

Samstag, 4. März 2006

TRIBÜNE Wohin fließen die hohen Börsengewinne?

VON MANUEL AMMANN

Das Jahr 2005 war ein Traumjahr für die Pensionskassen. Hohe Börsengewinne sorgten für gute Renditen, auch wenn nur Teile des Vermögens in Aktien investiert waren. Trotzdem schrieben viele Pensionskassen ihren Versicherten den Mindestzins von 2,5 Prozent oder nur wenig mehr gut.

Statt die Erträge den Versicherten zukommen zu lassen, bauten die Kassen Unterdeckungen ab oder Reserven auf. In beiden Fällen geschah eine Umverteilung zwischen den Versicherten, mit deren Kapital im letzten Jahr die hohen Erträge erwirtschaftet wurden, und den Versicherten, welche entweder in der Vergangenheit zu hohe Gutschriften erhalten hatten oder in der Zukunft einmal zu hohe Gutschriften erhalten werden, das heisst mehr als die am Kapitalmarkt dann erzielten Erträge.

Die Idee hinter diesem System ist, dass den Versicherten jedes Jahr gleich viel Rendite gutgeschrieben werden soll, unabhängig von der Entwicklung der Kapitalmärkte. Auf den ersten Blick erscheint dieser Versuch, die Versicherten so vor den Kapitalmarktrisiken zu schützen, durchaus einleuchtend und sinnvoll. Bei näherer Betrachtung offenbaren sich aber gravierende Probleme.

Erstens sind solche Versicherungen nicht kostenlos. Die Versicherten bezahlen diesen Schutz vor den Kapitalmarktrisiken nämlich immer selbst, da die Reserven mit den Erträgen aus ihrem Sparkapital geäuft werden.

Zweitens stellt sich das Problem der Quantifizierung der Reserven. Da nicht voraussagbar ist, wie viel Reserven in der Zukunft benötigt werden, liegen die Pensionskassen bei der Bildung und der Auflösung von Reserven immer falsch. Bilden sie zu wenig Reserven, wird man ihnen in der nächsten Baisse vorwerfen, nicht vorausschauend gehandelt zu haben. Bilden sie zu viel Reserven, macht man ihnen den berechtigten Vorwurf, sie würden den Versicherten Erträge vorenthalten.

Drittens führen die mit der Reservenbildung einhergehenden Umverteilungen zwischen Versichertengruppen zu Intransparenz.

Sie werden auch oft als willkürlich und ungerecht empfunden. Tritt jemand neu in eine Pensionskasse ein, bekommt er die Reserven geschenkt. Umgekehrt kann jemand, aus dessen Sparkapital und den darauf angefallenen Erträgen über Jahre hinweg die Reserven aufgebaut wurden, diese nicht mitnehmen, wenn er die Stelle wechselt oder sich bei der Pensionierung das Alterskapital auszahlen lässt.

Viertens führt der Versuch, die Versicherten vor Kapitalmarktrisiken zu schützen, zu

Ineffizienzen in der Anlagepolitik. Die Höhe der Reserven beeinflusst die Risikofähigkeit einer Kasse. Hat eine Kasse wenig oder gar keine Reserven, steht ihre Risikofähigkeit in Frage, wenn das angesparte Kapital keine Verluste erleiden darf oder gar jedes Jahr ein Mindestzins gutgeschrieben werden muss. Um den Mindestzins gutschreiben zu können und nicht das Risiko einzugehen, ein Sanierungsfall zu werden, kann eine Kasse nur einen vergleichsweise geringen Aktienanteil halten. Sie muss ihre Portfolioallokation einerseits dem Mindestzins, andererseits ihren Reserven anpassen. Beides führt in der Regel zu einer suboptimalen Allokation des Anlagevermögens.

Es ist zudem unsinnig, die Portfolioallokation einer Vorsorgeeinrichtung auf ein jährliches Renditeziel auszurichten. Für die Versicherten ist es gar nicht relevant, dass sie jedes Jahr mindestens den Mindestzins erhalten. Relevant für sie ist, dass sie bei ihrer Pensionierung über ein Mindestvermögen mit möglichst hoher Kaufkraft verfügen, welches den Lebensstandard sichert. Wünschenswert wäre zudem, dass in den meisten Fällen mehr als nur gerade das anvisierte Mindestvermögen erzielt wird. Ob ein jährlicher Mindestzins oder ein möglichst hohes Alterskapital angestrebt wird, hat einen grossen Einfluss auf die Anlagestrategie.

Ein weiteres Problem ist, dass die Versicherten einer Pensionskasse keine homogene Gruppe sind, sondern ganz unterschiedliche Anlagestrategien bevorzugen würden. Ein allein stehender 30-Jähriger mit guter Ausbildung hat kaum die gleiche Risikofähigkeit wie ein 63-Jähriger, welcher in zwei Jahren mit dem angesparten Pensionskassenkapital seine Hypothek amortisieren will. Alle Versicherten mit der gleichen Portfolioallokation zu bedienen, kann deshalb gar nicht zu einem optimalen Resultat führen.

Man muss sich die Frage stellen, ob der zwanghafte Versuch, die Versicherten mit Mindestzinsen und Reserven vor Kapitalmarktrisiken zu schützen, für diese letztlich nicht kontraproduktiv ist. Es wäre effizienter, die Anlagerisiken explizit den Versicherten zu übertragen, sie im Gegenzug aber durch Auswahlmöglichkeiten zwischen verschiedenen «Vorsorge-Fonds» der Pensionskassen in einem gewissen Rahmen das Risiko selbst bestimmen zu lassen.