

ZKB Mittagsveranstaltung

Reduktion des technischen Zinssatzes und der Einfluss auf die Anlagestrategie

Dr. Dominique Ammann
Partner

PPCmetrics AG
Financial Consulting, Controlling & Research

8. Juni 2005

1. Das Problem	3 - 12
2. Die grundsätzlichen Fragen	13 - 16
3. Finanzierung ohne Anlageerträge	17
4. Was heisst risikolose Finanzierung?	18 - 24
5. Tatsächliche finanzielle Lage	25 - 29
6. Risikobehaftete Finanzierung	30 - 31
7. Fünf Thesen	32 - 37

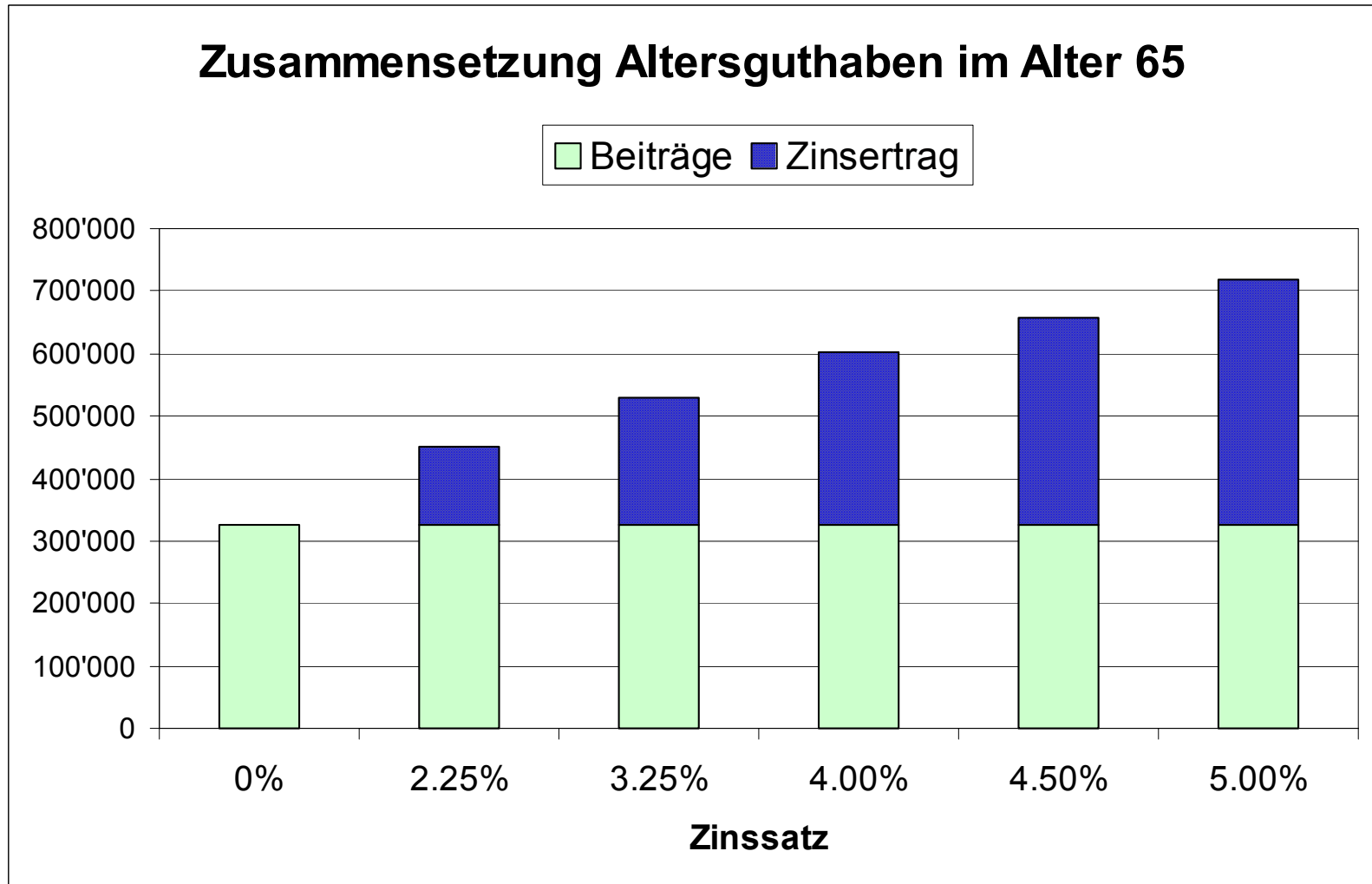
1. Das Problem: Kapitaldeckungsverfahren

- Finanzierung der Vorsorgeleistungen mit Beiträgen **und** Vermögenserträgen
- Annahmen über die zu erzielenden Erträge
- Die Realität entspricht nicht den Modellannahmen.
- Systemrisiko: Ungenügende Anlagerenditen!

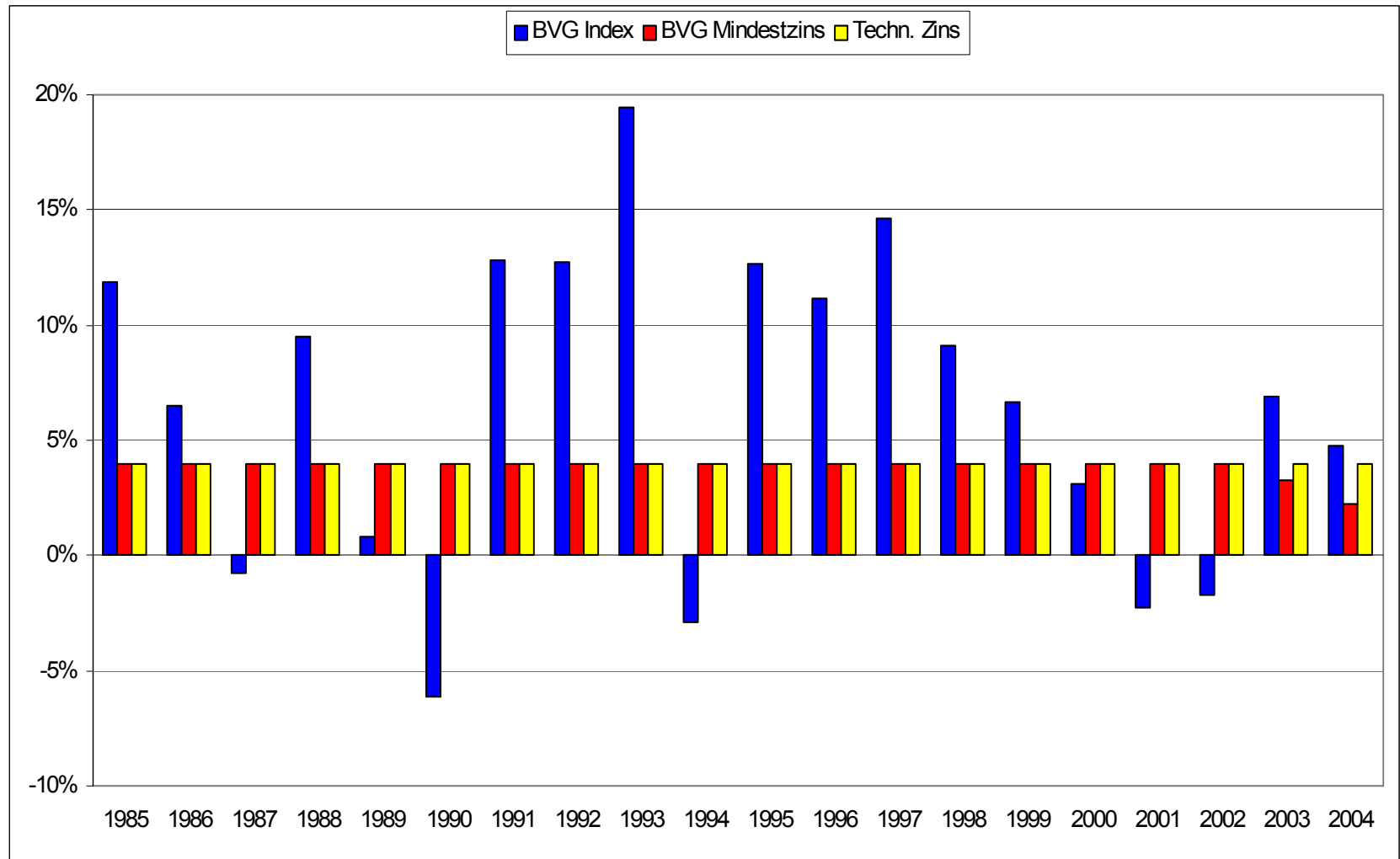
Modellannahmen: BVG-Zins und technischer Zinssatz

	Aktive	Rentner
Beitragsprimat	<i>BVG-Mindestzins (variabel)</i>	Technischer Zins (fix)
Leistungsprimat	Technischer Zins (fix)	Technischer Zins (fix)

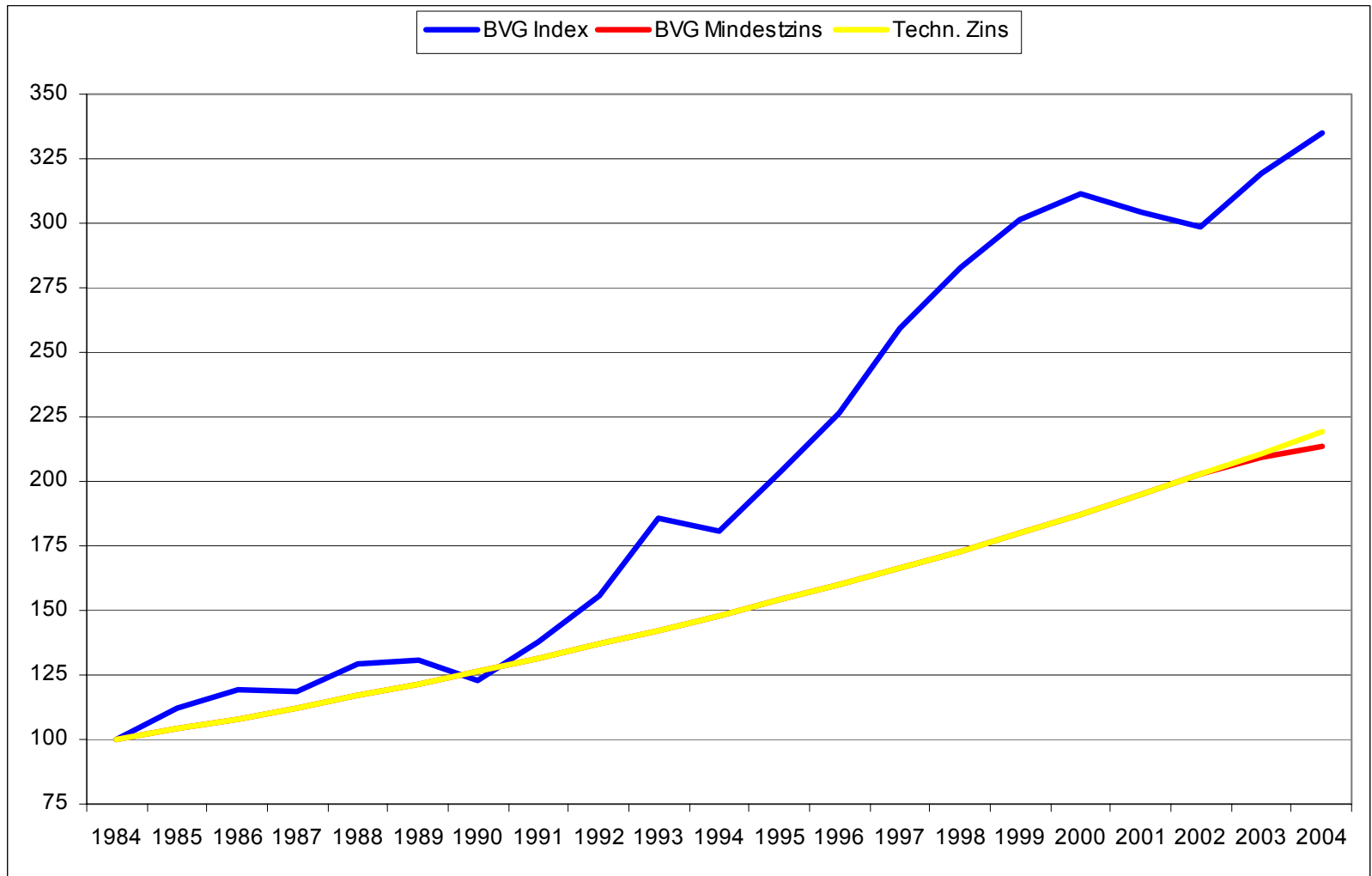
Rendite = Dritter Beitragszahler



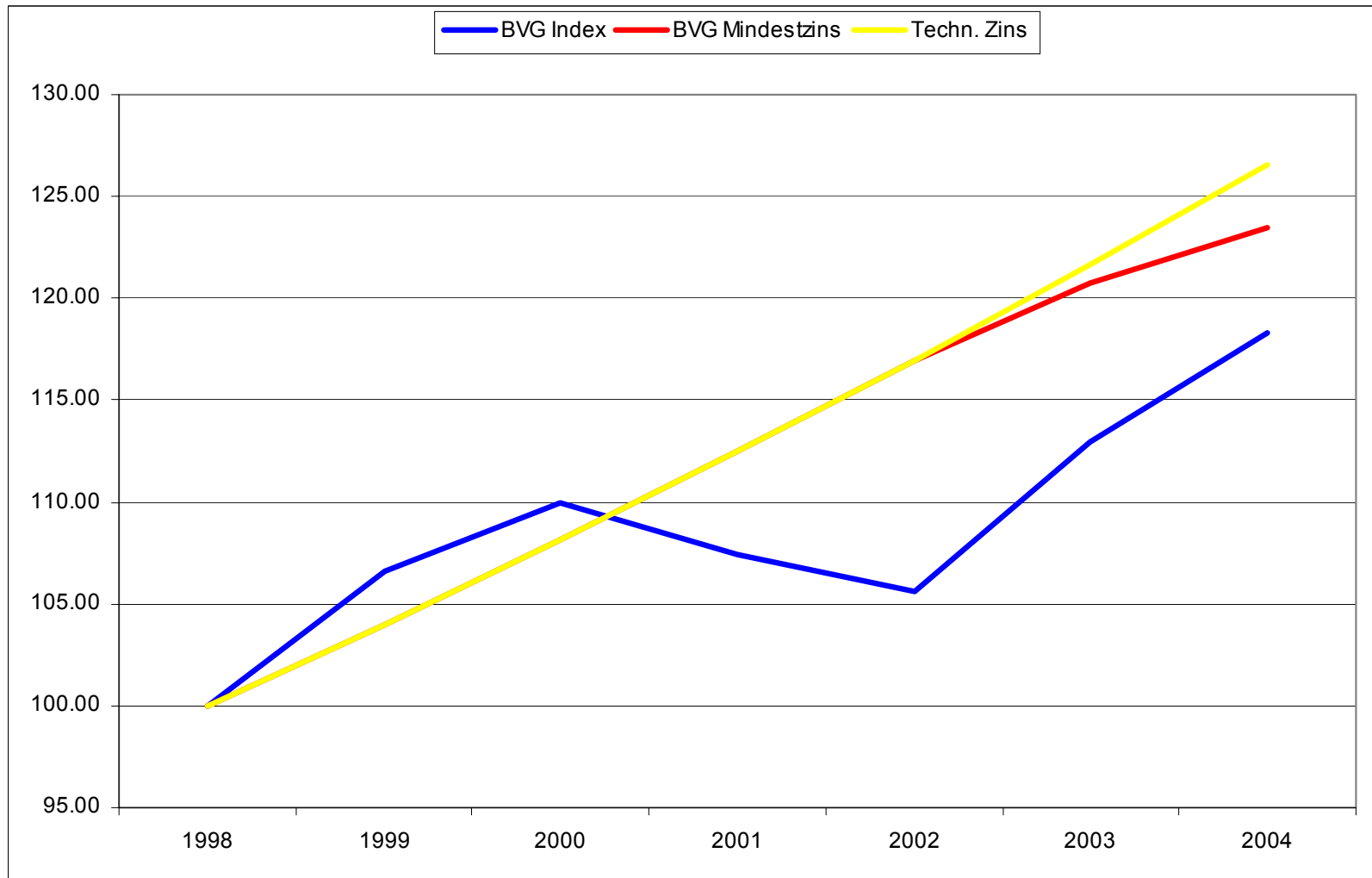
BVG Index 93, BVG-Zins, techn. Zins p.a.



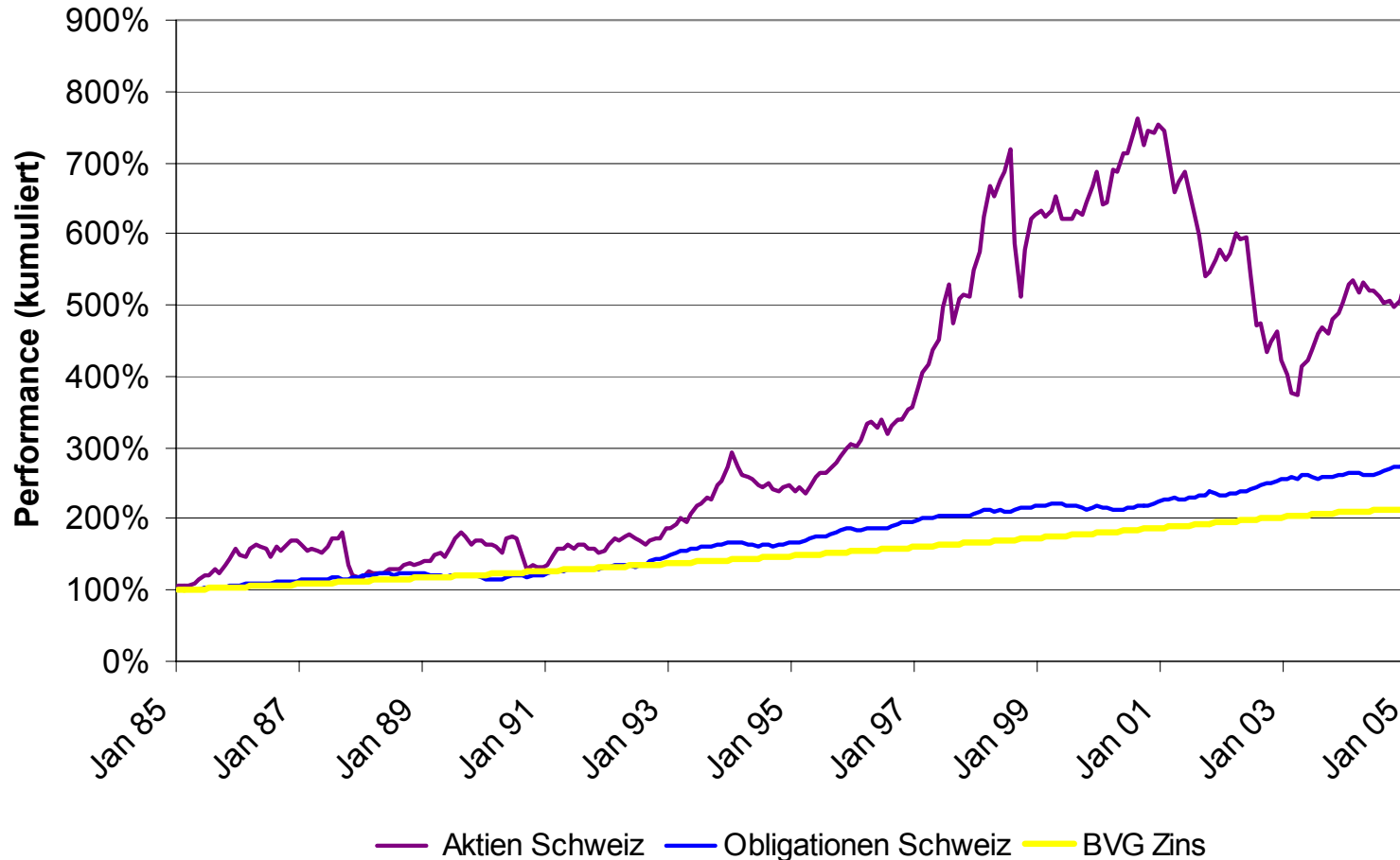
BVG Index 93, BVG-Zins, 4% techn. Zins



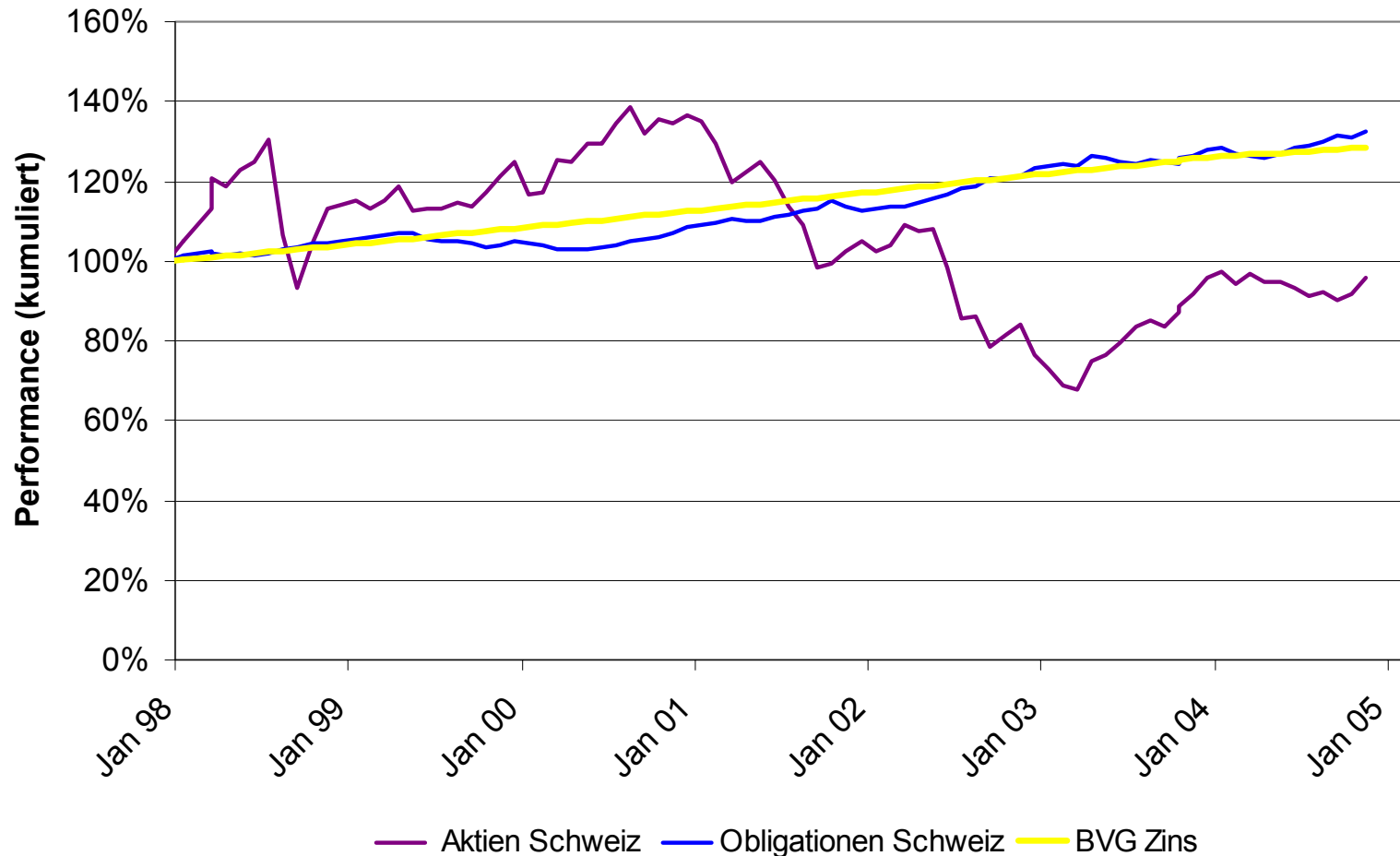
BVG Index 93, BVG-Zins, 4% techn. Zins



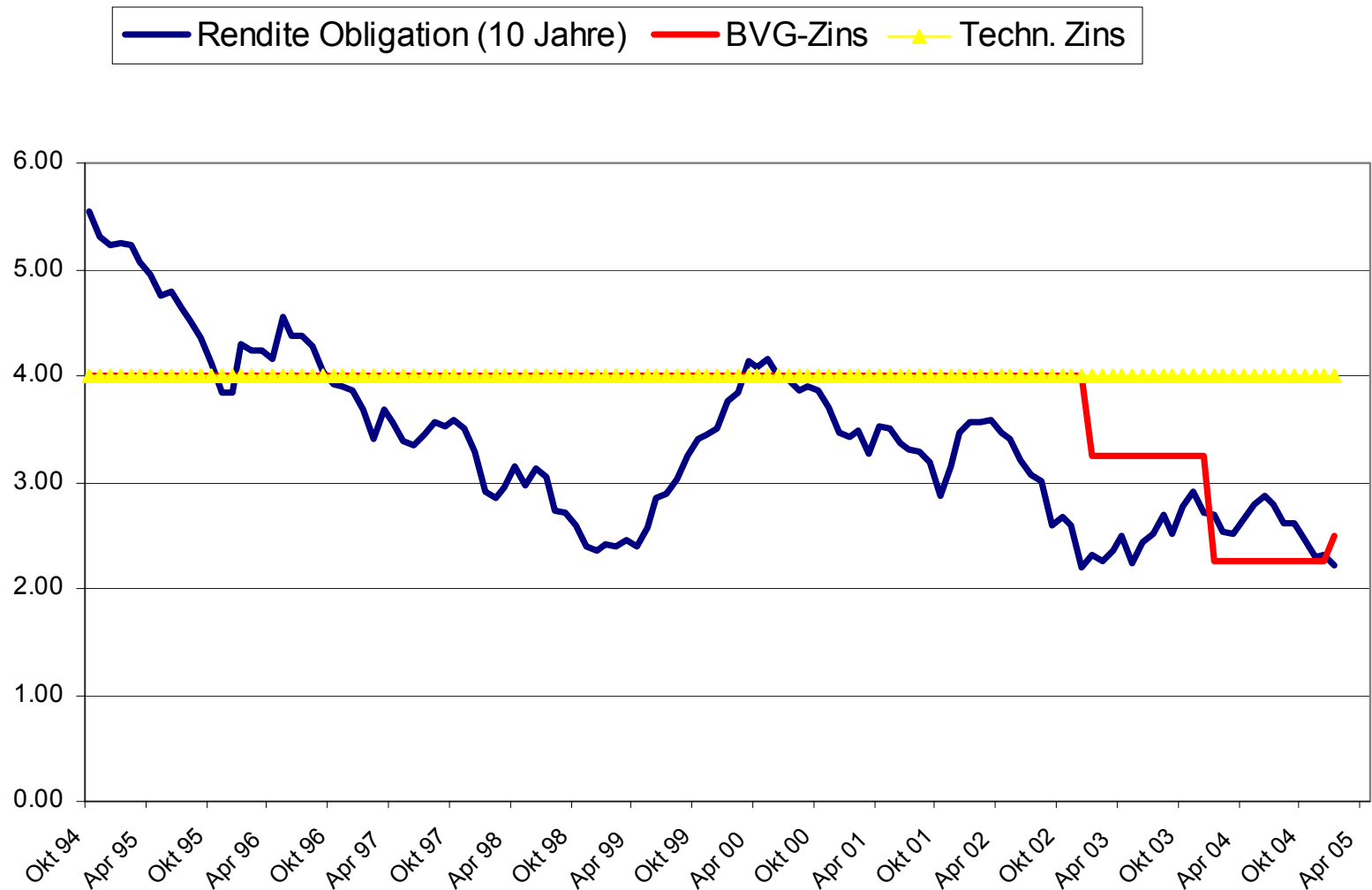
BVG-Zins, Aktien und Obligationen seit 1985



BVG-Zins, Aktien und Obligationen seit 1998



Rendite Obligationen, BVG-Zins, 4% techn. Zins



-
- Das Zinsniveau ist seit Jahren tiefer als der BVG-Zins und der technische Zins.
 - Die 90er Jahre waren geprägt durch aussergewöhnlich hohe Aktienrenditen.
 - Der BVG-Zins und der technische Zins sind finanz-ökonomisch betrachtet zu hoch.

2. Die grundsätzlichen Fragen

... Annahmen über die zu erzielende Rendite?

oder

... Mit welcher Rendite werden die Beiträge und Leistungen kalkuliert?

und

... Wer trägt die damit verbundenen Anlage- bzw. Finanzierungsrisiken?

Zusammenspiel von Beitrags- und Anlagepolitik

Beispiel (1)

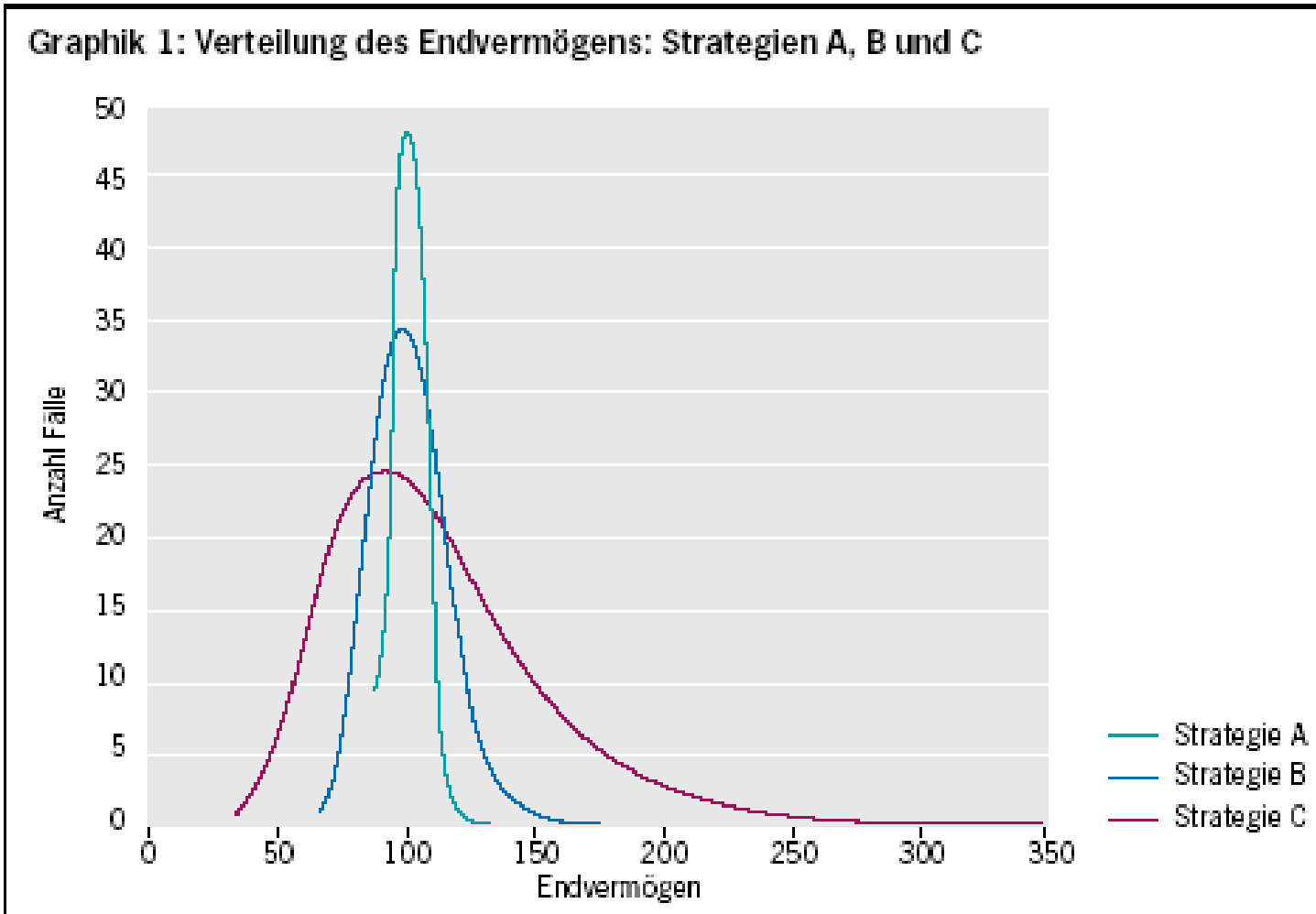
Strategie A	Anlagestrategie:	100% Obligationen
	Beiträge:	1.05 x Soll-Beiträge

Strategie B	Anlagestrategie:	60% Obligationen, 40% Aktien
	Beiträge:	0.95 x Soll-Beiträge

Strategie C	Anlagestrategie:	100% Aktien
	Beiträge:	0.85 x Soll-Beiträge

Zusammenspiel von Beitrags- und Anlagepolitik

Beispiel (2)



Quelle: SPV 07/00

1) *Ohne Anlageerträge: Zins = 0*

Rentenleistung = Beiträge

2) *Mit „risikolosen“ Zinserträgen: Rendite Bundesobligation*

Rentenleistung = Beiträge + Rendite Bundesobligationen

3) *Mit risikobehafteten Anlageerträgen: Erwartete Rendite einer Anlagestrategie mit Obligationen, Aktien, Immobilien, Alt. Anlagen*

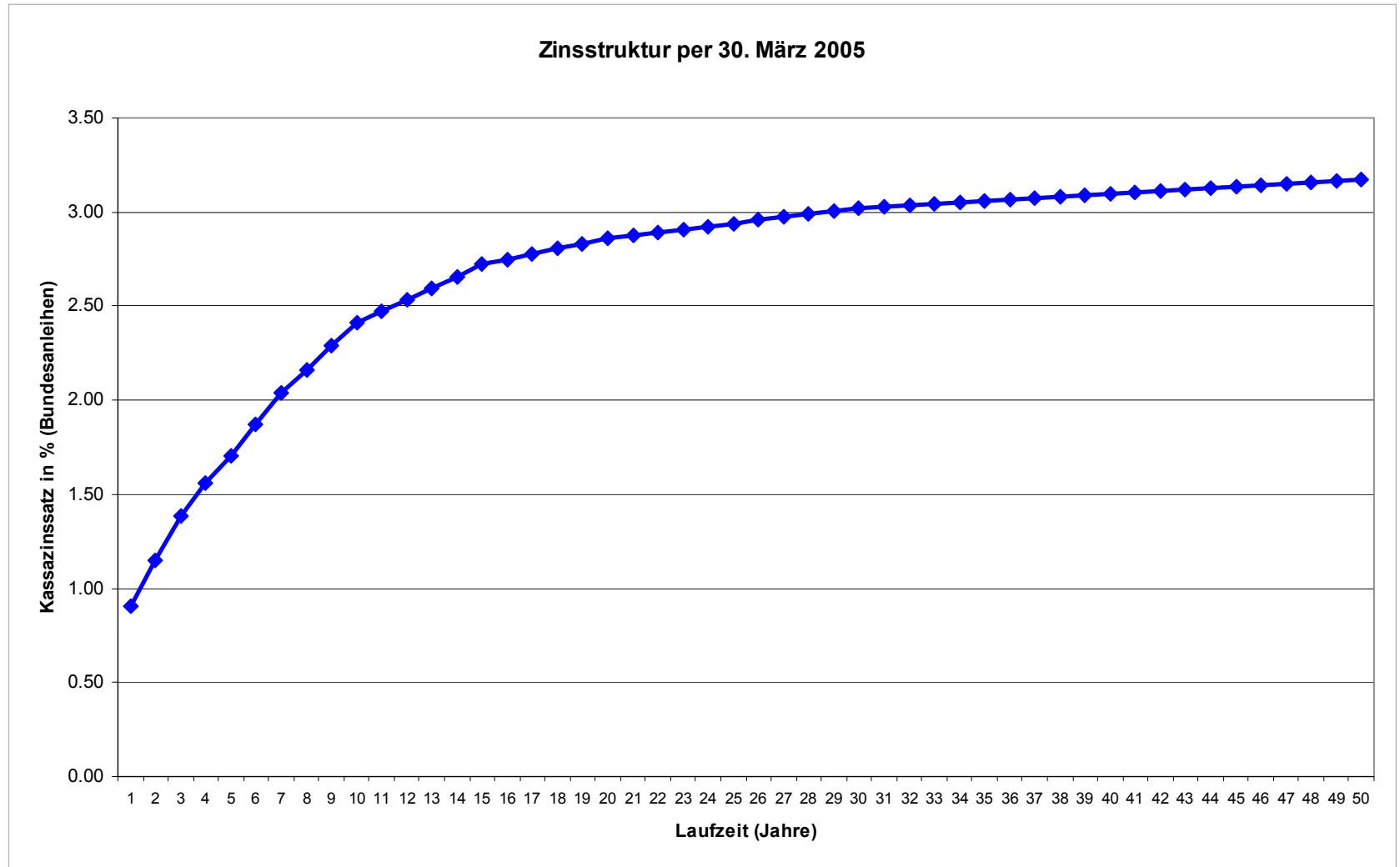
Erwartete Rentenleistung = Beiträge + erwartete Strategierendite

3. Finanzierung ohne Anlageerträge

- Widerspricht der Grundidee des Kapitaldeckungsverfahrens.
- Keine effiziente Lösung, da der Zeitwert des Geldes (Zinsertrag) nicht genutzt wird.

4. Was heisst risikolose Finanzierung?

- Das Vorsorgekapital wird entsprechend der Fälligkeiten der Rentenleistungen in Bundesobligationen angelegt.
- Das Kapital für die Rente, die in einem Jahr fällig wird, wird in eine Bundesobligation mit einer Restlaufzeit von einem Jahr angelegt, usw. (Cashflow Matching).
- Welcher Kapitalertrag kann in diesem Fall erwartet werden?



- Aufgrund der aktuellen Zinsstruktur und einer barwertgewichteten Restlaufzeit der Verpflichtungen einer typischen Pensionskasse im Leistungsprimat von rund 15 Jahren ...
... resultiert eine durchschnittliche, „risikolos“ erzielbare Rendite von höchstens rund 2.5% bis 3% p.a.
- In diesem Beispiel wäre ein technischer Zinssatz von maximal 3% p.a. am Kapitalmarkt „risikolos“ finanzierbar.

- Darin enthalten ist keine Marge für
 - die Vermögensverwaltungskosten,
 - die Anpassung der Renten an die Teuerung,
 - die Finanzierung der Zunahme der Lebenserwartung.
- Daher auch die Überlegung, einen Abschlag gegenüber dem risikolosen Zinssatz vorzunehmen.

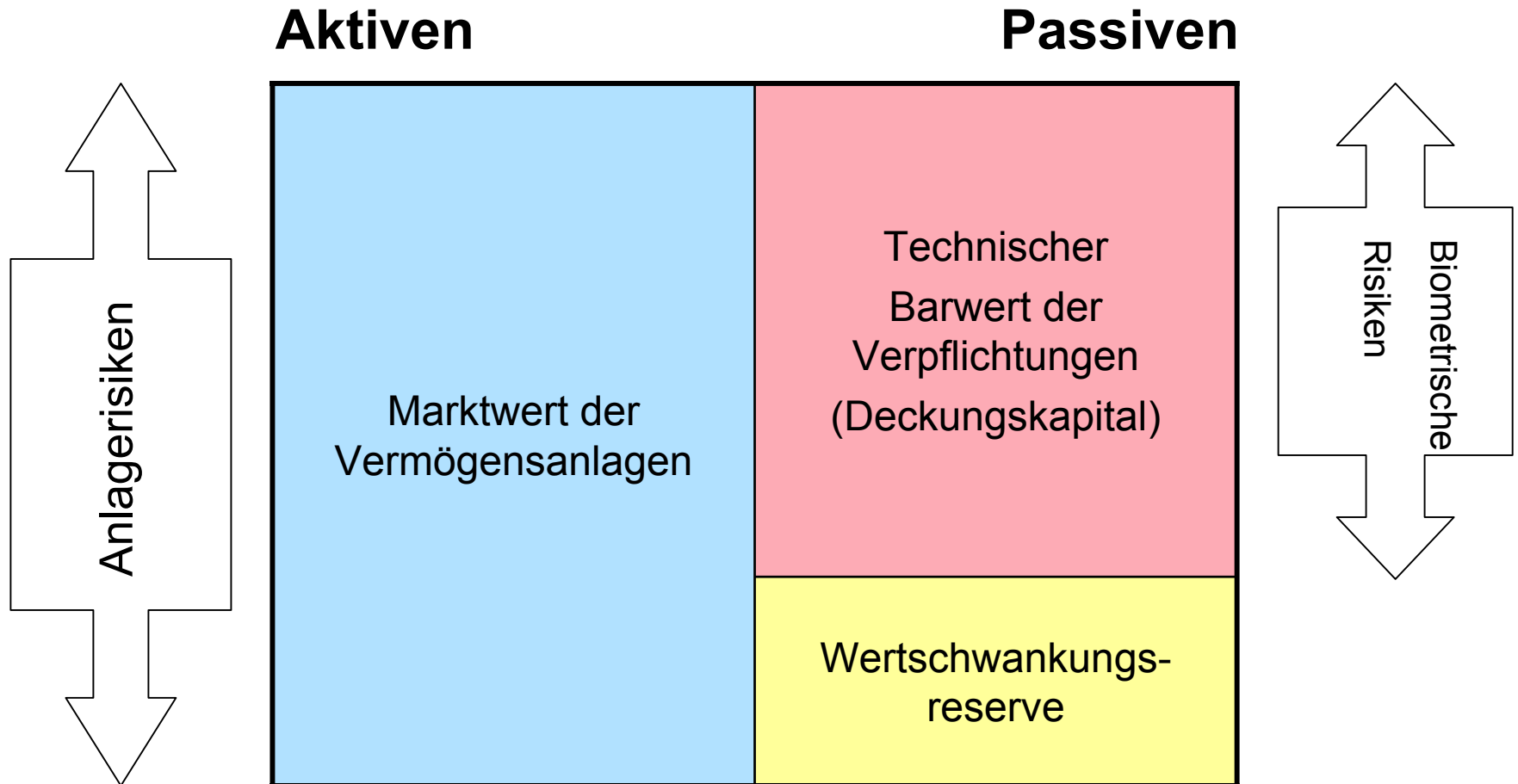
- Fixer absoluter Abschlag von z.B. 0.5%-Punkten:
... Es resultiert ein techn. Zins von 2% bis 2.5%.
- Fixer relativer Abschlag von z.B. 40% (analog EU für Einzellebensversicherung):
... Es resultiert ein techn. Zins von 1.5% bis 1.8%.

Auswirkungen auf eine Pensionskasse

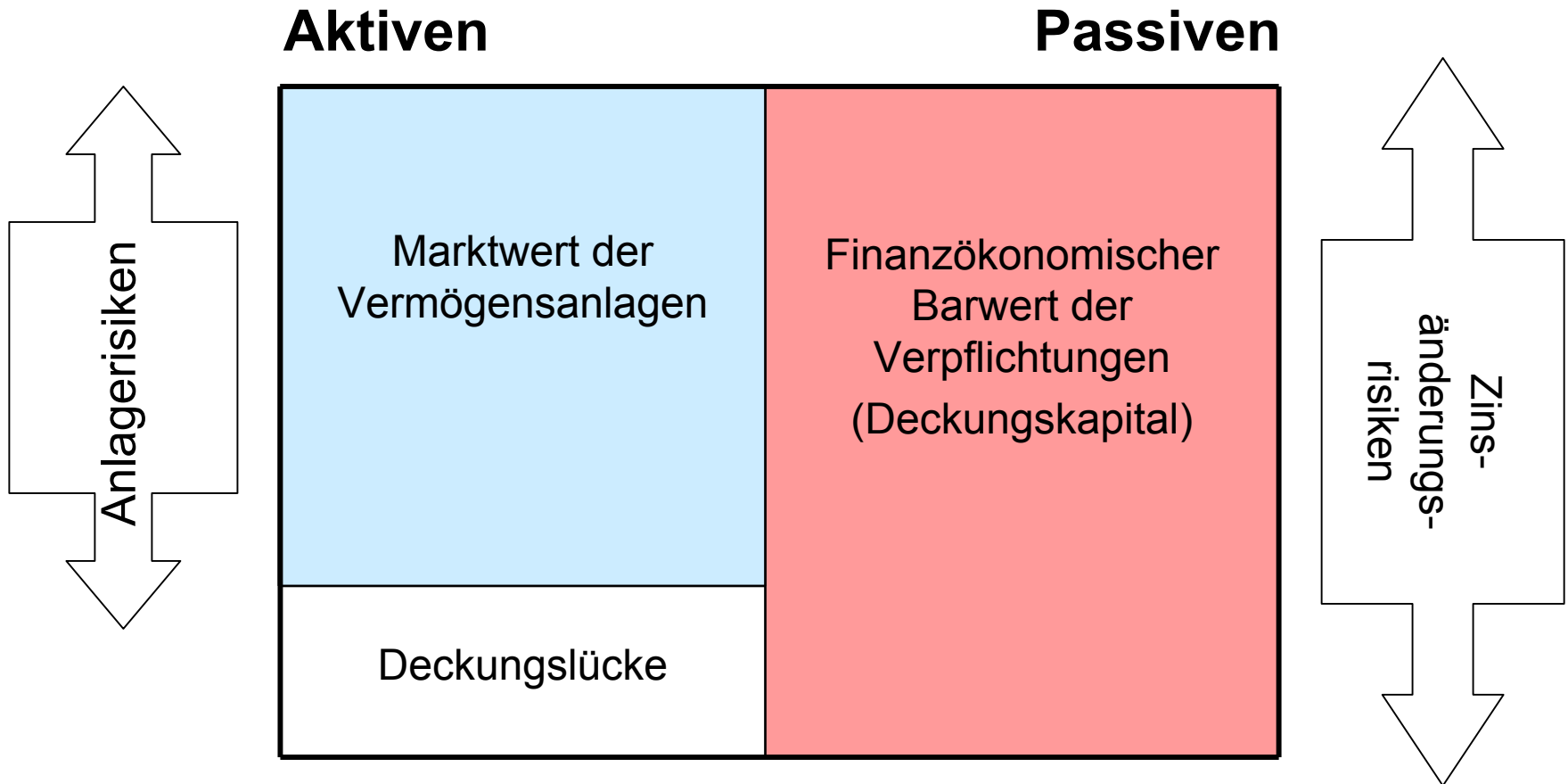
	Techn. Zins 4%	Techn. Zins 3.5%	Techn. Zins 3%
Vermögen (Mio. CHF)	863	863	863
Verpflichtungen (Mio. CHF)	830	897	967
Überschuss / Unterdeckung	+33	-34	-106
Deckungsgrad	104%	96%	89%

- „Das können wir nicht machen, sonst verschlechtert sich unser Deckungsgrad und wir werden zum Sanierungsfall!“
- „Wir müssen den technischen Zins an die wirtschaftliche Realität anpassen, nur dann erkennen wir die **tatsächliche finanzielle Lage** und wissen, wie viel Vermögen heute notwendig wäre, um die Vorsorgeleistungen risikolos zu finanzieren!“

5. Tatsächliche finanzielle Lage: Technisch



Tatsächliche finanzielle Lage: Ökonomisch



Tatsächliche finanzielle Lage: True & fair?

	Vorsorgeeinrichtungen	Unternehmen mit finanziellen Verpflichtungen
Aktiva	Marktwerte	Marktwerte
Passiva	Barwert der Verpflichtungen mit fixem technischen Zins	Barwert der Verpflichtungen mit variablem, risikolosem Zins
True & Fair	Nein , da nur Aktiva finanzökonomisch korrekt bewertet	Ja , da Aktiva und Passiva finanzökonomisch korrekt bewertet

- Aus finanzökonomischer Sicht werden fixe zukünftige Cashflows (z.B. Rentenleistungen) mit einem risikolosen Zinssatz abdiskontiert.
- Die erwartete Rendite auf dem die Verpflichtungen finanzierenden Anlagevermögen hat keine Bedeutung für den „richtigen“ Diskontsatz (technischer Zinssatz).
- Zwei identische Pensionskassen haben das selbe Deckungskapital. Dies selbst wenn PK „A“ nur in Obligationen und PK „B“ nur in Aktien investiert.

- Warum sollen Vorsorgeeinrichtungen ihre finanziellen Verpflichtungen nicht auch nach finanzökonomischen Kriterien bewerten?
- Können die Glättungseffekte mit dem Argument der Langfristigkeit verteidigt werden?
- Genügt die Langfristigkeit als Voraussetzung für eine Finanzierung mit einer risikobehafteten Anlagestrategie?

6. Risikobehaftete Finanzierung

- Liegt der erforderliche Zins über der am Kapitalmarkt risikolos erzielbaren Rendite, dann
 - sind die versprochenen Leistungen bei gegebenen Beiträgen nur mit einer risikobehafteten Anlagestrategie finanzierbar.
 - müssen im Falle, dass die Risikoprämie nicht erwirtschaftet werden kann, entweder Beiträge erhöht und / oder Leistungen reduziert werden,
 - stellt sich die Frage nach den **Trägern der Anlage- bzw. Finanzierungsrisiken.**

Risikobehaftete Finanzierung und Risikoträger bei Unterdeckung

	Aktive	Arbeitgeber	Rentner
Reduktion Verzinsung Altersguthaben	Beitragsprimat	-	-
Sanierungsbeiträge	Beitrags- und Leistungsprimat	Beitrags- und Leistungsprimat	-
Kürzung laufender Renten	-	-	Nur sehr beschränkt möglich

7. Fünf Thesen aus finanzökonomischer Sicht

1. Finanzökonomische Bewertung der Verpflichtungen
2. Risikoloses Portfolio als Startpunkt der Strategie
3. Risikoträger und Risikobudget definieren
4. Risiken anteilmässig auf Aktive und Rentner verteilen
5. Risikobudget bestimmt Anlagestrategie

- Verpflichtungen von Vorsorgeeinrichtungen sollen, wie alle finanziellen Verpflichtungen, nach finanzökonomischen Kriterien korrekt bewertet werden.
- Das bedeutet, dass der technische Zinssatz höchstens dem risikolosen Zinssatz entsprechen darf und periodisch angepasst werden muss.
- Das gilt auch für den BVG-Mindestzins.

- Der Startpunkt jeder Anlagestrategie muss das „risikolose“ Portfolio sein.
- Im Falle einer Pensionskasse ist das in der Regel ein Obligationenportfolio mit derselben Laufzeiten- und Cashflow-Struktur wie deren Verpflichtungen.

These 3) Risikoträger und Risikobudget definieren

- Das Argument der Langfristigkeit genügt nicht für eine Finanzierung mit einer risikobehafteten Anlagestrategie.
- Es müssen ex ante die Risikoträger, ein Risikobudget sowie allfällige Sanierungsmassnahmen definiert werden.
- Dann kann und soll wie bisher eine diversifizierte, risikobehaftete Anlagestrategie verfolgt werden.

These 4) Risiken anteilmässig verteilen

- Es sollen nicht nur die Beitragszahler als Risikoträger eingesetzt werden (Umverteilung!).
- Auch die Rentner müssen im Umfang ihrer Deckungskapitalien Anlagerisiken übernehmen.
- Analog zu den Risiken sind auch allfällige Mehrrenditen und Überschüsse anteilmässig zu verteilen.

These 5) Risikobudget bestimmt Anlagestrategie

- Wenn Risikoträger und Risikobudget definiert sind, kann in eine risikobehaftete Anlagestrategie investiert werden.
- Der Kern dieser Strategie ist das risikolose Portfolio.
- Ergänzend dazu wird in traditionelle (Aktien, Immobilien) und nicht-traditionelle (Private Equity, Hedge Funds) Anlagen investiert.