

## Anlagepolitik der Pensionskassen

## Gute Zeiten, schlechte Zeiten



**Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
ist Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel.

In den letzten Tagen sind die durchschnittlichen Anlageergebnisse der Schweizer Pensionskassen (PK) für das Jahr 2006 publiziert und kommentiert worden. Für die durchschnittliche Rendite von etwas über 6 Prozent wurden allgemein gute Noten verteilt, denn gemäss Umfrage werden für die Bedienung der Verbindlichkeiten im langfristigen Durchschnitt rund 5 Prozent benötigt. Dabei wurde allgemein auch festgestellt, dass die Allokation in die unterschiedlichen Anlagekategorien über die Zeit einigermaßen stabil gewesen sei. Die Aktienquote lag im Durchschnitt bei rund 30 Prozent, die Immobilienquote bei rund 15 Prozent und in Obligationen wurden rund 40 Prozent investiert. Allerdings hat sich die Allokation der Einzelkasse eher den Strukturen ihrer Verpflichtungen als irgendeiner Stichprobe anzulehnen. Immerhin ist die Durchschnittskennzahl der Renditen zu einem Spielball für alle möglichen Partikularinteressen geworden. So wird die erwirtschaftete Durchschnittsrendite gerade auch in diesem (Wahl-)Jahr von den linken Parteien und den Gewerkschaften ohne Zweifel verwendet werden, um den vom Bundesrat festgelegten BVG-Mindestzins zu torpedieren. Dabei hat sich der Bundesrat diesbezüglich selber in die Nesseln gesetzt, weil er sich bisher ausserstande sah, eine vernünftige Formel für den Mindestzins zu etablieren.

Des Weiteren werden die Anlageergebnisse innert kürzester Zeit auch sonstige Begehrlichkeiten wecken; von Leistungserhöhungen über Teuerungszulagen bis hin zu Beitragsreduktionen. Der durchschnittliche Deckungsgrad von fast 115 Prozent (Private Kassen) bedeutet ja im landläufigen Sinne nichts anderes, als dass zur Bedienung aller auf der Passivseite der PK-Bilanz sich findenden Verpflichtungen rund 15 Prozent «zu viele» Aktiva vorhanden sind. Wenn die Welt nur so einfach wäre. Für das Vertreten politischer oder sozialer Partikularinteressen eignet sich eine solche Vereinfachung aber allemal. Wenn man sich die Mühe

nimmt, die Bilanz der Pensionskassen etwas genauer anzusehen, gibt es zumindest zwei Argumente, die einen vorsichtig machen sollten, wenn entsprechende Gelüste entstehen.

Seit Einführung von FER 26 als Rechnungslegungsstandard für Pensionskassen werden die Kapitalanlagen auf der Aktivseite der Bilanz zu Marktpreisen bilanziert. Die Passivseite wird nach aktuariellen Grundsätzen definiert, bei welchen die Diskontierung der künftigen Verpflichtungen nicht zu Marktzinsen vorge-

nommen wird, sondern über den für die jeweilige Pensionskasse massgeblichen technischen Zins. Dieser liegt heute (je nach PK) mit zwischen 3,5 Prozent

und 4,5 Prozent oberhalb des risikolosen (Langfrist-)Zinses. Dies bedeutet aber nichts anderes, als dass aufgrund irgendwelcher Buchhaltungsvorschriften, die Passivseite der Pensionskassenbilanz systematisch unterschätzt und der entsprechende Deckungsgrad ebenso systematisch überschätzt wird.

Zweites Argument: Überdeckungen (sprich, ein Deckungsgrad von über 100 Prozent) werden aufgebaut, um die Wertschwankungen des Anlageportfolios abzufedern. Sie bilden also im eigentlichen Sinne Schwankungsreserven. Aktienquoten von 30 Prozent, wie wir sie in den obigen Durchschnitten antreffen, ermöglichen es, langfristig eine Rendite zu erwirtschaften, die sowohl über den Minimalzinsen als auch über den technischen Zinsen liegen. Sie können aber mitnichten über Reserven von «nur» 15 Prozent abgedeckt werden.

Auch wenn man heute wieder einmal so tut, als würden die Aktienmärkte nie mehr korrigieren, so wissen Eingeweihte nur zu gut, dass zwar die Bäume gegen den Himmel wachsen, aber nur, wenn sie ab und zu richtig geschnitten werden. Wir werden auch in Zukunft Korrekturen von 30 bis 50 Prozent an den weltweiten Aktienmärkten sehen. Wehe dem, der dann wieder einmal zu früh seine Schwankungsreserven verschenkt hat.

«Wir werden auch in Zukunft an den Börsen Korrekturen von 30 bis 50 Prozent sehen.»

#### Abwechselnd für Stocks schreiben:

**Prof. Dr. Erwin W. Heri**,  
Chairman der Valartis Bank AG  
(vorm. OZ Bankers AG) und Dozent  
an der Universität Basel

**Dr. Konrad Hummler**,  
Teilhaber Bank Wegelin, St. Gallen

**Uwe Lang**, Herausgeber des  
Börsenbriefs «Börsensignale»,  
Swissinvest, Weggis

**Dr. Fleur Platow**, Finanzexperte  
und Seminarleiterin  
«Frauen und Finanzen», Zürich

**Dr. Burkhard P. Varnholt**,  
**Dr. Klaus Wellershoff**,  
Chefökonom UBS, Zürich