

Editorial: Asset / Liability - Optimierung für Schweizer Pensionskassen

1. Einführung

Es sind bereits über 10 Jahre seit Inkraftsetzung des Beruflichen Vorsorgegesetzes (BVG) im Jahre 1985 vergangen. Während dieser Zeit hat die Professionalität im Pensionskassenmanagement aufgrund der gemachten Erfahrungen stark zugenommen. Immer mehr erkannte man die Bedeutung der Anlagen, was für ein nach dem Prinzip der Kapitalisierung aufgebautes Vorsorgesystem eigentlich naheliegend ist. Während noch vor einigen Jahren die Aufgabe der Anlagebewirtschaftung zur Hauptsache das Abfangen der Teuerung [1] war, betrachtet man heute den Anlageertrag immer mehr als Teil der Vorsorgefinanzierung, den es im Hinblick auf die Reduktion der Beitragszahlungen (im Falle des Leistungsprimats) beziehungsweise auf die Erhöhung der späteren Vorsorgeleistungen (im Falle des Beitragsprimats) zu optimieren gilt[2].

Dazu wird gerade im anglosächsischen Raum auf die Methode der Asset/Liability-Optimierung (kurz A/L) zurückgegriffen[3]. Sie findet in neuerer Zeit immer öfters auch in der Schweiz Anwendung. Allerdings besteht bei der Einführung solcher neuerer Methoden schnell einmal die Gefahr der undifferenzierten Anwendung. So kann ein an und für sich sinnvolles Konzept zum Schlagwort verkom-

men. Es sei deshalb an dieser Stelle erklärt, was die eigentliche Idee der A/L-Optimierung ist, und wo Probleme bei der praktischen Anwendung für Schweizer Pensionskassen anfallen.

2. Was ist A/L-Optimierung

Die A/L-Optimierung findet ihre Anwendung insbesondere bei Pensionskassen, welche nach dem Leistungsprimat funktionieren und demzufolge den Versicherten Leistungsversprechen machen. Letztere hängen typischerweise von der Beitragsperiode sowie von der Höhe des Salärs vor der Pensionierung ab. Das ökonomische Ziel der Pensionskasse muss eine möglichst billige Finanzierung der Leistungsversprechungen sein. Die Anlagerendite ist also so zu optimieren, dass die notwendigen Beitragszahlungen erstens im Durchschnitt möglichst tief sind und zweitens möglichst tiefen Schwankungen unterliegen[4].

Die A/L-Optimierung besteht daher aus den folgenden Schritten:

1. Analyse der Verpflichtungen: Auf welche ökonomischen Faktoren reagiert der Marktwert der aktuellen Verpflichtungen?
2. Analyse der vorhandenen Anlagemöglichkeiten: Welche Anlagekategorien weisen ein Wertverhalten auf, das mit den verschiedenen die Verpflichtungen beeinflussenden ökonomischen Faktoren möglichst hoch korreliert ist?

* Der Autor verdankt die wertvollen Kommentare von Armin Braun (Versicherungskasse der Stadt Zürich), Vera Kupper (Ecofin AG, Zürich) und Jérôme Pfund (Pictet & Cie, Genf).

3. Optimierung des Anlagemixes: Welche strategische Allokation ist kongruent mit der Verpflichtungsstruktur, so dass sich der Anlagewert bei entsprechenden Beitragsleistungen möglichst im Gleichschritt mit dem Wert der Verpflichtungen entwickelt?

Das Resultat ist ein möglichst konstant bleibender Deckungsgrad und also stabile Beitragsleistungen. Eine optimale Umsetzung sollte dann für eine hohe relative Performance und also tiefe durchschnittliche Beitragsleistungen sorgen, wobei natürlich die dadurch eingegangenen Risiken zu kontrollieren sind[5].

3. Umsetzungsprobleme

Dieser theoretisch richtige Ansatz ist allerdings nicht leicht in die Praxis umzusetzen. Nur allzu oft läuft ein A/L-Ansatz auf eine Optimierung der absoluten und nicht der relativen, d.h. auf die Verpflichtungen bezogene Rendite hinaus. Vor allem zwei Gründe erweisen sich bei der praktischen Anwendung als hindernd: der Charakter der Verpflichtungen sowie die Bewertung von Anlagen und Verpflichtungen.[7]

Während in den Vereinigten Staaten die Pensionskassen meist entweder einem Leistungsprimat oder einem Beitragsprimat entsprechen, sind schweizerische Vorsorgeeinrichtungen selten eindeutig einem dieser beiden Modelle zuzuordnen. Vielmehr haben eine Vielzahl der Schweizer Pensionskassen sowohl Leistungs- als auch Beitragsprimatscharakter. Kommt hinzu, dass das gesetzliche Minimum gemäss BVG eine minimale feste Verzinsung von zur Zeit 4% vorschreibt, dass die Versicherten gemäss dem anfangs 1995 in Kraft getretenen Freizügigkeitsgesetz auch in Beitragsprimatskassen beim Austritt zumindest Anspruch auf die eigenen Beiträge mit einem altersabhängigen Zuschlag haben, und dass die Pensionskassenverpflichtungen in den meisten Fällen aufgrund des gesetzlichen Paritätsanfordernisses nicht durch den Arbeitgeber garantiert werden.

Mit der Analyse, was eigentlich die Verpflichtungen der Pensionskasse sind, wird allerdings, so scheint es mir, recht ungenau umgegangen. So ist beispielsweise nicht einzusehen, dass ein reines Beitragsprimat, bei welchem der Versicherte das Anlagerisiko trägt, die Pensionskasse einen A/L-Ansatz wählen sollte[7]. Im Gegenteil ist in einem solchen Fall dem Versicherten eine Wahlmöglichkeit zu offerieren, wonach jeder abgestimmt auf seine individuellen Bedürfnisse die Anlagestrategie für sein Vorsorgekapital wählen kann[8].

Bei einem Leistungsprimat dürfte ein A/L-Ansatz, der sich auf die Laufzeitenstruktur der Verpflichtungen beschränkt, nur dann genügen, wenn die Pensionskasse das wenig ambitionöse Ziel verfolgt durch Vermögenserträge einzig die Verpflichtungen auf dem momentanen Lohnniveau abzudecken. Ist aber der durch zukünftige Lohnerhöhungen bedingte Anstieg der Verpflichtungen durch die Vermögensverwaltung mitzufinanzieren, so sind auch reale und nicht nur zinsensitive Faktoren auszumachen. Bevor also optimiert wird, sollte über die Fragen "Wer trägt das Anlagerisiko", "Welches sind die statutarischen Versprechungen" und "Was soll durch den Vermögensertrag finanziert werden" Klarheit herrschen.

4. Bewertungspraxis

Das zweite Hindernis ist die Bewertungspraxis. Während der A/L-Ansatz auf Marktwerten beruht, finden in der Realität andere Bewertungsmethoden Eingang. So bilanziert eine Vielzahl schweizerischer Pensionskassen die Anlagen noch zum Einstandspreis (sofern der Marktpreis nicht tiefer ist), beziehungsweise Nominalwertanlagen zu ihrem Nominalwert. Daraus resultiert nicht nur ein Widerspruch zwischen Performance und im Geschäftsbericht ausgewiesener Anlagerendite, sondern es beeinträchtigt zusätzlich die A/L-Optimierung. Während sich die Aktiven allenfalls noch nachbewerten lassen, werden die Verpflichtungen[9] aufgrund eines konstant bleibenden aktuarischen Zinssatzes von meist 4% p.a. diskontiert. Dies bedeutet,

dass der Barwert der aktuellen Verpflichtungen, genannt Deckungskapital, nicht der Kapitalmarktsituation angepasst wird. Selbst eine perfekt auf die Verpflichtungsstruktur abgestimmte Anlagestrategie würde sich in einem Deckungsgrad, der hohen Schwankungen ausgesetzt ist, niederschlagen. Das Ergebnis in der versicherungstechnischen Bilanz indiziert also fälschlicherweise ein hohes Anlagerisiko.

Die Bewertung des Deckungskapitals zu Marktwerten ist unter den schweizerischen Versicherungsmathematikern zur Zeit kein Thema. Zu gross wäre der arbiträre Spielraum die ausgewiesene finanzielle Lage zu manipulieren[10]. Nur eben, dass der so ausgewiesene Deckungsgrad wenig über die tatsächlich finanzielle Lage einer Kasse aussagt.

Die Verwendung eines an die aktuellen Marktverhältnisse angepassten aktuarischen Satzes wäre an und für sich noch durchführbar. Hingegen ist das Einbringen der Markteinschätzungen bezüglich der zukünftigen Salarentwicklung der aktiven Versicherten, was die Verpflichtungen eines Leistungsprimats unmittelbar beeinflusst, äusserst schwierig. Mit anderen Worten werden die Verpflichtungen immer als rein zinssatzsensitive Grösse empfunden, obwohl auch reale Faktoren das ökonomische Engagement mitbestimmen[11].

5. A/L-Optimierung auch in der Schweiz

Es dürfte nahezu offenkundig sein, dass in der schweizerischen Anlagepraxis noch vor kurzer Zeit die absolute Denkweise vorherrschte. Eine Denkweise, in welcher es das hauptsächliche Ziel ist, auf dem Deckungskapital mit möglichst wenig Risiko mindestens die erforderliche Rendite von 4% plus Kosten einzubringen. Es ist auch klar, dass ein A/L-Ansatz, obwohl im Grunde richtig, von den verantwortlichen Organen schwer akzeptiert wird, da der offiziell ausgewiesene Deckungsgrad dadurch nicht "optimiert" wird.

Ich bin der festen Überzeugung, dass die A/L-Optimierung ebenfalls für schweizerische Leistungsprimatskassen Anwendung finden sollte. Um aber

Missverständnissen vorzubeugen ist unbedingt darauf aufmerksam zu machen, dass sich eine nach A/L-Ansatz optimierte Anlagestrategie im jährlich ausgewiesenen Deckungsgrad kurzfristig nicht niederschlägt. Als Konsequenz muss in expliziter Weise eine A/L-Optimierung als Restriktion zusätzlich die absolute Optik miteinbeziehen[12], da sonst die Pensionskassenverantwortlichen schnell einmal enttäuscht sein könnten.

Es ist ferner darauf zu achten, dass für Schweizer Kassen nicht einfach die in den U.S.A. oder in England verwendeten Modelle eingesetzt werden können. Zu sehr unterscheidet sich das schweizerische von den anglosächsischen Pensionskassensystemen sowohl in rechtlicher wie in versicherungstechnischer Hinsicht. Auch ist in der Schweiz die Anlagestrategiebegündung auf die in der Schweiz herrschenden paritätischen Rahmenbedingungen abzustimmen, was in den meisten Fällen eine einfache Lösung verlangt.

Um die Vorsorgeleistungen der zweiten Säule mittelfristig kostengünstig zu finanzieren, müssen auch in der Schweiz A/L-Methoden verwendet werden. Es wäre aber schade, wenn die A/L-Optimierung nur ein Schlagwort bleibt oder in undifferenzierter Form Anwendung findet. Gefragt sind vielmehr einfache, aber den Gegebenheiten Rechnung tragende Verfahren. Und dass mittelfristig allenfalls auch gewisse aktuarische Usancen und gesetzliche Rahmenbedingungen überprüft werden, dürfte dem schweizerischen Vorsorgesystem nicht schaden.

Fussnoten

- [1] Das versicherungstechnische Modell geht von einer konstanten Teuerungsrate (oft 4% p.a.) aus, welche durch den Vermögensertrag mindestens abzudecken ist.
- [2] In einer Pensionskasse nach Leistungsprimat werden die späteren Vorsorgeleistungen definiert (z.B. Rente = 60% des Schlussalters). Finanziert werden diese Leistungsversprechungen mittels Beiträgen sowie der auf den kumulierten Kapitalien erwirtschafteten Rendite. Das Anlagerisiko trägt also die Pensionskasse, und ihr

Ziel ist, die Anlagen im Hinblick auf die Beitragszahlungen zu optimieren. Demgegenüber sind in einer Kasse nach dem Beitragsprimat die Beitragszahlungen festgelegt. Die Vorsorgeleistungen hängen somit von den einbezahlten Beiträgen sowie der darauf erwirtschafteten Anlagerendite ab. Mit anderen Worten trägt der Versicherte das Anlagerisiko, und es gilt also im Hinblick auf seine zukünftige Rente zu optimieren. In der Schweiz ist infolge der gesetzlichen Mindestverzinsungsvorschriften auf den Altersguthaben im Rahmen der obligatorischen Minimalversicherung meist ein Mischsystem zu beobachten. Auch weist beispielsweise die Absicht der meisten Schweizer Leistungsprimatkassen, die Renten zu indexieren, Beitragsprimatcharakter auf.

- [3] Vgl. dazu beispielsweise PERKIN (1995).
- [4] Ein weiteres Ziel kann die positive Korrelation zwischen den Geschäftsergebnissen der Firma und den arbeitgeberseitigen Beitragszahlungen sein.
- [5] Beispielsweise durch ein aktives Management, eine Kostenminimierung (Aushandlung von Tarifen), ein Abrücken von der risikominimalen (verpflichtungskongruenten) Strategie zugunsten von Anlagekategorien mit höherem Rendite- und Risikopotential.
- [6] Vorbehältlich natürlich für die Verpflichtungen infolge der gesetzlichen Auflage, auf dem obligatorischen Teil des Vorsorgekapitals eine jährliche Mindestverzinsung von zurzeit 4% zu gewähren.
- [7] Vgl. dazu WYDLER (1992).
- [8] Solche Pläne sind in den U.S.A. sehr häufig anzutreffen (z.B. sogenannte 401k-Pläne). Auch in der Schweiz sind vereinzelt solche Modelle anzutreffen, doch erweisen sich die Minimalverzinsungsvorschriften auf dem BVG-Minimum sowie die Auflagen des neuen Freizügigkeitsgesetzes als hindernd.
- [9] Diese umfassen die versprochenen zukünftigen Renten, abzüglich die zu erwartenden zukünftigen Beiträge.
- [10] Dass beispielsweise in den U.S.A. die bilanzierten Verpflichtungen von Leistungsprimatkassen der Kapitalmarktsituation angepasst werden, deutet darauf hin, dass die Marktbewertung der Deckungskapitalien nicht auf Ewigkeit ein Tabu zu sein braucht.
- [11] Das Anpassen der bilanzierten Verpflichtungen nur an Kapitalmarktveränderungen, nicht aber an Veränderungen der relevanten realen Faktoren, ist erneut problematisch, wird doch dadurch zu einer nominalwertorientierten Strategie motiviert. Eine ökonomische Gesamtbeurteilung der finanziellen Lage, begleitet mit Bewertungsreserven, wäre unter solchen Umständen weiterhin notwendig.
- [12] Beziehungsweise sind gewisse Massnahmen zu treffen (z.B. die Äufnung von offenen Bewertungsreserven), welche den verantwortlichen Organen eine ökonomisch

misch richtige Optimierung erlaubt, ohne dass darunter die jährlich ausgewiesenen Ergebnisse hindernd wirken.

Literatur

- PERKIN, M.W. (1996): "Defined Benefit Plans Focusing on Liabilities", Pensions Investments.
- WYDLER, D. (1992): "Einige grundsätzliche Gedanken zu Schweizer Pensionskassen", Finanzmarkt und Portfolio Management 6, pp. 169-178.