

Das Vorbild an der Nordsee

Niederlande-Schweiz Tiefe Renditeerwartungen und Zinsen belasten beide Länder. Warum ist das niederländische Vorsorgesystem laut OECD besser als sein Pendant?

DIEGO LIECHTI UND HANSRUEDI SCHERER

Die OECD hat im Dezember 2016 die führende Rolle des niederländischen Altersvorsorgesystems bestätigt. Bereits im Juni 2016 aber forderte die niederländische Nationalbank (DNB) eine grundlegende Revision des Pensionskassensystems, um die Renten sicherzustellen. Interessant: Die Deckungsgrade sind direkt vergleichbar und haben grosse Aussagekraft.

Der Deckungsgrad zeigt an, wie viel von den heutigen und den zukünftig versprochenen Renten («Rentenverpflichtungen») durch das bestehende Vermögen gedeckt sind. Sowohl in der Schweiz wie auch in den Niederlanden werden die Vermögensanlagen markt bewertet, das heisst, ihr Wert wird anhand der aktuellen verfügbaren Marktdaten bestimmt. Die Bewertung der Rentenverpflichtungen hingegen ist in beiden Ländern sehr unterschiedlich geregelt. In den Niederlanden gibt die Nationalbank die Zinssätze zur Bewertung der Rentenverpflichtungen vor. Dadurch werden die Deckungsgrade zwischen den Pensionskassen direkt vergleichbar. Dies ist in der Schweiz leider nicht der Fall, da hier jeder Stiftungsrat individuell den Bewertungszinssatz auf Vorschlag des Pensionskassenexperten festlegt.

«Gesunde» Sanierungsfälle

Die Bewertungszinssätze in den Niederlanden sind marktnah und orientieren sich an den aktuellen Renditen der risikoarmen Anlagen: Die die so berechneten Rentenverpflichtungen spiegeln weitgehend die ökonomische Realität und lassen sich auch finanzmathematisch begründen. Der Deckungsgrad ist folglich ein aussagekräftiger Gradmesser für die finanzielle Situation einer Pensionskasse.

In der Schweiz besteht zwar eine durch die Schweizerische Kammer der Pensionskassen-Experten publizierte Fachrichtlinie FRP 4 zur Bestimmung des technischen Referenzzinssatzes. Sie entbehrt jedoch einer sinnvollen ökonomischen Fundierung und wird deshalb von einigen Pensionskassenexperten auch «Hokusopus-Formel» genannt. Gemessen an der ökonomischen Realität ist der aktuelle Referenzzinssatz gemäss FRP 4 von 2 Prozent zu hoch. Ebenso reagiert er zu träge auf Veränderungen des Zinsumfeldes.

Selbst wenn alle Pensionskassen in der Schweiz den Referenzwert als technischen Zinssatz verwenden würden (was jedoch nicht der Realität entspricht – Ende 2015 lagen die tatsächlich beobachteten technischen Zinssätze zwischen -0,25 und 3,5 Prozent), würde dies zu einer massiven Unterschätzung der Verpflichtungen respektive Überschätzung der Deckungsgrade führen. Oder anders gesagt: Die offiziellen Deckungsgrade der Schweizer Pensionskassen sagen in den meisten Fällen wenig bis nichts über deren Gesundheitszustand aus. Dies kann zu Fehlentscheidungen innerhalb der Kasse, aber auch auf politischer Ebene führen.

Eine niederländische Vorsorgeeinrichtung mit einem Deckungsgrad von 110 Prozent darf als vergleichsweise finanziell gesund bezeichnet werden, während «derselbe» Deckungsgrad bei einer Schweizer Einrichtung nur bedingt aussagekräftig ist. In den Niederlanden zeigt ein

Deckungsgrad von über 100 Prozent, dass die laufenden und versprochenen Renten durch die Vermögensanlagen gedeckt sind. Anders präsentiert sich die Situation in der Schweiz: Es gibt Schweizer Pensionskassen mit einem Deckungsgrad von über 100 Prozent, die dringend saniert werden müssten.

Frühere Sanierung ist nötig

Niederländische Vorsorgeeinrichtungen wissen nicht nur besser, wo sie finanziell stehen, sondern verfügen auch über mehr Sanierungsmöglichkeiten. Diese Flexibilität erhöht indirekt die Risikofähigkeit der Pensionskassen, da sie sich aus einer finanziellen Unterdeckung leichter befreien können.

Eine höhere Risikofähigkeit bedeutet, dass tendenziell mehr Anlagerisiken eingegangen und daher höhere Anlageerträge erwirtschaftet werden können, was wiederum zu höheren Rentenzahlungen führen kann.

Neben der Erhöhung der Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge können unter anderem auch die Indexierung der Renten aufgehoben und notfalls Rentenansprüche gekürzt werden. Diese Anpassung der Renten, das heisst der Einbezug der Pensionierten, ist gerade in der aktuellen Zinssituation ein Vorteil des niederländischen Pensionskassensystems, da die versprochenen Rentenzahlungen auf historisch viel höheren Zinsen (respektive Inflationserwartungen) basieren.

Pensionskassen in den Niederlanden müssen grundsätzlich früher saniert werden als in der Schweiz. Die Reserven müssen mindestens so hoch sein, dass innerhalb eines Jahres das Vermögen mit einer Wahrscheinlichkeit von 97,5 Prozent nicht unter das benötigte Vorsorgekapital (das heisst die Verpflichtungen) fällt. Demzufolge müssen Vorsorgeeinrichtungen mit risikofreudigeren Anlagestrategien und älteren Versicherten respektive mehr Pensionären höhere Reserven beziehungsweise einen höheren Deckungsgrad aufweisen. Dies führt dazu, dass niederländische Pensionskassen einen Soldeckungsgrad von durchschnittlich 120 Prozent aufweisen sollten. Falls dieser unterschritten wird, müssen die fehlenden Reserven innerhalb von zwölf Jahren mittels höherer Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge, einer Aussetzung der Renditenindexierung und Erträgen auf den Anlagen aufgebaut werden.

In der Schweiz beginnen die meisten Pensionskassen mit Sanierungsmassnahmen erst, wenn der – wie ausgeführt meist zu hoch ausgewiesene – Deckungsgrad unter 100 Prozent gefallen ist.

Daneben besteht in den Niederlanden ein Mindestdeckungsgrad, der im Durchschnitt 104 Prozent beträgt. Wird dieser unterschritten, dürfen auch Kürzungen der Rentenzahlungen vorgenommen werden. Der Mindestdeckungsgrad muss innerhalb von fünf Jahren wieder erreicht werden.

Mehr Obligationen, weniger Immobilien

Legen niederländische Pensionskassen ihr Vermögen anders an als Schweizer Pensionskassen aufgrund der höheren Transparenz, der flexibleren Sanierungsmassnahmen und des höheren Soldeckungsgrades? Die Grafik unten zeigt die Gesamtinvestitionen der Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz im Vergleich zu den Niederlanden. Auf den ersten Blick sind die Unterschiede vergleichsweise klein. Die Pensionskassen beider Länder investieren einen ähnlichen Anteil ihres Vermögens in Aktien.

Bei genauerer Betrachtung zeigt sich, dass die Niederlande vergleichsweise mehr in risikoärmere Anlagen wie Obligationen und Liquidität investieren (rund 12 Prozentpunkte mehr). Dafür sind Schweizer Pensionskassen stärker in Immobilien investiert (rund 9 Prozentpunkte mehr). Bei den alternativen Anlagen weisen niederländische Kassen etwas höhere Anteile an Private Equity auf (plus 1,8 Prozent), während der Anteil Hedgefonds vergleichbar ist. Der Anteil «Andere», der zum grössten Teil Verpflichtungen aus Rückkaufvereinbarungen (sogenannte Repos) enthält, bewegt sich bei niederländischen Pensionskassen im negativen Bereich.

Als Fazit darf festgehalten werden, dass die Unterschiede bezüglich Anlagestrategie zwischen der Schweiz und den Niederlanden erstaunlich gering sind. Aufgrund der tieferen Immobilienquote sind die niederländischen Vorsorgeeinrichtungen etwas weniger gegenüber illiquiden Anlagen exponiert.

Von den Niederlanden lernen

Der Vergleich der beiden Pensionskassensysteme zeigt, dass dasjenige der Niederlande transparenter ist, in dem der Deckungsgrad die effektive finanzielle Gesundheit einer Vorsorgeeinrichtung anzeigt. Ebenso können sich niederländische Kassen besser an veränderte Rahmenbedingungen anpassen dank weitergehenden Sanierungsmöglichkeiten, die zudem früher als in der Schweiz eingeleitet werden müssen. Folglich ist das gesamte Pensionskassensystem in den Niederlanden sicherer als dasjenige der Schweiz, obwohl vergleichbare Anlagerisiken eingegangen werden. Falls die Schweiz sicherstellen will, dass die Rentenleistungen auch in Zukunft mit hoher Sicherheit erbracht werden können, wäre ein vertiefter Blick in niederländische Verhältnisse mehr als nur empfehlenswert.

Diego Liechti, Leiter Anlagen, Nest Sammelstiftung, Zürich; Hansruedi Scherer, Partner, PPMetrics, Zürich.

Die Schweiz und die Niederlande im Vergleich

Gesamtinvestitionen der Vorsorgeeinrichtungen in Prozent

