

SIGLO Timeout, Nr. 3 / 2010

Der falsche Weg zum richtigen Ziel

Einleitung

Die per Anfang 2011 in Kraft tretende Verordnung über die Kapitalanlage-Vorschriften für Schweizer Krankenkassen sieht gemäss kürzlicher Bekanntgabe des EDI strengere Limiten für Aktien- und Immobilienanlagen sowie eine restriktive Behandlung von Ergänzungsanlagen vor. Der Bundesrat hatte bereits im Sommer beschlossen, die Aufsicht über die Krankenversicherung zu stärken. Als erste Massnahme sind nun die Anlagebestimmungen angepasst worden. Ziel sollen sichere und zweckmässige Anlagen für Krankenkassen sein. Wir möchten anhand folgender Überlegungen aufzeigen, weshalb der eingeschlagene Weg für diese eigentlich sehr sinnvolle Zielsetzung aus strategischen und taktischen Gesichtspunkten zumindest diskutabel ist und möglicherweise verfehlte Signale aussendet.

Die neuen Vorschriften

Krankenkassen verwalten heute in der Schweiz rund CHF 10 Mrd. Diese sollen ab Anfang 2011 dank neuen Anforderungen sicherer und zweckmässiger werden, wobei für die Umsetzung je nach Anlageklasse eine Frist von einem bis maximal fünf Jahren gilt. Folgende Eckpunkte aus der neuen Verordnung stechen ins Auge:

- Limite für Aktien auf 25% des Anlageportfolios.
- Limite für Immobilien auf 25% des Anlageportfolios, wovon höchstens 5% auf ausländische Immobilien entfallen können.
- Limite für Fremdwährungspositionen auf 20%.
- Limite für Anlagen in Bargeld, Post- und Bankguthaben sowie Festgelder und Geldmarktanlagen auf 20% des Anlageportfolios, wenn eine Bank oder die Post Schuldnerin ist.
- Stark erschwerte Kriterien für Alternative Anlagen wie Hedge Funds.
- Verbot von Rohstoffanlagen.
- Verbot für Vergaben von Hypotherkrediten.

Der Anlagespielraum für die einzelnen Kassen, unabhängig von ihrer Risikofähigkeit, wird mit den neuen Vorgaben stärker eingeschränkt. Es erstaunt, dass man den Kassen durch strengere Regeln offenbar die Kompetenz abspricht, selber sichere und zweckmässige Anlage-

entscheide zu fällen. Zudem dürfte es für die wenigsten Kassen sinnvoll sein, zu nahe an den gesetzten Limiten zu investieren, da ansonsten laufend ein kostenintensives Rebalancing notwendig würde. Praktisch ist die kumulative obere Limite von 50% für die Sachwerte daher kaum erreichbar.

Die neuen Limiten schränken strategische und taktische Rendite- und Diversifikationspotenziale für Krankenkassen stärker ein, was in unseren Augen nicht zielführend ist. Die nächsten Abschnitte erklären weshalb nicht.

Strategische Überlegungen

Das vom EDI formulierte Ziel liegt zu Recht nicht auf hoher Rendite, sondern wie erwähnt in Sicherheit und Zweckmässigkeit. Sicherheit der Kapitalanlagen bedeutet für uns, dass die gesamten Anlagen in verschiedenen zukünftig denkbaren Marktumfeldern keine grösseren Verluste erleiden, sondern stabile reale Renditen erzielen können. Für Anleger ohne hellseherische Gaben heisst Sicherheit vor allem diversifizieren, d.h. nicht alles auf eine Karte zu setzen oder nicht alle Eier in einen einzigen Korb zu legen. Diversifikation wird erzielt, indem man Anlagen tätigt, deren Erfolg von unterschiedlichen und unabhängigen Einflussgrössen bestimmt werden (man spricht von "unkorrelierten Anlagen"). Ziel wäre es, in allen erdenklichen Umfeldern Portfolioanlagen zu halten, die eine positive Rendite erzielen und somit andere Anlagen mit negativen Ergebnissen

kompensieren können. Die neuen Vorgaben werden dem übergeordneten Ziel der Sicherheit aus unserer Sicht nicht gerecht:

- **Risikokonzentration bleibt:** Der vom EDI vorgeschlagene Anlagerahmen bleibt von Aktien-, Immobilien- und Zinsrisiken dominiert. Das Signal zur passiven Erhöhung der Nominalwerte von hoher Bonität (resultierend aus der Beschränkung der Sachwertquote) empfiehlt insbesondere die Abhängigkeit vom Zinsniveau noch zu erhöhen.
- **Enge Begrenzung von Ergänzungsanlagen:** Die restriktive Abgrenzung des Anlageuniversums verunmöglicht den Kassen praktisch, ihre Abhängigkeit von den genannten Anlagerisiken spürbar zu mindern. Einige (lange nicht alle) Alternative Anlagen bieten jedoch ein hohes Diversifikationspotenzial in zahlreichen Märkten und Strategien. Bei den Rohstoffen haben z.B. Anlagen in Edelmetallen wie Gold oder Platin stark zur Diversifikation der Anlageportfolios beigetragen. Diese sind aber aus dem neuen Anlagekatalog ausgeschlossen worden. Im Bereich aktiver Strategien wie Hedge Funds sind z.B. die Diversifikationseffekte von CTAs zu erwähnen. Die geplante Verordnung verbietet deren Einsatz zwar nicht direkt, erschwert ihn jedoch erheblich.

Die weiterhin hohe Konzentration von Risiken und die restriktivere Handhabung von Alternativen Anlagen als Ganzes erhöht aus unserer Sicht die Sicherheit der Krankenkassen nicht, schmälert aber ihre verfügbaren Diversifikationspotenziale.

Taktische Überlegungen

Zinsen sind weltweit und insbesondere in entwickelten Märkten nahe bei historischen Tiefständen. Die Risikoprämie für den Investor, um dem eigenen oder anderen Staaten Geld auszuleihen, ist sehr gering. Bei der heutigen Rendite von Schweizer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren (1.6% p.a.) und der aktuellen Verzinsung von Geldmarktanlagen um Null

können Nominalwertanlagen nach Abzug von Kosten nur schwerlich zur finanziellen Entlastung der Krankenkassen beitragen.

Gleichzeitig erscheinen Anlagen in Staatsanleihen heute kaum risikofrei. Einerseits besteht ein gewisses Risiko von Staatsausfällen selbst oder aber ein Risiko hoher Inflation. In den letzten 150 Jahren war es die Regel, Staatsschulden nominell zu begleichen. Die reale Kaufkraft des zurückgezahlten Geldes lag aber oft um ein Vielfaches tiefer, weshalb die Anlage selbst real stark an Wert verlor.

In diesem Umfeld hoher aber kaum attraktiv entschädigter Risiken von Nominalwerten sendet die Vorlage ein Signal zur Erhöhung der Anleihenquote, indem sie die Limiten praktisch aller Sachwerte senkt. Ob dies die Sicherheit der gesamten Anlagen tatsächlich verbessert, erscheint zweifelhaft.

Konklusion

Wir unterstützen die Absicht vollumfänglich, die Kapitalanlagen von Krankenkassen sicherer und zweckmässiger zu gestalten. Die vom EDI präsentierten Vorgaben sind in unseren Augen aber der falsche Weg zum eigentlich richtigen Ziel. Sie führen entgegen der Absicht nicht zu mehr Sicherheit, sondern zu einer nach wie vor hohen Konzentration der (Zins-) Risiken und reduzieren gleichzeitig das wertvolle Diversifikationspotenzial der Ergänzungsanlagen. Es ist unbestritten, dass niemand in die Zukunft schauen und daher auch nicht mit Sicherheit wissen kann, dass die neuen Vorgaben die Renditen verringern und die Risiken erhöhen werden. Aber genau weil wir die Zukunft nicht kennen, sollten wir uns bemühen, ein breit diversifiziertes und damit sichereres und zweckmässigeres Portfolio zu gestalten.