

Schwankungsreserven und Risikofähigkeit – No Risk, no Fun



Heinrich Flückiger,
Pensionsversicherungsexperte
Swisscanto Vorsorge AG

Im vergangenen Jahr sind bei den meisten Vorsorgeeinrichtungen die Wertschwankungsreserven vollständig aufgelöst worden. Damit sind diese Vorsorgeeinrichtungen für die bestehende Anlagestrategie eigentlich nicht mehr risikofähig. Der Autor zeigt auf, dass die Vorsorgeeinrichtungen dennoch gezielt Risiken eingehen müssen, wenn sie nicht die Leistungen massiv reduzieren, belastende Sanierungsbeiträge einfordern oder die Unterdeckung auf Jahre hinaus zementieren wollen.

Gemäss Art. 50 Abs. 2 BVV2 hat die Vorsorgeeinrichtung bei der Anlage des Vermögens darauf zu achten, dass die Sicherheit der Erfüllung des Vorsorgezwecks gewährleistet ist. Die Beurteilung der Sicherheit hat insbesondere unter Berücksichtigung der gesamten Aktiven und Passiven und nach Massgabe der tatsächlichen finanziellen Lage sowie der Struktur und der zu erwartenden Entwicklung zu erfolgen. Dies bedeutet: Die Vorsorgeeinrichtung muss neben der finanziellen Risikofähigkeit auch die strukturelle Risikofähigkeit, also das Verhältnis zwischen den Vorsorgekapitalien der Aktiven und der Rentner sowie die weitere Entwicklung des Destinatärbestandes, bei der Festlegung der Anlagestrategie berücksichtigen.

Für das oberste Organ der Vorsorgeeinrichtung stellt sich die Frage, ob die bestehende Anlagestrategie auf Grund der nicht mehr gegebenen finanziellen Risikofähigkeit angepasst werden muss. Zur Klärung der Frage wenden wir Zahlen aus der Swisscanto Pensionskassenumfrage 2009 auf eine Muster-PK an. Deren Deckungsgrad belief sich per 31. Dezember 2008 auf 96,4%. Der Anteil des Vorsorgekapitals der Aktiven am gesamten Vorsorgekapital beträgt rund 76%. Die Muster-PK ist somit strukturell risikofähig. Ist sie es aber auch finanziell?

Ohne Wertschwankungsreserven keine Risikofähigkeit

Die Zielallokation, welche der strategisch festgelegten Vermögensaufteilung entspricht, sieht einen Aktienanteil von rund 30%¹ vor. Da die Muster-PK in Unterdeckung ist, muss ihr die Risikofähigkeit für diese Aktienquote abgesprochen werden. Streng genommen dürfte die Vorsorgeeinrichtung nur noch in konservative Anlagekategorien investieren. Die erwartete Rendite eines Portfolios bestehend nur aus Liquidität, (währungsgesicherten) Obligationen und eventuell inländischen Immobilien läge aber deutlich unter derjenigen des Strategieportfolios. Sollen beim Leistungsniveau keine Abstriche gemacht werden, kommt es zu einer Konfliktsituation, denn das risikoadäquate Portfolio vermag die von der Muster-PK benötigte Sollrendite von 4% nicht zu generieren.

Null-Aktien-Strategie ist keine Option

Gemäss der Weisung zur Behebung von Unterdeckungen in der beruflichen Vorsorge hat die Vorsorgeeinrichtung Massnahmen zu ergreifen, so dass die Unterdeckung innert 5 bis 7 Jahren (max. 10 Jahre) behoben werden kann. Es stellt sich deshalb die Frage, welche Optionen die Muster-PK hat, dieses Ziel zu erreichen. Um das herauszufinden, sollen verschiedene Anlagestrategien auf ihre Tauglichkeit getestet werden. Wir analysieren das Rendite/Risiko-Profil der Muster-PK bezüglich Ist-Allokation (24% Aktien), Ziel-Allokation (30%) und weiterer Abstufungen von Aktienanteilen. Die Resultate sind in Tabelle 1 komprimiert dargestellt.

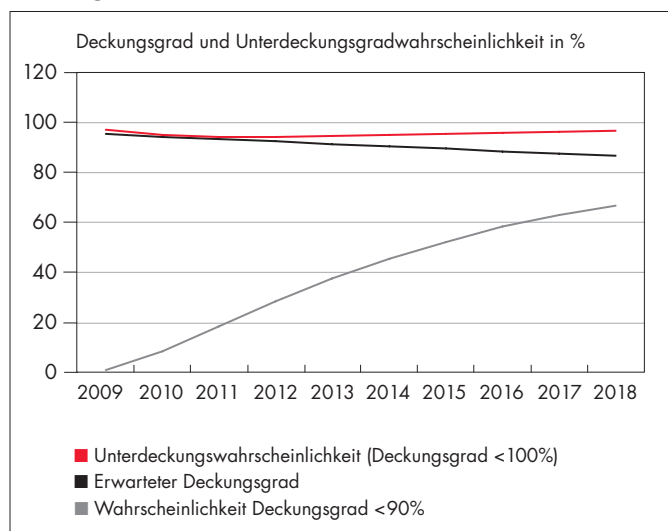
Es zeigt sich, dass ein sehr konservatives Portfolio mit einer Aktienquote von null keine Option darstellt, da die erwartete Rendite von weniger als 3% pro Jahr deutlich unter der Sollrendite liegt. Folglich wird sich die Deckungslücke laufend vergrössern, falls keine Sanierungsmassnahmen ergriffen werden. Aus Tabelle 1 ist auch ersichtlich, dass die Strategie gemäss finanzieller Risikofähigkeit nur kurzfristig gewählt werden kann, da der erwartete Deckungsgrad nach 10 Jahren noch immer unter 100% liegt und die Unterdeckungswahrscheinlichkeit mit 97% sehr gross ist. Die Unterdeckung wird sozusagen zementiert. Der Aufbau einer Wertschwankungsreserve von 6,2% (vgl. Tabelle 1, Kennzahlen), die eine Pensionskasse mit einem Deckungsgrad von 100% benötigt, um mit einer Sicherheit von 98% innert eines Jahres nicht in Unterdeckung zu geraten, wird verunmöglicht.

Tabelle 1: Rendite/Risiko-Profil verschiedener Anlagestrategien

Anlagekategorie	Strategie (Aktienquote)						
	0%	10%	IST	ZIEL	40%	50%	
Liquide Mittel	33%	23%	8,0%	3,0%	2%	1%	
Hypotheken	2%	2%	2,5%	2,5%	2%	2%	
Obligationen Schweiz	38%	32%	30,5%	30,0%	28%	21%	
Obligationen Fremdwährung	7%	7%	10,5%	11,0%	5%	5%	
Aktien Schweiz	0%	5%	12,0%	14,0%	20%	25%	
Aktien Welt	0%	5%	12,0%	16,0%	20%	25%	
Immobilien	20%	20%	19,0%	17,5%	17%	12%	
Commodities	0%	2%	1,5%	2,0%	2%	3%	
Hedge Funds	0%	4%	4,0%	4,0%	4%	6%	
			Kennzahlen				
Erwartete Rendite	2,87%	3,49%	4,25%	4,53%	4,86%	5,23%	
Erwartetes Risiko	2,47%	3,76%	5,98%	7,00%	8,44%	10,25%	
Zielgrösse WSR 98% 1 Jahr	6,2%	8,4%	12,7%	14,8%	17,9%	22,2%	
Zielgrösse WSR 98% 2 Jahre	9,4%	12,2%	17,9%	20,9%	25,5%	31,8%	

(Zielgrösse WSR= für Strategie adquate Wertschwankungsreserve)

Grafik 1: Projektion erwarteter Deckungsgrad und Unterdeckungswahrscheinlichkeiten bei der Strategie 0% Aktien

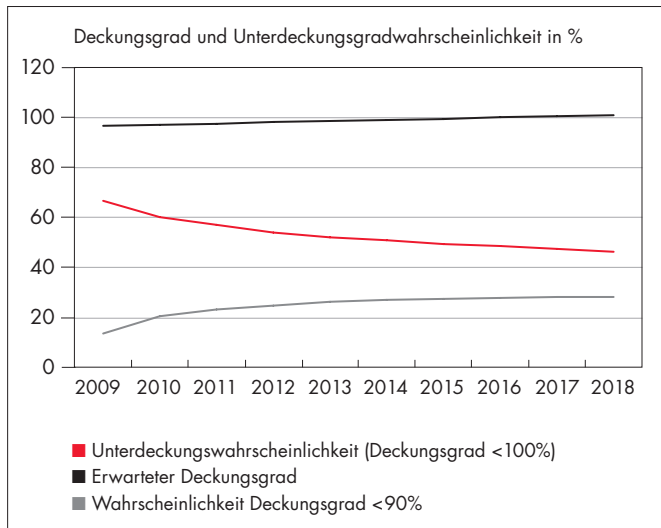


Zur Zielerreichung müssen Risiken eingegangen werden

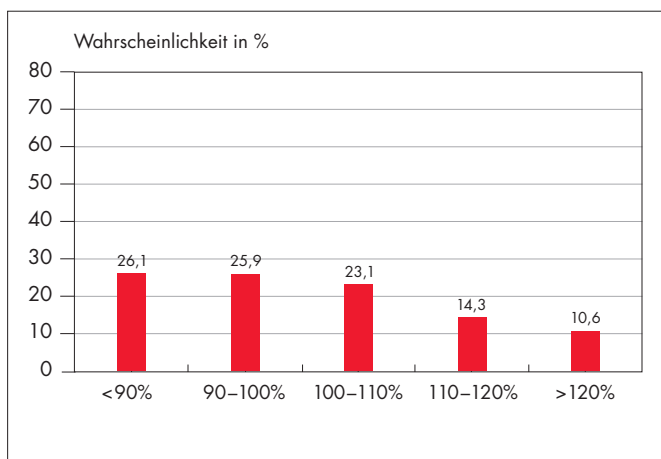
Die Ist-Allokation zeigt, dass unsere Muster-PK die Aktienquote in der Finanzkrise mit dem Markt hat sinken lassen. Unter der Annahme, dass die Anlageklassen ähnliche historische Risikoprämien bringen wie in der Periode Januar 1985 bis Mai 2009, kann eine Portfoliorendite von 4,25% pro Jahr erwartet werden. Damit ist zwar die Sollrendite erreicht, die Unterdeckung ist aber noch nicht behoben und der Aufbau von Schwankungsreserven erfolgt nur sehr langsam.

Die Ziel-Allokation übertrifft die geforderte Sollrendite um 0,3% und lässt auch noch Renditepotenzial offen, um schneller aus der Unterdeckung zu kommen und Wertschwankungsreserven aufzubauen. Aus finanzokonomischer Sicht müsste die Muster-PK für die angestrebte strategische Asset Allocation, also für die Ziel-Allokation, eine Wertschwankungsreserve (WSR) von 14,8% der Vorsorgeverpflichtungen aufweisen, um mit einer Wahrscheinlichkeit von 98% innerhalb eines Jahres nicht in eine Unterdeckung zu geraten. Möchte die Muster-PK mit dem gleichen Sicherheitsniveau über zwei Jahre nicht in eine Unterdeckung kommen, müsste sie sogar eine Reserve von 20,9% aufnen. Gemäss Grafik 2 kann erwartet werden, dass im Jahr 2016 der Deckungsgrad von über 100% wieder erreicht ist.

Grafik 2: Projektion erwarteter Deckungsgrad und Unterdeckungswahrscheinlichkeiten (Ziel-Allokation mit 30% Aktien)



Grafik 3: Verteilung Deckungsgrad nach 5 Jahren (30% Aktien)



In Grafik 3 ist die Verteilung des Deckungsgrades nach 5 Jahren, d. h. Ende 2013, dargestellt. Nach dieser Zeit beträgt die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Muster-PK in einer erheblichen Unterdeckung (Deckungsgrad kleiner als 90%) befindet, 26,1%. Die Wahrscheinlichkeit einer Unterdeckung beträgt nach 5 Jahren noch 52% (=26,1% + 25,9%).

Entscheidungsmatrix als Orientierungshilfe

In der Entscheidungsmatrix (vgl. Tabelle 2) sind die erwarteten Deckungsgrade, Unterdeckungswahrscheinlichkeiten und Wahrscheinlichkeiten eines Deckungsgrades unter 90% für alle untersuchten Strategien dargestellt. Bei einem Aktienanteil von 0% ist die Wahrscheinlichkeit eines Absinkens unter einen Deckungsgrad von 90% während des nächsten Jahres lediglich 1,0%. In den folgenden Jahren steigt sie aber massiv an, nämlich auf 37,5% über fünf und 52,3% über sieben Jahre gesehen. Es ist naheliegend, dass mit der risikoreichsten Strategie (50% Aktien) auch der höchste Deckungsgrad erwartet werden kann. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass bei einem höheren Aktienanteil die Unterdeckungswahrscheinlichkeit nicht höher wird. Bei der Ziel-Strategie (30% Aktien) liegt sie nach 5 Jahren bei 52,1%, bei der Alternative mit 50% Aktienanteil bei 45,4%.

Trotz dem erwarteten höheren Deckungsgrad und der tieferen Unterdeckungswahrscheinlichkeit kann der Aktienanteil nicht beliebig erhöht werden, da die Wahrscheinlichkeit einer erheblichen Unterdeckung (Deckungsgrad unter 90%) in den Jahren 1 bis 3 signifikant ansteigt. Ein nochmaliger Börseneinbruch in dieser Zeitspanne hätte verheerende Folgen. Vor dem Hintergrund der mässigen Unterdeckung und der eingeschränkten finanziellen Risikofähigkeit der Muster-PK ist deshalb davon abzuraten, das Anlagerisiko über das durch die Strategie (Ziel-Allokation) definierte Risikoprofil zu erhöhen.

Die Entscheidungsmatrix macht jedoch auch deutlich, dass beim aktuellen Deckungsgrad der Muster-PK die bisherige Strategie mit einem Aktienanteil von 30% weiter verfolgt werden kann und dass ein signifikanter Abbau des Anlagerisikos durch die Reduktion des Aktienanteils das Erreichen eines Deckungsgrades von 100 oder mehr Prozent erschweren würde. Eine Reduktion des Anlagerisikos kann nur vorgenommen werden, wenn gleichzeitig auf der Passivseite das Leistungsniveau reduziert wird, damit sich die benötigte Rendite verringert. Ein alleiniges Anpassen des Anlagerisikos an die aktuelle finanzielle Risikofähigkeit wäre nur angebracht, um sich vor weiteren heftigen Rückschlägen zu schützen. Mittelfristig muss jedoch eine Anlagestrategie verfolgt werden, welche im Einklang mit dem angestrebten Leistungsniveau steht. Nur unter der Bedingung, dass die Muster-PK Sanierungsmaßnahmen wie Minderverzinsungen oder Sanierungsbeiträge in Betracht zieht, könnte die be-

Tabelle 2: Entscheidungsmatrix

			erwarteter Deckungsgrad (in %)				Unterdeckungs-wahrscheinlichkeit (in %)				Wahrscheinlichkeit Deckungsgrad unter 90% (in %)			
			Jahre(n)				Jahre(n)				Jahre(n)			
Alternativen	erwartete Rendite	erwartetes Risiko	1	3	5	7	1	3	5	7	1	3	5	7
Alt. 1 Aktienanteil 30% (ZIEL)	4,5%	7,0%	96,9	97,8	98,8	99,7	66,6	57,1	52,1	49,5	13,7	23,1	26,1	27,4
Alt. 2 Aktienanteil 0%	2,9%	2,5%	95,4	93,4	91,4	89,5	97,3	94,3	94,6	95,2	1,0	18,3	37,5	52,3
Alt. 3 Aktienanteil 10%	3,5%	3,8%	95,9	95,0	94,1	93,2	86,4	77,7	75,6	75,1	4,3	19,0	28,6	34,5
Alt. 4 Aktienanteil 24% (IST)	4,3%	6,0%	96,6	97,0	97,5	97,9	70,8	61,1	56,5	54,1	10,9	21,9	26,0	28,2
Alt. 5 Aktienanteil 40%	4,9%	8,4%	97,2	98,7	100,2	101,8	62,7	53,4	48,3	45,4	17,0	24,8	26,8	27,3
Alt. 6 Aktienanteil 50%	5,2%	10,3%	97,5	99,7	101,9	104,2	59,3	50,2	45,4	42,3	20,4	26,6	27,8	27,7

■ = höchster Wert bei Deckungsgrad, tiefster Wert Unterdeckungswahrscheinlichkeit und Wahrscheinlichkeit Deckungsgrad unter 90%

Tabelle 3: Historische und erwartete Renditen und Risiken

Anlagekategorie	Index	historische Rendite*	historisches Risiko*	erwartete Rendite	erwartetes Risiko
Liquidität	Libor 3 Mte CHF	3,3%	0,7%	1,5%	0,7%
Hypotheken	1. Hypotheken (gem. SNB)	4,7%	0,3%	3,0%	0,3%
Obligationen Schweiz	SBI Domestic AAA-BBB	4,6%	2,9%	3,0%	2,9%
Obligationen CHF Ausland	SBI Foreign AAA-BBB	4,4%	3,0%	3,0%	3,0%
Obligationen Fremdwährungen	CGWGBl ex CH	5,1%	8,7%	4,0%	8,7%
Aktien Schweiz	SPI	8,9%	19,0%	7,0%	19,0%
Aktien Welt	MSCI World	4,9%	20,7%	6,5%	20,7%
Immobilien	Rüd Blass Immo. Fonds Index	6,6%	8,1%	4,5%	8,1%
Commodities	DJ AIG Commodity Index	4,2%	18,6%	5,0%	18,6%
Hedge Funds**	CS Tremont Investable Index (hedged in CHF)	1,0%	6,6%	4,5%	13,3%

* Zeitreihe von 1. Januar 1985 bis 31. Mai 2009, Commodities und Hedge Funds sind nur für einen kürzeren Zeitraum verfügbar.

** Bei Hedge Funds wurde das Risiko verdoppelt wegen der «fat tails».

nötigte Rendite vermindert und somit die Unterdeckungsphase verkürzt werden bzw. das Verfolgen einer konservativeren Anlagestrategie in Betracht gezogen werden.

¹ Anlageklassen mit geringem Gewicht wurden wie folgt zugeordnet: «Forderungen gegenüber dem Arbeitgeber» zu «Obligationen Schweiz», «Beteiligungen und Aktien des Arbeitgebers» zu «Aktien Schweiz», »Immobilien Ausland» zu «Aktien Ausland», «Private Equity» zu «Hedge Funds», «übrige alternative Anlagen» zu «Commodities».