

Technischer Zins und Anlagestrategie

Der Kapitalmarkt entscheidet

In den letzten Jahren senkte eine Reihe von Pensionskassen ihren technischen Zins. Dies hat in der Regel jedoch keinen Einfluss auf die Risikofähigkeit einer Kasse.

Aus Sicht des Stiftungsrats stellt sich die schwierige Frage, inwieweit die Anlagestrategie einer Vorsorgeeinrichtung von seinen Entscheiden über die Höhe des technischen Zinssatzes abhängt. Er muss sich überlegen, ob sich die Kasse eine Senkung oder eine Erhöhung des technischen Zinssatzes angesichts ihrer finanziellen Rahmenbedingungen überhaupt erlauben kann.

Vielfach wird befürchtet, dass der tiefere technische Deckungsgrad, der die Folge einer Senkung des technischen Zinssatzes ist, die Stiftung zwingt, eine risikoärmere Anlagestrategie zu wählen. Eine risikoärmere Anlagestrategie führt jedoch zu tieferen Erträgen, sodass die durch die Veränderung des technischen Zinssatzes verursachte verschlechterte finanzielle Lage durch die Senkung zementiert wird. Inwieweit diese Argumentation stichhaltig ist, wird im vorliegenden Artikel analysiert.

Problemstellung

Oft wird von folgendem Zusammenhang zwischen dem technischen Zins und der Risikofähigkeit ausgegangen:

Wird der technische Zins gesenkt, dann steigen die ausgewiesenen Verpflichtungen. Dies führt zu sinkenden freien Mitteln respektive tieferen Wertschwankungsreserven. Somit geht der technische Deckungsgrad gemäss Jahresrechnung zurück. Da umso mehr Anlagerisiken absorbiert werden können, je höher der Deckungsgrad ist, sinkt als Folge des veränderten technischen Zinses die Risikofähigkeit. Gleichzeitig führt der tiefere

technische Zinssatz zu einer tieferen notwendigen Mindestrendite. Die Pensionskasse ist somit weniger risikofähig, muss aber auch weniger Rendite erzielen.

Aus diesem Grund fragen sich Stiftungsräte oft, ob es sich lohnt, den technischen Zinssatz zu senken. Denn möglicherweise führt der beschriebene negative Effekt auf die Risikofähigkeit sogar zu einer Verschlechterung der Lage der Vorsorgeeinrichtung.

Risikofähigkeit

Die Risikofähigkeit einer Pensionskasse hängt einerseits von ihrer strukturellen und andererseits von ihrer finanziellen Risikofähigkeit ab. Die strukturelle Risikofähigkeit ergibt sich direkt aus der Versichertenstruktur. Zwei wichtige Faktoren sind die Altersstruktur der Versicherten und die Liquiditätsbilanz. Ersterer beschreibt den Anteil Aktive versus Rentner sowie die Verteilung der Deckungskapitalien innerhalb dieser Gruppen. Die Liquiditätsbilanz erklärt, inwieweit die Renten aus den Beiträgen bezahlt werden können.

Die finanzielle Risikofähigkeit lässt sich in die beiden Hauptfaktoren «technischer Deckungsgrad» (Deckungsgrad gemäss Jahresrechnung) und «ökonomischer Deckungsgrad» (effektiver Deckungsgrad bei kapitalmarktbasierter Bewertung der Verpflichtungen) unterteilen. Als weiterer Faktor muss die Sanierbarkeit einer Stiftung beachtet werden. Diese vorhandene Risiko-

fähigkeit muss mit der erforderlichen Risikofähigkeit (Mindestrendite) abgeglichen werden.

Ökonomische Grundlagen

Die zwei folgenden ökonomischen Zusammenhänge sind zum Verständnis des Problems zentral:

1. Investoren verlangen bei risikoreicheren Anlagen eine Entschädigung für die eingegangenen Risiken. Die erwartete Rendite von risikoreicheren Anlagen (wie beispielsweise Aktien) muss daher höher sein als von risikoärmeren Anlagen (wie hochqualitativen Obligationen). Natürlich stimmt dieser Zusammenhang

In Kürze

- > Eine Senkung des technischen Zinses beeinträchtigt die Risikofähigkeit einer Kasse nicht
- > Unrealistische Annahmen können den Stiftungsrat zu Fehlschlüssen verleiten

rückblickend nicht immer, es gibt Phasen, in welchen mit Obligationen mehr verdient wird als mit Aktien. Genau das ist aber Ausdruck der Risiken und eine logische Folge des Gesamtzusammenhangs. Die Ereignisse im Jahr 2007 haben viele Anleger wieder schmerzhaft an diesen fundamentalen Zusammenhang erinnert: Einige vermeintlich «risikolose» Zusatzrenditen haben sich als risikobehaftet herausgestellt.

2. Das Renditeniveau bei festverzinslichen Anlagen hängt sehr stark von der erwarteten Inflationsrate ab. Erwartet der Markt eine hohe zukünftige Teuerung

Autor

Hansruedi Scherer
Partner PPCmetrics,
Zürich



(wie beispielsweise 1991), dann ist das Zinsniveau sehr hoch. Bei tiefer erwarteter Teuerung (wie 2004) sind die erwarteten Renditen auf Obligationen tief.

Da die erwarteten Renditen auf Aktien höher sein müssen als diejenige auf Obligationen, schwanken auch die erwarteten Aktienrenditen mit denjenigen der Obligationen. Es ist daher in einem Umfeld tiefer Zinsen ex ante viel schwieriger, eine definierte Rendite von beispielsweise 4 Prozent zu erzielen, als wenn das Zinsniveau hoch ist (und die Inflationsrate zum Beispiel über 4 Prozent liegt). Die Bewertung der Verpflichtungen muss genau diese unterschiedliche Schwierigkeit in der Erreichbarkeit des Ziels abbilden. Die gleiche zukünftige Rentenzahlung muss in einem Umfeld mit tiefem Nominalzinsniveau zu vergleichsweise hohen ausgewiesenen Verpflichtungen führen und in einem Umfeld von hohen Nominalzinsen zu tiefen ausgewiesenen Verpflichtungen.

Die Höhe des verwendeten Abdiskontierungssatzes muss daher bei einer wirtschaftlich korrekten Betrachtungsweise von der erwarteten Inflationsrate abhängen.

Veränderung des technischen Zinssatzes

Eine Senkung des technischen Zinssatzes führt zu einem Anstieg der benötigten Deckungskapitalien der Rentner und im Leistungsprimat auch zum Anstieg derjenigen der Aktiven. Der technische Deckungsgrad sinkt in der Folge. Aber verändert dies auch effektiv die Risikofähigkeit?

Nein! Ursache und Wirkung wird in der Praxis oft verwechselt. Ursächlich hat nicht die Veränderung des technischen Zinssatzes zu den höheren Deckungskapitalien geführt, sondern die veränderten Kapitalmarktbedingungen. Nicht der «administrative» Akt der Pensionskasse, also die Anpassung des technischen Zinssatzes, hat zu einer Veränderung der Risikofähigkeit geführt, sondern die veränderte ökonomische Realität.

Da die meisten Pensionskassen den ökonomischen Deckungsgrad nicht permanent berechnen, sehen sie die Auswirkungen der Kapitalmarktänderungen erst, wenn der technische Zinssatz verändert

wird. Je stärker der technische Zins von der ökonomischen Realität abweicht, umso ausgeprägter ist dieser Effekt.

Wenn es die wirtschaftliche Realität verlangt, sollte der technische Zinssatz gesenkt werden, auch wenn dies buchhalterisch nicht attraktive Konsequenzen hat.

Anpassungen der Rückstellungen

Die Risikofähigkeit einer Pensionskasse und damit auch die langfristige Anlagestrategie muss sich zwingend an der ökonomischen Realität orientieren. Es ist daher zentral, dass bei der Bestimmung der Risikofähigkeit eine vollständige Bilanz erstellt wird, die nicht der ausgewiesenen Bilanz entsprechen muss. Besitzt eine Pensionskasse beispielsweise eine grosszügige Regelung für die vorzeitige Pensionierung, die nicht ausfinanziert ist, dann muss sie die benötigten Zusatzmittel anlässlich der Risikofähigkeitsanalyse einplanen.

Für die Analyse der Risikofähigkeit ist entscheidend, dass alle zukünftigen Verpflichtungen einer Pensionskasse mit realistischen Annahmen bestimmt werden. Dies schliesst Annahmen bezüglich des Kapitalmarkts, aber auch versicherungstechnische Grössen wie Entwicklung der Lebenserwartung und Invaliditätsannahmen, mit ein. Darauf aufbauend müssen die ökonomisch benötigten Rückstellungen kalkuliert werden, unabhängig davon, ob sie tatsächlich in der Bilanz ausgeschieden werden oder nicht.

Rechnet die Pensionskasse selbst mit weniger realistischen Annahmen, dann ist dies für die Risikofähigkeit nur insofern relevant, als eine grosse Kluft zwischen der Realität und der Selbstdarstellung den Stiftungsrat zu Fehlschlüssen verleiten lassen kann.

Ausnahmen

Es gibt aber Fälle, bei welchen sich die Risikofähigkeit als Folge einer Veränderung des technischen Zinssatzes modifiziert. Dies kann dann eintreten, wenn nicht nur der technische Zins, sondern auch wichtige Parameter des Plans geändert werden.

Die folgenden Beispiele illustrieren diesen Aspekt:

– Ein tieferer technischer Zinssatz im Leistungsprimat muss bei gleichen ge-

wünschten Leistungen und unveränderten Kapitalmarktbedingungen mit höheren Beiträgen kompensiert werden. Höhere Beiträge verringern den Finanzierungsbedarf durch die Anlagetätigkeit und führen, im Vergleich zur Lage vor der Anpassung, zu einer höheren anlagepolitischen Risikofähigkeit.

– Die Senkung des technischen Zinssatzes auf den Rentnerdeckungskapitalien hat dazu geführt, dass viele Stiftungsrate realisierten, dass der Umwandlungssatz zu hoch ist. In der Folge wurde auch der Umwandlungssatz gesenkt. Dadurch sinken die zukünftigen Pensionierungsverluste und die Risikofähigkeit erhöht sich.

Fazit

Bei der Diskussion über den Zusammenhang zwischen dem technischen Zins und der Anlagestrategie muss zwischen einer buchhalterischen und ökonomischen Sicht unterschieden werden. Buchhalterisch scheint eine Senkung des technischen Zinssatzes eine negative Wirkung auf die Risikofähigkeit zu haben. Effektiv hat sich die Risikofähigkeit aber bereits im Vorfeld der Anpassung des technischen Zinssatzes verändert.

Meist werden die technischen Zinssätze erst mit einer grossen zeitlichen Verzögerung an das veränderte Umfeld angepasst, da einer stabilen Bilanzdarstellung eine hohe Priorität eingeräumt wird. Die publizierten Bilanzen hinken daher der Wirklichkeit in der Regel hinterher und zwar bei sinkenden wie auch bei steigenden Zinsen. Solange der Stiftungsrat sich dieser Tatsache bei seinen Entscheidungen bewusst ist und nicht Schein mit Sein verwechselt, ist dies zwar nicht unbedingt transparent, aber ökonomisch auch nicht als problematisch einzustufen. ■