

Risiken im Griff

Von **Stephan Skaanes**
und **Andreas Reichlin**

In der zurzeit teilweise hitzig geführten Diskussion um die Anlagepolitik von Pensionskassen gerät leicht ausser Acht, wie komplex das Thema ist. Aus ökonomischer und praktischer Sicht lassen sich vier Risikodimensionen identifizieren: die Anlagerendite kann tiefer ausfallen als der technische Zinssatz (Technisches Risiko); die Anlagerendite unterschreitet das Wachstum der Verpflichtungen der Pensionskasse (Liability-Risiko); die Anlagerendite ist geringer als die Durchschnittsrendite des Pensionskassenuniversums (Peer-Group-Risiko); die Anlagerendite fällt negativ aus (Verlustrisiko).

Im Folgenden werden diese Risikodimensionen am Beispiel einer Muster-Pensionskasse aufgezeigt. Es wird angenommen, dass sie nach dem Leistungsprimat organisiert ist. Um die Fälligkeitsstruktur der zukünftigen Verpflichtungen möglichst exakt nachzubilden, müsste die Muster-Kasse in Obligationen unterschiedlicher Laufzeiten gemäss den Gewichtungen des sogenannten Liability-Index investieren (vgl. Tabelle).

Ein solches Obligationenportfolio berücksichtigt den langen Zeithorizont von Pensionskassen und weist aufgrund der Nachbildung der Verpflichtungsstruktur (Cashflow Matching) das geringste Risiko auf, die Verpflichtungen zu verfehlen. Die effektiv von der Pensionskasse verfolgte Vermögensaufteilung ist ebenfalls in der Tabelle dargestellt und der geschätzten Aufteilung schweizerischer Pensionskassen (Peer Group) gegenübergestellt.

Deckungsgrad richtig rechnen

Aus versicherungstechnischer Sicht ist es für eine Pensionskasse von besonderer Bedeutung, auf dem Anlagevermögen langfristig mindestens den technischen Zinssatz zu erwirtschaften. Die von der Muster-Pensionskasse gewählte Anlagestrategie lässt eine leicht höhere Rendite als der technische Zins (Annahme von 3,5%, oft wird aber noch mit 4% kalkuliert) erwarten. Dennoch beträgt die jährliche Wahrscheinlichkeit 47%, dass die Anlagerendite tiefer ausfällt als der technische Zins. Die Pensionskasse muss somit davon ausgehen, dass sie in jedem zweiten Jahr den technischen Zins verfehlt.

Jede Kasse muss primär in der Lage sein, den zukünftigen Verpflichtungen (bspw. Renten- und Kapitalauszahlungen) nachkommen zu können. Im Beispiel entspricht die risikominimale Anlagestrategie einer Investition in Obligationen unterschiedlich langer Laufzeiten. Die Wahrscheinlichkeit, mit der effektiven Anlagestrategie die Rendite der Verpflichtungsstruktur zu unterschreiten (Liability-Risiko), beträgt für die Muster-Pensionskasse hohe 62%. Es existiert somit eine grosse Gefahr, dass die Kasse den zukünftigen Verpflichtungen nicht nachkommen kann (langfristige Abnahme des ökonomischen Deckungsgrades).

Die Muster-Pensionskasse wählte im Vergleich zum Durchschnitt der Schweizer Pensionskassen eine etwas konservativere Anlagestrategie mit höheren Geldmarkt- und Obligationenanlagen und einem geringeren Gesamtaktienanteil. Dies führt dazu, dass die erwartete Rendite der Muster-Pensionskasse unter der erwarteten Rendite der Vergleichsgruppe zu liegen kommt (Peer

Group Risiko). Die Wahrscheinlichkeit einer Minderperformance liegt auf 61%.

Das Verlustrisiko berechnet sich aufgrund der Rendite und der Volatilität der Anlagestrategie der Pensionskasse. Auf der Basis von Finanzmarktdaten kann die Wahrscheinlichkeit eines Wertrückgangs in unserem Beispiel auf 19% geschätzt werden. Dies bedeutet, dass die Pensionskasse aufgrund der gewählten Anlagestrategie in durchschnittlich einem von fünf Jahren einen Verlust hinnehmen muss.

Das Ausmass der aufgezeigten Risiken variiert für jede Pensionskasse je nach Verpflichtungsstruktur, technischem Zins und Anlagestrategie. Dennoch lassen sich einige grundsätzliche Schlussfolgerungen ziehen. Die unterschiedlichen Risikodimensionen zeigen den Zielkonflikt auf, in dem sich Pensionskassen befinden. Die Quantifizierung der Risiken kann als Führungsinstrument dienen.

Kapitalschutzprodukte unnötig

Für die Übernahme des Anlagerisikos müssen Risikoträger (Arbeitgeber, Arbeitnehmer) sowie eine Wertschwankungsreserve bereitstehen. Von den gezeigten Risiken weist das Verlustrisiko die geringste Eintretenswahrscheinlichkeit auf. Es besteht somit für Pensionskassen kein grundsätzlicher Handlungsbedarf, in Produkte zu investieren, welche eine positive absolute Rendite zu erzielen versprechen oder welche einen teuren Kapitalschutz aufweisen. Versucht eine Pensionskasse ihre Anlagestrategie einseitig auf die Verlustvermeidung auszurichten, vergrössert sich gleichzeitig die Gefahr, den Verpflichtungen nicht nachkommen zu können, den technischen Zins zu verfehlen oder die Rendite der Vergleichsgruppe zu unterschreiten.

Da sich der Gesetzgeber in der Festlegung wichtiger Parameter der beruflichen Vorsorge an der finanziellen Lage der Mehrheit der Pensionskassen orientiert, entsteht ein Peer-Group-Risiko, falls die Anlagestrategie stark vom Durchschnitt aller Kassen abweicht. Diese Problematik könnte entschärft werden, wenn bei der Beurteilung der finanziellen Lage einer Pensionskasse vermehrt kassenspezifische, finanzökonomische Kriterien berücksichtigt werden (ökonomischer Deckungsgrad) und wenn der Gesetzgeber wichtige Parameter der zweiten Säule (v. a. Mindestzinssatz und Umwandlungssatz) in fester Abhängigkeit von versicherungstechnischen Berechnungen und Finanzmarktgrössen bestimmen würde.

Taugliches Führungsinstrument

Aus ökonomischer Sicht wird das Risiko, den Verpflichtungen nicht nachkommen zu können, im aktuellen Zinsumfeld allein mit Blick auf den technischen Zinssatz sowie den Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 unterschätzt. Ein effektives und modernes Risikomanagement setzt voraus, dass eine Pensionskasse beide Risikodimensionen (technisches Risiko und Liability Risiko) kennt und sie für die Festlegung der Anlagestrategie, den Entscheid über die Verteilung allfälliger Überschüsse sowie in der Beurteilung allfälliger Sanierungsmassnahmen berücksichtigt.

Stephan Skaanes ist Lehrbeauftragter der Universität Zürich und Investment Consultant von PPCmetrics; Andreas Reichlin ist Partner der gleichen Beratungsgesellschaft.

Auswertung für die Muster-Pensionskasse

Risiko	Eintretenswahrscheinlichkeit in %
Technisches Risiko (Unterschreiten des technischen Zinssatzes von 3,5% p. a.)	47
Liability-Risiko (Wahrscheinlichkeit, das Wachstum der Verpflichtungen nicht zu egalisieren)	62
Peer-Group-Risiko (Tiefere Rendite als die Vergleichsgruppe)	61
Verlustrisiko (Wahrscheinlichkeit eines Verlustes)	19

Risikodimensionen der Pensionskassen

Verpflichtungsstruktur der Muster-Pensionskasse		Vermögensaufteilung	
Laufzeiten	Gewichtungen in % („Liability-Index“)	Anlagekategorien	Muster-PK in % Peer Group in % ¹
1 bis 3 Jahre	15	Geldmarkt Schweiz	8,0 4,0
3 bis 5 Jahre	11	Obligationen Schweiz	40,0 32,9
5 bis 7 Jahre	9	Obligationen Europa	7,5 4,8
7 bis 10 Jahre	11	Obligationen Welt	7,5 7,2
Länger als 10 Jahre	13	Aktien Schweiz	9,0 15,0
Länger als 30 Jahre	42	Aktien Welt	17,0 13,5
		Immobilien	11,0 22,5

¹ geschätzte durchschnittliche Asset Allocation Schweizer Pensionskassen