

# Ausgeglichene Kassen haben einen grossen Spielraum

Die 2. Säule ist aufgrund ihrer langfristigen Ausrichtung prädestiniert für Investitionen mit langfristigem Horizont. Doch wie viel Illiquidität verträgt die einzelne Pensionskasse? Diese Frage kann nur aus einer Gesamtbilanzsicht beantwortet werden.

## IN KÜRZE

Aus dem verpflichtungsseitigen Liquiditätsbedarf sowie dem Liquiditätsprofil der Anlagen lässt sich ableiten, in welchem Ausmass eine Pensionskasse illiquide Anlagen tätigen kann. Spezielle Ereignisse können diese Berechnungen jedoch über den Haufen werfen.

Zur Beantwortung der oben gestellten Frage muss einerseits der Liquiditätsbedarf auf der Passivseite analysiert werden und andererseits das Liquiditätsprofil der Aktivseite.

### Liquiditätsbedarf auf der Passivseite

In einer Vorsorgeeinrichtung hängt der Liquiditätsbedarf von den erwarteten Einnahmen und Auszahlungen ab. Hierbei muss die Vorsorgeeinrichtung jederzeit ihre reglementarischen Leistungen erfüllen können: Sie muss Alters-, Hinterlassenen- und IV-Renten zahlen können sowie Kapitalleistungen bei Pensionierung aufbringen. Zudem müssen Austrittsleistungen erbracht werden, es müssen Mittel für Scheidungen und Wohneigentumsförderung zur Verfügung stehen und Versicherungs- und Verwaltungsprämien gezahlt werden.

In einer ausgeglichenen Kasse stehen diesen Auszahlungsströmen gleich hohe Einzahlungen gegenüber: die Beiträge und Einkäufe der aktiven Versicherten, die Freizügigkeitseinlagen von neu Versicherten, Einzahlungen im Rahmen von Scheidungen, Rückzahlungen von Wohneigentumsförderung oder gegebenenfalls Erträge aus Versicherungsverträgen.

Eine ausgeglichene Kasse hat daher einen Netto-Cashflow – die Summe aus Cashflow-relevanten Einzahlungen und Auszahlungen – nahe Null und damit kaum Liquiditätsbedarf. Illiquide Anlagen stellen für sie kein Risiko dar.

Die Abschätzung und Projektion dieses Netto-Cashflows ist jedoch nicht tri-

vial. Versicherten- und Rentnerbestand verändern sich kontinuierlich und mit ihnen die Zahlungsströme. Die Grundlage für die Ermittlung des passivseitigen Liquiditätsbedarfs bildet die kohärente, dynamische Fortschreibung von Bilanz und Betriebsrechnung. Ein Beispiel einer Kasse mit leicht negativem Cashflow ist in der Grafik dargestellt.

### Liquiditätsprofil der Anlagenseite

Grundsätzlich bestimmt sich die Liquidität einer Anlage aus ihrer Laufzeit. Diese sogenannte Primärliquidität einer Anlage bemisst sich aus dem Zeitraum bis zur Fälligkeit. Bei Anlagen, die wie Aktien über keine Endfälligkeit verfügen, hängt die Liquidität hingegen ausschliesslich von deren Handelbarkeit an Sekundärmärkten ab. Die Primär- und Sekundärmarktliquidität bilden überlagernde Konzepte zur Bemessung des Liquiditätsprofils eines konkreten Portfolios.<sup>1</sup>

Zur Schätzung der Sekundärmarktliquidität wenden wir die einfache Daumenregel an, dass man pro Monat nicht mehr als 5 Prozent des monatlichen Handelsvolumens verkaufen sollte, da sonst mit heftigen Preisverfällen – neudeutsch Market Impact – gerechnet werden müsste.

Bei einem Investitionsvolumen von 9.3 Prozent des monatlichen Turnovers (Umsatz) eines bestimmten Markts ist daher, vereinfacht gesagt, mit zwei Monaten für die Liquidation zu rechnen,



**Benita von Lindeiner**  
Senior Consultant, c-alm

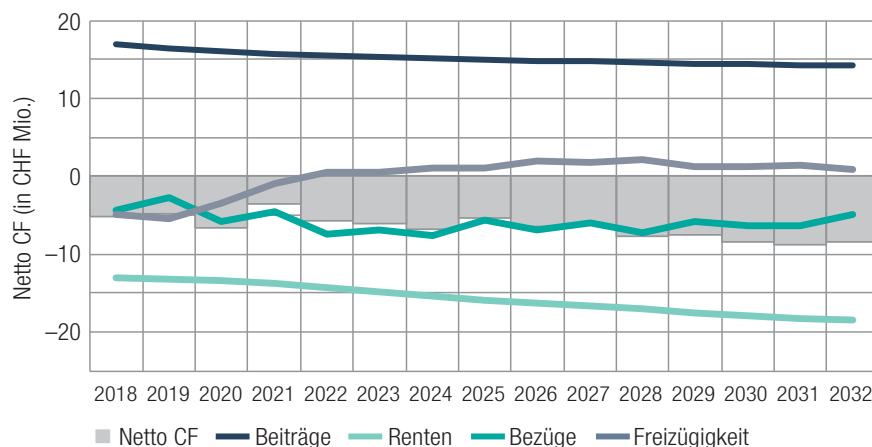


**Ueli Mettler**  
Partner, c-alm

<sup>1</sup> Zur Liquidierbarkeit einzelner Anlagen siehe auch Artikel Bezak/Binder, Seite 50.

## Cashflow-Profil einer repräsentativen Pensionskasse mit 500 Mio. Franken Vorsorgekapital

Quelle: c-alm AG



wobei 5 Prozent im ersten und 4.3 Prozent im zweiten Monat zurückfliessen. Sind in einem Sekundärmarkt keine Turnover-Angaben verfügbar, so müssen Schätzungen anhand ähnlicher Märkte herhalten. Für Anlagen, für die kein Sekundärmarkt existiert, muss für die Liquiditätsbemessung die Endfälligkeit der Anlage herhalten, also die Primärmarktliquidität.

### Liquidation eines Beispielportfolios

Als Beispiel betrachten wir ein repräsentatives Portfolio mit einer Allokation gemäss dem Pictet-Index BVG-40 plus. Das Portfolio enthält 5 Prozent Private Equity und 5 Prozent ILS, die gemäss Fälligkeitsprofil im Verlauf der nächsten sieben Jahre zurückfliessen sollten. Direkt gehaltene Immobilien machen 10 Prozent der Anlagen aus, von denen gemäss unserer Sekundärmarktannahme maximal 20 Prozent pro Jahr veräussert werden können.

Geht man von einem Vorsorgevermögen von 500 Mio. Franken aus, so können gemäss erwarteten Rückflüssen sowie Handelsvolumen der entsprechenden kotierten Märkte (SBI Total, Bloomberg Barclays Global Aggregate, SPI, MSCI World) rund 80 Prozent der Vermögensanlagen im ersten Monat bereits verkauft werden. Bis Ende des ersten Jahrs können weitere 5 Prozent verkauft werden. Die restliche Abwicklung nimmt weitere sechs Jahre in Anspruch.

Die gemäss obigem Vorgehen ermittelten Liquiditäts- und Fälligkeitsprofile der Aktiv- und Passivseite zeigen: Für

Vorsorgeeinrichtungen, die ihre laufenden Auszahlungen fast wie ein Umlagesystem aus laufenden Beiträgen finanzieren, besteht wenig Liquiditätsbedarf aus den Anlagen, und deren Liquiditätseigenschaften stellen kaum eine Restriktion für die Formulierung der Anlagestrategie dar.

### In guten wie in schlechten Zeiten?

Wer bereits 2008 anlageseitig tätig war, dem ist jedoch bewusst, dass Analysen zum Liquiditätsprofil lediglich einen Erwartungswert darstellen, der in «normalen» Zeiten Gültigkeit hat.

Doch was passiert in hektischen Zeiten, wenn beispielsweise eine Kreditklemme droht und selbst der Handel mit eigentlich liquiden Unternehmensanleihen aus Nervosität zum Erliegen kommt? Konkret: Taugt die Liquiditätsprofilierung gemäss obigem Schema auch für stürmische Zeiten?

Zur Beantwortung dieser Frage ist zwischen passivseitigen und aktivseitigen Liquiditätsrisiken zu unterscheiden.

Bezüglich passivseitiger Liquiditätsrisiken stellen Teilliquidationen das grösste Liquiditätsrisiko dar. Wird ein Unternehmensteil verkauft oder kommt es betriebsintern zu überdurchschnittlich vielen Kündigungen, so muss das angesparte Altersguthaben mitgegeben werden. Kommt es im schlimmsten Moment, beispielsweise während einer Finanzkrise, zu einer Teilliquidation, so kann eine Vorsorgeeinrichtung schnell in einen Liquiditätsengpass geraten. Besonders Vorsorgeeinrichtungen von Unter-

nehmen mit hoher Finanzmarktkorrelation (Banken, Versicherungen) sind von diesem Risiko betroffen. Zudem sind bezüglich passivseitigem Liquiditätsrisiko betriebseigene Pensionskassen von Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen zu unterscheiden. Bei Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen impliziert das Kündigungsrecht der angeschlossenen Vorsorgewerke ein wesentlich höheres und auch nur schwierig kalkulierbares Liquiditätsrisiko.

Bei den anlageseitigen Liquiditätsrisiken muss man unterscheiden, ob das Liquiditätsprofil auf einer Analyse der Fälligkeiten im Primärmarkt beruht, also mit Rückflüssen zu rechnen ist, oder auf Sekundärliquidität, die einen funktionierenden Sekundärmarkt für die Liquidierung voraussetzt. Während mit Primärliquidität und Fälligkeiten keine Liquiditätsrisiken einhergehen, ist es bei Sekundärliquidität durchaus möglich, dass sich die vermeintliche Liquidität in Krisenzeiten als Wunschdenken erweist. **I**