

Juni 2013

VORSORGE-INFO Nr. 24

ÜBER VERZINSUNG UND ZINSSÄTZE

Die Sparkapitalien der Aktivversicherten wurden in den letzten Jahren mit Sätzen zwischen 0% und 2% verzinst. Im Vergleich mit privaten Bankkonten kann dies immer noch als leicht vorteilhaft bezeichnet werden, kann aber aus Sicht der Vorsorge bei anhaltend tiefer Verzinsung zu unangenehmen Nebenfolgen führen.

Zum einen werden Lohnerhöhungen bei tiefer Kapitalverzinsung dazu führen, dass das einem Sparplan zugrunde gelegte Leistungsziel nicht mehr erreicht werden kann und somit zu Leistungseinbussen führen wird. Langfristig kann diesem Umstand nur durch eine Änderung der Finanzierung entgegengewirkt werden. Zum anderen haben tiefe Sparkapitalverzinsung über längere Zeit zur Folge, dass Aktivversicherte und Rentenbezüger unterschiedlich behandelt werden, weil die Vorsorgekapitalien der Rentner in den meisten Fällen immer noch mit 3% bis 4% verzinst werden. Für die einen mag dies die logische Konsequenz der Solidarität in einem Pensionssystem sein, für die anderen ist es zunehmend eine stossende Ungleichbehandlung.

Zumindest in der Frage unterschiedlicher Zinssätze bei Aktivversicherten und Rentenbezügern dürfte sich im Verlauf der nächsten Jahre eine Angleichung abzeichnen. Durch das Wegfallen der hohen massgebenden Renditen aus den 1990-er Jahren wird der Referenzzinssatz der Kammer der PK-Experten kontinuierlich sinken; die Einzelheiten dieses Referenzzinssatzes haben wir in unserem Vorsorge-Info Nr. 20 vorgestellt. Der heute noch geltende Referenzzinssatz von 3.5% dürfte sich per Ende 2013 gegen 3.0% bewegen, um in den Folgejahre sogar in die Richtung von 2.5% zu sinken. Dies bedeutet, dass die Vorsorgekapitalien in den nächsten Jahren mit einem technischen Zinssatz zwischen 2.5% und 3.0% zu bewerten sein werden, was zu höheren Deckungskapitalien und tendenziell tieferen Deckungsgraden führen wird. Zudem werden davon auch die Umwandlungssätze betroffen sein, die tiefer ausfallen werden und somit für die Aktivversicherten eine weitere Leistungseinbusse zur Folge haben wird.

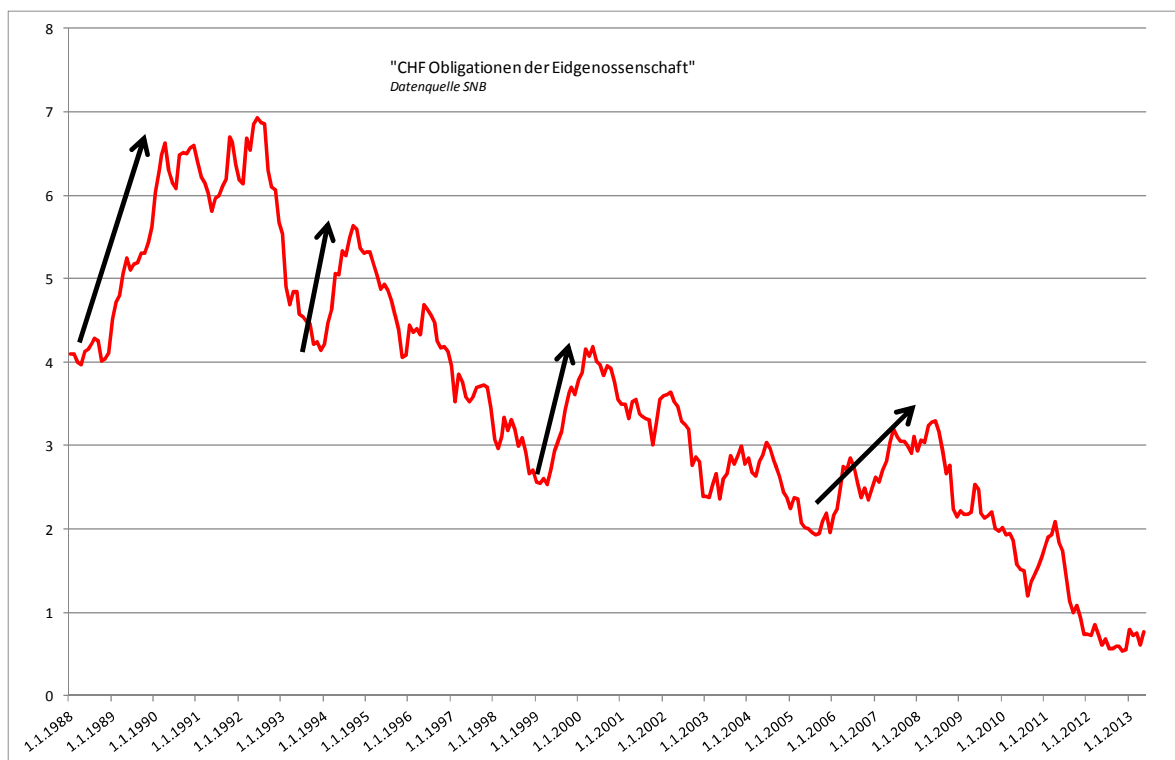
Sollten sich die Zinsen an den Märkten in den nächsten Jahren nach oben entwickeln und sich die Ertragslage der Vorsorgeeinrichtungen verbessern, bedeutet dies nicht zwingend, dass die Sparkapitalien automatisch höher verzinst werden können. Viele Vorsorgeeinrichtungen verfügen immer noch über eine eingeschränkte Risikofähigkeit, weil die Wertschwankungsreserven ihren Sollbetrag noch nicht erreicht haben. Deswegen wird auf dem Gebiet der Personalvorsorge weiterhin mit eher tiefen Zinssätzen zu rechnen sein.

ZINSÄNDERUNGEN: HERAUSFORDERUNGEN „HÜBEN WIE DRÜBEN“

Die diesjährige Übergangsphase vom Winter zum Sommer wurde allenthalben vermisst; eben erst noch die Heizungen abgestellt, fand man sich bei tropischen 35 Grad wieder und konstatierte, dass der heurige Frühling wohl nur aus Dauerregen und Hochwasser bestand.

Solcherart abrupte Wechsel können sowohl aus meteorologischer wie auch aus finanzökonomischer Sicht ins Tuch gehen. Insbesondere dann, wenn die Ausgangslage ungünstig ist (Tiefebene in Flussnähe \leftrightarrow aktuell tiefes Zinsniveau) und sich zusätzlich die Vorbereitungen – meist erst im Nachhinein – als ungenügend herausstellen (Stärke der Dammverbauungen etc. \leftrightarrow Zinssensitivität der Anlagen: d.h. Umfang, Art und Duration der Obligationenportefeuilles).

Ein Blick auf die historischen Renditen 10-jähriger Bundesobligationen zeigt, dass Renditeanstiege durchaus schnell – gemeint ist „schnell“ in Bezug auf die 10-jährige Bindungsdauer – vonstatten gehen können:



Über einen längeren Zeitraum betrachtet wird ausserdem ersichtlich, dass die Renditen „ihren von Böen unterbrochenen Landeanflug“ Ende 2012 höchstwahrscheinlich beendet haben. Auf einem Renditelevel von knapp über 0.5% war und ist die *Ausgangslage* für den weiteren Verlauf aber äusserst ungünstig.

Dass „Prognosen schwierig sind, insbesondere wenn sie die Zukunft betreffen“, wussten schon Niels Bohr und andere. Sicher ist, dass ein Renditeanstieg zu Kursverlusten in den Obligationenportefeuilles jedweder Anleger führt. Aufgrund der Stichtags-Bewertung bei

Pensionskassen widerspiegeln sich diese Kursverluste unmittelbar in den Bilanzen und führen zu tieferen Deckungsgraden.

Die hin und wieder angebrachten Gegenargumente, solche Verluste seien relativ zu betrachten, da ja Obligationen bis zum Verfall und vollständiger Rückzahlung gehalten werden können, verfangen (je nach Restlaufzeit) nur teilweise oder gar nicht. Eine solche Betrachtungsweise blendet (nicht direkt ersichtliche) *Opportunitätskosten* von vornherein aus. Beispiel: investiert man Kapital für 10 Jahre zu 1% Rendite, ist es nach einem Renditeanstieg (bspw. innerhalb von 2 Jahren auf 3%) immer noch für 8 Jahre (zu 1%) gebunden. Eine Neuanlage zu 3% ist nicht möglich (halten auf Verfall, entgangene Rendite: $2\% \times 8 = 16\%$) oder mit einem zu realisierenden Kursverlust von rund -18% verbunden.

Die o.g. Ausgangslage führt wie gesagt für alle Anleger zu zukünftigen Herausforderungen. Private Anleger dürften dabei weniger Schwierigkeiten haben als Pensionskassen mit Vorgaben, Renditedruck und Verpflichtungen. Besonders gefordert werden dürften Versicherungsgesellschaften: die ihnen vorgeschriebenen Kapitalgarantien und die daraus resultierende Anlageverteilung (60-70% Obligationen, nahezu keine Aktien) lassen Fragen offen, wie sie bei ihren Sammelstiftungen die BVG-Zinsvorgaben auch zukünftig erreichen können.

Die Mitte Mai veröffentlichten Vor-Resultate der Swissscanto-Umfrage 2012 geben interessante Hinweise darauf, wie sich die (privaten und öffentlich-rechtlichen) Vorsorgeeinrichtungen auf die eingangs genannte Übergangsphase vorbereiten: ihr *durchschnittlicher Obligationenanteil* betrug Ende 2008 (sicherlich auch krisenbedingt) noch 40.2%, per Ende 2012 lag der Anteil bei 35.8%. Bei einem *Zielwert* von 39.1% wird die *taktische Untergewichtung* (-3.3%-Pkte.) ersichtlich. Auf den ersten Blick scheint diese Abweichung nicht sonderlich markant zu sein, es gilt allerdings zu bedenken, dass es für jede Vorsorgeeinrichtung mit einer passiven Index-Strategie, eine Kasse mit entsprechender aktiver taktischer Ausrichtung braucht, um bei statistischen Durchschnittswerten eine solche Abweichung hervorzurufen. Höchst interessant, aber leider nicht Gegenstand der Umfrage, wären auch Angaben zur *durchschnittlichen Duration* der Obligationen resp. deren Veränderung. Wir sind überzeugt, dass auch hier markante Änderungen und Benchmark-Abweichungen hin zu *kürzeren Laufzeiten* zu verzeichnen wären.

Ebenfalls augenfällig ist das Ausmass des „Nicht-Investiert-Seins“: bei einem (bedarfsbestimmten) Zielwert von 3.4% an liquiden Mitteln stehen die Kassen (bereits seit einigen Jahren) mit 7.4% im „Seitenaus“.

Nebst der Herausforderung auf der Vermögens- und Renditeseite, kommt mit der Anpassung des technischen Zinssatzes (zur Bewertung der Passivseite und Verpflichtungen) an die Realitäten eine weitere hinzu. Die Reduktion des technischen Zinssatzes ist für Pensionskassen *vorerst* ein buchhalterisch schmerzhafter Übergangsprozess: die Deckungskapitalien von Rentnern (und Aktiven im Leistungsprimat) wie auch technische Rückstellung steigen an (insbesondere wenn reglementarische Umwandlungssätze nicht sofort und im technisch notwendigen Ausmass gesenkt werden). Letztlich resultiert eine „strengere Bewertung“ und der Deckungsgrad sinkt. *Im Nachgang* erhöht sich jedoch der Druck, die Umwandlungssätze und somit die zukünftigen Renten tatsächlich zu senken. Für eine Erhöhung von bereits laufenden (rückblickend zu hoch angesetzten) Renten besteht ohnehin meist kein Spielraum, geschweige denn ein Argument.

Die Einbussen finden somit nicht nur Eingang in die detailliert dokumentierten Jahresrechnungen, sondern landen schliesslich und endlich auch im Portemonnaie der Destinatäre. Dies erklärt (auch), weshalb solche Reduktionsprozesse mit deutlichen Verzögerungen, nur in kleinen Änderungsschritten und/oder wenn es die „Situation erlaubt“ vorgenommen werden.

Bei den von Swisscanto befragten *privaten Pensionskassen im Beitragsprimat* zeigt sich dies deutlich: der *durchschnittliche technische Zinssatz* betrug (jeweils per Jahresende) 2010 noch 3.49%, 2011 noch 3.32% (-0.17%-Pkte.) und per 2012 noch 3.08% (-0.24%-Pkte.). Weiter zeigt sich, wie *private Leistungsprimatkassen* per 2012 mit 3.33% und erst recht *öffentlich-rechtliche* (3.32% resp. 3.65% im Beitrags- resp. Leistungsprimat) noch deutlich im Rückstand liegen. Auch hier sind wir überzeugt, dass der allgemeine Reduktionsprozess weiter gehen wird. Der bei den autonomen Kassen bereits erreichte Schnitt von 3% jedoch ist beachtlich. Wiederum gilt das bereits angebrachte Argument: für jede Vorsorgeeinrichtung mit einem technischen Zinssatz von über 3%, existiert eine entsprechende mit einem tieferen Ansatz.

Während der technische Zinssatz den Realitäten mit einem Schritt hinterher hinkt, sind es bei den Umwandlungssätzen deren zwei. Repräsentativ führt die Studie den Umwandlungssatz 65 für Männer auf, dessen Mittelwert von 6.8% im 2010 auf aktuell 6.46% gesunken ist. Basierend auf aktuellen Grundlagen, würde dafür ein technischer Zins von rund 3.7% unterlegt. Dies korrespondiert nicht gerade mit den aufgeführten, effektiv angewandten Zinssätzen und lässt zweierlei mögliche Interpretationen zu: a) die Senkung der Umwandlungssätze ist nur verzögert, geht aber zukünftig weiter, oder b) die Umwandlungssätze werden bewusst zu hoch gehalten, innerhalb einer solchen Kasse werden zwei unterschiedliche technische Zinssätze angewandt (einer zur Bilanzbewertung, einer zur Berechnung der Umwandlungssätze resp. Leistungen), die Bildung entsprechender Rückstellungen sowie laufend entstehende Verluste bei Pensionierungen gehen zu Lasten der drei Beitragszahler Aktive, Arbeitgeber und Rendite.

Keine der beiden Varianten kann von sich behaupten, besser als die andere zu sein. Sofern Arbeitgeber und/oder ausserordentliche Renditen nicht vollumfänglich zu unterstützen vermögen, erfordern Anpassungen an die Realitäten hauptsächlich Opfer seitens der Aktivversicherten. Die äusserst schwierig zu treffenden Entscheidungen des Stiftungsrates gleichen daher eher der Wahl zwischen Pest und Cholera: der Variante a) folgend, werden nur gerade kurz vor ihrer Pensionierung stehende Versicherte etwas verschont; bei Wahl von Variante b) verschont man vordergründig *alle* zukünftigen Pensionierte, erhöht aber das Risiko, dass die entstandenen Kosten im Hintergrund mittels Minder- oder Nullverzinsung bei den hohen Guthaben vor allem älterer Versicherter wieder reingeholt werden müssen.

AKTIEN: AUSÜBUNG DER STIMMRECHTE

Nach Annahme der Minder-Initiative mussten die Vorsorgeeinrichtungen befürchten, dass sie einen erheblichen Mehraufwand zu betreiben haben, wenn sie Aktien direkt in ihrem Portefeuille halten. Der nun vorliegende Verordnungsvorentwurf – er enthält den wenig zurückhaltenden Titel „Verordnung gegen die Abzockerei“ – schwächt die ursprünglichen Befürchtungen doch wesentlich ab.

Die Vorsorgeeinrichtungen müssen in ihrem Reglement (Anlagereglement) festhalten, wie sie ihr Stimmrecht, das gemäss Verordnungsentwurf zur Stimmpflicht wird, in der Generalversammlung ausüben. Im Textentwurf ist wiederholt vom Interesse der Versicherten die Rede, weshalb der Stiftungsrat im Reglement festzulegen hat, nach welchen Grundsätzen dieses Interesse bei der Ausübung des Stimmrechts bestimmt wird. Wenn es im Interesse der Versicherten liegt, kann die Vorsorgeeinrichtung auch auf eine Stimmabgabe verzichten.

Unklar ist die vorgeschlagene Bestimmung über die Informationspflicht. Danach müssen die Vorsorgeeinrichtungen ihren Versicherten gegenüber jährlich Rechenschaft darüber ablegen, wie sie ihrer Stimmpflicht nachgekommen sind. Die Frage wird sein, was die Versicherten mit den gelieferten Informationen anfangen können. Falls seitens der Versicherten überhaupt Interesse besteht, wird eine Aussage ohne Wert den Zweck verfehlen und die Vorsorgeeinrichtung müsste in jedem Einzelfall erklären, wie und warum abgestimmt wurde oder allenfalls warum nicht abgestimmt wurde, was einen unverhältnismässigen Aufwand bedeuten würde. Praktikabel könnte eine Beschränkung sein, wenn nur über Traktanden informiert wird, bei welchen gegen die Anträge des Verwaltungsrates gestimmt wurde.

Die reglementarischen Bestimmungen müssen innerhalb eines Jahres nach Inkrafttreten der Verordnung angepasst werden.

Wir hoffen, Ihnen mit dieser Information einen Dienst zu erweisen, und wünschen Ihnen sonnige und erholsame Sommertage.

Muttenz, im Juni 2013
000/B/DOK-032860