

Blick über die Grenzen

Konsolidierung der holländischen Pensionskassen und ihre Auswirkung

Das holländische Pensionskassensystem wird oft mit der Schweiz verglichen. Eine ähnlich starke Konzentration ist hierzulande aber nicht zu erwarten – und auch nicht unbedingt anzustreben.

Das Vorsorgesystem der Niederlande wurde in dieser Fachzeitschrift bereits vor vier Jahren in einem Artikel beschrieben. Darin wird unter anderem auf die Konsolidierung der holländischen Pensionskassen (PK) eingegangen.¹ Schlussfolgerung damals war, dass der Konzentrationsprozess wegen Skaleneffekten bis zu einem gewissen Mass wünschenswert ist, dass es aber auch Grenzen gibt.

Dieser Artikel will anhand der neuesten Entwicklungen erforschen, ob diese Einschätzung auch weiterhin gültig ist.

Aktueller Stand des Konzentrationsprozesses in Holland

Die erste Grafik zeigt deutlich, dass sich der Konzentrationsprozess weiter entwickelt hat, aber auch, dass sich die Kurve trotz regulatorischer Förderung allmählich verflacht.

Es stellt sich die Frage, ob der holländische Trend zu Supervorsorgeeinrichtungen auch für die Schweiz ein erstrebenswertes Ziel ist. Dafür werden nachfolgend die Erfolgsparameter «Vermögensrendite» und «Vermögensverwaltungskosten» analysiert.

Finanzielle Situation der holländischen Pensionskassen

Die finanzielle Situation der sechs grössten holländischen PK hat sich zwar in den letzten Jahren leicht verbessert, der Deckungsgrad erreicht aber bei fünf von ihnen die vom Regulator geforderten 100 % nicht. Die grösste PK ABP (versichert Beamte und Lehrer) verwaltet

528 Mrd. Euro und ist mit 98.8 % in einer Unterdeckung (Stand 3. Quartal 2021), womit Leistungskürzungen drohen.

Das Gesamtvermögen der holländischen PK beläuft sich auf rund 1800 Mrd. Euro. Die zehn grössten PK verwalten zwei Drittel dieses Gesamtvermögens und versichern 62 % aller Versicherten.

Vermögensallokation, -renditen und -verwaltungskosten

Die erzielte jährliche Vermögensrendite der PK fiel in den letzten zehn Jahren mit knapp 6 % p. a. in Holland um einiges höher aus als in der Schweiz, mit weniger als 5 %.² Doch schauen wir genauer hin.

Vermögensallokation

Die erzielbare Vermögensrendite ist eng mit der Vermögensallokation korreliert: Je höher die Aktienquote, desto höher, aber auch volatiler, die erzielte Rendite. Die Erklärung für die bessere vergangene Performance ist einerseits eine etwas höhere Aktienquote von 36 % in Holland im Vergleich zu 31 % in der Schweiz (siehe zweite Grafik).

Andererseits dürfte auch der in den letzten Jahren zu beobachtende Zinsrückgang zu dieser guten Ertragsentwicklung auf dem relativ hohen Obligationenportfolio geführt haben: Je tiefer die Zinsen, desto mehr Wert weist das Obligationenportfolio auf.

In Zukunft dürften aber Zinsen nicht mehr weiter fallen, vielmehr ist mit Zinserhöhungen zu rechnen. Regulatorisch dürfen holländische PK nun aber nicht aus Bonds deinvestieren, da eine wich-

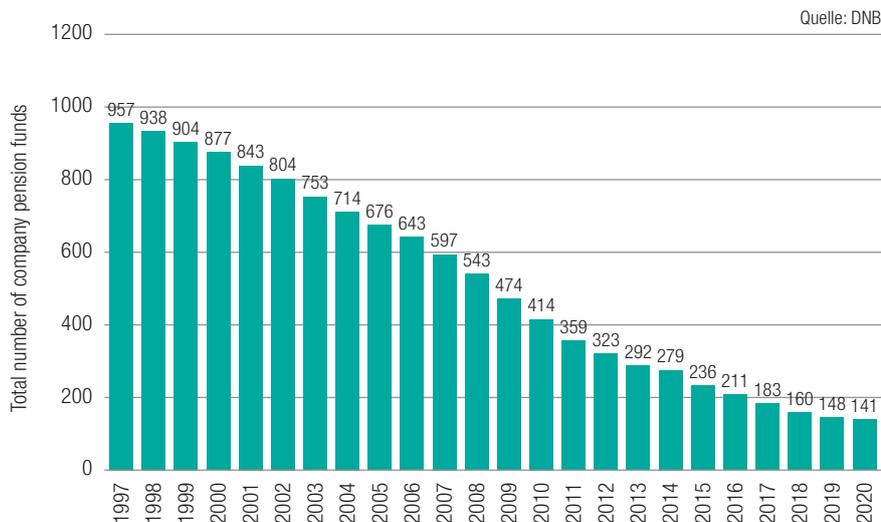


Peter Zanella
Willis Towers Watson

¹ Zanella, Peter: Spicken beim Klassenbesten, «Schweizer Personalvorsorge» 05/18, Seite 46 ff.

² OECD «Pensions-Markets in Focus 2021».

Aktueller Stand des Konzentrationsprozesses in Holland



tige gesetzliche Vorgabe für die Reservebildung die Immunisierung der Verpflichtungen zum Ziel hat: Höhere Zinsen reduzieren zwar den Wert des Bond-Portfolios und damit der Gesamtrendite des investierten Vermögens, sie reduzieren aber gleichzeitig die Verpflichtungen. Somit wird der Deckungsgrad nicht negativ beeinflusst.

Einige Pensionskassen reagieren auf die zu erwartenden Zinserhöhungen, indem sie ihr Risikoprofil soweit wie regulatorisch möglich erhöhen. Einige erhöhen aber auch ihre Zins-Absicherungspositionen, um ihren positiven Deckungsgrad zu behalten.³

Der Zins-Hedge ist ein häufiges Anlageinstrument, da das holländische System Rentenzahlungen mit Indexierung im Leistungsprimat vorsieht und deswegen die Verpflichtungen aufgrund des risikolosen Zinssatzes (basierend auf Swaps) bewertet werden müssen.

Holländische Pensionskassen werden regulatorisch damit eher als Versicherungsgesellschaften behandelt, mit der Besonderheit, dass sie ein relativ hohes Aktienexposure haben dürfen.

³ Siehe dazu auch Funk, Andrea und Vos, Martijn: Obligationen als Instrument zum Liability Matching, «Schweizer Personalvorsorge» 01/22, Seite 40 f.

Erwartete Vermögensrendite

Die künftige erwartete jährliche Vermögensrendite der holländischen Pensionskassen kann auf zwischen 2 bis 3 % geschätzt werden, ähnlich wie in der Schweiz. Diese positive Rendite ist hauptsächlich auf das höhere Aktienexposure zurückzuführen, während sich das Bondportfolio eher dämpfend auf die Gesamtrendite auswirken wird.

Die Schätzung der erwarteten Rendite berücksichtigt auch allfällige positive Skaleneffekte infolge der fortgeschrittenen Konsolidierung. In Analogie zu einer von McKinsey für amerikanische Pensionskassen durchgeführten Studie vom Oktober 2018⁴ ist aber davon auszugehen, dass der positive Skaleneffekt bei einem investierten Kapital von zwischen 1 und 50 Milliarden weniger als 0.2% auf dem investierten Vermögen ausmacht.

Die Autoren sehen hier also durchaus Gewinnpotenzial, machen aber darauf aufmerksam, dass sich grosse fusionierte Vorsorgeeinrichtungen wegen ihrer hohen Visibilität auch in einigen Fallstricken verfangen können, zum Beispiel:

- Effizienz wird durch politische Interventionen gebremst;
- Nischenanlagen werden übersehen;

⁴ <https://mck.co/3oz7eNr>

TAKE AWAYS

- Die Konsolidierung ist in Holland weiter fortgeschritten als in der Schweiz, die grössten Pensionskassen verwalten über 100 Mrd. Euro.
- Systembedingt investieren PK in Holland obligationenlastiger als in der Schweiz, was für die kommenden Jahre die Renditen drücken dürfte.
- Skaleneffekte kommen nur bedingt zum Tragen.

- Kultur der Vorsorgeeinrichtung ändert sich zum Schlechten, womit nicht mehr die besten Mitarbeiter angezogen werden;
- Überregulierung;
- Ineffizienzen wegen überbordender Bürokratie;
- Too-Big-to-Fail-Problematik.

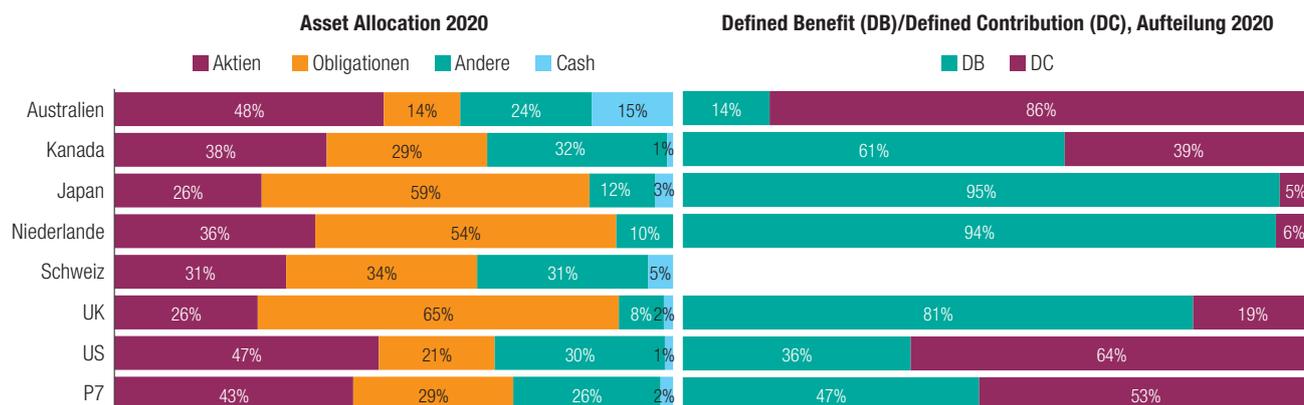
Der positive Skaleneffekt dürfte aber bei Schweizer und holländischen PK um einiges tiefer liegen, da amerikanische PK durchschnittlich wesentlich höhere Vermögensverwaltungskosten aufweisen.

Vermögensverwaltungskosten

Die durchschnittlichen Vermögensverwaltungskosten in Prozent des investierten Vermögens für eine amerikanische PK mit 1 Mrd. Dollar Vermögen betragen knapp 0.7% (McKinsey), wogegen sie in der Schweiz aktuell für alle Pensionskassen lediglich noch auf knapp 0.5% zu stehen kommen. Bei holländischen Pensionskassen beliefen sich die durchschnittlichen Kosten auf 0.57% im Jahr 2021 (LCP NL).

Interessant ist eine kürzlich veröffentlichte Studie der holländischen Nationalbank (DNB), die den Effekt der Konsolidierung auf die Vermögensverwaltungskosten untersuchte und zum erstaunlichen Schluss kam, dass im letz-

Asset Allocation und DB/DC Split



Nach internationaler Sichtweise sind alle Schweizer BVG-Pläne DB, weil gesetzliche Leistungsparameter erfüllt werden müssen sowie eine Sanierungspflicht des Arbeitgebers besteht. Lediglich 1e-Pläne sind DC.

Quelle: Global Pension Assets Study 2021, Thinking Ahead Institute

ten Dezennium überhaupt keine Skaleneffekte erkennbar waren und man im Gegenteil bei kleineren Pensionskassen im Zeitraum zwischen 2012 und 2019 niedrigere relative Vermögensverwaltungskosten konstatieren konnte.

Die dazu gelieferte Erklärung ist u. a., dass grössere Pensionskassen kompliziertere Anlagen tätigen und wegen der grösseren Visibilität auch vermehrt Absicherungsstrategien vornehmen, die kostentreibend wirken. Ferner haben heutzutage auch kleinere Pensionskassen Zutritt zu kostengünstigen Anlageprodukten.

Schlussfolgerungen

Die künftigen Marktaussichten werden für holländische Pensionskassen angesichts der drohenden Zinswende herausfordernd sein, da die Bondportfolios Gefahr laufen, Wertebussen zu erleiden. Viele holländische Pensionskassen sind bereits heute in Unterdeckung und es drohen Rentenkürzungen.

Die Aussicht auf baldige Besserung der finanziellen Lage ist insbesondere wegen dem vorgeschriebenen hohen Obligationen-Exposure fragwürdig. Die künftig zu erwartenden Vermögensrenditen dürften nur schwerlich ausreichen, um die im Leistungsprimat versicherten grosszügigen Leistungen ohne Kürzungen oder zusätzliche Beitragszahlungen zu garantieren.

Ferner hat sich gezeigt, dass positive Skaleneffekte in Bezug auf die Höhe der

Vermögensverwaltungskosten mit zunehmender Konsolidierung nicht mehr realisierbar sind. Die höhere Aktienquote ist dagegen langfristig positiv für das Ertragspotenzial.

In der Schweiz sind wir noch weit von der holländischen Konsolidierungssituation entfernt. Es gibt viele Gründe anzunehmen, dass die Konsolidierung in der Schweiz weniger weit gehen wird: Das föderalistische Umfeld fördert eher mittelgrosse Sammelstiftungen und wenige grosse PK bis maximal 50 Mrd. Franken Vermögen, die sowohl leistungs- als auch beitragsorientierte flexible Vorsorgepläne anbieten können. In Holland werden dagegen mehrheitlich standardisierte Vorsorgepläne nach dem klassischen Leistungsprimat angeboten, bei denen sich bis zu einem gewissen Grad durch Konsolidierung erzeugte Skaleneffekte besser manifestieren können.

In der Schweiz wird infolge der zunehmenden Regulierungsdichte ebenfalls eine Konsolidierung begünstigt. Trotzdem wird eher auf Wettbewerb gesetzt, was Innovation fördert und auch die Kosten in Zaum hält.

Allzugrosse Pensionskassen, die teilweise wie Versicherungsgesellschaften geführt werden, eine Too big to Fail-Problematik aufweisen und auch tendenziell überreguliert werden, sind nicht anzustreben. Hingegen sollte der Gesetzgeber dafür sorgen, dass die Regulierungs-

dichte nicht überbietet. Ferner sollte die Risikotoleranz in der Anlagestrategie nicht unnötig eingeschränkt werden. So sollte die durchschnittliche Aktienquote von heute rund 30 % höher ausfallen dürfen, um den dritten Beitragszahler langfristig zu stärken. ■