

Absicherungsmethoden für Pensionskassen





Philippe Schlumpf, lic. oec. publ., dipl. Finanzanalytiker und Vermögensverwalter, ist Senior Investment Consultant bei der LCP Asalis und Mitglied des Kompetenzzentrums Asset & Liability Management der LCP Libera. Er verfügt über fundierte Erfahrung in der Anlageberatung von Schweizer Pensionskassen.

philippe.schlumpf@asalis.ch

Deckungsgrad und Vorsorgevermögen absichern: die besten Methoden

Nach den erheblichen Vermögensverlusten des vergangenen Jahres wollen Pensionskassen nicht mehr tatenlos der Talfahrt ihres Deckungsgrads zuschauen. Nun stellt sich die Frage, wie sie sich vor den Folgen zukünftiger Marktturbulenzen schützen können. Wir präsentieren Ihnen drei innovative Absicherungsmethoden, die nach dem aktuellen Stand des Wissens zur Verfügung stehen.

Die Absicherungsmethoden, die wir Ihnen im Folgenden vorstellen, sollen die Exposition der Pensionskasse zur Volatilität des Finanzmarktes (systematisches Risiko) und somit die Schwankungen des Deckungsgrads reduzieren.

Zu beachten ist, dass die Exposition zu den einzelnen Anlageinstrumenten (unsystematisches Risiko) mit einer geeigneten Diversifikation und die operativen Risiken mit separaten Massnahmen stark reduziert werden können. Diese Risiken werden hier nicht behandelt.

Absicherung des Deckungsgrads

Die **dynamische Anlagestrategie und Altersguthabenverzinsung** (bei einem Beitragsprimatplan) besteht in der regelmässigen Anpassung der Anlagestrategie und der Altersguthabenverzinsung an den technischen Deckungsgrad. Konkret werden kritische Deckungsgrade (Interventionspunkte) definiert, die einen Wechsel der Anlagestrategie und eine Veränderung der Altersguthabenverzinsung erfordern. Während bei sinkenden Deckungsgraden die Verzinsung der Altersguthaben reduziert und eine konservativere Anlagestrategie gefahren wird, wird bei steigenden Deckungsgraden die Verzinsung erhöht und eine aggressivere Strategie gewählt. Die Einzelheiten dieses Verfahrens sind in einem Umsetzungskonzept so zu definieren, dass der Deckungsgrad im Erwartungswert stabilisiert wird.

Der Hauptvorteil dieser Methode liegt in der regelmässigen Anpassung der Anlagestrategie an die finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtung. Neben den Kosten, die mit den Strategiewechseln verbunden sind, bildet die begrenzte Partizipation von Vorsorgeeinrichtungen in Unterdeckung an steigenden Aktienmärkten (wegen des tiefen Aktienanteils) den Hauptnachteil dieses Ansatzes. Zudem kann die Nicht-Unterschreitung eines vordefinierten minimalen Deckungsgrads (Floor) nicht gewährleistet werden: Mit einer Wertschwankungsreserve nach dem «Value at Risk»-Prinzip kann die Unterschreitung eines Deckungsgrads von beispielsweise 100 % nur bedingt, d. h. mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit (z. B. 98 %) und nach einem bestimmten Zeitpunkt (z. B. nach zwei Jahren), vermieden werden.

Anlagekategorien	Anlagestrategie je nach Deckungsgrad (DG)		
	DG < 100 %	100 % < DG < 110 %	DG > 110 %
Liquidität (max. 40 %)	40,0 %	2,0 %	2,0 %
Obligationen	55,0 %	61,0 %	29,0 %
Aktien	3,0 %	19,0 %	38,0 %
Immobilienfonds Schweiz (max. 25 %)	0,0 %	13,0 %	25,0 %
Funds of Hedge Funds	2,0 %	5,0 %	6,0 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Rendite- und Risikoparameter	Altersguthabenverzinsung und Profil der Anlagestrategie		
Verzinsung Altersguthaben	0,0 %	2,0 %	3,5 %
Sollrendite (p. a.)	1,5 %	2,7 %	3,6 %
Erwartete Rendite Anlagestrategie (p. a.)	2,0 %	3,2 %	4,1 %
Annualisierte Volatilität Anlagestrategie	1,8 %	4,6 %	7,8 %

Bei diesem fiktiven Beispiel mit drei Interventionspunkten ergeben sich der Einfachheit halber die erwarteten Renditen der drei Anlagestrategien aus unserem aktuellen, kurzfristigen Wirtschaftsszenario. Zu beachten ist der sehr hohe Anteil Liquidität und Obligationen beim Deckungsgrad unter 100 % (geringe Diversifikation auf Anlagekategorie-Ebene).

Definitionen

Taktische Massnahme

Eine taktische Massnahme unterscheidet sich grundlegend von einer Absicherungsmethode. Bei taktischen Massnahmen werden Prognosen über die Marktentwicklung gestellt und entsprechende Investitionen getätigt.

Absicherungsmethode

Eine Absicherungsmethode ist ein regelbasierter Prozess, mit welchem ein Investor, z. B. eine Pensionskasse, seine Anlagen vor sinkenden

Finanzmärkten und Wertverlusten schützen kann. Während die Pensionskasse ohne Absicherung oder taktische Massnahme voll an Marktbewegungen nach unten partizipiert, kann sie mit dem Einsatz einer Absicherung allfällige Wertverluste begrenzen.

Absicherungsmethoden folgen einem von der prognostizierten Marktentwicklung unabhängigen, regelbasierten Prozess. Dabei sind aktive Entscheidungen der Pensionskasse nicht notwendig, weil sämtliche Investitionen durch den unterliegenden Absicherungsprozess mechanisch geregelt werden.



Benno Ambrosini, Dr. sc. nat. ETH, eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte, ist Mitglied der Geschäftsleitung der LCP Libera und als Mandatsleiter sowie Experte für Vorsorgeeinrichtungen nationaler und internationaler Unternehmen verantwortlich. Benno Ambrosini ist Aktuar SAV und seit 2006 Mitglied der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten.

benno.ambrosini@libera.ch

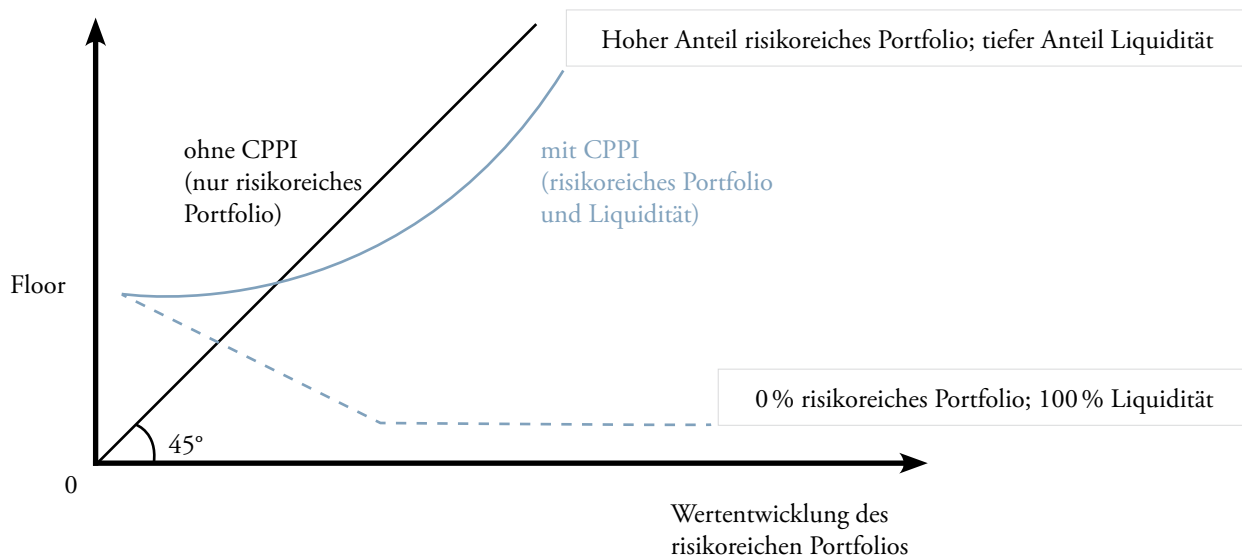
Absicherung des Vorsorgevermögens mit der «Constant Proportion Portfolio Insurance» (CPPI)

Das Gesamtvermögen einer Pensionskasse setzt sich (ohne Absicherung) aus einem risikoreichen, breit diversifizierten Portfolio zusammen. Mit der **CPPI** wird diesem Portfolio eine risikofreie Anlage (Liquidität in Schweizer Franken) hinzugefügt. Bei sinkenden Märkten wird der Portfolioanteil zu Gunsten der Liquidität regelmässig reduziert. Der Umschichtungsmechanismus wird so definiert, dass der Wert des Gesamtvermögens nicht unter einen vordefinierten, minimalen Betrag (Floor) fällt. Aus der nachstehenden Abbildung ist ersichtlich, dass sich das Gesamtvermögen beim Erreichen des «Floor» lediglich aus Liquidität zusammensetzt. So können weitere Wertverluste vermieden werden. Die Diversifikation des Gesamtvermögens ist aber vorübergehend ungenügend.

Steigen danach die Märkte, wird der Portfolioanteil zu Lasten der Liquidität regelmässig erhöht. Die Partizipation der Pensionskasse am steigenden Markt wird jedoch durch den anfänglichen hohen Liquiditätsanteil verlangsamt; eine Partizipationsbegrenzung (Cap) gibt es nicht.

Dieses Verfahren ist mit regelmässigen Umschichtungskosten verbunden und kann bei Transaktionen mit illiquiden Anlageinstrumenten des risikoreichen Portfolios durch Engpässe beeinträchtigt werden.

Wertentwicklung des Gesamtvermögens

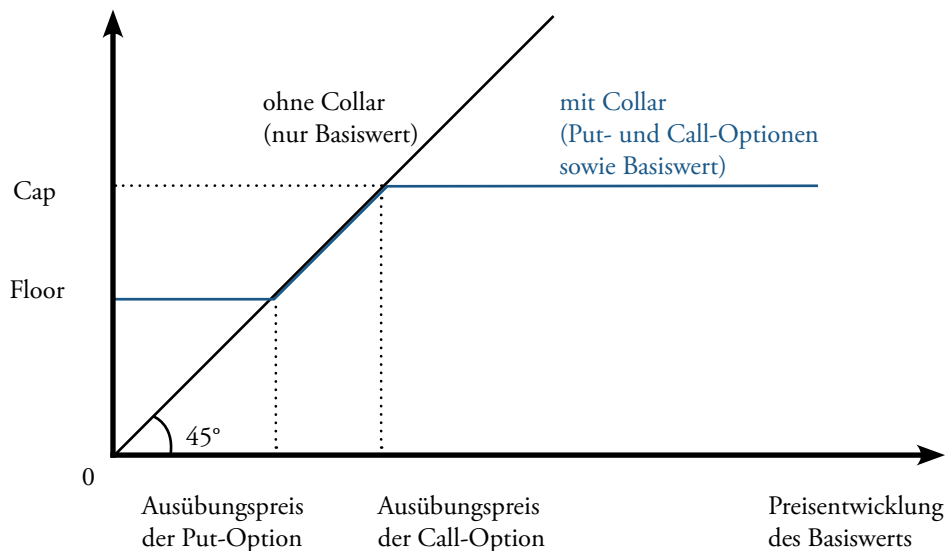


Absicherung von Vermögensteilen mit dem «Collar»

Beim **Collar** hält die Pensionskasse ein risikoreiches Portfolio (abzusichernder Vermögensteil) sowie eine Kombination von Put- und Call-Optionen (auf demselben Basiswert). Beim Aktienportfolio wäre im Prinzip der Referenzindex dieses Portfolios als Basiswert zu bestimmen. Bei der Absicherung mehrerer Teile des Gesamtvermögens wäre der Einsatz mehrerer Collars nötig. Aus der nachstehenden Abbildung ist ersichtlich, dass der Schwankungsbereich des abzusichernden Vermögensteils nicht nur nach unten (Floor), sondern auch nach oben (Cap) begrenzt wird. Fällt der Preis des Basiswerts unter den Ausübungspreis der Put-Option, bleibt der Vermögenswert auf der Höhe des «Floor». Steigt danach der Preis des Basiswerts über den Ausübungspreis der Call-Option, bleibt der Vermögenswert auf der Höhe des «Cap».

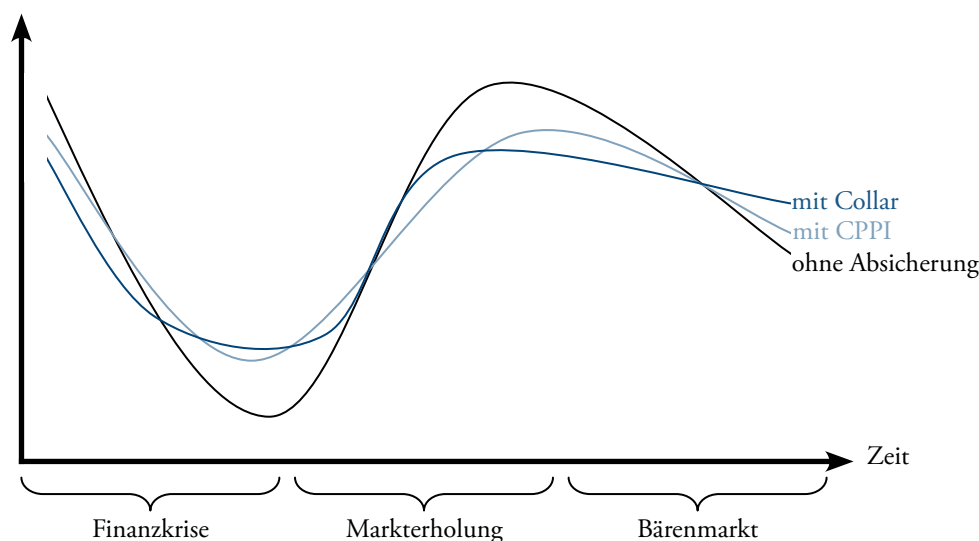
Zu beachten ist, dass Optionen eine befristete Laufzeit haben und daher regelmässig erneuert werden müssen.

Wertentwicklung des abzusichernden Vermögensteils



Entwicklung des Deckungsgrads mit der «CPPI» und dem «Collar» (illustratives Beispiel)

Deckungsgrad



Dieses Beispiel zeigt, dass die Volatilität des Deckungsgrads mit dem Einsatz des «Collar» – dank der Festlegung nahe beieinanderliegender «Floor» und «Cap» – am stärksten reduziert wird.

Die «CPPI» und der «Collar» bezwecken im Prinzip lediglich die Absicherung des investierten Vermögens. So wird der Deckungsgrad nicht vollständig geschützt. Um diesen Mangel zu eliminieren, ist eine Kombination der «CPPI» oder des «Collar» mit Massnahmen auf der Verpflichtungsseite empfehlenswert.

Entscheidungskriterien

Mit Absicherungsmassnahmen werden Pensionskassen vor sinkenden Märkten geschützt. Ihre Partizipation an steigenden Märkten wird aber begrenzt oder verlangsamt. Mit anderen Worten bilden Absicherungsmethoden keinen Notausgang für Pensionskassen in Unterdeckung. Daher sollten Vorsorgeeinrichtungen über den Einsatz von Absicherungsmassnahmen erst dann entscheiden, wenn sie wieder über ihre volle Risikofähigkeit verfügen. Für die Entscheidungsfindung gilt folgende Regel: Eine Absicherung

lohnt sich nur, wenn die erwarteten Umsetzungskosten tiefer sind als die erwarteten Sanierungskosten. Diese Fragestellung kann jedoch nicht generell beantwortet werden. Jede Vorsorgeeinrichtung hat aufgrund ihrer eigenen Situation realistische Szenarien zu erarbeiten und danach die nötigen Berechnungen durchzuführen. Dabei sind auf jeden Fall die gesetzlichen Rahmenbedingungen zu berücksichtigen. Letztlich spielt auch die Bereitschaft des obersten Organs, Sanierungsmassnahmen zu ergreifen, eine entscheidende Rolle.