

Die Anlagerisiken einer Pensionskasse

Welche Brille darf's denn sein?

Wieso haben ähnliche Pensionskassen komplett verschiedene Anlagestrategien? Der Schlüssel zur Beantwortung dieser Frage liegt unter anderem in fundamental unterschiedlichen Auffassungen zur Frage «Was ist Risiko?». Welches sind die vorherrschenden Risikoperspektiven, und wie sehen die in Abhängigkeit dieser Risikoperspektiven gewählten Anlagestrategien aus?

Das Risiko einer Pensionskasse bemisst sich an der Möglichkeit, reglementarisch festgelegte Leistungen mit dem reglementarisch festgelegten Beitragsvolumen nicht erfüllen zu können. Die Anlagestrategie sollte so gewählt werden, dass diese Möglichkeit einer Nichterfüllung weitestgehend ausgeschlossen werden kann.

Freilich werden wir erst in weiter Zukunft die Gewissheit haben, ob diese Möglichkeit Realität wird oder aber ob alle versprochenen Leistungen auch reglementsconform bedient werden konnten. Gefragt ist darum hier und jetzt eine objektive Kennzahl, anhand derer diese Möglichkeit der Nichterfüllung gemessen werden kann. Und da fangen die Unterschiede an! Im Folgenden werden unterschiedliche Perspektiven gezeigt, die Grafik stellt eine Zusammenfassung dar.

Technische Bewertungssicht

Deckungsgrad

Der Gesetzgeber und damit die Aufsichtsbehörden messen das Risiko einer Nichterfüllung der zukünftigen Vorsorgeverpflichtungen anhand des Deckungsgrads. Der technische Zinssatz ist dabei konstant, die Verpflichtungen sind von Markteinflüssen unabhängig. Die Anlagestrategie, die das Deckungsgradrisiko von Bilanzstichtag zu Bilanzstichtag minimiert, besteht folglich schlicht und einfach aus dem Erwerb einer (sicheren) Festgeldan-

lage, die am nächsten Bilanzierungstermin fällig wird.

Als Leser schreien Sie nun aus zwei Gründen auf: Erstens reicht die Festgeldrendite ja bei Weitem nicht aus, um die erforderliche Sollrendite der Pensionskasse zu finanzieren. Der Einwand ist korrekt. Zusätzlich werden Sie sagen, dass der Deckungsgrad ja nur gerade auf den nächsten Bilanzierungstermin hin geschützt wird. Bezüglich des Deckungsgrads, der am übernächsten Bilanzierungstermin Ende 2013 resultiert, weist die gewählte Anlagestrategie nämlich ein Reinvestitionsrisiko auf: Das am 31. Dezember 2012 fällig werdende Festgeld muss ja für ein weiteres Jahr angelegt werden – und zwar zu Zinsbedingungen, die heute noch nicht bekannt sind. Auch dieser Einwand ist richtig. Nichtsdestotrotz: Die Anlagestrategie, die das De-

ckungsgrad-Schwankungsrisiko hinsichtlich des nächsten Bilanztermins weitestmöglich eliminiert, ist die Festgeld-Strategie.

Ökonomische Bewertungssicht

Ökonomischer Deckungsgrad

Nehmen wir den hypothetischen Fall an, dass die zukünftigen Vorsorgeverbindlichkeiten anstatt mit einem statischen technischen Zinssatz mit der aktuellen Zinsstruktur bewertet würden. Dann sieht die Anlagestrategie, die den Deckungsgrad als Wertverhältnis zwischen Aktiven und Passiven den geringstmöglichen Schwankungsrisiken aussetzt, wesentlich anders aus:

Die risikominimale Anlagestrategie stimmt die Verfallstruktur des Nominalwertportfolios auf die Fälligkeitsstruktur der Vorsorgeverbindlichkeiten ab und fokussiert sich bezüglich Schuldnerqualität

In Kürze

- > Die Risikoperspektive diktiert die Anlagestrategie
- > Bei allen Strategien stellt sich das Problem des aktuell sehr tiefen Zinsniveaus

auf die bestmögliche Gegenparteiqualität. Als Annäherung für die Anlagestrategie, die den ökonomischen Deckungsgrad bestmöglich vor Schwankungen schützt, stellen wir auf die zehnjährige Eidgenossen-Bundesobligation ab. Auch hier werden Sie als Leser einwenden, dass diese Rendite (zurzeit knapp 1 Prozent) zur Finanzierung Ihres Vorsorgeplans nicht ausreicht. Und wieder haben Sie recht.

Zudem lässt eine Anlagestrategie, die auf eine Minimierung der Schwankungsrisiken des ökonomischen Deckungsgrads

Autoren

Roger Baumann
Dr. oec.,
c-alm AG,
St. Gallen



Ueli Mettler
Dr. oec.,
c-alm AG,
St. Gallen



abzielt, einen wichtigen Aspekt ausser Acht: Der ökonomische Deckungsrad betrachtet nur die Vorsorgeverbindlichkeiten, die sich aus dem heutigen Destinatärsbestand ableiten (Planung in geschlossener Kasse). Die durch Eintritte herbeigeführte offene Struktur einer Pensionskasse führt aber dazu, dass die effektive Cashflow-Struktur ganz anders aussieht, als dies durch das Konzept des ökonomischen Deckungsgrads suggeriert wird. Die als Resultat der gewählten Anlagestrategie sukzessive fällig werdenden Nominalwerte können also nicht – wie eigentlich geplant – zur Bedienung der auflaufenden Nettoverbindlichkeiten verwendet werden, sondern müssen – mit Reinvestitionsrisiko! – wieder angelegt werden.

Cashflow-Sicht

Cashflow-Entwicklung

Wird die Anlagestrategie auf den Verlauf der Nettoverbindlichkeiten (= Leistungen – Beiträge) in offener Struktur – also unter Berücksichtigung der neu in den Bestand eintretenden Destinatäre – ausgerichtet, so sieht das Ergebnis noch einmal ganz anders aus. Geht man von einer perennitätsnahen Entwicklung des Versichertenbestands aus, so ergibt sich ein moderater, aber konstanter Nettomittelabfluss aus der Vorsorgeeinrichtung, der kontinuierlich von den Anlagen als 3. Beitragszahler gedeckt werden soll. Die Anlage, die prädestiniert ist, dieses Verbindlichkeitsprofil mit den geringstmöglichen Schwankungsrisiken zu finanzieren, ist der Konsolbond. Beim Konsolbond handelt es sich um eine Obligation ohne Verfalldatum, die bis in alle Ewigkeit den Investor mit einem periodischen Coupon entschädigt. Idealerweise hätte dieser Konsolbond kein Gegenparteirisiko, und die Couponzahlung

wäre noch an die (Schweizer Lohn-)Teuerung gekoppelt.

Nun, dieses Anlageinstrument existiert leider am Markt nicht, und wir wissen deshalb auch nicht genau, was die aktuelle Renditesubstanz dieses teuerungsindezierten Konsolbonds ohne Gegenparteirisiko wäre. Beim Versuch, dieses etwas theoretisch anmutende Anlagekonzept durch tatsächlich am Markt verfügbare Anlagen zu replizieren, kann eine Beimischung von Sachwertanlagen mit einer robusten Kapitalertragskomponente – zum Beispiel Direktliegenschaften mit geringem Leerstandsrisiko – durchaus Sinn machen.

Renditeorientierte Sicht

Sollrendite

Der Gesetzgeber, das Stimmvolk und/oder die paritätischen Organe können die wesentlichen Parameter eines Vorsorgeplans festlegen. Wenn daraus eine Sollrendite hervorgeht, die über dem liegt, was die verschiedenen oben diskutierten risikoorientierten Anlagestrategien an Renditesubstanz hergeben, dann entsteht ein Risikozwang. Das BVG braucht mit den heutigen Leistungsparametern durchschnittlich rund 3 bis 3.5 Prozent Rendite pro Jahr, um den konsolidierten Deckungsgrad auf dem heutigen Niveau zu halten.

Als Verantwortlicher für die Anlagestrategie steht man nun vor einem Zielkonflikt: Orientiert man die Anlagestrategie am relevanten Risikomass, so reicht die resultierende Rendite nicht aus, um den Vorsorgeplan zu finanzieren. Legt man der Anlagetätigkeit demgegenüber den (hohen) Renditebedarf des Vorsorgeplans zugrunde, so koppelt man die Anlagetätigkeit de facto von den Verpflichtungen ab.

Aufgrund der strukturellen Eigenschaften der beruflichen Vorsorge in der

Schweiz (Obligatorium, Arbeitgeberbindung, Non-Profit-Organisation) ist ein Risikozwang und die damit verbundene Abkoppelung von den Verpflichtungen per se nichts Verwerfliches. Er darf allerdings nicht überstrapaziert werden. Besonders stossend ist dieser Risikozwang dann, wenn er durch zu hohe Ansprüche bei den nicht risikofähigen Rentnerkapitalien ausgelöst wird und damit automatisch die aktiven Versicherten nicht mehr für das Risiko entschädigt werden können.

Fazit

Die optimale Anlagestrategie hängt von der Perspektive ab, aus der man die Problemstellung betrachtet. Die Ansichten bezüglich des relevanten Risikomasses für die Verankerung der Anlagetätigkeit sind unterschiedlich.

Orientiert sich das Führungsorgan nur daran, im laufenden Jahr möglichst wenig Deckungsgradverlust hinnehmen zu müssen, so wird sie Festgeld oder Obligationen mit sehr kurzer Laufzeit bevorzugen.

Orientiert sich das Führungsorgan an einer möglichen Schliessung der Pensionskasse, die dann ökonomisch bestmöglich abgewickelt werden soll, dann wird sie Obligationen mit langen Laufzeiten bevorzugen.

Orientiert sich die Pensionskasse an einer offenen Struktur (Einbezug von Eintritten), dann wird ihr am Markt kein geeignetes Instrument zur Verfügung gestellt. Sie wird aber tendenziell Immobilien bevorzugen und die Laufzeiten der Obligationen breit streuen.

Damit aber die Sollrendite mittelfristig finanziert werden kann, müssen in allen Varianten mehr oder weniger zusätzliche Renditepotenziale gefunden werden. In dieser langfristigen Perspektive sind Aktien nötig, um das Risiko eines künftigen Defizits zu reduzieren.

Die «richtige» Risikoperspektive gibt es nicht, jede Sichtweise hat ihre Berechtigung und ihre Schwächen. In diesem Artikel soll diesbezüglich nicht gewertet werden. Nur so viel sei erlaubt: das Konzept der einfachen «Portfoliovolatilität» hat ausgedient. Wichtig ist, Risiko als relative Grösse zu verstehen. Es wird zwar viel über «Risiko» geredet, aber gerade bei Pensionskassen leider zu wenig kritisch darüber, woran es sinnvollerweise gemessen werden soll. ■

Les risques de placement d'une caisse de pensions

Quelle optique pour vous?

Pourquoi des caisses de pensions qui se ressemblent ont-elles des stratégies de placement totalement différentes? La clé de la réponse à cette question réside dans l'interprétation fondamentalement différente que l'on peut donner à la notion de risque. Qu'est-ce que le risque? Quelle perspective du risque prévaut? Et quelle devra être la stratégie de placement en fonction de cette perspective du risque?

Le risque d'une caisse de pensions se mesure à la possibilité que des prestations promises dans le règlement ne puissent être assurées avec le volume des cotisations fixées dans ce même règlement. La stratégie de placement devrait être choisie de manière à pouvoir plus ou moins exclure cette possibilité.

C'est évidemment l'avenir qui dira si la possibilité est devenue réalité ou si toutes les prestations ont pu être honorées conformément au règlement. Ce qu'il faut dans le présent, c'est une valeur référence objective permettant de mesurer la possibilité de non-respect des promesses. Et les différences commencent là! Ci-après sont décrites diverses perspectives possibles dont le graphique fait le résumé.

Perspective d'évaluation actuarielle du degré de couverture

Le législateur, incarné par les autorités de surveillance, mesure le risque de non-respect de futurs engagements de prévoyance à l'aide du degré de couverture. Le taux technique est constant, les engagements échappent aux influences du marché. La stratégie de placement qui minimise le risque du degré de couverture d'un jour référence du bilan au prochain consiste donc tout simplement à acquérir des placements à terme (sûrs) dont l'échéance coïncide avec la prochaine échéance d'établissement du bilan.

Lecteurs, je vous sens bondir: premièrement, allez-vous objecter, le rendement dégagé par le placement à terme ne sera pas, et de loin, celui dont la caisse de pensions a besoin. Votre objection est justifiée. En plus, ajouterez-vous, le degré de couverture ne sera protégé que jusqu'à la prochaine échéance de comptabilisation. Car pour le degré de couverture de celle d'après, en 2013, la stratégie de placement choisie présente un risque de placement résiduel: le dépôt à terme qui arrivera à échéance le 31 décembre 2012 devra être réinvesti pour une nouvelle année dont les conditions de taux ne sont pas encore connues aujourd'hui. Vous avez une fois encore raison. N'empêche que c'est bien la stratégie du placement à terme qui protège le mieux le degré de couverture contre les fluctuations jusqu'à la prochaine échéance d'établissement du bilan.

Perspective de l'évaluation économique

Degré de couverture économique

Prenons le cas hypothétique où les engagements futurs de la prévoyance seraient évalués non pas sur la base d'un taux technique statique, mais sur la base de la structure actuelle des taux. Il faudra alors complètement changer de stratégie pour obtenir la meilleure protection possible contre les fluctuations de valeurs du

degré de couverture en tant que ratio entre actifs et passifs.

La stratégie de placement la moins risquée calque la structure des échéances du portefeuille des valeurs nominales sur la structure des échéances des engagements de prévoyance et vise la meilleure qualité possible des contreparties. Afin de nous rapprocher de la stratégie de placement idéale pour protéger le degré de couverture économique contre les fluctuations, nous prendrons les obligations de la Confédération à dix ans. Une fois de plus, mes lecteurs objecteront avec raison que ce rendement (à peine 1% pour le moment) ne permet pas de financer leur plan de prévoyance.

En bref

- > La perspective du risque dicte la stratégie de placement
- > Le niveau actuellement très bas des taux d'intérêt pose un problème quelle que soit la stratégie choisie

De plus, une stratégie de placement qui vise à minimiser les risques de fluctuation du degré de couverture économique fait abstraction d'un élément important: le degré de couverture économique ne tient compte que des engagements de prévoyance pour les destinataires du moment (planification en caisse fermée). Or, une caisse de pensions a des assurés entrants et donc une structure ouverte, de sorte que la structure effective du cash-flow sera très différente de ce que suggère le concept du degré de couverture économique. Les valeurs nominales qui arriveront successivement à échéance en conséquence de la stratégie de placement choisie ne pourront donc pas servir comme prévu à honorer les engagements nets en cours, mais devront être réinvesties, avec en sus le risque de réinvestissement.

Perspective du cash-flow

Evolution du cash-flow

Si la stratégie de placement est alignée sur l'évolution des engagements nets (= prestations – cotisations) dans une structure ouverte où il est tenu compte des nouveaux destinataires qui rejoignent l'effectif, le résultat sera une nouvelle fois

très différent. Dans l'hypothèse d'une évolution des assurés proche de la pérennité, on aura un départ net modéré mais constant de capitaux de l'institution de prévoyance qu'il faudrait continuellement couvrir par les placements du 3e cotisant. Le placement prédestiné à financer un tel profil d'engagement avec un minimum de risques de fluctuations est l'obligation à bon de souscription d'obligation. Il s'agit d'une obligation sans date d'échéance qui indemnise l'investisseur à perpétuité par un coupon périodique. Idéalement, cette obligation à bon de souscription d'obligation ne serait entachée d'aucun risque de contrepartie et le paiement du coupon serait en plus indexé sur le renchérissement (des salaires suisses).

Malheureusement, un tel instrument de placement n'existe pas sur le marché et nous ne savons donc pas exactement ce que serait la substance de rendement actuelle de cette obligation à bon de souscription d'obligation indexée sur le renchérissement et sans risque de contrepartie. Pour essayer de répliquer ce concept de placement quelque peu théorique par des placements effectivement disponibles sur le marché, il peut être intéressant d'intégrer des placements en valeur réelle avec une composante robuste de rendement du capital – par exemple des immeubles directement détenus avec un faible risque de vacances.

Perspective axée sur le rendement

Rendement théorique

Le législateur, les électeurs et/ou les organes paritaires peuvent définir les paramètres essentiels d'un plan de prévoyance. S'il en découle un rendement théorique nécessaire supérieur à la subs-

tance de rendement que dégagent les diverses stratégies de placement à risque discutées jusqu'ici, on sera obligé de prendre des risques. Le régime LPP a besoin d'un rendement annuel moyen de 3 à 3.5% avec les paramètres en vigueur pour consolider le degré de couverture au niveau actuel. En tant que responsable de la stratégie de placement, on est alors confronté à un conflit d'objectifs: si on conçoit sa stratégie de placement en fonction de la valeur choisie pour déterminer le risque, le rendement en résultant ne permettra pas de financer le plan de prévoyance. Si on sous-tend au contraire le besoin (élevé) de rendement du plan de prévoyance, on découplera de fait l'activité de placement des engagements. Compte tenu des caractéristiques structurelles de la prévoyance professionnelle en Suisse (régime obligatoire, engagement de l'employeur, organisation sans but lucratif), l'obligation de prendre des risques et le découplage des engagements y lié n'ont rien de condamnable en soi, à condition de ne pas aller trop loin. L'obligation de prendre des risques est surtout gênante lorsqu'elle est déclenchée par des créances trop élevées envers les capitaux des rentiers qui ne supportent pas la prise de risques, de sorte que c'est automatiquement la prise de risques des assurés actifs qui ne pourra plus être rémunérée.

Conclusion

La stratégie de placement optimale dépend de la perspective dans laquelle on se place. Les avis divergent sur la mesure du risque qui devrait faire référence pour ancrer l'activité de placement.

Si l'organe dirigeant a pour unique objectif de protéger au mieux le degré de

couverture existant contre les pertes pendant l'année en cours, il donnera la préférence aux placements à terme ou aux obligations avec de très courtes durées.

Si l'organe dirigeant envisage une possible fermeture de la caisse de pensions qui devrait se dérouler dans les meilleures conditions économiques possibles, il optera pour les obligations avec une longue durée.

Si la caisse de pensions s'appuie sur une structure ouverte (prise en compte des entrées), le marché ne lui offre aucun instrument approprié. Mais elle aura tendance à privilégier l'immobilier et à jouer sur une gamme étendue de durées pour les obligations.

Mais quelle que soit la variante choisie, il faudra pour toutes trouver des potentiels de rendement complémentaires afin que le rendement théorique puisse être financé à moyen terme. Et dans cette perspective au long cours, il faut des actions pour diminuer le risque d'un futur déficit.

La «bonne» perspective du risque n'existe pas, chaque manière de voir les choses a ses raisons d'être et ses failles. Le présent article se garde de porter des jugements de valeur, avec juste une remarque: le concept de la simple «volatilité du portefeuille» appartient au passé. Ce qui compte, c'est de comprendre le risque en tant que valeur relative. On parle beaucoup de «risque», mais on ne discute malheureusement pas avec le recul nécessaire, surtout dans les caisses de pensions, des paramètres qu'il faudrait employer pour le mesurer. ■

**Roger Baumann
Ueli Mettler**