

## Cashflow Matching bei Rentnerkassen

# Rentenleistungen sichern

Die Frage einer tragbaren Anlagestrategie bekommt bei reinen Rentnerkassen eine eigene Note: Es gilt sicherzustellen, dass die Renten termingerecht ausbezahlt werden können und das Vermögen nie unter den Gegenwartswert der zukünftigen Rentenzahlungen fällt. Das Prinzip des Cashflow Matching verspricht Abhilfe.

Eines sei vorweggenommen: Rentnerkassen sind nicht per Definition unfähig, Anlagerisiken zu tragen. Falls das verfügbare Vermögen ausreichend ist, können gewisse Anlageschwankungen in Kauf genommen werden, ohne dass die Leistungen damit gefährdet würden. Auch in diesen Fällen stellt sich aber die Frage, ab welchem Punkt keine Risiken mehr getragen werden können und wie das Vermögen dann anzulegen ist.

### Prinzip des Cashflow Matching

Der Grundgedanke des Cashflow Matching ist simpel: Das Vermögen soll so investiert werden, dass die daraus resultierenden Mittelflüsse (Zinserträge, Rückzahlungen, etc.) gerade den auszurichtenden Leistungen entsprechen. Die laufenden Rentenleistungen sind in der Regel nominal definiert (in Franken) und fix versprochen, das heisst sie können nicht infolge einer geänderten Zinslage oder tieferer Aktienpreise reduziert werden. Folglich müssen bei einem Cashflow Matching die Vermögensanlagen ebenso zuverlässig die benötigten Mittelflüsse generieren. Diese Eigenschaft weisen nur sogenannte risikolose Anlagen (in Franken) auf.

Aufgrund der meist nominal definierten Rentenleistungen stellt das Auftreten von Inflation per se kein zusätzliches Risiko für die Vorsorgeeinrichtung dar. Selbstverständlich haben viele Kassen das implizite Ziel, einen Inflationsausgleich auf den Renten zu gewähren. Diese implizite Zielsetzung kann allerdings nur dann anvisiert werden, wenn deren Finanzierung gesichert ist.

Eine wichtige Bedingung für ein Cashflow Matching ist denn auch, dass dafür genügend Vermögen zur Verfügung steht. Ein Deckungsgrad von 100 Prozent reicht dabei unter Umständen bei weitem nicht. Erst wenn die Verpflichtungen risikolos bewertet wurden – also gleich wie die Anlagen, die beim Cashflow Matching anvisiert werden – entspricht das errechnete Vorsorgekapital dem benötigten Vorsorgevermögen.

### Risiken auf der Passivseite

Die effektiv auszurichtenden Leistungen unterliegen naturgemäss Zufälligkeiten, die nicht mit Anlageinstrumenten abgebildet werden können. Einerseits besteht immer das individuelle Zufallsrisiko, dass nie genau so viele Rentner versterben wie erwartet. Die Schwankungen relativ zum Mittelwert nehmen aber mit der Grösse des Rentnerbestands ab. Sofern der Rentnerbestand nicht zu heterogen ist (zum Beispiel 10 Prozent der Renten, die 50 Prozent der gesamten Rentenbeträge ausmachen), können die Schwankungen auch bei Beständen mit weniger als 1000 Personen in einem vernünftigen Rahmen liegen.

Andererseits darf auch das Prognoseisiko nicht ausser Acht gelassen werden. Es ist aus heutiger Sicht schwer zu sagen, inwiefern die versicherungstechnischen Modelle die zukünftige Zunahme der Lebenserwartung tatsächlich abbilden. Die Grösse eines Bestands hilft bei der Beurteilung, ob die angenommenen Grundlagen wenigstens in der Vergangenheit gepasst haben oder ob, zum Beispiel aufgrund der Branche, mit spezifischen Sterblichkeiten gerechnet werden muss. Das allgemeine Trendrisiko besteht für grosse und kleine Bestände aber gleichermassen.

### In Kürze

- > Das Vermögen soll so investiert werden, dass die daraus resultierenden Mittelflüsse den auszurichtenden Leistungen entsprechen
- > Erst wenn die Verpflichtungen risikolos bewertet wurden, entspricht das errechnete Vorsorgekapital dem benötigten Vorsorgevermögen

Zur Absicherung dieser Risiken bieten sich sogenannte Longevity Swaps an, die (bisher) allerdings erst ab einem gewissen Volumen angeboten werden. Die Abdeckung der verbleibenden Risiken auf der Leistungsseite kann aber auch mittels einer entsprechenden Schwankungsreserve oder über einen Garanten (ehemaliger Arbeitgeber) erfolgen.

### Autoren

**Marco Jost**  
Dr., Partner,  
PPCmetrics



**Lukas Riesen**  
CFA, Senior  
Consultant,  
PPCmetrics

### Risikolose Anlage?

Die Forderung nach absolut risikolosen Anlagen entspricht einem idealisierten Zustand. Schweizerische Bundesanleihen kommen diesem aus zwei Gründen aber sehr nahe. Erstens ist ein Zahlungsausfall der Eidgenossenschaft aus heutiger Sicht sehr unwahrscheinlich. Zweitens verfügt die Schweiz, nicht wie zum Beispiel Griechenland, über die Hoheit über die eigene Währung. Sollte der Bund unerwartet in Zahlungsschwierigkeiten geraten, dürfte die Schweizerische Nationalbank (SNB) einspringen und durch eine Erhöhung der Geldmenge die Gläubiger indirekt bedienen. Auch wenn die SNB unabhängig von der Politik operiert, dürfte eine solche Massnahme von ihr erwartet werden, da die Berücksichtigung des Gesamtinteresses des Landes als Auftrag in der Bundesverfassung definiert ist. Jüngstes Beispiel bot die ebenfalls politikunabhängige Europäische Zentralbank mit der Ankündigung, Staatsanleihen von einzelnen Euro-Länder in beliebigem Umfang zu kaufen.

### Cashflow Matching in der Praxis

Beim Aufbau eines Cashflow Matching Portfolios werden Obligationen des Bunds und teilweise ergänzend anderer Schuldner mit höchster Bonität (zum Beispiel

ausgewählte Kantonsanleihen) so strukturiert, dass die Coupon- und Nominalwert-rückzahlungen laufend den Rentenzahlungen entsprechen und ebenfalls sämtliche Verwaltungskosten der Kasse decken (siehe Abbildung). Eine perfekte Nachbildung dieser Zahlungsströme ist aufgrund der Verfügbarkeit von qualitativ hochwertigen Anleihen nicht möglich, aber auch nicht erforderlich. Bereits mit den zurzeit rund 20 Bundesanleihen, die auf dem Markt sind, kann das Cashflow-Profil der Verpflichtungen hinreichend genau nachgebildet werden. Aufgrund des beschränkten Emissions- und Handelsvolumens dieser Anleihen kann bei grossen Rentnerkassen ein solches Cashflow Matching nicht über Nacht umgesetzt werden. Der Aufbau erfolgt meist gestaffelt über mehrere Monate oder sogar Jahre.

Nach erfolgtem Aufbau des Cashflow-Matching-Portfolios werden im Prinzip keine Transaktionen mehr getätigt (Buy and Hold). Daher fallen auch nur geringe Vermögensverwaltungskosten an. Alle zwei bis drei Jahre erfolgen nur noch minimale Adjustierungen, um das Portfolio an aktualisierten versicherungstechnischen Projektionen auszurichten oder um allenfalls anhand von Neuemissionen die Abbildungsgenauigkeit zu perfektionieren. Falls es die schrumpfende Bestandsgrösse zu einem

späteren Zeitpunkt erfordert, kann eine Übertragung an eine andere Vorsorgeeinrichtung oder Lebensversicherungsgesellschaft mittels Titelauslieferung erfolgen. Ebenso kann das Portfolio einfach auf eine neue Zielsetzung ausgerichtet werden. Dies ist beispielweise dann der Fall, wenn der Kasse neues Geld zufließt (zum Beispiel infolge Liquidation eines Wohlfahrtsfonds) und dadurch ein Teuerungsausgleich finanziert werden kann. In diesem Fall wird das Portfolio so ausgerichtet, dass die unter Berücksichtigung der Teuerung benötigten Mittelfüsse generiert werden (so genanntes Zinsrisikoprofil-Matching).

### Fazit

Ob ein Cashflow Matching möglich und zielführend ist, muss im Einzelfall geprüft werden. Ist eine ausreichende Finanzierung vorhanden, bietet das Verfahren eine praxiserprobte Möglichkeit, die Leistungen gegenüber den Rentnern zu sichern und termingerecht auszahlen zu können, auch wenn keine Solidaritäten Dritter in Anspruch genommen werden können. ■

### Beispiel Cashflow Matching

Die Couponszahlungen zusammen mit den Rückzahlungen haben zu jedem Zeitpunkt dem operativen Cashflow zu entsprechen; das Portfolio ist entsprechend aufzubauen.

