

Winter 2006[Redaktionsbrief](#)[Trends & Analysen](#)[Kommentar](#)[Brief aus Bern](#)[Chefsache](#)[Titelthema](#)[Streiflichter](#)[Im Gespräch](#)[Hintergrund](#)[How to invest it](#)**Asset-Liability-Studien bergen viele Stolpersteine**

Veröffentlicht am: 17. Dezember 2006

Keine moderne Pensionskasse in der Schweiz kann es sich leisten, Asset-Liability-Studien zu ignorieren – so lautete eine These, die auf der zweiten Pensionskassen Jahrestagung der Ecofin Investment Consulting in Zürich im November diskutiert wurde.

„Gleichwohl steckt der Teufel im Detail“, sagt Dr. Christian Fitze, Senior Consultant bei Ecofin Investment Consulting. Auch Asset-Liability-Studien bergen Stolpersteine – und der erste Stolperstein ist erfahrungsgemäss schnell gefunden: Die Pensionskassenverantwortlichen nehmen sich oft zu wenig Zeit, Asset-Liability-Analysen vertieft zu behandeln. „Es braucht aber Zeit, die Konsequenzen verschiedener Handlungsalternativen aufzuzeigen, und die Risiken in ihrer Mehrdimensionalität zu analysieren“, sagt Fitze. Denn, wenn man beispielsweise die Fristenstruktur der Verpflichtungen nicht versteht und deswegen nicht fristenkongruent investiert, ist es auch schwer die Risikostruktur einer Anlage zu verstehen.



Dr. Christian Fitze, Ecofin Investment Consulting AG, Consultant

Doch nicht nur der Stiftungsrat hat sein Scherflein zu tragen. Es liegt auch insbesondere am Berater, den Stiftungsrat auf die Probleme aufmerksam zu machen, diese in der notwendigen Tiefe zu behandeln, ohne den Stiftungsrat zu überfordern. Denn darin liegt die wahre Kunst.

Die Annahmen sollten schon richtig sein

Dazu braucht der Berater natürlich ein fundiertes Datenmaterial und plausible Annahmen. Zudem sollte der die Konsequenzen und die relevanten Zusammenhänge des verwendeten Modells verstehen. Dies ist jedoch insbesondere bei stochastischen, dynamischen Optimierungsmodellen gar nicht so einfach, da diese sehr komplex sind und in der Regel Black Boxes darstellen, bei denen die Resultate intuitiv nicht mehr nachvollzogen werden können. So kann es durchaus recht gefährlich für den Berater werden, wenn er das Gefühl für die Annahmen und Konsequenzen verliert, da sich die Resultate hieraus sehr sensitiv auf die Anlagen auswirken können.

Eine festzulegende Annahme ist beispielsweise die angemessene Höhe des technischen Zinssatzes. Diese muss in die Beurteilung der finanziellen Lage unbedingt mit einfließen – insbesondere müssen dessen Auswirkungen auf den Finanzierungsdruck und die damit verbundenen Risiken diskutiert werden. Denn wenn man den Preis der Verpflichtungen in einer garantierten Welt nicht kennt, kennt man auch den wahren Wert der Verpflichtungen nicht.

Gleichzeitig ist es bei einem Asset-Liability-Projekt gefährlich, wenn beispielsweise relevante Teilfragen ausgeklammert werden und die abgeleitete Anlagestrategie deswegen nur auf einem Fragment des Problems basiert – alles wiederum aus reinem Zeit- und Ressourcenmangel.

Und es gibt weitere Fallstricke bei der Anlagestrategie, insbesondere wenn man mit dem Gedanken spielt, in alternative Anlageklassen wie Hedgefonds und Private Equity zu investieren. „Eine Pensionskasse sollte nicht unreflektiert aufgrund der Resultate einer ALM-Studie in alternative Anlagen investieren. Oft werden derartige Anlagen tiefmütterlich in ALM-Studien berücksichtigt.“, sagt der Consultant.

Beispielsweise würden historische Daten für die Rendite- und Risikobeurteilung verwendet, die wenig über die Risiken von effektiven Umsetzungsmöglichkeiten aussagen. „Risikomasse wie historische Korrelationen oder Volatilitäten sind bei alternativen Anlagen oft ungeeignet, manchmal sogar irreführend“, erklärt er.

Die Schlussfolgerungen hieraus sind eindeutig: Wenn eine Pensionskasse für die

**Archiv****Kalender**

09. Januar 2007
[Stand und Entwickl
 Fondsresearch](#)

10. - 31. Januar 2007
[Fonds de placem
 Connaissances de l](#)

10. Januar 2007
[Informationstagung
 zur beruflichen Vors](#)

[Klicken Sie hier, um
 Veranstaltungen zu](#)

Anlagestrategie keine Ressourcen hat, ist es unwahrscheinlich, dass sie mehr Ressourcen für die Umsetzung und die Kontrolle der Anlagestrategie aufbringt. Da die Entwicklung der Anlagestrategie jedoch die zentrale Herausforderung ist, ist es ratsam, wenn derartige Pensionskassen Anlagestrategien wählen, die einfach umzusetzen sind, beispielsweise mit Indexprodukten. Denn auch hier gilt folgender Grundsatz: je komplexer die Strategie, desto umfassender das Controlling, welches darüber gestülpt werden muss.

Grundsätzlich führen auch bei Asset-Liability-Studien mehrere Wege nach Rom. Entweder man geht den Weg über die Definition der Risikofähigkeit oder den Weg über die Festlegung der als notwendig erachteten zu erwirtschaftenden Rendite. Ein weiteres Spannungsfeld lässt grüssen und kann schnell einen erneuten Stolperstein darstellen – insbesondere für die Anlagepolitik. „Wenn die Lohnsumme im Vergleich zum Kapitalvolumen zudem klein ist, kann ein auftretendes Loch kaum mehr saniert werden, da die Sanierungsbeiträge, die erhoben werden müssten, einfach zu hoch sind“, erklärt Fitze. Im umgekehrten Fall, also wenn noch wenig Kapital vorhanden ist und die Lohnsumme entsprechend hoch, wie dies bei jungen Pensionskassen oft der Fall ist, kann ein Finanzierungsloch durch Sanierungsbeiträge schneller gestopft werden.

LDI als mögliche Lösung

Eine mögliche Lösung: Der Einsatz von Liability Driven Investments (LDI). Dieser Ansatz ermöglicht es, Risiken transparent zu machen und aufzuzeigen, welche Kosten bei gegebenen Verpflichtungen ökonomisch resultieren. Die Änderung in der Denkhaltung besteht also nicht darin, zu analysieren, wie viel Risiken man generell bereit ist zu tragen, sondern zu bewerten, was es kosten würde, keine Risiken einzugehen – was recht teuer wäre – und auf dieser Basis zu entscheiden, wie viele Risiken man eingehen will, um Kosten zu reduzieren. Denn Risiken bieten auch Chancen – vor allem wenn man dafür etwas bekommt oder etwas spart.

ML



[Druckerfreundliche Version](#)



[Als E-Mail verschicken](#)

Headlines from other FT Business publications

DPN: Deutsche Pensions & Investment Nachrichten

- [Das Immobilienuniversum dehnt sich aus](#)
- [Brief aus Berlin](#)
- [Klaus Rotter: Sammelklagen: mehr Systematik, bitte!](#)

European Pensions & Investment News

- [FRR to investigate fiduciary duty in responsible investing](#)
- [Lean on brokers over commission recapture](#)
- [Risk is no longer black and white](#)
- [Youthful members are the boldest investors](#)
- [After years in the pipeline, Finland's pension fund investment regulations are just a few hearings away from becoming law. Thomas Escritt hears some local industry opinions](#)

Nederlands Pensioen- & Beleggingsnieuws

- [Kostenschizofrenie: meet het pensioenwezen met twee maten?](#)
- [Pensioenfondsen naar de rechter](#)
- [nbn-enquête: Aftellen naar het FTK](#)
- [Kort nieuws](#)

Nordic Region Pensions & Investments News

- [Dear readers,](#)
- [Taking tentative steps overseas but cost](#)
- [A growing momentum towards European cross-border investment](#)
- [Investors look to equities, property and private equity to provide winter warmer](#)

