

# **Cashflow- versus deckungsgrad-orientierte Anlagestrategie: Ein fälliger Paradigmenwechsel bei den Pensionskassen**

Die Schweizer Pensionskassen halten im Durchschnitt rund 40% in Nominalwerten. Unter der Annahme, dass dieselben bonitätsmässig einwandfrei sind, liegt die Vermutung nahe, dass der entsprechende Portefeuilleanteil keine bzw. sogar eine negative Rendite „erwirtschaftet“. Ein beträchtlicher Teil des bestehenden Pensionskassenkapitals liegt demzufolge brach bzw. vernichtet sogar Werte – auf Jahre hinaus. Gemäss heutiger Regulierung dürfen Pensionskassen sogar ihr ganzes Vermögen in solche „Aktiva anlegen“. Der dritte Beitragszahler, der Zins, fällt damit gänzlich aus, und das Kapitaldeckungsverfahren droht seine Existenzberechtigung zu verlieren. Denn im Vergleich zum Umlageverfahren ist die zweite Säule volkswirtschaftlich nur sinnvoll, wenn der akkumulierte Kapitalstock eine Rendite abwirft – und zwar nach Kosten. Wo der Break-Even zwischen den beiden Verfahren liegt, lässt sich kaum schlüssig beantworten. Rein gefühlsmässig müsste die (Real)Verzinsung wohl über einem Prozent liegen, um die Existenz eines Kapitalstockes von CHF 800 Mrd. zu rechtfertigen. Selbst bei der heutigen Deflationsrate von 0.4% (gemäss BSF-Schätzung für 2016) erreicht eine Pensionskasse dieses Ziel mit Obligationen hoher Bonität nicht. Sollte sich die Inflationsrate in den nächsten Monaten wie erwartet leicht über die Nulllinie bewegen, dann ohnehin nicht – zumindest solange als die Nominalzinsen bester Bonität die 1%-Grenze nicht überschreiten. Um die heute vorherrschenden Sollrenditen bzw. technischen Zinssätze von 2 bis 3% zu erreichen, braucht es andere anlagestrategische Grundsätze und Leitlinien.

## **Attraktiver Cashflow von Aktien und Immobilien**

Angenommen, eine Pensionskasse mit einem verfügbaren und (bei einem technischen Zins von 2%) notwendigen Vermögen von CHF 100 Mio. investiere CHF 60 Mio. in Schweizer Aktien, CHF 38 Mio. in inländische Immobilien und halte den Rest als Liquiditätsreserve. Bei einem Deckungsgrad von 100%, also fehlenden Wertschwankungsreserven, würden Pensionskassenexperten und Aufsichtsbehörden von einer unverantwortlich aggressiven Anlagestrategie sprechen – auch weil die Limiten für Aktien (50%) und Immobilien (30%) verletzt sind. Nach den gängigen regulatorischen Standards wäre die notwendige Risikofähigkeit für ein solches Portefeuille absolut nicht vorhanden.

Mit Blick auf zufließende Cashflows ergibt sich jedoch ein fundamental anderes Bild. Bei der gegenwärtigen Dividendenrendite des Swiss Performance Index von

3.4% (abzüglich 0.2% für die Vermögensverwaltung und die Global Custody Gebühren) und Nettorenditen der Immobilien von 2.8% liefert das Portefeuille einen Nettozahlungsstrom von fast CHF 3 Mio. bzw. bezogen auf das notwendige und vorhandene Vermögen von 3%. Der Erfüllungsgrad der Sollrendite bzw. des technischen Zinssatzes liegt daher – und im Gegensatz zum Deckungsgrad – deutlich über 100%. Der Cashflow erlaubt es der Pensionskasse sogar, die Aktiven wie die Rentner mit einer zusätzlichen Verzinsung über die 2% hinaus zu beglücken – und zwar ohne jegliche Kursgewinne bei den Aktien und Immobilien – ungefähr so wie in den letzten 16 Jahren (siehe Grafik) als der SPI ohne Dividenden bloss 0.8% p.a. zulegte (mit Dividenden 2.8% p.a.)

### **Was passiert bei einem Crash?**

Bei einem Kursrückgang an den Aktien- und Immobilienmärkten von 50% würde sich das vorhandene Vermögen annähernd halbieren. Der gängige Deckungsgrad läge demzufolge bei katastrophalen 51%, was im heutigen regulatorischen Umfeld hektische Sanierungsbemühungen auslösen und möglicherweise zu einem panischen Abbau der Aktien- und Immobilienquote führen würde. Der Crash an sich berührt die Nettozahlungsströme jedoch nicht, so dass die Dividendenrendite auf 6.8% und die Nettorendite der Liegenschaften auf 5.6% hochschnellen würde. Selbst wenn der Kurssturz – auf welche Art und Weise auch immer – mit einer markanten Abnahme der Cashflows um 30% verbunden wäre (in der Dotcom-Krise gingen die Dividenden bloss um 10% zurück und in der Finanzkrise nahmen sie sogar zu, während der SPI jeweils fast 50% verlor), läge die Dividendenrendite bei 4.8% (netto Kosten bei 4.6%) und die Nettorendite der Immobilien bei 3.9%. Der Zahlungsstrom würde mit CHF 2.1 Mio. oder 2.1% noch immer einen Sollrendite-Erfüllungsgrad von über 100% indizieren. All jene Pensionskassen, die beim Crash über Obligationenbestände verfügen, müssten sich ernsthaft überlegen, dieselben in die bezüglich Cashflow nunmehr noch attraktiveren Aktien und Immobilien zu tauschen – dies umso mehr, als sich die Kursstürze meist als vorübergehend erwiesen haben.

### **Nachhaltigkeit der Cashflows ist entscheidend**

Für die Finanzierung der Altersvorsorge sind weniger die kurz- und mittelfristigen Schwankungen an den Finanzmärkten entscheidend als vielmehr die Nachhaltigkeit der Cashflows. Problematisch sind Einbrüche bei den Zahlungsströmen, wie wir sie in den letzten Jahren bei den bonitätsmässig gut etablierten Anleihen beobachten mussten. Solange dieselben bei einer Neuanlage weniger als 2% Rendite abwerfen, gibt es kaum Gründe, sie in ein Pensionskassen-Portefeuille aufzunehmen – zumindest solange als es bezüglich Cashflow bessere Alternativen gibt. Der Regulator müsste sich dieser Erkenntnis öffnen, indem er renditelose „Anlagen“ zur Minimierung empfiehlt, cashflowträchtige Alternativen von ihren regulatorischen Beschränkungen befreit

und den Deckungsgrad mit seiner Marktrisiko- bzw. Volatilitätsbasis wie der daraus abgeleiteten Risikofähigkeit begräbt. Die heutigen regulatorischen Anforderungen zur Sicherung der Pensionskassen tragen vielmehr den Keim zu deren Zerstörung in sich – „todsichere“ Obligationen ohne Rendite sind der sichere Tod der zweiten Säule.

Selbst wenn Renten nominal garantiert werden könnten, verbliebe ein erhebliches Risiko hinsichtlich ihrer Kaufkraft. Bei der seit Jahren liquiditätstreibenden Geldpolitik ist es sehr wohl möglich, wenn nicht sogar wahrscheinlich, dass inflationäre Tendenzen die Renten dereinst real schmälern werden. Bei einer sachwertkonzentrierten Anlagestrategie kann dies zumindest teilweise abgewendet werden, weil die Cashflows der Aktien und Immobilien mit der Inflation tendenziell zunehmen.

Dr. Chr. Zenger

Ökonom und Geschäftsleitungsmitglied der Covasys Wytttenbach & Zenger

Oktober 2016

