

Ziel- und Sollrendite



Patrick Spuhler,
Leiter Pensionskassenberatung Basel
Swisscanto Vorsorge AG

Die durchschnittliche Zielrendite gemäss PK-Studie beträgt 4,7% und liegt damit 0,8 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Sollrendite von 3,9%. Aufgrund dieser Werte sind die Pensionskassen gezwungen, Anlagerisiken einzugehen, denn allein mit risikoarmen Anlagen können diese Ziele nicht erreicht werden. Damit ergeben sich bei der Festlegung dieser Renditen zahlreiche Fragen, wie zum Beispiel diejenige nach dem Risikoträger.

Die Swisscanto Studie hat die Pensionskassen sowohl nach ihrer Soll- als auch nach ihrer Zielrendite befragt. Als Sollrendite wird in der Studie dabei diejenige Rendite definiert, welche erzielt werden muss, um den Deckungsgrad konstant halten zu können. Die Zielrendite entspricht demgegenüber der auf dem Gesamtvermögen angestrebten Performance. Erwartungsgemäss liegt die durchschnittliche Zielrendite von 4,7% über der Sollrendite von 3,9%. Diese beiden Werte lassen insbesondere vor dem Hintergrund des seit Jahren tiefen Zinsniveaus interessante Überlegungen zu. Vorerst sind aber einige Ausführungen zu den beiden Grössen und ihrer Bestimmung anzustellen.

Sollrendite besteht aus weit mehr als nur dem technischen Zinssatz

Die Höhe der Sollrendite ergibt sich in erster Linie aus dem für die Bewertung der laufenden Rentenverpflichtungen angewandten technischen Zinssatz und aus der notwendigen Verzinsung der Sparguthaben der aktiven Versicherten zum Erreichen des anvisierten Vorsorgeziels. Im Kapitaldeckungsverfahren, in welchem der Grundsatz der Gleichbehandlung hochgehalten wird, sollten diese beiden Sätze eigentlich gleich hoch sein, was in den letzten Jahren aufgrund der marktbedingt tiefen Kapitalerträge bei einem Grossteil der Pensionskassen nicht möglich gewesen ist – der durchschnittliche Satz für die Verzinsung der Sparguthaben im Jahre 2009 beläuft sich auf rund 2,0%, während der technische Zinssatz bei über 3,5% liegt.

Zusätzlich sind auch die Kosten für die Erhöhung der Rückstellungen (zum Beispiel für die Zunahme der Lebenserwartung: um einen sprunghaften Anstieg des Deckungskapitals Rentner beim Übergang zu neuen Sterbetafeln zu vermeiden, wird das berechnete Deckungskapital pro Jahr um 0,5% verstärkt), die Finanzierung allfälliger systematischer technischer Verluste (zum Beispiel bei vergünstigter vorzeitiger Pensionierung) sowie die Verwaltungskosten bei der Berechnung der Sollrendite zu berücksichtigen, ausser dafür können die Risikobeiträge oder eine andere Quelle herangezogen werden. Ein weiterer, oft vergessener Einflussfaktor ist der Netto-Cash-Flow, das heisst die Differenz zwischen den Zuflüssen (Beiträge, Einlagen und Einkäufe) und den Abflüssen (Renten- und Kapitalzahlungen). Ein starkes Bestandeswachstum beispielsweise ist meist mit einem positiven Cash Flow verbunden. Liegt der Deckungsgrad dabei über 100%, führt ein positiver Cash Flow zu einer Abnahme des Deckungsgrads, ausser dieser Effekt wird über eine entsprechend höhere Sollrendite kompensiert. Der stark negative Cash Flow bei einer Rentnerkasse hingegen bewirkt bei Überdeckung eine Erhöhung, bei Unterdeckung ein Absinken des Deckungsgrads, was ebenfalls bei der Sollrendite eingerechnet werden muss.

Aufgrund all dieser Einflüsse verwundert die durchschnittliche Sollrendite von 3,9% keineswegs, insbesondere mit Blick auf den technischen Zinssatz von durchschnittlich über 3,5%. Der Anteil der Rentner an den Vorsorgekapitalien definiert dabei das Ausmass der minimalen Sollrendite. Weist zum Beispiel eine Kasse mit einem technischen Zinssatz von 3,5% einen Rentneranteil an den Vorsorgekapitalien von 30% aus und hat sie wegen eines schlechten Anlagejahres eine Nullverzinsung bei den aktiven Versicherten beschlossen, beläuft sich die Sollrendite dennoch auf mindestens 1,2% (dieser Wert ergibt sich wie folgt: 30% von 4,0%; die 4,0% setzen sich aus dem technischen Zins und 0,5% für die Zunahme der Lebenserwartung zusammen). Ist der Rentneranteil hingegen deutlich höher, zum Beispiel bei 70%, erhöht sich diese minimale Sollrendite trotz Nullverzinsung auf 2,8% (70% von 4,0%). Damit hat die strukturelle Risikofähigkeit, sprich der Anteil der Rentner an den gesamten Vorsorgekapitalien, einen wichtigen Einfluss auf die minimale Sollrendite einer Vorsorgeeinrichtung.

Zielrendite sollte über der Sollrendite liegen

Erreicht eine Pensionskasse jeweils ihre Sollrendite, befinden sich Aktiven und Passiven im Gleichgewicht. Dennoch sollte

die Zielrendite über der Sollrendite liegen. Denn befindet sich die Wertschwankungsreserve unter ihrer Zielgrösse, muss die Marge zwischen der Ziel- und der Sollrendite den Aufbau der Wertschwankungsreserve in angemessener Frist ermöglichen. Wünschenswert ist eine weitere zusätzliche Marge, mit der zum Beispiel die Anpassung der laufenden Renten an die Teuerung oder andere Leistungsverbesserungen finanziert werden können.

Zwei Beispiele einer Zielrendite:

	Kasse A	Kasse B
Technischer Zinssatz; Zinssatz Sparguthaben aktive Versicherte	4,0%	3,0%
Aufbau der Rückstellungen (Zunahme der Lebenserwartung etc.)	0,5%	0,5%
Verwaltungskosten	0,5%	0,5%
Sollrendite	5,0%	4,0%
Aufbau Wertschwankungsreserve	1,0%	1,0%
Leistungsverbesserungen; Teuerungsanpassungen etc.	1,0%	0,5%
Total Zielrendite	7,0%	5,5%

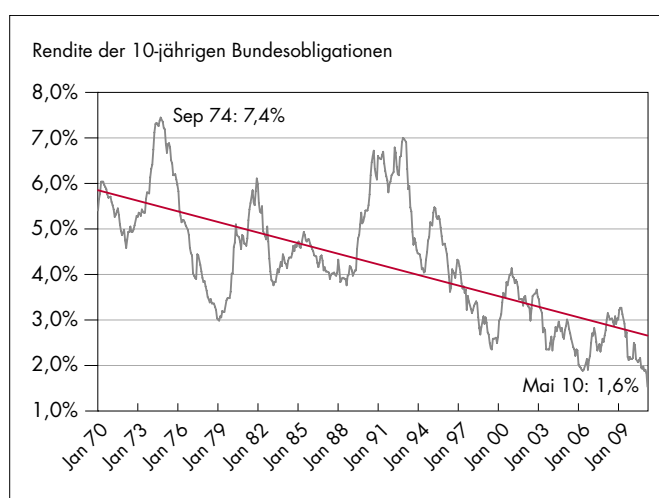
Nun gilt es also für diese beiden Kassen eine Anlagestrategie zu definieren, die ihre Zielrendite erfüllt beziehungsweise die Zielrendite erreichbar scheinen lässt. Dabei ist oft auch ein iterativer Prozess festzustellen, das heisst, die bereits bestehende Anlagestrategie gibt den Rahmen der Zielrendite vor beziehungsweise die Ziele werden so definiert, dass sie mit der bestehenden Anlagestrategie "erreichbar" erscheinen und dennoch die Sollrendite nicht unterschritten wird. Ein solches Vorgehen drängt sich schon alleine deshalb auf, weil jede Kasse bereits über eine aktuelle Anlagestrategie verfügt.

Kasse A erscheint auf den ersten Blick die attraktivere zu sein, da sie mit ihrer Zielrendite deutlich mehr Leistungsverbesserungen anstrebt als Kasse B und zudem einen höheren technischen Zinssatz ausweist und damit einen höheren Umwandlungssatz zulassen kann. Erreicht Kasse A mit ihrer Vermögensanlage die angestrebten 7,0%, profitieren die Versicherten entsprechend, sodass sie vordergründig auch attraktiver ist. Sollte Kasse B ihre Zielrendite deutlich übertreffen und ebenfalls 7,0% erzielen, profitieren natürlich auch bei ihr die Versicherten entsprechend. Dank der tieferen Zielrendite kann sie aber eine risikoärmere Strategie fahren. Darauf soll nachstehend näher eingegangen werden.

Höhere Zielrendite bedingt höhere Anlagerisiken

In den letzten Jahren ist der risikoarme Zins stetig gesunken. Die Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen liegt aktuell unter 2%. Somit muss Kasse A über zwei Drittel ihrer Zielrendite mit risikobehafteten Anlagen erzielen. Aber auch bei der Pensionskasse B ist es noch immer ein beachtlicher Anteil, wenn auch deutlich weniger als bei Kasse A.

Anlagerisiko



Mit Einführung des BVG auf den 1. Januar 1985 belief sich der dem BVG-Umwandlungssatz zugrunde gelegte technische Zinssatz auf 3,50% und wurde danach auf 4,00% erhöht. Beim heutigen BVG-Umwandlungssatz genügt ein technischer Zins von 4,00% wegen der seither erfolgten Zunahme der Lebenserwartung nicht mehr. Somit liegt die mit dem BVG-Umwandlungssatz implizit verlangte Sollrendite weit über 4,00%. Während eine solche Rendite in den Anfängen des BVG noch mit risikoarmen Anlagen erzielt werden konnte, bedingt sie heute das Eingehen von substanziellen Anlagerisiken. Damit zeigt es sich, dass eine Vorsorgeeinrichtung mit einer deutlich höheren Zielrendite, wie sie die Kasse A ausweist, nicht mehr in jedem Fall die attraktivere sein muss, denn hohe Risiken haben auch ihren Preis – sprich eine höhere Unterdeckungswahrscheinlichkeit. Eine Unterdeckung führt aber zur unschönen Konsequenz, dass Sanierungsmassnahmen ergriffen und im Falle einer Teilliquidation die Freizügigkeitsguthaben gekürzt werden müssen.

Frage des Risikoträgers; temporäre Unterdeckung ist zulässig

Vorstehend wurde gezeigt, dass eine hohe Ziel- und eine hohe Sollrendite wegen der damit verbundenen Anlagerisiken nicht in jedem Fall vorteilhaft sind. Jede Pensionskasse muss sich somit mit den nachfolgenden elementaren Fragen auseinandersetzen:

- Wer ist Risikoträger?
- Wie hoch ist die Risikofähigkeit beziehungsweise das Sanierungspotenzial?
- Wie hoch ist die Risikobereitschaft?

Wegen des tiefen Zinsniveaus sollten sowohl die Soll- als auch die Zielrendite nur in Kenntnis der dafür erforderlichen Anlagestrategie und des damit verbundenen Risikos festgelegt werden, das heisst nicht ohne vorgängige Beantwortung der oben gestellten Fragen. Gerade im Hinblick auf die mit der demographischen Entwicklung verbundene Zunahme des Anteils der Rentner und die damit verbundene Abnahme der strukturellen Risikofähigkeit – laufende Renten können bei Unterdeckung nicht oder nur in bescheidenem Ausmass gekürzt werden – drängt sich dies auf.

Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass eine Vorsorgeeinrichtung eine temporäre Unterdeckung ausweisen darf. Deshalb sollte auf das Eingehen von Anlagerisiken nicht verzichtet werden, da die mit einer risikoarmen Anlagestrategie verbundenen Opportunitätskosten – der Kapitalmarkt entschädigt in der Erwartung das Eingehen von Risiken mit einer entsprechenden Prämie – zu hoch wären. Wie in vielen anderen Bereichen ist es also auch hier eine Frage des Masses.

Ziel- und Sollrendite als grosse Herausforderung

Somit wird klar, dass infolge des seit den Anfängen des BVG stark gesunkenen Zinsniveaus und einer gleichzeitig fast unveränderten Sollrendite – zumindest falls man die Höhe des BVG-Umwandlungssatzes als Referenzgrösse heranzieht und ausserdem berücksichtigt, dass seit 1995 keine Mutationsgewinne mehr anfallen – die anlagepolitischen Herausforderungen für die 2. Säule stark zugenommen haben. Die wegen der demographischen Entwicklung zu erwartende Abnahme der strukturellen Risikofähigkeit verstärkt diese Herausforderung zusätzlich. All dem ist beim Festlegen der beiden wichtigen Grössen Soll- und Zielrendite und somit der Anlagestrategie Rechnung zu tragen.