter technischer Bilanzen sowie das Einhalten von Anlagelimiten steht, weil konkret überprüfbar, meist im Vordergrund. Die ökonomische Zielsetzung der Kassen und Ansätze zur optimalen Erfüllung der Verpflichtungen werden nur in seltenen Fällen diskutiert.

Die Konsequenz kann ein falsch verstandenes Verantwortungsbewusstsein und eine gewisse Ohnmächtigkeit infolge "unlösbarer" Probleme auf Stiftungsratsebene sein, was durch das Fehlen von Spezialisten in finanzmarkttechnischen und aktuarischen Fragen unter den Mitgliedern nicht gerade erleichtert wird. Wichtige Entscheide werden oft nicht eigentlich vom Stiftungsrat als oberstem Organ gefällt. Vielfach beschränkt er sich auf ein Akzeptieren von Anträgen. Statt die Pensionskasse nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten zu führen, werden in der Schweiz oft die grundsätzlichsten organisatorischen Prinzipien wie Gewaltentrennung und Erfolgskontrolle vernachlässigt. Nur allzuoft wird die Kasse von Einzelpersonen dominiert, was ein entsprechendes organisatorisches Risiko

mit sich bringt. Insbesondere der Anlagebereich, wo eine Erfolgsbeurteilung infolge des dominanten Zufalleinflusses auf das Anlageresultat sowieso schwierig ist, gerät bei einer fehlenden transparenten Verantwortlichkeitsregelung schnell aus der Kontrolle. Der Nachvollziehbarkeit von Anlagescheiden, eine eigentlich selbstverständliche Anforderung für paritätisch verwaltete Gelder, wird in der Regel nicht nachgelebt. Das Ergebnis sind inhärente Risiken, welche sich zu einem grossen Teil wohl erst in der Zukunft messen lassen.

8. Abschliessende Bemerkungen

Mit der Einführung des BVG im Jahre 1985 fand die Altersvorsorge im Rahmen der zweiten Säule ihre gesetzliche Verankerung. Der Schritt, neben der nach dem Umlageverfahren funktionierenden AHV eine zweite, auf dem Kapitalisierungsverfahren basierende Säule zu schaffen, ist sicher begrüssenswert. Die Pflicht der paritätischen Finanzierung und Verwaltung bringt als wesentlichen Vorteil die Unabhängigkeit der Pensionskasse mit sich, soweit nicht der Arbeitgeber überproportionale Beiträge entrichtet.

Die paritätische Verwaltung zusammen mit der gesetzlich verlangten permanenten Deckung der Verpflichtungen einer Pensionskasse führen aber bei all zu enger und kurzfristiger Betrachtung zu einer suboptimalen Anlagepolitik. Dies ist namentlich bei Leistungsprimatkassen der Fall, bei welchen das Anlagerisiko aber auch das Risiko falscher aktuarischer Annahmen zulasten der paritätisch verwalteten Pensionskasse gehen. Es ist anzunehmen, dass in einem paritätischen Umfeld das Beitragsprimatsmodell mit möglichst grosser individueller Anlagemitsprache seitens der Versicherten wahrscheinlich die geeignetere weil weniger komplexe Form darstellt.

In einer nach dem Leistungsprimat funktionierenden Vorsorgeeinrichtung könnte eine vermehrte und variabel ausgestaltete Finanzierungsverantwortung seitens des Arbeitgebers zu einer richtigeren Anlagepolitik motivieren. Allerdings darf eine

vermehrte Verantwortung der Unternehmung nicht zu einer Abhängigkeit der Pensionskasse führen. Ein grosses Erschwernis für die Formulierung einer optimalen Anlagepolitik ist die Bewertungspraxis der Aktiven und Verpflichtungen in der technischen Bilanz. Da diese nicht oder nur beschränkt auf Marktwerte abstellt, andererseits aber als Basis für die Ermittlung des finanziellen Zustandes der Kasse dient, werden Anreize zu einer Optimierung mit aus ökonomischer Sicht falschen Zielsetzungen gesetzt. Im weiteren ist eine nicht-marktkonforme und damit intransparente Bewertung gerade in einem paritätischen Umfeld, wo die finanziellen Konsequenzen sowohl von Arbeitgeber wie Arbeitnehmer getragen werden, infolge der grösseren Möglichkeiten zu Umverteilungseffekten kaum empfehlenswert.

Fussnoten

- [1] Während die "Financial Accounting Standards Board" (FASB) Nr. 87 insbesondere die Bewertung der Verpflichtungen von Leistungsprimatkassen sowie die Auswirkung einer Über- bzw. Unterdeckungen auf die Bilanz der Unternehmung regelt, begrenzt die "Omnibus Budget Reconciliation Act" (OBRA) Nr. 87 hauptsächlich eben solche Überdeckungen und damit den Steuervorteil. Die neue Regelung löste eine Kontroverse aus. Während beispielsweise ARNOTT/BERNSTEIN (1990), BERNSTEIN/JEFFREY (1990) und AMBACHTSHEER (1991) vor allem die Bewertungsvorschrift infolge ihres Anreizes zu einer suboptimalen weil nominalwertlastigen Anlagepolitik kritisieren, befürwortet BODIE (1990, 1991a und 1991b) die neuen Vorschriften.
- [2] Quelle: ARNOTT/BERNSTEIN (1990).
- [3] Die registrierten Vorsorgeeinrichtungen müssen die in BVG vorgeschriebene obligatorischen Mindestleistungen bringen. In den meisten Fällen sind überobligatorische Mehrleistungen vorgesehen, welche in der Regel den obligatorischen Teil deutlich dominieren. Daneben gibt es nicht-registrierte Kassen, welche freiwillig vom Arbeitgeber finanziert werden und nicht dem BVG, sondern nur den entsprechenden Artikeln im Zivilgesetzbuch und Obligationenrecht unterstehen.
- [4] BVV2 steht für Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge.
- [5] Beziehungsweise in den Verwaltungskommissionen auf der Ebene der Betriebe im Falle von Sammelstiftungen.
- [6] Gerade diese Aktionärsinteressen sind ein Streitpunkt in der gegenwärtigen Diskussion. Während beispielsweise SHARPE (1976), TREYNOR (1977) und BLACK (1980) davon ausgehen, dass das die Verpflichtungen übersteigende Vermögen (Surplus) der Firma gehört, und ARNOTT/BERNSTEIN (1990) und BERNSTEIN/JEFFREY (1991) die von mir angeführten Aussagen in etwa unterstützen, setzt BODIE (1990, 1991a und 1991b) diesbezüglich ein Fragezeichen. Ausgehend von der Annahme, dass im Falle einer Auflösung der Kasse - dies ist in den U.S.A. grundsätzlich jederzeit möglich - die Unternehmung für allfällige Deckungslücken aufkommen muss, während ein eventueller Überschuss gemäss der aktuellen Gerichtspraxis höchstens teilweise der Firma zugesprochen würde, sieht Bodie ein optionsähnliches Verhältnis zwischen Aktionär und Pensionskasse, das ersteren zu einer vorsichtigen Anlagestrategie für die Pensionskasse motiviert. Dieses Argument verliert aber meines Erachtens an Erklärungskraft, wenn eine Kassenauflösung in absehbarer Zukunft nicht beabsichtigt ist (vgl. auch BERNSTEIN/JEFFREY (1991) und AMBACHTSHEER (1987)).

- [7] Vgl. dazu WYDLER (1991).
- [8] Dieses System mit variablen Arbeitgeberbeiträgen nach amerikanischem Muster ist in der Schweiz vereinzelt anzutreffen. Ebenfalls denkbar sind Garantieverpflichtungen seitens des Arbeitgebers.
- [9] Diesbezüglich herrscht in der amerikanischen Pensionskassendiskussion Uneinigkeit. Während nach der allgemeinen Lehrmeinung für die Optimierung der Anlagestrategie die nach dem Projected Benefit Obligation (PBO) berechneten und also zukünftige Lohnerhöhungserwartungen miteinschliessenden Verpflichtungen relevant sind, spricht sich BODIE (1990) für die Accumulated Benefit Obligation (ABO) aus, wie sie das FASB 87 für die Berechnung vorschreibt. Das ABO repräsentiert den Barwert der gegenwärtigen Verpflichtungen, angenommen die Kasse würde aufgelöst, und schliesst also zukünftige Salär- und damit Verpflichtungserhöhungen aus. Ich schliesse mich aus dem in Fussnote [6] erwähnten Grund der mehrheitlichen Meinung an, wie sie beispielsweise ARNOTT/BERNSTEIN (1990) und BERNSTEIN/JEFFREY (1991) vertreten.
- [10] In diesem Zusammenhang ist allerdings zu beachten, dass allfällige Freizügigkeitsleistungen ebenfalls aufgrund des technischen Zinssatzes berechnet werden. Insofern handelt es sich also beim technischen Satz nicht ausschliesslich um eine fiktive, sondern um eine potentiell liquiditätsrelevante Grösse.
- [11] Die Optimierung des effektiven Kassenüberschusses (Surplus) steht in der amerikanischen Pensionskassenbewirtschaftung bereits seit einiger Zeit im Zentrum des Interesses. Die Modellansätze beispielsweise von SHARPE/TINT (1990) und EZRA (1991) sind lediglich Beispiele kürzlich publizierter Optimierungsansätze. Vergleiche dazu auch JAEGER/ZIMMERMANN (1992).
- [12] Entsprechend der Projected Benefit Obligation (PBO) in den USA.
- [13] Für öffentlich-rechtliche Kassen gelten die Ausnahmebestimmungen von BVG Art. 50/2, Art 51/5 und Art. 69/2 sowie BVV2 Art. 45.
- [14] Neben den Pensionskassen vieler öffentlich-rechtlicher Pensionskassen in den USA funktioniert oft der sogenannte "Saving-Plan" nach dem Beitragsprimatmodell.
- Management", Probus Publishing Company, Chicago, pp. 259-275.
- ARNOTT, D. und L. BERNSTEIN (1990): "Defining and Managing Pension Fund Risk", in: FABOZZI, F.J. (Ed.): "Pension Fund Investment Management", Probus Publishing Company, Chicago, pp. 33-56.
- BERNSTEIN, L., und H. JEFFREY (1991): "Letters to the Editor: On Pension Investment Policy", Financial Analysts Journal, May/June, pp. 9-10.
- BLACK, F. (1980): "The Tax Consequences of Long-Run Pension Policy", Financial Analysts Journal, July/August, pp. 21-28.
- BODIE, Z. (1990): "The ABO, the PBO and Pension Investment Policy", Financial Analysts Journal, September/October, pp. 27-34.
- BODIE, Z. (1991a): "Shortfall Risk and Pension Fund Asset Management", Financial Analysts Journal, May/June, pp. 57-61.
- BODIE, Z. (1991b): "Letters to the Editor: The Author Replies", Financial Analysts Journal, May/June, pp. 10-11.
- EZRA, Z. (1991): "Shortfall Risk and Pension Fund Asset Management", Financial Analysts Journal, May/June, pp. 57-61.
- IBBOTSON, R.G. und R.A. SINQUEFIELD (1989): "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Historical Returns (1926-1987)", Institute of Chartered Financial Analysts Research Foundation.
- JAEGER, S. und H. ZIMMERMANN (1992): "On Surplus Shortfall Constraints", Working Paper Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, Hochschule St. Gallen, April.
- SHARPE, W.F. (1976): "Corporate Funding Policy", Journal of Financial Economics 3, pp. 186-193.
- SHARPE, W.F. und G. TINT (1990): "Liabilities - A New Approach", Journal of Portfolio Management 16, Winter, pp. 5-10.
- THOMPSON, P., B. ALLWORTHY, und D. RODEN (1991): "Equity - Gilt Study; Investment in the London Stock Market since 1918", Barclays de Zoete Wedd Research, London.
- TREYNOR, J.L. (1977): "The Principles of Corporate Pension Finance", Journal of Finance 32, pp. 627-638.
- WYDLER, D. (1989): "Swiss Stocks, Bonds, and Inflation, 1926-1987", Journal of Portfolio Management 15, pp. 27-32.
- WYDLER, D. (1991): "Kurzfristiger Anlagehorizont für langfristige Pensionskassengelder", Neue Zürcher Zeitung Nr. 109 vom 14.5.91.
- ZIMMERMANN, H. (1991): "Zeithorizont und Performance: Eine Übersicht", Finanzmarkt und Portfolio Management 5, pp. 164-181.

Literatur

AMBACHTSHEER, P. (1987): "Pension Fund Asset Allocation: In Defense of 60/40 Equity/Dept Asset Mix", Financial Analysts Journal, September/October, pp. 14-24.

AMBACHTSHEER, P. (1990): "Fixing the Accounting Standards for Pension and Health Care Benefits: Advice for FASB", in: FABOZZI, F.J. (Ed.): "Pension Fund Investment