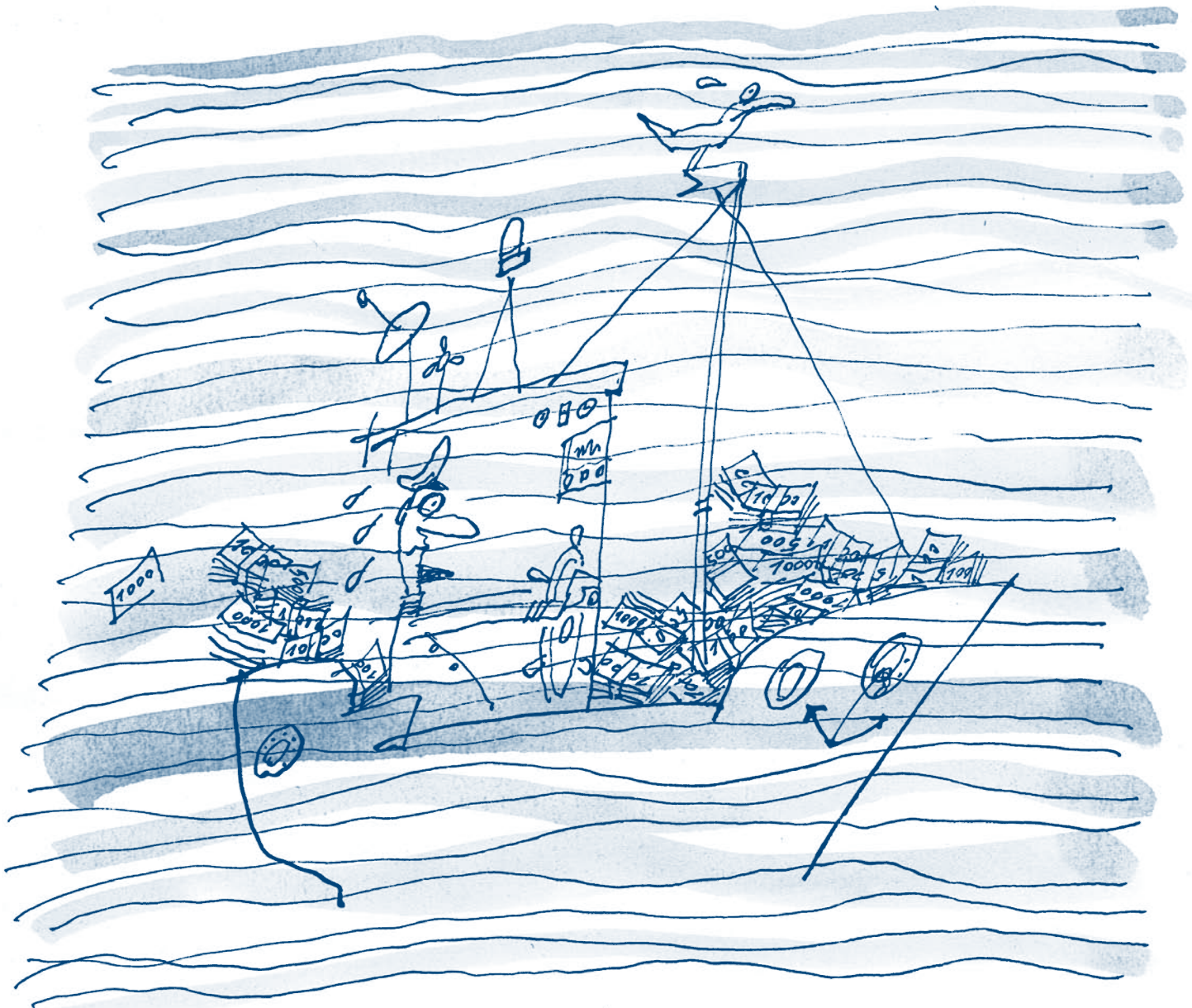


# Navigieren in der Schuldenkrise



*Handwritten signature*



**Ruben Lombardi**, Dr. phil. II, eidg. dipl. Pensionsversicherungsexperte, ist Mitglied der Geschäftsleitung der LCP Libera und betreut als verantwortlicher Mandatsleiter und Experte verschiedene Vorsorgeeinrichtungen und Unternehmen. Sein Tätigkeitsgebiet umfasst auch die Berechnung und Umsetzung der Vorsorgeverpflichtungen nach internationalen Rechnungslegungsnormen (IFRS, US GAAP).

ruben.lombardi@libera.ch

## Pensionskassen führen bei tiefen Renditen und wankenden Fremdwährungen

**Im aktuellen Umfeld tiefer Zinsen und volatiler Märkte benötigen Pensionskassen innovative Ideen, um die zukünftigen Vorsorgeleistungen zu finanzieren. Wir beschreiben den Weg zu einer nachhaltigen Anlagestrategie und zeigen auf, wie sich die Leistungen und ihre Finanzierung ins Gleichgewicht bringen lassen.**

Der Investitionsprozess einer Pensionskasse im Herbst 2011 ähnelt der Kreuzfahrt eines Überseedampfers, der im dichten Nebel Klippen umschiffen muss. Das wirtschaftliche Umfeld, in welchem Pensionskassen navigieren müssen, ist von zwei Hauptproblemen geprägt: von der Schuldenkrise in Europa und der schwachen Konjunktur in den Vereinigten Staaten. Solange der Schuldenkrise nicht mit umfassenden und effektiven

Massnahmen ein Ende bereitet wird, werden sich die Aktienmärkte weiterhin zögernd entwickeln. Für Vorsorgeeinrichtungen sind zudem die tiefen Zinsen von Obligationen besorgniserregend. Im Folgenden stellen wir einen Navigationsplan für die Entwicklung einer Anlagestrategie vor, mit welcher Ihre Pensionskasse wohlbehalten durch die Krise kommen dürfte.

## Analyse der Verpflichtungen als Basis

Üblicherweise lassen Vorsorgeeinrichtungen alle drei bis fünf Jahre eine neue Asset-Liability-Management-Studie (ALM-Studie) erstellen. Dabei ist als erster Schritt eine sorgfältige Analyse der Verpflichtungen von zentraler Bedeutung:

- Zuerst gilt es, den zukünftigen **Liquiditätsbedarf** für die termingerechte Auszahlung der Vorsorgeleistungen so genau wie möglich zu eruieren. Ein ausreichender **Liquiditätsanteil in der Anlagestrategie** kann in Verbindung mit einer effizienten Liquiditätsplanung nicht nur die unerwünschte

Veräusserung von volatilen Vermögenswerten zu einem ungünstigen Zeitpunkt verhindern, sondern auch die Investition in illiquide, aber renditestarke Anlagen ermöglichen.

- Aufgrund einer aktuellen Beurteilung der Risikofähigkeit ist ein **Risikobudget**, d. h. ein **maximaler Anteil risikoreicher Anlagekategorien (u. a. Aktien) in der Anlagestrategie**, zu definieren. Für die Beurteilung der Risikofähigkeit empfehlen wir eine mehrdimensionale Analyse anhand des Deckungsgrads, des Anlagehorizonts und der Sanierungsfähigkeit.

Beispiel: Pensionskasse Alpha (im Beitragsprimat) mit Sollbetrag der Wertschwankungsreserve von 116%

Technischer Deckungsgrad = 106 % Ökonomischer Deckungsgrad = 97 % Mittlerer Anlagehorizont Gute Sanierungsfähigkeit	} Befriedigende Risikofähigkeit ermöglicht Risikobudget von 40 %
--	---

- Verschiedene Szenarien für die Entwicklung der Verzinsung der Vorsorgekapitalien sind zu definieren und die entsprechenden **Sollrenditen** zu berechnen.

Beispiel für die Pensionskasse Alpha:

<b>Verpflichtungsszenario A:</b> Verzinsung der Vorsorgekapitalien der aktiven Versicherten mit dem technischen Zinssatz von z. B. 3,5 % => Sollrendite = 4,3 %
<b>Verpflichtungsszenario B:</b> Verzinsung der Vorsorgekapitalien der aktiven Versicherten mit dem BVG-Mindestzinssatz von z. B. 2,0 % => Sollrendite = 3,3 %

## Anlagestrategien mit innovativen Anlagekategorien

Nach der Analyse der Verpflichtungen können passende Anlagestrategien ausgearbeitet werden. Neben den gesetzlichen Anlagerichtlinien bilden der **Liquiditätsbedarf** und das **Risikobudget** zusätzliche Anlagerestriktionen, welche die Vorsorgeeinrichtung einhalten muss. Die Bestimmungen des Anlagereglements sind hingegen nicht zwingend zu berücksichtigen, weil dieses Reglement jederzeit angepasst werden kann.

Wir empfehlen auf jeden Fall, die Beimischung neuer, innovativer Anlagekategorien zu prüfen.

Beim Herleiten der einzelnen Anlagestrategien muss die Vorsorgeeinrichtung die erwarteten Renditen auf die einzelnen Sollrenditen ausrichten. Um hohe Renditen zu erzielen – in Übereinstimmung mit hohen Sollrenditen (z. B. 4,3 %) – ist es notwendig, grosse Risiken einzugehen. Dies kann zur Folge haben, dass das Risikobudget überschritten wird. Wenn dies der Fall ist, kommen die betreffenden Anlagestrategien nicht in Frage. Dies bedeutet wiederum, dass die hohen Sollrenditen nicht angestrebt werden können.

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

philippe.schlumpf@asalis.ch



Beispiel für die Pensionskasse Alpha:

Anlagekategorien	Anlagestrategien		
	A	B	Innovativ
Liquidität	2,0%	2,0%	2,0%
Obligationen CHF	20,0%	–	15,0%
Obligationen FW (h)	10,0%	–	9,0%
Obligationen USD Schwellenländer (h)	–	–	6,0%
Aktien Schweiz Large Caps	13,0%	22,0%	11,0%
Aktien Schweiz Small & Mid Caps	4,0%	5,0%	6,0%
Aktien Ausland entwickelte Länder	13,0%	22,0%	9,0%
Aktien Ausland Schwellenländer	4,0%	5,0%	4,0%
Aktien Ausland Small Caps	–	–	4,0%
Immobilien Schweiz	26,0%	30,0%	24,0%
Rohstoffe (h)	8,0%	14,0%	5,0%
Infrastruktur	–	–	5,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<i>Total Aktien</i>	<i>34,0%</i>	<i>54,0%</i>	<i>34,0%</i>
<b>Profil</b>			
Erwartete Rendite p. a. (vorsichtiges Szenario)	3,3%	4,3%	3,6%
Historische Rendite p. a. (seit 1. 1. 1997)	3,8%	3,7%	4,5%
Historische Volatilität p. a. (seit 1. 1. 1997)	7,3%	11,3%	7,9%
<i>Angestrebte Sollrendite</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,3%</i>

(h): hedged (abgesichert gegen den Schweizer Franken)

Die erwarteten Renditen unseres vorsichtigen Wirtschaftsszenarios widerspiegeln das aktuelle Umfeld tiefer Zinsen. Die Anlagestrategie B mit 54 % Aktien kann weder die gesetzliche Obergrenze von 50 % Aktienanteil (vgl. Art. 55 lit. b BVV 2) noch das Risikobudget von 40 % einhalten und ist daher abzulehnen. Dies bedeutet, dass die Sollrendite von 4,3 % nicht angestrebt werden kann. Die Anlagestrategie A mit 34 % Aktien ist dagegen vertretbar. Sie kann aber im Erwartungswert nur eine Rendite in der Höhe der Sollrendite von 3,3 % erwirtschaften. Die innovative Anlagestrategie weist eine über der Soll-

rendite von 3,3 % liegende erwartete Rendite (3,6 %) auf und ermöglicht langfristig den Aufbau der Wertschwankungsreserve auf den Sollbetrag.

Oft wird diskutiert, ob die automatische Umstellung auf eine risikoarme Anlagestrategie (mit einem tiefen Aktienanteil) beim Erreichen eines tieferen Deckungsgrads (z. B. 100 %) einen Mehrwert generiert. Unsere Simulationen haben kein eindeutiges, positives Resultat gezeigt. Der Grund dafür ist, dass Pensionskassen mit risikoarmen Anlagestrategien nur begrenzt partizipieren, wenn Aktienmärkte sich erholen.

## Fremdwährungsrisiko absichern

Die Fremdwährungsabsicherung gegen den Schweizer Franken empfehlen wir aus strategischer Sicht. Bei der Umsetzung sind die folgenden Basisregeln zu beachten:

- Fremdwährungen sollen nicht abgesichert werden, wenn sie aktiv verwaltet werden. Zudem sind im Sinne einer Kostenminimierung nur die wichtigsten Fremdwährungen abzusichern.
- Die Entwicklung des Wechselkurses Euro/Schweizer Franken soll in Zusammenarbeit mit den betroffenen Portfoliomanagern

laufend überwacht werden. Unter den aktuellen Gegebenheiten kann die Absicherung des Euros gegen den Schweizer Franken vorübergehend eingestellt werden. Pensionskassen gestalten ihr Absicherungsprogramm mit Vorteil so, dass sie es jederzeit wieder aufnehmen können. Die Gefahr eines Verzichts auf die Absicherung der europäischen Währung liegt hauptsächlich in den negativen Konsequenzen einer möglichen Kursänderung der Schweizerischen Nationalbank (SNB).

## Wertschwankungsreserve in volatilen Märkten ermitteln

Die verschiedenen Krisen seit Ende der neunziger Jahre deuten auf eine neue Ära hin, die von höheren Volatilitäten und Korrelationen geprägt ist. Dieser Wandel kann bei der Modellierung des Rendite- und Risikoprofils einer Anlagestrategie auf verschiedene Art und Weise berücksichtigt werden. Als sinnvollen Ansatz betrachten wir die Definition eines relativ kurzen historischen Zeitraums, der die letzten Krisen abdeckt – z. B. 1. Januar 1997 bis 30. September 2011 – und die Verwendung dieses Zeitraums für die Berechnung der historischen Volatilität.

Auch bei der Ermittlung des Sollbetrags der Wertschwankungsreserve ist den jüngsten Turbulenzen ausreichend Rechnung zu tragen. Hierfür kann beispielsweise die traditionelle Value-at-Risk-Methode mit einem höheren Sicherheitsniveau (z. B. 99 % statt 97,5 %) und/oder einem längeren Zeithorizont (zwei Jahre statt ein Jahr) eingesetzt werden. Ansonsten kann die innovative Conditional-Value-at-Risk-Methode verwendet werden (mit Berücksichtigung des erwarteten Vermögensverlusts, falls dieser höher ist als der Value at Risk). Diese alternativen Methoden führen zu einem höheren Sollbetrag der Wertschwankungsreserve und bieten – sofern der Sollbetrag vorhanden ist – dank einer besseren Modellierung von Extremrisiken höhere Sicherheit.

## Leistungen und Finanzierung ins Gleichgewicht bringen

ALM-Studien dürften im aktuellen Anlageumfeld bei einigen Pensionskassen eine Diskrepanz zwischen der – aufgrund der Anlagestrategie erwarteten – relativ tiefen Rendite und der relativ hohen Sollrendite aufzeigen. Kann diese Differenz durch eine Anpassung der Anlagestrategie innerhalb des vorhandenen Risikobudgets nicht überwunden werden, so sind auf der Passivseite Massnahmen zur Reduktion der Sollrendite zu ergreifen.

Hauptsächlich sind systematische Finanzierungsdefizite (z. B. zu tiefe Risikobeiträge) und «Gratisleistungen» (z. B. vergünstigte vorzeitige Pensionierung), welche durch Vermögenserträge quersubventioniert werden müssen, kritisch zu hinterfragen und entweder durch Beiträge zu finanzieren oder zu streichen. Die Umsetzung des Grundsatzes, dass sämtliche versicherten Leistungen vollständig durch Beiträge der Versicherten und des Arbeitgebers finanziert sind, reduziert die benötigte Sollrendite und nimmt Druck auf der Anlageseite weg.

Wichtige Grundlagen für die Festlegung der Finanzierung sind der technische Zinssatz und die technischen Grundlagen der Vorsorgeeinrichtung. Insbesondere der technische Zinssatz beeinflusst die Sollrendite massgebend und ist daher den aktuellen Gegebenheiten anzupassen und grundsätzlich vorsichtig festzulegen. Je nach Differenz zwischen der Sollrendite und der aufgrund der Anlagestrategie erwarteten Rendite müssen Pensionskassen den technischen Zinssatz senken, damit die zwei Grössen wieder im Einklang sind. Eine Reduktion des technischen Zinssatzes beeinflusst die Bewertung (Vorsorgekapital der Rentner und Deckungsgrad) sowie die Leistungen und die Finanzierung (Umwandlungssatz und Risikobeiträge im Beitragsprimat; Freizügigkeitsleistungen und Beiträge im Leistungsprimat) einer Vorsorgeeinrichtung. Nur ein Gleichgewicht zwischen versprochenen Leistungen und einer entsprechenden Finanzierung durch Beiträge und realistische Vermögenserträge kann als Basis für eine solide finanzielle Entwicklung einer Vorsorgeeinrichtung dienen.