

ALM-Studien in der Praxis

Welche Elemente sind besonders relevant?

Die Interpretation der Ergebnisse von ALM-Studien ist für den Laien oft eine Herausforderung. In der Folge werden die für die Beschlussfassung wichtigsten Faktoren von ALM-Studien diskutiert.

Ausgangspunkt für die Entwicklung einer neuen Anlagestrategie bildet die Analyse der Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung. Üblicherweise werden bei einer Risikofähigkeitsanalyse folgende Dimensionen unterschieden:

- Finanzielle Risikofähigkeit: Wie ist die effektive finanzielle Situation?
- Strukturelle Risikofähigkeit: Wie kann auf eine veränderte finanzielle Situation reagiert werden?

Es gibt zwar erhebliche Unterschiede hinsichtlich Analysemethode und Vorgehensweise bei ALM-Studien. In jedem Fall sollten jedoch die oben formulierten zentralen Fragestellungen bei einer Risikofähigkeitsanalyse diskutiert werden.

Finanzielle und strukturelle Faktoren

Bei der Analyse der finanziellen Risikofähigkeit wird die effektive finanzielle Situation der Kasse beurteilt. Die alleinige Beurteilung des technischen Deckungsgrads greift dabei zu kurz, da Vermögensanlagen und Vorsorgeverpflichtungen nicht anhand der gleichen Grundsätze bewertet werden. Falls die technische Bewertung der Verpflichtungen von einer marktnahen Bewertung (fair value) massgeblich abweicht, muss diese korrigiert werden, um einen objektiven Vergleich mit dem ebenfalls marktnah bewerteten Vermögen zu ermöglichen. Da für Vorsorgeverpflichtungen kein geregelter Markt existiert, erfolgt die Bewertung anhand eines finanzökonomischen Modells. Zu diesem Zweck wird aus Finanzmarktinstrumenten (zum Beispiel Obligationen) ein Replika-

tionsportfolio zusammengestellt, das hinsichtlich Cashflows und Risiken der Cashflows mit den Verpflichtungen übereinstimmt. Der Marktwert (fair value) der Vorsorgeverpflichtungen entspricht dem Marktwert des Replikationsportfolios.

Die effektive finanzielle Situation gibt Aufschluss darüber, inwiefern Reserven bestehen, die zur Deckung von potenziellen Anlageverlusten verwendet werden können. Übersteigen die Verpflichtungen das Vermögen der Kasse, dann ist per Definition keine finanzielle Risikofähigkeit vorhanden, und allfällige Anlageverluste müssen direkt durch die Risikoträger getragen werden.

Aufgrund der angespannten finanziellen Situation vieler Kassen kommt der Analyse der strukturellen Risikofähigkeit eine besondere Bedeutung zu. Dabei wird beurteilt, wie wirkungsvoll auf eine veränderte finanzielle Situation reagiert werden kann und wie die Sanierungsfähigkeit der Kasse ist. Von grundlegender Bedeutung ist dabei die Altersstruktur der Versicherten der Vorsorgeeinrichtung. Da die Rentner auf-

grund der gesetzlichen Vorgaben de facto keine Anlagerisiken tragen und nicht durch Sanierungsmassnahmen belastet werden können, ist ein hoher Anteil an aktiven Versicherten grundsätzlich positiv. Bei der

In Kürze

- > Die Risikofähigkeit und nicht die Sollrendite bestimmen die Anlagerisiken
- > Der Arbeitgeber muss oft einen überparitätischen Beitrag an die Sanierung einer Kasse leisten
- > Der Investor darf zwar ex ante eine Risikoprämie erwarten, es ist aber gerade das Wesen des Risikos, dass diese Prämie ex post auch langfristig nicht garantiert ist

Analyse müssen auch weitere Faktoren wie die Stabilität des Bestandes, der Anteil überobligatorischer Leistungen oder erwartete Mittelflüsse berücksichtigt werden. Es existiert eine Vielzahl an Analysemethoden für die Beurteilung der strukturellen Risikofähigkeit. Ungeachtet der Analysemethode muss aus einer ALM-

Autoren

Lukas Riesen
MSc Ec,
Betr. oek. FH
Investment
Consultant
PPCmetrics,
Zürich



Alfred Bühler
Dr. oec. HSG
Partner
PPCmetrics,
Zürich

Zehn zentrale Fragestellungen in einem ALM-Projekt

1. Wie ist die finanzielle Risikofähigkeit (effektive finanzielle Situation)?
2. Wie ist die strukturelle Risikofähigkeit (Sanierungsfähigkeit)?
3. Welche Bereitschaft weisen die Risikoträger auf, um Anlageverluste auszugleichen (Risikobudget)?
4. Welche Auswirkungen kann eine Anlagestrategie, die der Risikofähigkeit entspricht, auf die finanzielle Situation der Kasse und potenzielle Sanierungsmassnahmen haben?
5. Welche Zins- und Inflationsrisiken weisen die Verpflichtungen auf, und welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Anlagestrategie?
6. Welches Renditepotenzial hat eine der Risikofähigkeit entsprechende Anlagestrategie?
7. Wie hoch ist die Sollrendite, wie ist diese definiert, und welche Effekte beeinflussen die Sollrendite?
8. Gibt es eine Anlagestrategie, welche mit der Risikofähigkeit und der Sollrendite vereinbart werden kann?
9. Welche Anlagestrategien sind zweckmässig, und wie sind deren Rendite- und Risikoeigenschaften?
10. Wie verändert sich die finanzielle Situation mit der gewählten Anlagestrategie im Erwartungswert und in Extremfällen?

Studie jedoch klar hervorgehen, wie wirkungsvoll auf eine veränderte finanzielle Situation reagiert werden kann.

Festlegung des Risikobudgets

Viele Vorsorgeeinrichtungen verfügen zurzeit über keine oder ungenügende Reserven, um die Anlagerisiken selbständig tragen zu können. Das Vorliegen einer hohen strukturellen Risikofähigkeit reicht in diesem Fall nicht aus, um eine Anlagestrategie mit hohen Risiken zu definieren. Auch bei der vorteilhaftesten Kassendemografie muss abgeklärt werden, inwiefern die aktiven Versicherten sowie der Arbeitgeber die Fähigkeit und Bereitschaft aufweisen, potenzielle Sanierungsmassnahmen zu tragen.

Die Toleranz gegenüber Wertschwankungen bei den Vermögensanlagen und die Bereitschaft, allfällige Verluste auszugleichen, wird als Risikobudget der Risikoträger bezeichnet. Es handelt sich demnach um den maximalen Verlust, den die Risikoträger bereit sind durch zusätzliche Einzahlungen oder reduzierte Leistungen auszugleichen. Das Risikobudget muss vom obersten Organ, das die Positionen der Risikoträger vertritt, festgelegt werden. Konkret stellt sich dabei die Frage, wie stark die Arbeitnehmer durch eine reduzierte Verzinsung beziehungsweise durch Sanierungsbeiträge belastet werden können und welche maximalen Sanierungsleistungen der Arbeitgeber erbringen kann. Besonderes Augenmerk verdient dabei die Risikotoleranz des Arbeitgebers, da die Praxis gezeigt hat,

dass der Arbeitgeber bei einer Sanierung oft einen überparitätischen Beitrag leisten muss.

Risikofähigkeit wichtiger als Sollrendite

Zur Finanzierung der Leistungen und Kosten stehen neben den Beiträgen von Arbeitgeber und -nehmer die Kapitalmarkterträge zur Verfügung. Um den Renditebedarf auf den Vermögensanlagen zu beziffern, wird dabei die erforderliche Sollrendite ermittelt. Die wichtigsten Faktoren für die Ermittlung der Sollrendite sind das Leistungsversprechen, die Beiträge und das vorhandene Vorsorgevermögen. Die ermittelte Sollrendite darf nicht als Basis für die Definition des Risikobudgets verwendet werden. Alleine die Risikofähigkeit der Kasse (finanzielle und strukturelle Risikofähigkeit) sowie die Risikotoleranz bestimmen das Risikobudget und damit die Anlagerisiken.

Falls das Renditepotenzial einer Anlagestrategie, die der Risikofähigkeit entspricht, unter der erforderlichen Sollrendite liegt, müssen Leistungen und Beiträge der Kasse zur Diskussion gestellt werden. Sowohl anhand einer Reduktion von Leistungen oder durch zusätzliche Beiträge kann die Sollrendite auf ein Niveau gesenkt werden, das dem Renditepotenzial einer Anlagestrategie entspricht, die innerhalb der vorgegebenen Risikofähigkeit liegt. Keinesfalls dürfen jedoch die Anlagerisiken erhöht werden, wenn die Risikoträger nicht in der Lage oder nicht bereit sind, den potenziell resultierenden Fehlbetrag

anhand von zukünftigen Leistungsreduktionen oder Zusatzbeiträgen zu tragen.

Schliesslich muss berücksichtigt werden, dass auch über einen langen Zeithorizont Anlagerisiken nicht eliminiert werden können. Es kann beispielsweise nicht davon ausgegangen werden, dass die Aktienmärkte automatisch wieder die alten Bewertungsniveaus erreichen. Es wurde mehrfach empirisch nachgewiesen, dass die Renditen auf Aktienanlagen langfristig höher waren als Obligationenanlagen und die Investoren in der Vergangenheit für das Eingehen von Anlagerisiken mit einer sogenannten Risikoprämie entschädigt wurden. Der Investor darf demnach zwar ex ante eine Risikoprämie erwarten, es ist aber gerade das Wesen des Risikos, dass diese Prämie ex post auch langfristig nicht garantiert ist.

Zins- und Inflationsrisiken zentral

Der Zeithorizont ist ein wichtiger Parameter bei der Entwicklung der Anlagestrategie. Aufgrund der langen Bindungsdauer nominal fixer Rentenverpflichtungen ergeben sich erhebliche Zinsänderungsrisiken. Das Leistungsziel der aktiven Versicherten birgt oft ein hohes Inflationsrisiko. Diese Risiken können anhand von Simulationen oder Szenarioanalysen analysiert werden. Mit einer gezielten Anlagestrategie können die Zins- und Inflationsrisiken eliminiert oder zumindest reduziert werden.

Fokus auf die wesentlichen Faktoren

In der Praxis hat sich gezeigt, dass nicht in jedem Fall ein komplexeres Analysemodell zwingend auch die besseren Entscheidungsgrundlagen für das verantwortliche Gremium liefert. Welche Analyse-methode dafür ideal ist, hängt von der Struktur der Kasse, der Fragestellung und der gewünschten Analysetiefe ab.

Um das oft knappe Zeitbudget, das in Sitzungen des obersten Organs zur Verfügung steht, optimal zu nutzen, sollte über diejenigen Faktoren diskutiert werden, die die finanzielle Situation der Kasse auch wesentlich beeinflussen. Um dies zu erleichtern, haben wir die zehn zentralen Fragestellungen, die in einem ALM-Projekt diskutiert werden sollten, im Kasten oben zusammengefasst. ■