



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Festlegung der Anlagestrategie

Welche Anlagerisiken vertragen sich mit Rentenlast?

Vorsorgeeinrichtungen mit einem hohen Anteil an garantierten Leistungen haben eine tiefe strukturelle Risikofähigkeit. Die auszurichtenden Leistungen müssen aber nicht sofort erbracht werden, sondern verteilen sich über einen langen Zeithorizont.

IN KÜRZE

Die Risikofähigkeit aufgrund des Anlagehorizonts einer Rentnerkasse darf nicht überschätzt werden. Das Illiquiditätsrisiko wäre für Rentnerkassen interessant, es lässt sich aber kaum isoliert abschöpfen.

Auch ohne Neuzugänge ist bei einem typischen Rentnerbestand nach zehn Jahren noch mehr als die Hälfte der Verpflichtungen vorhanden. Es besteht auch nicht das Risiko, dass die Renten doch früher ausbezahlt werden müssten, das heisst, der Anlagehorizont ist gut planbar. Selbst wenn das Geld aber im Schnitt noch zehn Jahre angelegt bleibt, ist zu beachten, dass die garantierten Rentenzahlungen unabhängig von der Vermögensentwicklung auszurichten sind und das Vermögen fortlaufend schrumpft. Die Entwicklung der finanziellen Lage hängt also nicht nur von der durchschnittlich erzielten Rendite ab, sondern auch von der Reihenfolge der Jahresrenditen.

Dies ist in der Grafik (Seite 75) an einem Beispiel gut zu erkennen: In allen Szenarien wird im Durchschnitt gleichviel Rendite erzielt. Wenn die ersten Jahre schlecht sind, fällt der Deckungsgrad aber aufgrund der schrumpfenden Kasse nach der Korrektur deutlich schlechter aus als im umgekehrten Fall.

Renten finanzieren

Das Anlagerisiko gegenüber den Rentenverpflichtungen ist minimal, wenn die Anlagen mit Sicherheit die Rentenzahlung abdecken, also bei einem Portfolio aus Staatsanleihen, dessen Verfälle und Coupons exakt den zukünftigen Rentenzahlungen entsprechen. Ein solches Cashflow-Matching lässt sich in der Praxis mit gewissen Abstrichen bei der Bonität durchaus konkret umsetzen. Es setzt aber voraus, dass die Kasse über genügend Vermögen verfügt, um die Renten trotz der tiefen Zinserträge auf dem Obligationenportfolio finanzieren zu können. Ist dies nicht der Fall, führt das

Cashflow-Matching dazu, dass das Vermögen mit Sicherheit¹ aufgebraucht ist, bevor alle Renten ausbezahlt wurden. Wenn die Anlagestrategie dagegen so gewählt wird, dass dank einer höheren erwarteten Rendite das Vermögen im Schnitt ausreicht, um die Renten zu finanzieren, dann muss dafür ein höheres Anlagerisiko in Kauf genommen werden. Der Preis ist aber, dass bei einer ungünstigen Marktentwicklung noch schneller gar kein Geld mehr vorhanden ist. Welche dieser Situationen als «grösseres Risiko» erachtet wird, ist subjektiv.

Risikofähigkeit abklären

Im Idealfall gehen rentnerlastige Pensionskassen nur soweit Anlagerisiken ein, wie sie durch entsprechende Reserven gedeckt werden können. Die ökonomische Bewertung ist dazu unerlässlich, wobei auch die Frage der Finanzierung der Kosten und der biometrischen Risiken einzubeziehen sind.

Auch wenn die Sanierungsfähigkeit einer rentnerlastigen Kasse grundsätzlich sehr eingeschränkt ist, sollte dennoch die strukturelle Risikofähigkeit abgeklärt werden. Ist beispielsweise eine Ausfinanzierung durch den Arbeitgeber möglich, oder kann eine Reduktion der Anwartschaften in Betracht gezogen werden?

Optimale Risikoprämien

Abweichungen von der risikominimalen Anlagestrategie sollten nur in Kauf genommen werden, wenn sie zu einer Erhöhung der erwarteten Anlagerendite führen. Die entscheidende Frage ist, welche Risiken für die rentnerlastige

¹ Unerwartet hohe Sterblichkeit ausgenommen.

Marco Jost

Dr. sc. math.,
Pensionskassen-Experte
SKPE,
Partner, PPCmetrics



Oliver Dichter

Dr. rer. oec.,
Senior Investment
Consultant,
Teamleiter ALM,
PPCmetrics AG



Kasse besonders günstig sind, das heisst, besonders gut getragen werden können. Aus unserer Sicht sind dies Zinsrisiken und Illiquiditätsrisiken. Beide ergeben sich aus dem langen Anlagehorizont rentnerlastiger Pensionskassen.

Das Cashflow-Matching-Portfolio einer rentnerlastigen Pensionskasse weist typischerweise eine Duration von zehn Jahren oder mehr auf. Historisch betrachtet wiesen langlaufende Anlagen eine positive Laufzeitenprämie auf. Das bedeutet, dass eine rentnerlastige Kasse bereits mit dem für sie risikolosen Portfolio eine Risikoprämie abschöpfen konnte. Im gegenwärtigen Negativzinsumfeld können wir aber nicht ohne Weiteres davon ausgehen, dass eine signifikante positive Zinsrisikoprämie existiert.

Kredite für Infrastrukturprojekte

Die Fähigkeit einer rentnerlastigen Pensionskasse, Illiquiditätsrisiken zu tragen, ergibt sich aus der hohen Vorhersehbarkeit der Cashflows. Benötigt beispielsweise eine Kasse 10 Prozent ihres Vermögens erst in genau 15 Jahren, kann dieses Vermögen über die nächsten 15 Jahre komplett illiquid investiert werden. Die Herausforderung besteht darin, dass das Vermögen in exakt 15 Jahren benötigt wird, das heisst, die Anlage in 15 Jahren nicht mehr illiquid sein darf. Am besten geeignet ist daher auch bei illiquiden Anlagen ein obligationenähnliches Investment mit fixem Verfall. Private Debt erscheint als naheliegende Alternative. Die Schwierigkeit bei Private Debt ist jedoch, dass die meisten dieser Anlagen, zum Beispiel Senior Loans oder Direct Lending, hohe Kreditrisiken aufweisen, was für eine Pensionskasse mit tiefer Risikofähigkeit problematisch ist.

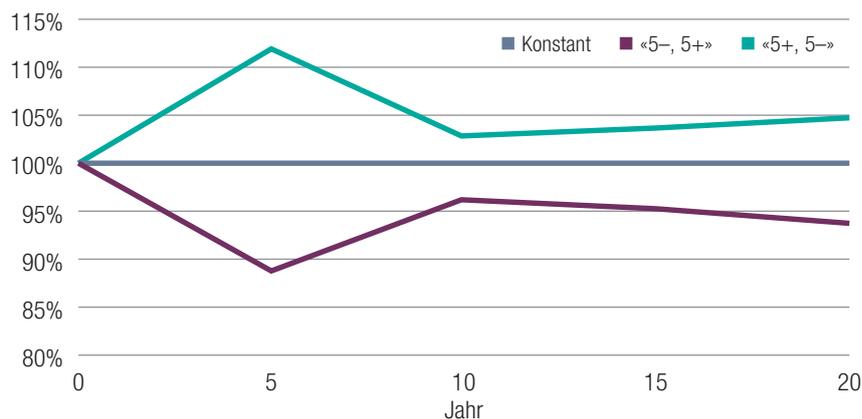
Eine Unterkategorie von Private Debt, die sich aus unserer Sicht eignet, sind Kredite für Infrastrukturprojekte. Diese Projekte sind oft mit staatlichen Garantien versehen und weisen entsprechend tiefe Kreditrisiken auf. Zudem sind Infrastrukturkredite typischerweise sehr langlaufend, was sie für rentnerlastige Pensionskassen besonders attraktiv macht. Für kleinere Kassen kommt aber eine direkte Vergabe von Infrastrukturkrediten nicht in Frage. Es bleibt nur die Möglichkeit einer Investition in einen entsprechenden Anlagefonds. Gemäss unserer Erfahrung ist die Zahl geeigneter Produkte begrenzt.

Eigenschaften Musterkasse

- Rentneranteil (gemessen am VK) von 90 Prozent
- Generationentafeln, technischer Zinssatz 1 Prozent
- Verzinsung AGH 1 Prozent
- Verwaltungskosten durch Beiträge finanziert
- Finanzierung technisch neutral (das heisst Sollrendite = 1 Prozent)

Renditeszenarien	Jahr 1–5	Jahr 6–10	Nach Jahr 10	Durchschnitt
«Konstant»	1%	1%	1%	1%
«5–, 5+»	–1%	3%	1%	1%
«5+, 5–»	3%	–1%	1%	1%

Deckungsgradentwicklung



Zudem sind die Kosten vergleichsweise hoch, was den grössten Teil der erhofften Illiquiditätsprämie aufzehrt.

Immobilien in eine Anlagestiftung einbringen

Die traditionell für Pensionskassen am besten zugängliche illiquide Anlageklasse sind Schweizer Immobilien. Auch in diesem Fall können Illiquiditätsrisiken nicht isoliert, sondern nur gemeinsam mit Immobilienrisiken bewirtschaftet werden. Eine gewisse Risikofähigkeit der Pensionskasse ist die Voraussetzung. Zudem weisen Immobilienanlagen keinen fixen Verfallstermin auf. Das erfordert, dass eine rentnerlastige Pensionskasse ihren Bestand an Immobilien laufend überwacht. Anstelle der natürlichen Verfälle von Obligationen müssen geplante Verkäufe der Immobilien treten. Besteht das Immobilienportfolio nur aus wenigen Direktanlagen, ist dies oft schwierig und es besteht die Gefahr, dass die Immobilienanlagen über die Zeit einen immer grösseren Teil des Anlageportfolios ausmachen. Das kann die Risikofähigkeit der Pensionskasse überstrapazieren.

Rentnerlastigen Pensionskassen mit einem bestehenden Portfolio aus Immobilien-Direktanlagen empfehlen wir des-

halb zu prüfen, ob sie ihre Immobilien in eine Anlagestiftung einbringen können. Dies ermöglicht im Anschluss einen schrittweisen Verkauf der Anteile der Anlagestiftung und damit eine laufende Bewirtschaftung der Illiquiditätsrisiken im Portfolio. Zudem können Klumpenrisiken (einzelne Objekte, Regionen) reduziert werden, ohne dass dabei auf eine Risikoprämie verzichtet würde.

Dynamische Strategie

Weil eine Unterdeckung bei rentnerlastigen Kassen besonders schwer zu beheben ist, besteht das Bedürfnis, dass sie gar nie entstehen soll. Mit einem dynamischen Anlagerisiko kann dieses Ziel grundsätzlich verfolgt werden, ohne ganz auf Anlagerisiken zu verzichten. Das Abbauen von Anlagerisiken nach einem Markteinbruch muss dann aber auch systematisch durchgezogen werden. Vor allem aber funktioniert das Konzept nur, wenn vorab eine ökonomische Überdeckung besteht. Eine saubere Ausfinanzierung bei Entstehung der Rentenlast ist und bleibt demnach zentral. **I**

Pour des raisons techniques, la version française de cet article sera publiée dans le numéro de janvier.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

