



Risiko Check-up 2017



Zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen

Auswertung zum Complementa Risiko Check-up 2017

Autoren Risiko Check-up 2017

Jürgen Rothmund, Dipl. Finanzökonom math.

Andreas Niedermann, M.A. HSG

Sonderthema

Thomas Breitenmoser, Betriebsökonom FH, MBA, CFA, CAIA

Oliver Gmünder, BSc ZFH in Betriebsökonomie

St. Gallen/Zürich, September 2017

Der Inhalt dieser Risiko Check-up-Studie ist urheberrechtlich geschützt. Die Informationen können für private oder interne Zwecke verwendet werden unter der Voraussetzung, dass keine urheberrechtlichen oder eigentumsrechtlichen Verweise entfernt werden. Elektronische Weiterverbreitung der in dieser Risiko Check-up-Studie publizierten Daten ist nicht gestattet.

Auszugsweise Reproduktion oder Gebrauch für öffentliche Zwecke ist nur mit der Quellenangabe «Complementa Risiko Check-up 2017» gestattet.

Geschätzte Leserinnen und Leser

Als passionierter Wanderer besteige ich gerne die Schweizer Alpengipfel. Als Inhaber der Complementa blicke ich heuer voller Stolz auf die 23. «Etappe» des Complementa Risiko Check-up zurück. Unsere Studie und die individuellen Auswertungen des Autorenduos haben sich seither – wie ein verlässliches Schweizer Sackmesser – je länger je stärker zum unverzichtbaren Hilfsmittel für Pensionskassenverantwortliche etabliert.

Aus der Bergwelt bin ich gewöhnt, dass mir trotz Wanderkarte und guter Pfade manchmal eine Passage erschwert oder versperrt ist. Neue Herausforderungen, wie zum Beispiel die künftige Finanzierung oder die gestiegene Lebenserwartung, zwingen auch Pensionskassen zum Beschreiten neuer Wege. Das durch Umverteilung, den fehlenden 3. Beitragszahler oder aus anderen Problemen drohende Unheil ist durch den Feldstecher bereits deutlich erkennbar. Je nach politischer Gesinnung zeigt der Kompass aber in unterschiedliche Marschrichtungen. Aus Sicht der Pensionskassen muss der neue Wegweiser aber an den künftigen Gegebenheiten ausgerichtet werden. Blasenpflaster reichen nicht aus, möchten wir doch dem Rega-Flug zur Rettung von Seilschaften vorbeugen.

Wenn ich mich in meinen Wanderschuhen nicht mehr trittsicher fühle, prüfe ich alternative Schuhmodelle. Genauso verhält es sich mit dem Anlagemix der Pensionskassen: Der Trend zur Umschichtung zu Gunsten von Alternativen Anlagen wie zum Beispiel Insurance Linked Securities, Infrastrukturanlagen und Private Debt ging im vergangenen Jahr ungebrochen weiter.

Während meinen Touren begegne ich Wandergruppen mit unterschiedlichen Zielen und Routen im Alpstein, in den Berner, Bündner oder Walliser Alpen. Was haben alle diese Seilschaften gemeinsam? Wie sind sie organisiert? Wo erwarten sie die nächsten Gewitterwolken? Diesen Fragen gehen wir im diesjährigen Sonderthema «Führungsverantwortung in einem anspruchsvollen Umfeld» nach.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Abnahme der Anzahl Pensionskassen freuen mich der wiederholte Teilnehmerzuwachs (8.1%) und die zahlreichen positiven Rückmeldungen aus der Praxis als Ausdruck der Wertschätzung unserer unabhängigen, detaillierten und informativen Studie sehr. Ich bedanke mich bei allen mitwandernden Pensionskassen für ihre Teilnahme und Begleitung auf den nächsten Gipfel. Ein besonderer Dank gebührt unseren Sponsoren, welche durch ihr namhaftes finanzielles Engagement den Pfad ebnen und die Studie mitsamt den kostenlosen, individuellen Auswertungen überhaupt erst möglich machen.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre und sonnige Wandererlebnisse.

St.Gallen, September 2017



Heinz B. Rothacher
Chief Executive Officer & Verwaltungsratspräsident
Complementa Investment-Controlling AG



Aberdeen Asset Managers Switzerland AG
Schweizergasse 14, 8001 Zürich

Paola Bissoli
Senior Business Development Manager
Tel. direkt: +41 44 208 26 48
E-Mail: paola.bissoli@aberdeen-asset.com

www.aberdeen-asset.ch



**CAPITAL
GROUP®**

Capital International Sàrl
Claridenstrasse 41, 8002 Zürich

Fabian Wallmeier
Managing Director Institutional Switzerland
Tel. direkt: +41 44 567 80 13
E-Mail: fabian.wallmeier@capgroup.com

www.thecapitalgroup.com/emea



Schroder Adveq Management AG
Affolternstrasse 56, 8050 Zürich

Christoph Bachmann
Senior Investor Relations Director
Tel. direkt: +41 58 445 55 58
E-Mail: christoph.bachmann@schroderadveq.com

schroderadveq.com



Threadneedle International Investments GmbH
Claridenstrasse 41, 8002 Zürich

Christian Trixl
Direktor Schweiz
Tel. direkt: +41 43 502 03 01
E-Mail: christian.trixl@columbiathreadneedle.com

www.columbiathreadneedle.com



AXA Investment Managers Schweiz AG
Affolternstrasse 42, 8050 Zürich

Dr. Werner E. Rutsch
Head of Institutional Business Switzerland
Tel. direkt: +41 58 360 79 09
E-Mail: werner.rutsch@axa-im.com

www.axa-im.ch

Deutsche
Asset Management



Deutsche Asset Management Schweiz AG
Prime Tower, Hardstrasse 201, 8005 Zurich

Pascal Imhof
Head of Sales Switzerland
Tel. direkt: +41 44 224 51 64
E-Mail: pascal.imhof@db.com

www.DeutscheAM.com; www.DeutscheFunds.ch



FIL Investment Switzerland AG
Mühlebachstrasse 54, 8008 Zürich

Martin Lasance
Head of Institutional Sales Switzerland
Tel. direkt: +41 43 210 13 51
E-Mail: martin.lasance@fil.com

www.fidelity.ch

Schroders

**Schroder Investment Management
(Switzerland) AG**
Central 2, 8001 Zürich

Andreas Markwalder
Chief Executive Officer
Tel. direkt: +41 44 250 12 20
E-Mail: andreas.markwalder@schroders.com

www.schroders.ch



Franklin Templeton Switzerland Ltd
Stockerstrasse 38, 8002 Zürich

Patrick Lutz
Director & Country Head Switzerland
Tel. direkt: +41 44 217 81 85
E-Mail: patrick.lutz@franklintempleton.ch

www.franklintempleton.ch



Swiss Life Asset Management AG
General-Guisan-Quai 40, Postfach 2831,
8022 Zürich

Beatrice Wyssmann Jenni
Head Sales & Distribution Schweiz
Tel. direkt: +41 43 284 70 29
E-Mail: beatrice.wyssmann@swisslife.ch

www.swisslife-am.com



Pictet Asset Management SA
Niederlassung Zürich
Freigutstrasse 12, 8002 Zürich

Dr. Stefan Haab
Leiter Institutionelle Kunden Schweiz
Tel. direkt: +41 58 323 79 31
E-Mail: shaab@pictet.com

assetmanagement.pictet



T. Rowe Price (Switzerland) GmbH
Talstrasse 65, 8001 Zürich

Paolo Corredig
Country Head of Relationship Management
Tel. direkt: +41 44 227 15 63
E-Mail: paolo_corredig@troweprice.com

www.troweprice.ch

1	Zielsetzung und Datenbasis	8
	Wir freuen uns über eine erneut gestiegene Teilnehmerzahl! In dieser Studie werden Daten von 412 Pensionskassen mit Vermögen von CHF 563 Mia. analysiert.	
2	Der Deckungsgrad	12
	Nachdem der Deckungsgrad 2015 gesunken ist, geht es 2016 wieder bergauf – jedoch nur um 0.2%.	
2.1	Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2	15
2.2	Deckungsgrad im Zeitablauf	17
2.3	Deckungsgradsituation verschiedener Gruppen	21
2.4	Theorie: Den Deckungsgrad nicht isoliert betrachten	23
3	Vermögensstruktur	24
	Pensionskassen erweitern das Spektrum ihrer Anlagetätigkeit. Investitionen im Ausland und in Alternative Anlagen liegen weiter im Trend.	
3.1	Vermögensstruktur im Zeitablauf	27
3.2	Alternative Anlagen im Fokus	30
3.3	Hedge Funds – Wie weiter?	34
4	Performance	36
	Die weltweiten Märkte zeigten sich von politischen Ereignissen weitgehend unberührt. Die Anlagerendite für Schweizer Pensionskassen lag bei erfreulichen 3.6%.	
4.1	Erzielte Renditen	39
4.2	Kassengrösse und Vermögensverwaltungskosten im Fokus	43
5	Die vier Hauptkategorien (kompakt)	46
	Kurz, kompakt und übersichtlich werden die vier Hauptkategorien vorgestellt.	
5.1	Festverzinsliche Anlagen	48
5.2	Aktien	50
5.3	Immobilien	52
5.4	Alternative Anlagen (Fokus Private Debt)	54

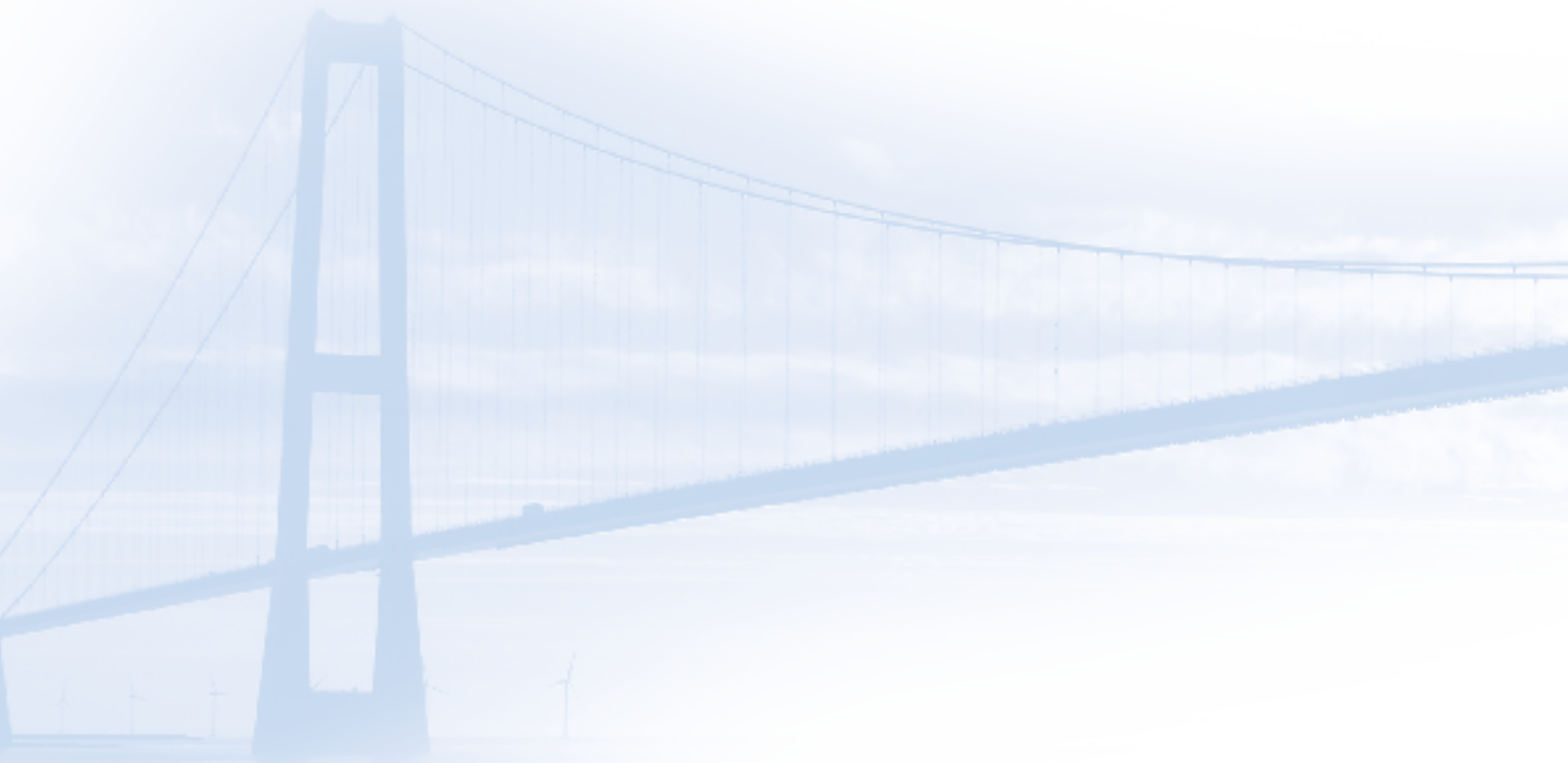
6	Passivseite	56
	Die Verzinsung der aktiv Versicherten sinkt auf 1.8% und liegt nun seit 2003 unter der technischen Verzinsung.	
6.1	Struktur des Deckungskapitals	59
6.2	Verzinsung (und Bewertung) der Vorsorgekapitalien	61
6.3	Weitere Parameter für die Bewertung	64
6.4	Verzinsung bei den aktiv Versicherten im Fokus	67
7	Sonderthema: «Führungsverantwortung in einem anspruchsvollen Umfeld»	68
	Sowohl die Komplexität als auch der Zeitbedarf haben für Stiftungsräte in den letzten Jahren zugenommen.	
8	Harmonisierter Deckungsgrad	78
	Oft werden Äpfel mit Birnen verglichen. Daher analysieren wir harmonisierte Deckungsgrade auf Basis einheitlicher Berechnungsparameter.	
9	Vorsorgesicherheit und Leistungsniveau	84
	Vorsorgesicherheit, Leistungsgerechtigkeit und Vorsorgeniveau – Wie sind diese drei Ziele in Einklang zu bringen?	
9.1	Vorsorgesicherheit, -gerechtigkeit und Leistungsniveau	87
9.2	Aktuelle Anlagerisiken der 2. Säule	91
10	Anhang	94
10.1	Zusätzliche Abbildungen	94
10.2	Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	96
10.3	Der Risiko Check-up im Internet	97

1 Zielsetzung und Datenbasis

Bereits seit 23 Jahren erhebt Complementa Daten im Bereich der 2. Säule. Seit 2000 wird das umfassende Datenmaterial der Öffentlichkeit in einer Gesamtstudie zugänglich gemacht.

Dieses Jahr umfasst die Studie 412 Pensionskassen und eine aggregierte Bilanzsumme von CHF 563.1 Mia.

Wir danken unseren Sponsoren für ihren finanziellen Beitrag und allen Teilnehmern für die Zeit, die sie sich für das Ausfüllen des Fragebogens genommen haben.





**WIR TUN WAS RICHTIG IST,
NICHT WAS GERADE BELIEBT IST**

Bei T. Rowe Price investieren wir nicht einfach mit dem Markt. Wir analysieren unabhängig und investieren erst dann, wenn wir langfristig gute Möglichkeiten für unsere Kunden erkennen. Sie können also unabhängig davon, wie der Markt investiert, darauf vertrauen, dass wir nicht einfach mit dem Strom schwimmen.

Erfahren Sie mehr über unsere Aktien- und Anleihen-Expertise unter
www.troweprice.ch



Ihr Experte für Aktien und Anleihen

Nur für qualifizierte Anleger. Der Wert und der Ertrag einer Anlage können sowohl steigen als auch fallen. Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag möglicherweise nicht zurück. Ausgestellt in der Schweiz von T. Rowe Price (Schweiz) GmbH ("TRPSWISS"), Talstrasse 65, 6. Stockwerk, 8001 Zürich, Schweiz. Repräsentant: First Independent Fund Services Ltd, Klausstrasse 33, 8008 Zürich. Zahlstelle: Neue Helvetische Bank AG, Seefeldstrasse 215, 8002 Zürich. T. Rowe Price International Ltd ist durch die britische Finanzaufsicht autorisiert und reglementiert. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE und das Bighornschaft-Design sind, gemeinsam und/ oder getrennt voneinander, Marken oder eingetragene Warenzeichen der T. Rowe Price Group, Inc. in den USA, der EU und anderen Ländern. Dieses Material ist nur für die Verwendung in ausgewählten Ländern vorgesehen.

Teilnehmerstatistik

Tabelle 1.1

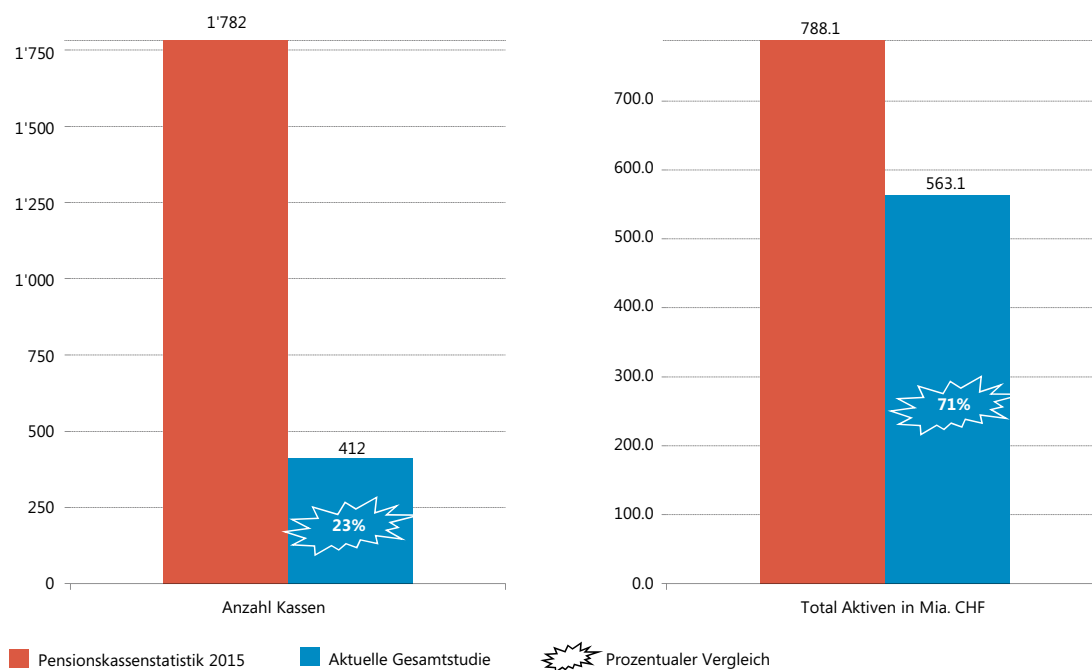
107 grosse Kassen vereinen eine Bilanzsumme von CHF 506 Milliarden.

	Anzahl		Bilanzsumme in Mia. CHF	
	2016	2015	2016	2015
Privatrechtliche Kassen	367	337	385.9	360.4
Öffentlich-rechtliche Kassen	45	44	177.2	167.6
Beitragsprimat	396	363	512.5	463.5
Leistungsprimat	16	18	50.6	64.5
Kleine Kassen (<200 Mio. Fr.)	200	188	14.8	13.5
Mittelgrosse Kassen (200 Mio. - 800 Mio. Fr.)	105	96	42.6	40.4
Grosse Kassen (>800 Mio. Fr.)	107	97	505.7	474.1
Alle Kassen	412	381	563.1	528.0

Vergleich zur Pensionskassenstatistik

Abbildung 1.1

7 von 10 Franken in der 2. Säule sind in der Studie abgedeckt.



Zielsetzung und Datenbasis

Der Risiko Check-up hat heute wie vor 23 Jahren das Ziel, den Pensionskassenverantwortlichen mit aufbereiteten Informationen eine Hilfestellung zu geben, um mögliche Gefahren und Risiken für ihre Vorsorgeeinrichtung frühzeitig zu erkennen.

- **Kassenindividuelle Auswertung¹:** Seit 1995 erstellt Complementa für alle teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen eine individuelle Auswertung. Sie enthält in Kurzform führungsrelevante Informationen, macht Quervergleiche zu anderen Teilnehmern, weist auf Herausforderungen und Risiken hin und empfiehlt, allfällig Massnahmen zu prüfen.
- **Gesamtstudie:** Seit 2000 publiziert Complementa jährlich die vorliegende Studie «Zur aktuellen Lage schweizerischer Pensionskassen». Die aggregierte Analyse der 2. Säule soll wichtige Veränderungen aufzeigen und Anhaltspunkte für eine nachhaltige Erfüllung der Vorsorgezwecke und die Beurteilung der Vorsorgesicherheit liefern. Bei den Analysen kann auf eine sehr gute Datenbasis zugegriffen werden, die statistisch fundierte Aussagen erlaubt.
 - **Repräsentativität:** Die Studie umfasst 412 Vorsorgeeinrichtungen mit einer aggregierten Bilanzsumme von CHF 563.1 Mia. Im Vergleich zum Vorjahr ist das ein Zuwachs von 31 Kassen (+8.1%). Die aggregierte Bilanzsumme ist um CHF 35.1 Mrd. gestiegen. Der Vergleich mit der (aktuellen) Pensionskassenstatistik aus dem Jahr 2015 wird in Abbildung 1.1 dargestellt. Die vorliegende Studie umfasst 71% (Vorjahr 68%) der Gesamtbilanzsumme der autonomen und teilautonomen Pensionskassen. Der deutlich tiefere Wert von 23% (Vorjahr 20%) gemessen an der Anzahl Vorsorgeeinrichtungen zeigt, dass die nicht in der Studie vertretenen Pensionskassen weiterhin mehrheitlich kleine Pensionskassen sind.
 - **Kontinuität:** Ebenso wichtig wie die hohe Repräsentativität ist die Kontinuität der Daten. Von den 381 Pensionskassen, die im letztjährigen Risiko Check-up analysiert wurden, sind 336 oder 88% der Kassen auch in der aktuellen Studie vertreten. Gemessen an der Bilanzsumme liegt die Quote sogar bei 91%. Diese konsistente Datenbasis erlaubt es, fundierte Aussagen über die Zeit zu treffen. Bei den 12% der Kassen, die in diesem Jahr nicht mehr in der Studie vertreten sind, gibt es einige Kassen, die der Konsolidierung in der 2. Säule «zum Opfer» gefallen sind (→ siehe Anhang).
- **Präsentation der Ergebnisse:** Seit 2011 werden die Studienergebnisse im Rahmen einer Informationsveranstaltung präsentiert und mit Pensionskassenvertretern diskutiert.
- **Fachartikel und unterjährige Analysen:** Weitere Resultate in Verbindung mit dem Risiko Check-up werden in den Medien publiziert. Diese Beiträge finden Sie auf der Homepage www.complementa.ch unter der Rubrik → Studien → Risiko Check-up gesammelt.

Für die analytischen Auswertungen und für den Inhalt der Studie ist allein Complementa Investment-Controlling AG verantwortlich.

¹ Interessierte Pensionskassen können den Fragebogen weiterhin und bis zum 24.12.2017 ausfüllen. Kassenindividuelle Auswertungen werden auch nach der Publikation dieser Studie erstellt. Zur Teilnahme eingeladen sind alle Pensionskassen, egal ob sie CHF 10 Millionen oder CHF 10 Milliarden Vorsorgegelder verwalten. Kassenindividuelle Auswertungen können zudem auch in französischer Sprache produziert werden.

2 Der Deckungsgrad

Zur Beurteilung der finanziellen Lage einer Pensionskasse ist der Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2 (auch technischer Deckungsgrad genannt) die Kennzahl, welche in der Öffentlichkeit am meisten Beachtung findet. Daher starten wir auch in diesem Jahr den inhaltlichen Teil der Studie mit «dem Deckungsgrad».

Über alle Teilnehmer ist der Deckungsgrad im vergangenen Jahr um 0.2 Prozentpunkte auf 104.4% gestiegen (kapitalgewichtet).

Wird der Deckungsgrad isoliert von technischen Parametern betrachtet, so ist seine Aussagekraft jedoch limitiert. Anpassungen an diesen Parametern haben dazu geführt, dass der Deckungsgrad trotz hoher Rendite nicht stärker angestiegen ist.

[Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2 2.1](#)

[Deckungsgrad im Zeitablauf 2.2](#)

[Deckungsgradsituation verschiedener Gruppen 2.3](#)

[Theorie: Den Deckungsgrad nicht isoliert betrachten 2.4](#)



Was, wenn wir daran gemessen werden, was kommende Generationen über uns sagen?

**Langfristig anlegen bedeutet:
Heute die Chancen von morgen erkennen.**

Was zählt, sind die richtigen Fragen. Genau das ist der Kern unseres Risikomanagements und unserer Anlagephilosophie: Chancen und Risiken früh identifizieren, analysieren und kontrollieren. Seit bald 160 Jahren macht uns das zum erfolgreichen Vermögensverwalter. Und zum perfekten Partner für eine selbstbestimmte Zukunft unserer Kunden. Erfahren Sie mehr auf www.swisslife-am.com.

So fängt Zukunft an.


SwissLife
Asset Managers

Gesamtbilanz per 31.12.2016

Tabelle 2.1

Die Zahlen aller 412 Vorsorgeeinrichtungen werden zu einer Gesamtbilanz aggregiert.

Aktiven	Marktwerte in CHF	in %
Vermögensanlagen	556'168'319'917	98.8
Flüssige Mittel	23'829'326'806	4.2
Anlagen beim Arbeitgeber	7'431'032'325	1.3
Nominalwerte	199'330'241'482	35.4
Forderungen und Darlehen	3'680'218'096	0.7
Obligationen CHF	9'976'920'937	1.8
Obligationen Fremdwährung	93'286'308'575	16.6
Wandelanleihen	88'922'431'082	15.8
Hypotheken	3'464'362'792	0.6
Sachwerte	273'814'473'547	48.6
Aktien Inland	51'874'808'349	9.2
Aktien Ausland	119'167'883'790	21.2
Immobilien Schweiz	91'401'896'359	16.2
Immobilien Ausland	11'369'885'049	2.0
Alternative Anlagen	51'270'536'666	9.1
Private Equity	8'132'751'792	1.3
Hedge Funds	14'247'777'909	2.3
Commodities	6'964'667'240	1.6
Insurance Linked Securities	6'801'060'833	0.5
Private Debt	5'827'921'554	0.3
Infrastrukturanlagen	5'010'606'823	0.3
Übrige Alternative Anlagen	4'285'750'515	0.7
Mischvermögen bei Kollektivanlagen	492'709'090	0.1
Weitere Bilanzpositionen	6'898'876'794	1.2
Summe	563'067'196'711	100

Passiven	Marktwerte in CHF	in %
Verbindlichkeiten	5'433'271'055	1.0
Passive Rechnungsabgrenzung	1'287'563'131	0.2
Arbeitgeber-Beitragsreserven	5'066'725'024	0.9
ohne Verwendungsverzicht	3'122'462'202	0.6
mit Verwendungsverzicht	1'944'262'822	0.3
Nicht-technische Rückstellungen	838'792'650	0.1
Vorsorgekapitalien und technische Rückstellungen	529'028'637'291	94.0
Vorsorgekapitalien Aktive	262'808'379'885	46.7
Vorsorgekapitalien Rentner	238'908'399'016	42.4
Passiven aus Versicherungsverträgen	6'029'723'031	1.1
Technische Rückstellungen	21'282'135'359	3.8
Vorhandene Reserven	21'412'207'561	3.8
Wertschwankungsreserve	33'844'613'712	6.0
Stiftungskapital/Freie Mittel	-12'432'406'152	-2.2
Summe	563'067'196'711	100

*Anmerkung:**Mehr Informationen zu den Vermögensanlagen finden Sie in den Kapiteln 3 bis 5.**Mehr Informationen zu den Passiven finden Sie in Kapitel 6.*

→ Der gewichtete Deckungsgrad liegt bei 104.4%.

2.1 Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2

Der Fragebogen des Complementa Risiko Check-up basiert auf dem gemäss Swiss GAAP FER 26 vorgegebenen Kontenplan. Dies erleichtert einerseits den teilnehmenden Pensionskassen das Ausfüllen der Bilanz, andererseits wird die Qualität der Daten durch diese standardisierte Form so hoch wie möglich gehalten.

Der Deckungsgrad gibt an, zu wie viel Prozent die Vorsorgeverpflichtungen (= versicherungstechnisch notwendiges Kapital) einer Pensionskasse mit Vermögenswerten gedeckt sind. Liegt dieser Wert unter der Marke von 100%, so spricht man von einer Unterdeckung. Aktuell ist dies gesamthaft betrachtet jedoch nicht der Fall.

	in Millionen CHF
A: Nettovermögen	552'385
+ Aktiven	563'067
- Verbindlichkeiten	-5'433
- Passive Rechnungsabgrenzung	-1'288
- Nicht-technische Rückstellungen	-839
- Arbeitgeberbeitragsreserven (ohne Verwendungsverzicht)	-3'122
B: Versicherungstechnisch notwendiges Kapital	529'028
+ Vorsorgekapitalien Aktive	262'808
+ Vorsorgekapitalien Rentner	238'908
+ Passiven aus Versicherungsverträgen	6'030
+ Technische Rückstellungen	21'282
A / B = Deckungsgrad	104.4%

Berechnung Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2

Tabelle 2.2

Gewichteter Deckungsgrad

In Tabelle 2.1 werden die Bilanzen aller 412 Studienteilnehmer zu einer in CHF gerechneten Gesamtbilanz zusammengefasst. Einzelne Kassen liefern, je nach ihrer Bilanzsumme, einen grösseren oder kleineren Beitrag zu dieser Gesamtbilanz. Mit diesen Bilanzwerten lässt sich ein gewichteter Deckungsgrad von 104.4% berechnen (→ siehe Tabelle 2.2).

Der ungewichtete Deckungsgrad aller in der Studie vertretenen Pensionskassen liegt mit 111.9% deutlich höher. Während die 107 grossen Kassen den gewichteten Deckungsgrad zu 90% bestimmen, ist ihr Einfluss bei dieser Berechnungsmethodik mit 26% ungleich tiefer. Die Differenzen zwischen kleinen und grossen Pensionskassen sowie anderen Teilgruppen werden in Kapitel 2.3 betrachtet.

Harmonisierter Deckungsgrad

Zusätzlich zum Deckungsgrad nach Art. 44, BVV2 wird in dieser Studie auch ein «harmonisierter Deckungsgrad ausgewiesen». Pensionskassen haben bei der Bewertung des versicherungstechnisch notwendigen Kapitals einen gewissen Spielraum in der Bewertung. Kapitel 2.4 und insbesondere Kapitel 8 gehen auf dieses Thema genauer ein. Mit 103.5% liegt der harmonisierte Deckungsgrad aktuell unter den ausgewiesenen Deckungsgraden nach BVV2.

Deckungsgrad im Zeitablauf (1994 – 2016)

Abbildung 2.1

Zwischen den beiden grauen Linien liegen 80% aller Kassen.

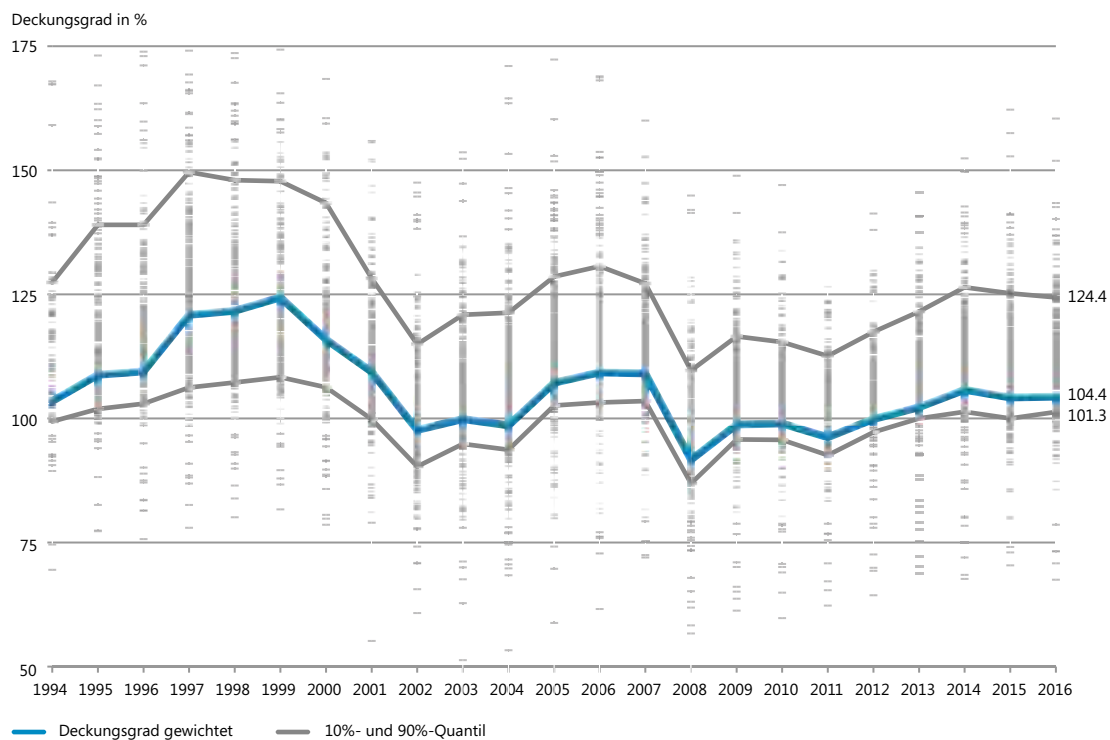
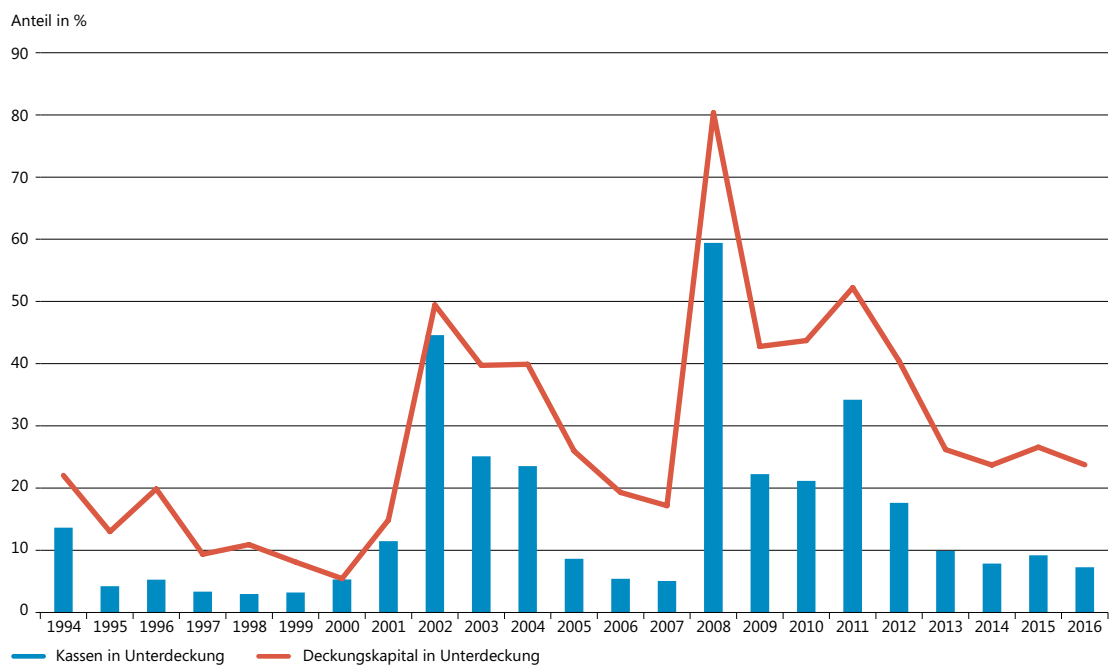
**Kassen in Unterdeckung (1994 – 2016)**

Abbildung 2.2

Die 7.3% Kassen in Unterdeckung sind überdurchschnittlich gross.



- **Der gewichtete Deckungsgrad steigt um 0.2 Prozentpunkte auf 104.4%.**
- **7.3% der Teilnehmer sind von einer Unterdeckung betroffen.**

2.2 Deckungsgrad im Zeitablauf

Abbildung 2.1 zeigt den Deckungsgradverlauf seit Beginn der Studie 1994. Die grauen Striche repräsentieren einzelne Kassen und bieten somit eine Indikation für die Streuung im jeweiligen Jahr. Der Grossteil (80%) der Teilnehmer besitzt einen Deckungsgrad zwischen 101.3% und 124.4%, was einer Spannweite dieser Quantilswerte von immerhin 23.1 Prozentpunkten entspricht.

Die Historie zwischen 1994 – 2007

Während in den ersten acht Jahren Risiko Check-up stets von einem Deckungsgrad von (teilweise deutlich) über 100% berichtet werden konnte, führte das Platzen der Dotcom-Blase die 2. Säule 2002 zum ersten Mal in eine Unterdeckung. Diese Unterdeckung konnte nach drei Jahren korrigiert werden. Ab 2005 und bis 2007 lagen die Deckungsgrade wieder über 100% und erreichten 2007 ein Niveau von 109.1%.

Gewichteter Deckungsgrad in %							
1994	103.5	2000	115.9	2006	109.3	2012	99.9
1995	108.8	2001	109.4	2007	109.1	2013	102.3
1996	109.5	2002	97.7	2008	91.7	2014	105.8
1997	120.9	2003	99.9	2009	98.8	2015	104.2
1998	121.7	2004	98.6	2010	99.0	2016	104.4
1999	124.4	2005	107.2	2011	96.2		

Deckungsgrad im Zeitablauf (1994 – 2016)

Tabelle 2.3

Die Historie zwischen 2008 – 2016

Im Jahr 2008 rutschte der Deckungsgrad das zweite Mal unter die 100%-Marke. Innerhalb eines Jahres gingen 17.4 Prozentpunkte an Deckungsgrad verloren. Mit 91.7% befand sich die 2. Säule dieses Mal nicht nur tiefer in der Unterdeckung, es dauerte mit fünf Jahren auch länger, bis die Unterdeckung überwunden war. Zwischen 2011 und 2014 stiegen die Deckungsgrade – fast wie an der Schnur gezogen – wieder auf 105.8% an. Nach einem Deckungsgradverlust im Jahr 2015 kann 2016 wieder von einem Anstieg berichtet werden, auch wenn dieser mit 0.2%¹ auf nun 104.4% klein ausgefallen ist.

Weniger Kassen befinden sich in einer Unterdeckung

Sieben Vorsorgewerken, die Ende 2015 von einer Unterdeckung betroffen waren, gelang 2016 der Weg aus der Unterdeckung. Den anderen Weg aus der gedeckten Situation in die Unterdeckung mussten hingegen nur 2 Kassen gehen. Während die Gruppe der Kassen in Unterdeckung mit 7.3% nur eine kleine Gruppe darstellt, repräsentiert sie mit 23.7% am Deckungskapital fast ein Viertel des Teilnehmerfeldes. In Zeiten der Finanzkrise erreichte diese Kennzahl mit 80.3% einen «Höchstwert».

Innerhalb der unterdeckten Pensionskassen ist das Vorsorgekapital in etwa zu einem Drittel (30.9%) bei privatrechtlichen Kassen und zu zwei Dritteln (68.1%) bei öffentlich-rechtlichen Kassen alloziert. Bei den öffentlich-rechtlichen Kassen ist die Unterdeckung bei wiederum etwa der Hälfte (54.0%) zumindest teilweise systembedingt, da diese Kassen nur teilfinanziert sind.

¹ Der Wert für 2015 wurde um 0.1% nach oben korrigiert. Die Korrektur erfolgte wegen einer Gruppe von Pensionskassen, die nach der Veröffentlichung der Gesamtstudie noch am letztjährigen Risiko Check-up teilgenommen hat. Auch andere Vorjahreswerte in dieser Studie können zur publizierten Vorjahresstudie aus diesem Grund minimal abweichen.

Deckungsgrad im Zeitablauf (Dez. 2015 – Jun. 2017)

Abbildung 2.3

Die erste Jahreshälfte lässt den Deckungsgrad 2017 weiter ansteigen.

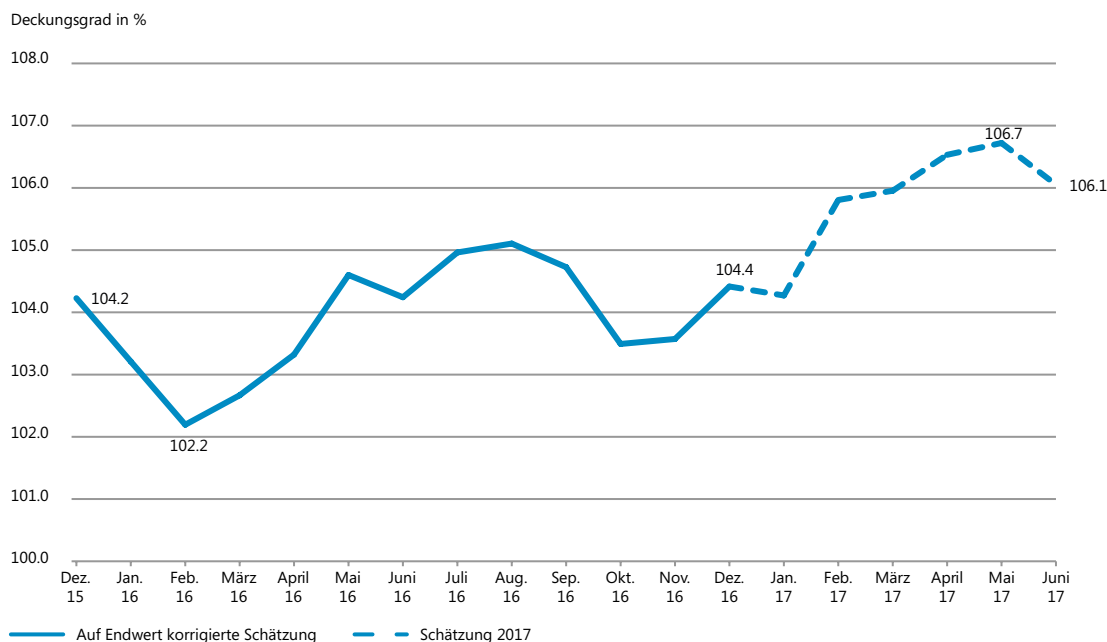
**Die aktuelle Entwicklung (Dezember 2015 bis Juni 2017)**

Abbildung 2.3 zeigt den Verlauf des Deckungsgrades im Jahr 2016 und gestrichelt die aktuelle Schätzung für das laufende Jahr. Nachdem die ersten beiden Monate kein gutes Anlagejahr 2016 versprochen, drehten die Märkte im Verlaufe des Jahres ins Plus und liessen den Deckungsgrad auf 104.4% ansteigen. Diese Entwicklung ist bemerkenswert, da 2016 mit dem Brexit und der Wahl Donald Trumps zwei an den Finanzmärkten gefürchtete Ereignisse tatsächlich eintrafen – letztlich an den Finanzmärkten jedoch keine negativen Auswirkungen erzeugten.

In der ersten Hälfte des aktuellen Jahres steigt der Deckungsgrad deutlich um 1.7% auf 106.1% per Ende Juni an. Dieser Wert liegt über dem Dezember-Wert aus dem Jahr 2014. Damit ist per Mitte 2017 der Deckungsgradverlust aus dem Jahr 2015 kompensiert.

Abweichung zum Prognosewert

Complementa publiziert in der Zeitschrift «Schweizer Personalvorsorge» regelmässig einen Deckungsgradschätzer. Dieser basiert auf den im Vorjahr erhobenen Daten des Risiko Check-up sowie auf aktuellen Schätzungen zu Performance-Zahlen und passivseitigen Kosten. Während für das Jahr 2016 ein Anstieg von 0.5% publiziert wurde, fiel der tatsächlich gemessene Anstieg mit 0.2% tiefer aus. Die Abweichung ist auf passivseitige Anpassungen zurückzuführen. Wie in den Kapitel 6 und 8 noch ausführlich beschrieben wird, haben Pensionskassen das Jahr (etwas mehr als von uns angenommen) dazu genutzt, um ihre Bilanzen an veränderte Rahmenbedingungen anzugleichen. Das gute Anlagejahr dürfte es den Pensionskassenverantwortlichen schlussendlich erleichtert haben, Entscheidungen zu treffen, die sich kurzfristig negativ auf den Deckungsgrad auswirken.

Investieren für eine Welt im Wandel



Gesellschaftliche und ökologische Veränderungen vollziehen sich schneller als je zuvor und stellen für die Führung von Unternehmen und deren Wachstumsaussichten eine enorme Herausforderung dar. Durch nachhaltiges Investieren eruieren wir diejenigen Unternehmen, die anpassungsfähig sind und von diesen Veränderungen profitieren. Auf diese Weise erzielen wir langfristigen Mehrwert für unsere Kunden. Weitere Informationen finden Sie unter

www.schroders.ch/sustainability

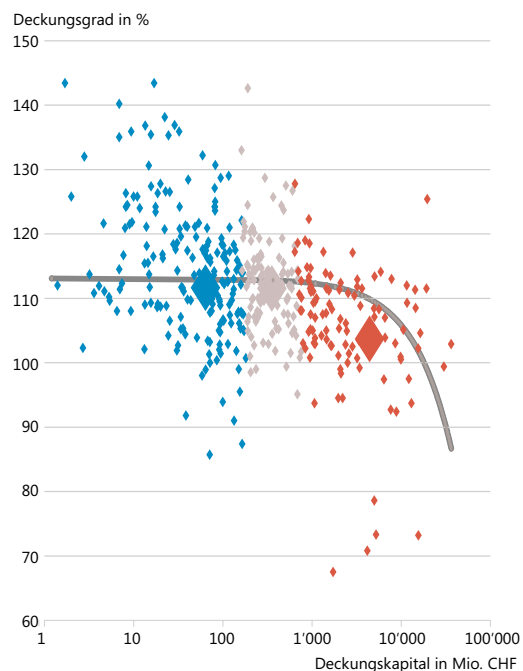
Wichtiger Hinweis: Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance gilt nicht als zuverlässiger Hinweis auf künftige Ergebnisse. Anteilspreise und das daraus resultierende Einkommen können sowohl steigen als auch fallen; Anleger erhalten eventuell den investierten Betrag nicht zurück. Schroders hat in diesem Dokument eigene Ansichten und Meinungen zum Ausdruck gebracht. Diese können sich ändern. Herausgegeben von Schroder Investment Management 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Für Ihre Sicherheit kann die Kommunikation aufgezeichnet oder überwacht werden. RC62008

Schroders

Deckungsgradsituation verschiedener Teilnehmergruppen 2016

Abbildung 2.4

Teilnehmer werden nach Kassengrösse, Rechtsform, technischem Zinssatz und Altersstruktur gruppiert.



Kassengrösse	Deckungsgrad
• Kleine Pensionskassen	111.6%
• Mittlere Pensionskassen	111.5%
• Grosse Pensionskassen	103.7%



Rechtsform	Deckungsgrad
• Privatrechtliche Pensionskassen	108.8%
• Öffentlich-rechtlich, nicht teilfinanziert	102.7%
• Öffentlich-rechtlich, teilfinanziert	85.7%



Höhe technischer Zinssatz	Deckungsgrad
• Technischer Zinssatz 2.25% und tiefer	109.9%
• Technischer Zinssatz dazwischen	106.5%
• Technischer Zinssatz 3.00% und höher	95.7%



Anteil Vorsorgekapital Rentner	Deckungsgrad
• Anteil Sparkapitalien Aktive >75%	109.1%
• Ausgeglichen	103.7%
• Anteil Vorsorgekapital Rentner >75%	112.1%

- **Der Deckungsgrad privatrechtlicher Kassen bleibt trotz guter Rendite konstant bei 108.8%.**
- **Achtung: Tiefe Deckungsgrade stehen oftmals in Verbindung mit hohen technischen Zinssätzen.**

2.3 Deckungsgradsituation verschiedener Gruppen

In Abbildung 2.4 werden anhand der vier Kriterien Kassengrösse, Rechtsform, angewandter technischer Zinssatz und Altersstruktur Teilgruppen gebildet.

Kassengrösse: Kleine Kassen mit höheren Deckungsgraden

Mit 111.6% weisen kleine Kassen einen durchschnittlich höheren Deckungsgrad als grosse Kassen (103.7%) aus. Kassen mittlerer Grösse besitzen mit 111.5% ebenfalls einen höheren Deckungsgrad. Diese unterschiedlichen Niveaus werden vorwiegend durch grosse öffentlich-rechtliche Kassen verursacht. Rechnet man sie heraus und konzentriert sich nur auf privatrechtliche Kassen, so liegt der Deckungsgrad bei den grossen Kassen mit 108.3% deutlich höher.

Rechtsform: Privatrechtliche Kassen haben durchschnittlich höheren Reserven

Privatrechtliche Kassen stehen mit 108.8% deutlich besser da als öffentlich-rechtliche Kassen, welche lediglich einen Deckungsgrad von 96.1% besitzen. Eine weitere Differenzierung ist bei den öffentlich-rechtlichen Kassen aber zwingend notwendig. Kassen, die nicht vollständig ausfinanziert sind, haben naturgemäss einen tieferen Deckungsgrad. Die voll ausfinanzierten Kassen weisen einen durchschnittlichen Deckungsgrad von 102.7% aus, während die teilfinanzierten Kassen in der Studie nur einen Deckungsgrad von 85.7% besitzen. Während der Deckungsgrad bei privatrechtlichen Kassen im Jahresvergleich konstant blieb, gab es bei den öffentlich-rechtlichen Kassen Deckungsgradsteigerungen.

Technischer Zins und Altersstruktur - Analyse zweier «Risiko-Gruppen»

- Pensionskassen, die heute noch mit hohen technischen Zinssätzen kalkulieren, haben zwei Probleme: Erstens führt der hohe technische Zinssatz zu einer hohen Sollrendite, die es schwerer macht, den Deckungsgrad konstant zu halten. Zweitens wird eine (unumgängliche) Reduktion des technischen Zinssatzes zu einer einmaligen Belastung des Deckungsgrades führen, da die Vorsorgekapitalien dann neu bewertet werden². Aus dieser Sicht ist es kritisch, dass Kassen mit einem hohen technischen Zinssatz bereits heute mit 95.7% einen tiefen Deckungsgrad aufweisen.
- Die Altersstruktur einer Kasse ist für deren Risikofähigkeit sehr wichtig. Da einmal gesprochene Renten grundsätzlich nicht mehr angepasst werden, trägt das Anlagerisiko einer Kasse allein die Gruppe der aktiv Versicherten. In der vierten Grafik der Abbildung 2.4 werden die Teilnehmer nach dem Anteil der Sparkapitalien der aktiv Versicherten unterteilt. Je kleiner dieser ist, umso schwieriger ist es, eine Kasse im Krisenfall zu sanieren. Erfreulicherweise fällt der Deckungsgrad der Gruppe, bei denen die Vorsorgekapitalien der Rentner mehr als 75% betragen, mit 112.1% am höchsten aus.

Zusammenspiel und Einbezug weiterer Faktoren

Öffentlich-rechtliche Kassen weisen nicht nur einen tieferen Deckungsgrad auf, sie verwenden im Durchschnitt auch höhere technische Zinssätze. Durch die eben beschriebenen Probleme der Kassen mit hohen technischen Zinssätzen dürften sich Deckungsgradunterschiede in der Zukunft weiter erhöhen (Effekte der Ausfinanzierung und/oder von Sanierungen ignoriert). In Kapitel 8 wird dieser Punkt noch einmal vertieft und neben dem technischen Zinssatz werden auch die verwendeten technischen Grundlagen (Sterbetafeln) und Umwandlungssätze in die Analysen mit einbezogen.

² Davon ausgenommen sind Kassen, die bereits in ausreichend grossem Umfang technische Rückstellungen für eine Absenkung des technischen Zinssatzes gebildet haben.

Technischer Zinssatz und Verfallrendite 10-jähriger Eidgenosse

Abbildung 2.5

Die Differenz der beiden Zinssätze beträgt Ende 2016 über 2.5%.

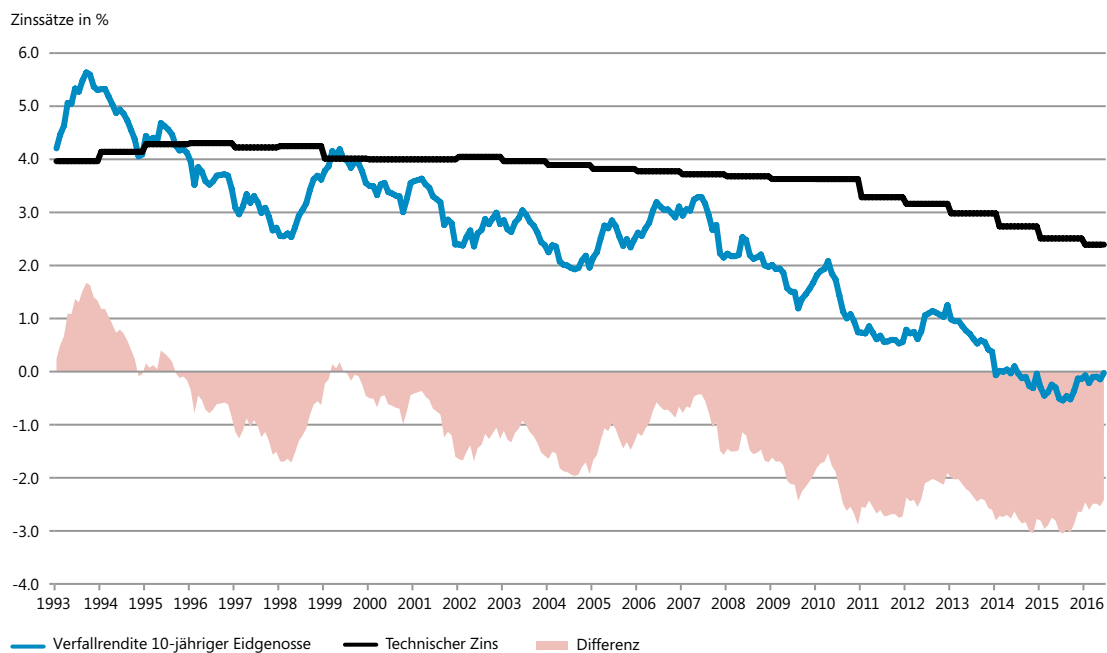
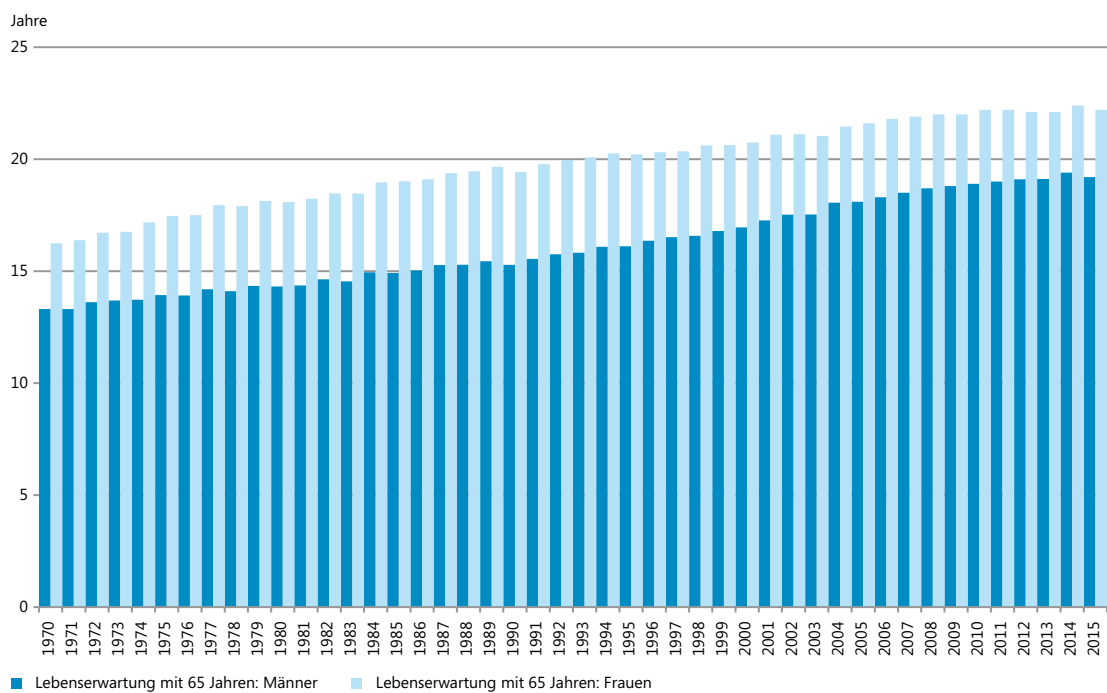
**Verbleibende Lebenserwartung im Alter von 65 (Quelle: Bundesamt für Statistik)**

Abbildung 2.6

Die Rentenbezugsdauer ist in den letzten 35 Jahren kontinuierlich gestiegen.



2.4 Theorie: Den Deckungsgrad nicht isoliert betrachten

Die Aussagekraft des (technischen) Deckungsgrades nach Art. 44, BVV2 ist limitiert, wenn die Berechnungsgrundlagen bei der Interpretation nicht mitberücksichtigt werden. Die Bewertung der Aktivseite ist dabei nicht das Problem. Höchstens bei direkt gehaltenen Immobilienbeständen ist ein gewisser Spielraum vorhanden. Anders stellt sich die Situation auf der Passivseite dar³. Pensionskassen können die Effekte infolge der gesunkenen Renditeperspektiven sowie der gestiegenen Lebenserwartung unterschiedlich stark bilanzieren.

- **Technischer Zinssatz:** Je tiefer der technische Zinssatz angesetzt wird, umso höher werden die Vorsorgeverpflichtungen bewertet und umso tiefer fällt der ausgewiesene Deckungsgrad aus. Während die Verfallrendite 10-jähriger Eidgenossen seit der Finanzkrise 2008 von 3.0% auf -0.1% per Ende Dezember 2016 gefallen ist, wurde der technische Zinssatz im selben Zeitraum «nur» um 1.2 Prozentpunkt auf 2.5% gesenkt (→ siehe Abbildung 2.5).
- **Technische Grundlagen:** Abbildung 2.6 zeigt die bedingte (verbleibende) Lebenserwartung von Frauen und Männern bei dem Renteneintrittsalter von 65. Während ein Mann 1970 im Schnitt noch etwa 13 Jahre eine Pension bezog, ist dieser Wert 2015 auf durchschnittlich 19 Jahre gestiegen. Je nach Wahl der technischen Grundlagen wird dieser (und der zukünftig zu erwartende) Anstieg mehr oder weniger konservativ abgebildet (→ siehe auch Kapitel 6.3).
- **Umwandlungssatz:** Ein zu hoher Umwandlungssatz führt zu Pensionierungsverlusten, die den Deckungsgrad sinken lassen, sofern nicht bereits ausreichend Rückstellungen gebildet wurden.
- **Struktur der technischen Rückstellungen:** Die Höhe und Aufteilung der bereits gebildeten technischen Rückstellungen ist zusätzlich zu den gewählten Parametern zwingend miteinzurechnen.

Das Problem der Vergleichbarkeit

Um zwei Kassen (möglichst) fair miteinander zu vergleichen, ist es notwendig, Deckungsgrade mit einheitlichen Parametern zu berechnen⁴. In Kapitel 8 werden verschiedene Teilnehmergruppen bei einheitlicher Parameterwahl analysiert.

Das Problem der absoluten Höhe

Das Mittel der Harmonisierung löst nicht das Problem der absoluten Höhe. Hierfür gibt es eine Vielzahl von ökonomischen Ansätzen. Dabei werden oftmals die Verpflichtungen (analog zur Aktivseite) mit gängigen Marktzinssätzen diskontiert. Aktuell führt dieser Ansatz zu deutlich tieferen Deckungsgraden. In einem Szenario von stark steigenden Zinsen ist aber auch eine umgekehrte Konstellation möglich. Problematisch an diesem Ansatz ist, dass er zu stark und schnell schwankenden Deckungsgraden führt. Das steht in einem Widerspruch zum langfristigen Charakter des technischen Zinssatzes.

Wir verwenden bei der Harmonisierung des Deckungsgrades in Kapitel 8 den Referenzzinssatz, welcher die Schweizerische Kammer für Pensionskassen-Experten einmal im Jahr festlegt. Dieser Zinssatz lag per Ende 2016 bei 2.25% und wird höchstwahrscheinlich Ende September auf 2.00% gesenkt werden⁵.

Das Anlagerisiko trägt die Gruppe der aktiv Versicherten

Da einmal gesprochene Renten grundsätzlich nicht gekürzt werden können, wird das Anlagerisiko vollumfänglich durch die aktiv Versicherten getragen. Daher sollte in einer Gesamtbetrachtung zur Beurteilung eines Deckungsgrades auch das Verhältnis der Sparkapitalien zu den gesamten Vorsorgekapitalien miteinbezogen werden.

³ Auf dieser Doppelseite wird das Thema zunächst zusammengefasst, in den Kapiteln 6 und 8 vertieft analysiert.

⁴ Einschränkung muss hinzugefügt werden, dass es natürlich auch gute, kassenindividuelle Gründe für eine Abweichung bei der Parameterwahl geben kann. Beispielsweise ist die Lebenserwartung nicht über alle Branchen gleichverteilt.

⁵ Zumindest sofern die entsprechende Fachrichtlinie (FRP 4) Gültigkeit behält.

3 Vermögensstruktur

Die Verpflichtungen einer Vorsorgeeinrichtung (in Form von Alters- und Risikoleistungen) werden durch Beiträge des Arbeitgebers und des Arbeitnehmers sowie durch Vermögenserträge finanziert. Die Höhe des Vermögensertrages wird dabei zu grossen Teilen durch den Anlagemix bestimmt.

Sichere Anlagen werfen keine oder kaum noch eine Rendite ab – bei einigen Anlagen ist die Rendite sogar negativ. Die Verfallsrendite 10-jähriger Eidgenossen rutschte Anfang 2015 erstmals in den negativen Bereich. Um dennoch die Sollrendite erwirtschaften zu können, nehmen Pensionskassen denn auch Anpassungen im Anlagemix vor.

Eine langfristige Sichtweise hilft auch auf kurze Sicht.



Vermögensstruktur im Zeitablauf (1995 – 2016)

Abbildung 3.1

Trotz zunehmender Investitionen im Ausland sinkt das Fremdwährungsrisiko.

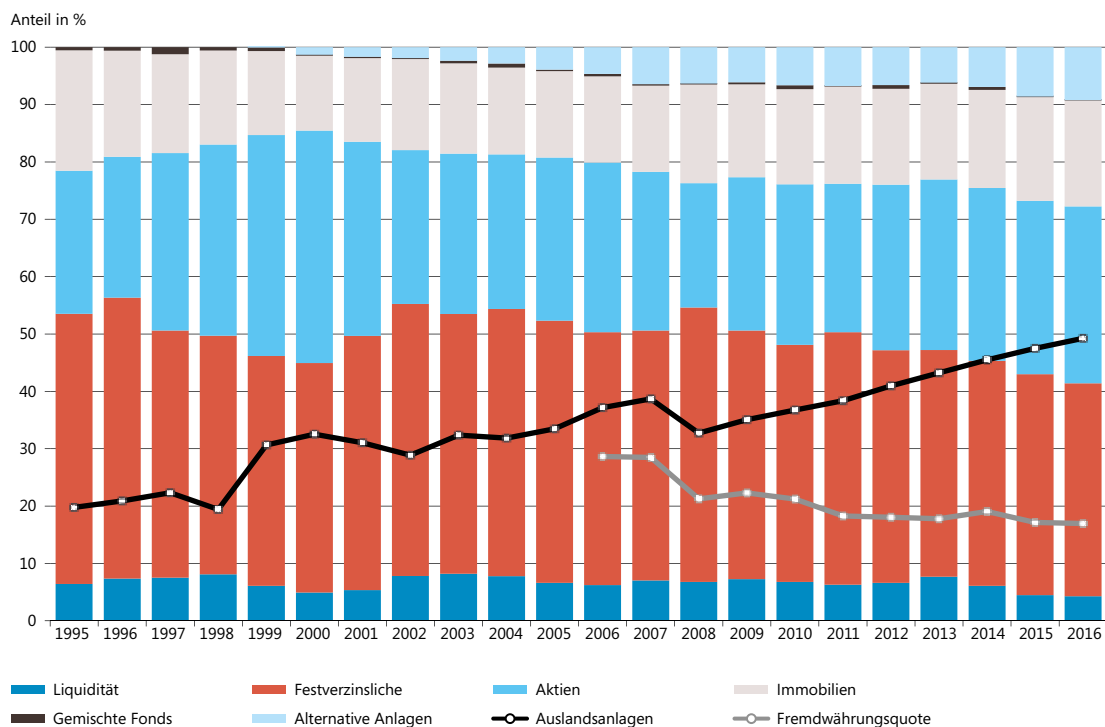
**Vermögensstruktur im Zeitablauf (1995 – 2016, ausgewählte Jahre)**

Tabelle 3.1

Die Tabelle korrespondiert mit der obigen Abbildung 3.1.

in %	1995	2000	2002	2006	2008	2011	2013	2014	2015	2016
Liquidität	6.4	4.9	7.8	6.2	6.8	6.3	7.7	6.1	4.5	4.3
Festverzinsliche	47.1	40.0	47.4	44.1	47.8	44.0	39.5	39.3	38.5	37.1
Obligationen CHF	22.4	17.9	25.2	24.3	29.4	26.5	20.0	19.2	18.1	16.8
Obligationen FW	10.4	11.3	11.9	12.3	11.5	12.2	14.6	15.5	16.0	16.0
Wandelanleihen	0.0	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
Hypotheken & Darlehen	14.3	10.2	9.9	6.9	6.2	4.5	4.4	4.0	3.9	3.8
Aktien	24.9	40.5	26.8	29.6	21.7	25.9	29.7	30.0	30.2	30.8
Aktien Schweiz	15.7	21.5	12.7	11.5	8.8	8.9	9.4	9.7	9.8	9.4
Aktien Ausland	9.2	19.0	14.2	18.1	12.9	17.0	20.3	20.2	20.4	21.4
Immobilien	21.0	13.1	15.8	15.0	17.2	17.0	16.7	17.1	18.1	18.5
Immobilien Schweiz direkt	20.3	11.1	13.2	10.5	12.4	9.9	8.9	9.3	9.7	9.3
Immobilien Schweiz indirekt	0.7	1.7	2.3	3.1	3.6	5.5	6.2	5.9	6.5	7.1
Immobilien Ausland	-	0.3	0.4	1.4	1.2	1.5	1.6	1.9	1.9	2.0
Alternative Anlagen	-	1.3	1.9	4.7	6.3	6.8	6.2	7.0	8.6	9.2
Private Equity	-	1.0	0.6	0.9	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5	1.5
Hedge Funds	-	0.2	1.1	2.8	3.3	2.7	2.2	2.3	2.5	2.6
Commodities	-	-	-	0.7	0.9	2.0	1.9	1.6	1.5	1.3
Insurance Linked Securities	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.9	1.2
Private Debt	-	-	-	-	-	-	-	0.3	0.7	1.0
Infrastrukturanlagen	-	-	-	-	-	-	-	0.3	0.6	0.9
übrige Alternative Anlagen	-	0.1	0.2	0.3	1.1	0.9	0.9	0.7	0.9	0.8
Gemischte Fonds	0.5	0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.5	0.1	0.1
Auslandsanlagen	19.8	32.5	28.9	37.2	32.7	38.4	43.2	44.4	47.5	49.3
Fremdwährungsquote	-	-	-	28.7	21.3	18.3	17.8	18.9	17.1	17.0

- **Es sind weniger Festverzinsliche, dafür mehr Aktien, Immobilien und Alternative Anlagen im Anlagemix.**
- **Die Fremdwährungsquote sinkt nochmals auf nun 17.0%.**

3.1 Vermögensstruktur im Zeitablauf

In diesem Kapitel werden die Bewegungen im Anlagemix analysiert. In Kapitel 5 werden die Rendite-/Risikoeigenschaften der Anlagekategorien detailliert und übersichtlich beschrieben.

Schweizer Pensionskassen setzen auf ausgewogenen Anlagemix

Während in den USA bei grossen Teilen der Bevölkerung Aktien zum Aufbau der privaten Altersvorsorge dominieren, werden bei der betrieblichen Vorsorge in Deutschland vorwiegend Obligationen eingesetzt. Abbildung 3.1 und Tabelle 3.1 zeigen die Vermögensstruktur der schweizerischen 2. Säule seit 1995. Das Anlagevermögen wird über den gesamten Betrachtungszeitraum von keiner der drei Hauptkategorien (festverzinslichen Wertpapieren, Aktien und Immobilien) dominiert.

Den grössten Teil am Anlagemix stellen (mit Ausnahme dem Jahr 2000) die festverzinslichen Anlagen. Mit 37.1% ist das auch 2016 der Fall. Dennoch ist die Bedeutung der Festverzinslichen abnehmend. Vor fünf Jahren war ihr Gewicht noch grösser als die der Sachwerte (Aktien und Immobilien zusammen gerechnet). 2016 ist das Gewicht der Sachwerte mit 49.3% aber deutlich höher. Historisch gesehen ist das der höchste Wert der Sachwerte seit 2000. Das ist besonders bemerkenswert, weil im Vergleich zu 2000 mit den Alternativen Anlagen eine neue Kategorie mit immerhin 9.2% hinzugekommen ist.

Auffällige Entwicklung in der Vermögensstruktur

- **Prozyklisches Anlageverhalten, insbesondere bei Aktien:** Während in den 90er Jahren ein stark prozyklisches Verhalten erkennbar war, agierten Pensionskassen vor der Krise 2008 und aktuell weniger prozyklisch. Eine detaillierte Beschreibung folgt auf der nächsten Doppelseite.
- **Verschiebung innerhalb der Immobilienanlagen:** Bestanden Immobilienanlagen 1995 praktisch ausschliesslich aus direktem Immobilienbesitz, finden seit 1998 vermehrt indirekte Umsetzungen Anwendung¹. Der Anteil indirekter Immobilienanlagen hat sich seit 1995 von 0.7% auf 9.1% verzehnfacht. Der Anteil Direktanlagen hat sich hingegen im selben Zeitraum von 20.3% auf 9.3% halbiert. Der bei anderen Anlagekategorien auszumachende Trend hin zu Auslandsanlagen ist bei Immobilien (noch) schwach.
- **Aufkommen Alternativer Anlagen:** Pensionskassen haben seit der Jahrtausendwende begonnen, Alternative Anlagen in ihr Portfolio aufzunehmen. Deren Anteil am Gesamtvermögen beträgt aktuell 9.2%. Die Investitionstätigkeit in Alternative Anlagen wird in Kapitel 3.2 gesondert betrachtet.
- **Auslandsanlagen steigen, Fremdwährungspositionen sinken:** In den letzten Jahren haben Vorsorgeeinrichtungen vermehrt Anlagen im Ausland getätigt. Der Anteil Auslandsanlagen hat sich seit 1995 von 19.8% auf 49.3% mehr als verdoppelt. Insbesondere im Bereich der Aktien wurde der «Home Bias» reduziert. Während 1995 noch 63% der Aktien im Inland domiziliert waren, sind es heute nur noch 31%. Obschon in den vergangenen Jahren kontinuierlich Investitionen im Ausland getätigt wurden, ist die Fremdwährungsquote nicht angestiegen. Im Gegenteil: Die Fremdwährungsquote wurde seit dem Beginn der Erhebung 2006 schrittweise von 28.7% auf aktuell 17.0% reduziert. Infolge der Aufhebung des EUR-Mindestkurses haben Pensionskassen die Absicherungsquoten auf den Fremdwährungsbeständen nochmals von 57% Ende 2014 auf aktuell 66% erhöht. Es resultiert die tiefste Fremdwährungsexposition der letzten zwei Jahrzehnte².

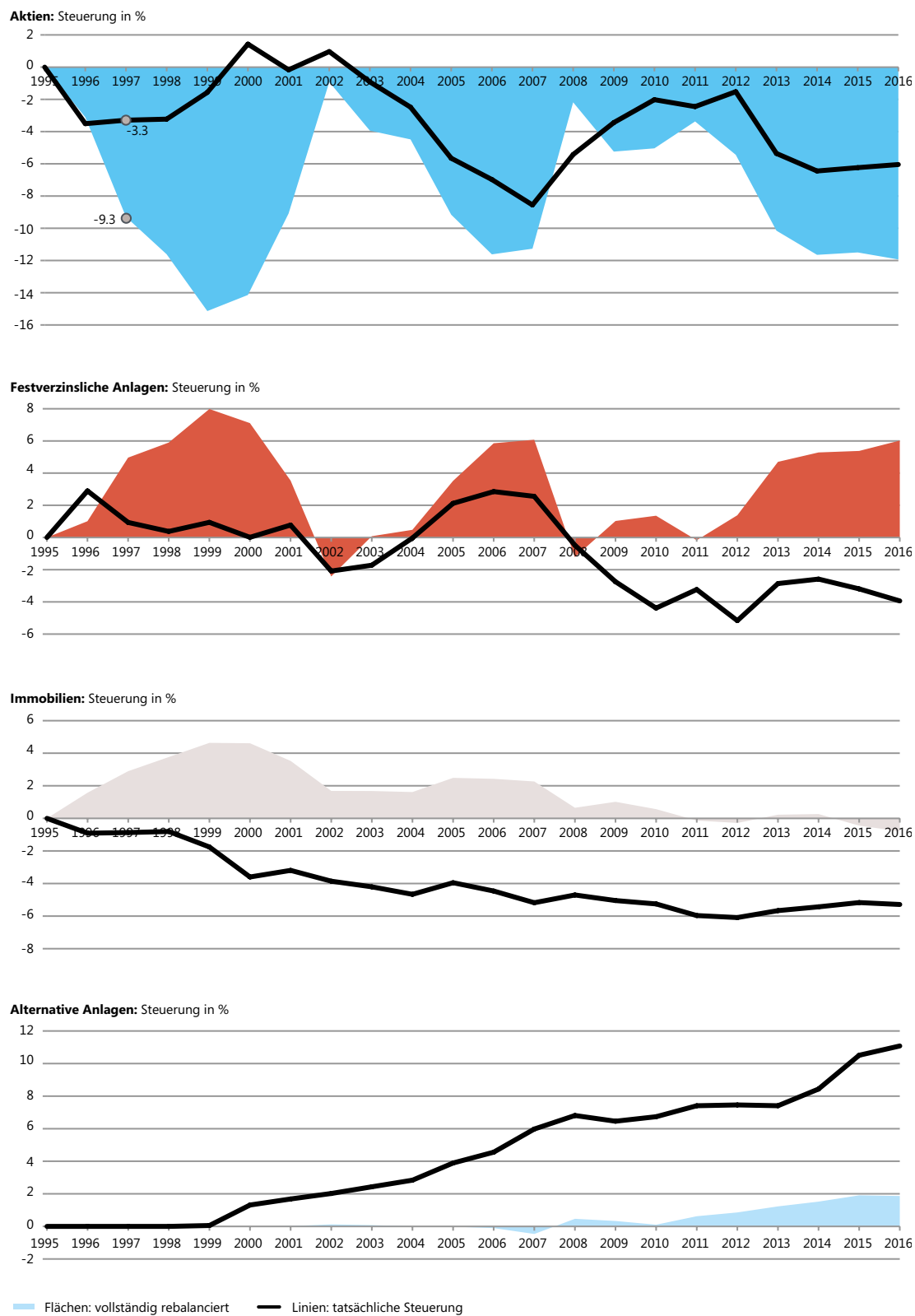
¹ Wobei die Anlagestiftung für Schweizer Immobilien am weitesten verbreitet ist (→ siehe Risiko Check-up 2015, Sonderthema Immobilien)

² Der Umgang mit Fremdwährungsrisiken ist innerhalb der 2. Säule jedoch sehr heterogen. Die verbleibende Fremdwährungsexposition schwankt zwischen 4% und 32% (5%- resp. 95%-Quantil).

Steuerung der Vermögensstruktur (1996 – 2016)

Abbildung 3.2

Vor der Jahrtausendwende haben Pensionskassen stark prozyklisch agiert.



Lesebeispiel: Bis 1997 hätten Pensionskassen aufgrund performance-getriebener Allokationsveränderungen Aktienanteile im Umfang von 9.3% des Gesamtvermögens verkaufen müssen, um den Aktienanteil konstant zu halten. Effektiv haben sie aber nur 3.3% verkauft (rebalanciert).

Bereits Abbildung 3.1 zeigt, dass die Gewichte der einzelnen Anlagekategorien über die Finanzmarktzyklen nicht konstant sind, sondern Schwankungen unterliegen. Die Gewichte, namentlich von Aktien und Obligationen, bewegen sich relativ stark mit der Entwicklung an den Finanzmärkten.

Anlagegewichte schwanken mit den Finanzmarktzyklen

Abbildung 3.2 greift dieses Thema nochmals auf. Die Flächen in der Abbildung zeigen, wie stark Pensionskassen ihre Anlagen durch Zu- und Verkäufe in den Kategorien hätten steuern müssen, um die Anlagegewichte konstant zu halten. Demgegenüber gestellt ist die tatsächliche Steuerung (Linien). Driften Linie und Fläche auseinander, so wird entweder – innerhalb von Bandbreiten – nicht rebalanciert (vorwiegend bei Aktien und Immobilien) oder aber bewusst Anlagegewichte strategisch verändert (jüngst bei Festverzinslichen und Alternativen Anlagen).

- **Aktien:** In den 90er Jahren stiegen die Aktienquoten kontinuierlich an, da während der Aktienhausse die erzielten Gewinne nicht rebalanciert wurden. Bis zum Jahr 2000 hätten Pensionskassen (ein vollständiges Rebalancieren als Ziel unterstellt) Aktienanteile im Umfang von 14.1% des Gesamtvermögens verkaufen müssen – tatsächlich haben sie jedoch 1.4% hinzugekauft. Insgesamt stieg der Anteil damit um 15.5%. Das Platzen der Dotcom-Blase brachte dementsprechend hohe Verluste. Seit 2002 scheinen sich Pensionskassen deutlich stärker an einer Strategie zu orientieren. Die zweite und dritte nach unten gerichtete Fläche wird grösstenteils durch die Linie «begleitet».
- **Festverzinsliche Anlagen:** (Fast) analog zu den Aktien, jedoch mit umgekehrten Vorzeichen.
- **Immobilien:** Die Immobilienanteile sanken in den 90er Jahren aufgrund steigender Aktiennotierungen. Seit der Jahrtausendwende bleibt die Immobilienquote auf diesem leicht tieferen Niveau relativ konstant. Das zeigt sich in Abbildung 3.2 an den parallelen Linienverläufen.
- **Alternative Anlagen:** Pensionskassen bauen seit der Jahrtausendwende bedeutende Positionen in Alternativen Anlagen auf (Linie). Die nach oben gerichtete Fläche zeigt zudem, dass der Anstieg der Quote nicht durch Renditen getrieben ist, sondern überproportional durch Zukäufe zustande kommt.

Aktuell: Negativzinsen verändern den Anlagemix strukturell

In der jüngeren Vergangenheit hat die 2. Säule die Anlagegewichte auf der Ebene Anlagekategorie zum grössten Teil rebalanciert. Der Grossteil der Aktiengewinne wurde somit mitgenommen. Anders verfahren Pensionskassen 2016: Die Aktien- und Immobiliengewinne werden laufen gelassen, wodurch deren Quote performancebedingt ansteigt. Es resultieren im langjährigen Vergleich leicht überdurchschnittliche Aktien- (30.8%) und Immobilienquoten (18.5%).

Analog der Vorjahre werden 2016 weiter Liquiditäts- und Obligationenbestände abgebaut. Insgesamt hat die 2. Säule 0.8% Liquiditäts- und Obligationenquote aktiv abgebaut (Vorjahr: 2.1%). In identischer Höhe sind Zuflüsse in die Alternativen Anlagen zu beobachten. Das sind für die 2. Säule grosse, fundamentale Verschiebungen, wo sonst der Anlagemix in homöopathischen Dosen angepasst wird und eine (gesunde) Grundskepsis gegenüber Alternativen Anlagen verbreitet ist. Der Umstand, dass Pensionskassenverantwortliche tätig werden, zeigt nicht zuletzt, welche grossen Herausforderungen sie sich in der Vermögensanlage ausgesetzt sehen.

Umschichtungen innerhalb der Anlagekategorien

Innerhalb der Anlagekategorien gibt es ebenfalls interessante Verschiebungen, etwa bei den Festverzinslichen. Der Anteil in CHF denominierter Titel sinkt, wohingegen der Anteil Fremdwährungsforderungen steigt. Pensionskassen schichten dabei von Staatsanleihen Richtung höher verzinslicher Papiere um. Viele Kassenverantwortliche dringen dabei in neuere Märkte wie High Yield, Emerging Market Debt und Loan-Umsetzung vor. Das sind allesamt Umsetzungen mit Aktienmarktsensitivität. Die Pensionskassenvermögen werden damit nicht nur durch den Anstieg der Aktienquote, sondern auch durch aggressivere Obligationenumsetzungen aktiensensitiver.

- **Der Anteil Kassen mit Investitionen in Alternativen Anlagen stagniert bei 80%.**
- **Der Anteil am Gesamtvermögen steigt auf einen Rekordwert von 9.2%.**

3.2 Alternative Anlagen im Fokus

Alternative Anlagen bleiben im Fokus der Pensionskassenverantwortlichen. Der Anteil Alternative Anlagen steigt um 0.6 Prozentpunkte auf nun 9.2% an. Im Jahr 2000 lag der Anteil noch bei 1.3%.

Analog zum Anstieg der Investitionssumme stieg auch lange die Anzahl der Kassen, die in Alternative Anlagen investieren. Hielt im Jahr 2000 jede fünfte Kasse Alternative Anlagen, sind es seit 2010 rund vier von fünf Kassen. Seither stagniert der Anteil.

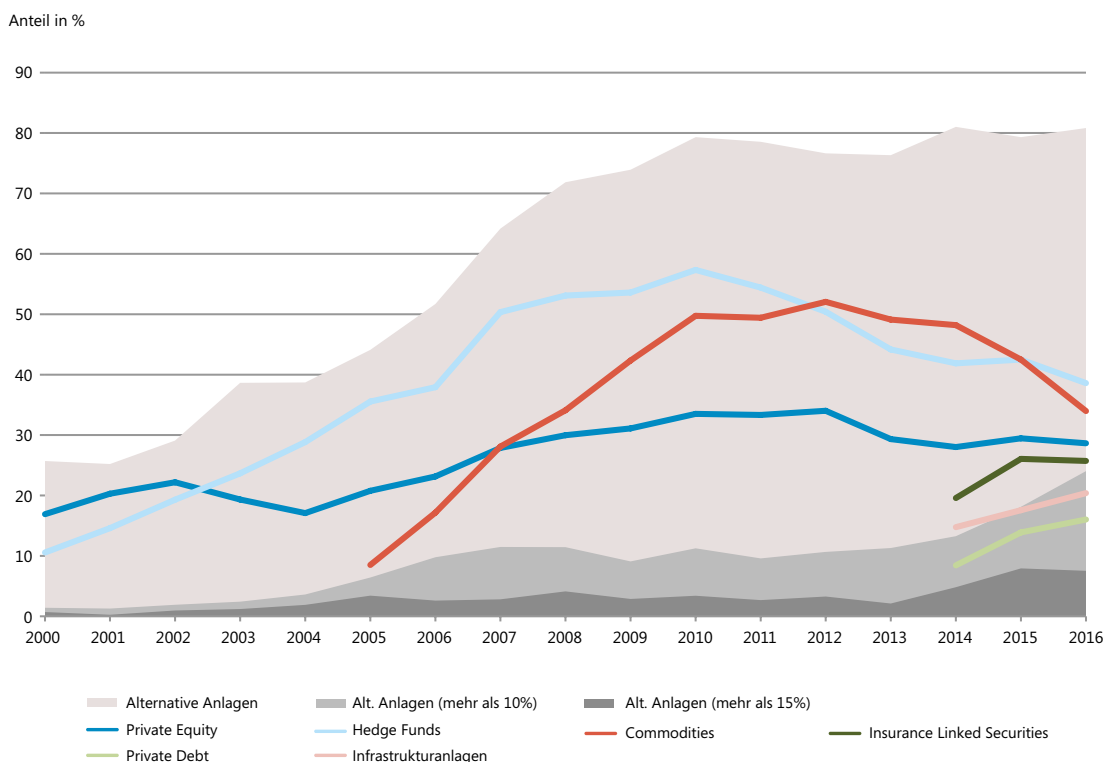
Die Quote Alternativer Anlagen am Gesamtvermögen steigt nach der Jahrtausendwende namentlich durch Kassen, die neu in diese Kategorie investierten. Der Anstieg der letzten beiden Jahre ist hingegen auf die Erhöhung der Quoten bei bereits investierten Kassen zurückzuführen. Der Anteil Kassen mit einer Quote über 10% ist in den letzten beiden Jahren von 13% auf 24% gestiegen. Rund 8% aller Kassen überschreiten aktuell die BVV2-Kategorienbegrenzung von 15%. Mit einer schlüssigen Begründung ist das über den sogenannten Erweiterungsparagraph (Art. 50, Abs. 4) aber zulässig.

Kassen dringen aktuell vorrangig neu in die Subkategorien Private Debt und Infrastruktur vor. Bei diesen Kategorien ist die Ausweitung der Investitionssumme sowohl auf Aufstockungen als auch Erstinvestitionen zurückzuführen. Während bei Insurance Linked Securities zumindest noch Aufstockungen bestehender Bestände zu beobachten sind, stagnieren bei Hedge Funds, Private Equity und Commodities die Investitionssummen oder sind gar rückläufig.

Anteil Kassen mit Investitionen in Alternative Anlagen seit 2000

Abbildung 3.3

In den letzten Jahren haben sich einige Pensionskassen von Hedge Funds und Commodities getrennt.





FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

EIN DYNAMISCHES INSTRUMENT

Senior Bank Loans

Pensionskassen werden durch die aktuell gebotenen niedrigen Zinsen stark belastet. Eine Straffung der Geldpolitik und steigende Zinsen sind die nächste grosse Herausforderung für die Obligationenportfolios. Senior Bank Loans können eine Diversifikationsmöglichkeit sein.

Bei Senior Bank Loans handelt es sich um vorrangige (Senior-) Bankkredite an Unternehmen, die kein offizielles Kreditrating oder aber ein schwaches haben (Non-Investment-Grade-Unternehmen). Sie werden nicht an einer Börse, sondern direkt zwischen Banken und institutionellen Investoren an einem privaten Sekundärmarkt gehandelt.

Für Unternehmen ist die Begebung von Loans dank niedriger Kosten und geringer Publizitätspflichten im Vergleich zu Hochzinsanleihen attraktiv. Nicht nur kleinere Unternehmen, sondern auch global tätige Unternehmen wie Avis oder Heinz decken ihren kurzfristigen Kapitalbedarf über Senior Loans. Die Verzinsung von Loans erfolgt über zwei Komponenten: zum einen über einen

fixen Zinsbetrag (Coupon), der das jeweilige Kreditrisiko widerspiegelt, zum anderen über eine variabel ausgestattete Basisverzinsung (Floor), die sich an den Geldmarktzinsen orientiert.

VARIABLE ZINSEN, KURZE DURATION

Die Darlehen sind «Senior», weil es sich bei ihnen um die hochrangigsten Schuldtitel innerhalb der Kapitalstruktur eines Unternehmens handelt. Im Konkursfall werden die entsprechenden Gläubiger als Erste bedient. Auch der Begriff «variabel verzinsliche Darlehen» ist gebräuchlich, da sich die Zinsen auf diese Kredite bestimmten Referenzzinssätze anpassen.

Die Zinsanpassungsperiode variiert zwar von Loan zu Loan, doch bei

diversifizierten Senior-Loan-Portfolios wird das Zinsniveau im Durchschnitt spätestens alle 90 Tage angepasst. Daher verfügen Loans über eine sehr kurze Duration.

Ein wichtiger Aspekt der Senior Loans ist auch ihre gegenüber anderen Hochzinsanlagen niedrigere Volatilität, die das geringere Verlustrisiko widerspiegelt. Senior Loans sind zudem deutlich weniger von Kreditausfällen betroffen als Hochzinsanleihen. Die Quote der ausfallenden Schuldner in den zurückliegenden zwölf Monaten lag bei 1.2 Prozent. Bei High Yield waren es 3.2 Prozent. Ende April 2017 betrug der Durchschnittscoupon im Credit Suisse Leveraged Loan Index 4.75 Prozent, die Durationspositionierung lag unter 0.16 Jahren.

ZUNEHMENDE EMISSIONEN

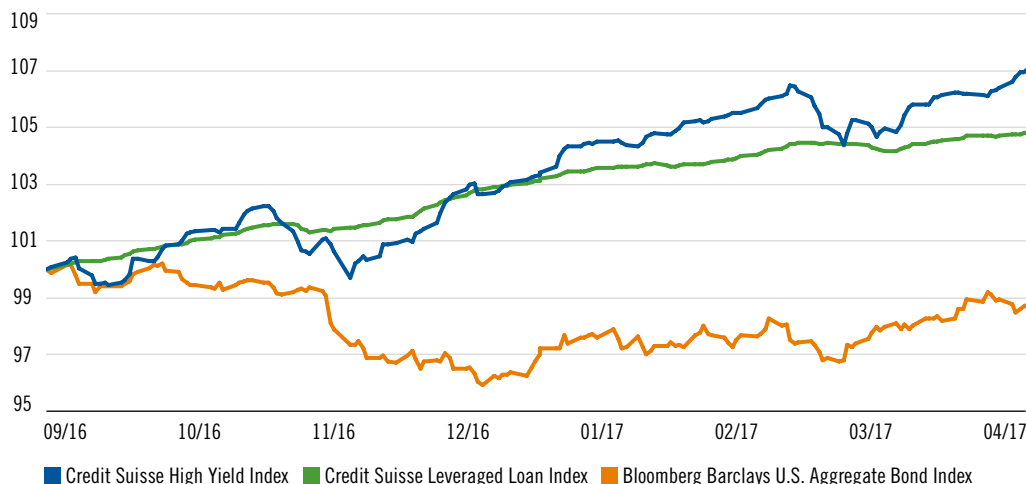
Dank ihrer variablen Verzinsung sind Senior Loans in den USA von den allgemeinen Zinsschwankungen an den Märkten im Nachgang der US-Präsidentenwahl relativ unberührt geblieben (siehe Grafik). Die fundamental stabile

Lage der Loan-Emittenten und gute Unterstützung durch das markttechnische Umfeld haben die Loan-Preise steigen lassen.

Die Loan-Emissionen haben zugenommen, institutionelle Investoren zeigen seitdem noch grösseres Interesse an der Anlageklasse. Da Loans jederzeit kündbar sind, hat der Kreditnehmer die Möglichkeit zur raschen Refinanzierung, was das Angebots-/Nachfragekonzept beeinflusst. Wenn die Nachfrage das Angebot übersteigt, wie dies aktuell der Fall ist, und die Papiere über pari notieren, nutzen die Kreditnehmer diese Möglichkeit, sich billiger zu refinanzieren. Das hat geringere Volatilität bei gleichem Kreditrisiko zur Folge.

Wie schnell und zu welchem Zeitpunkt die US-Notenbank die Zinsen weiter erhöhen wird, kann den Gesamtertrag der Anlageklasse massgeblich beeinflussen. Anleger, die von unsichereren Zeiten und einem eher höheren Ausfallrisiko ausgehen, können innerhalb des Spektrums von Senior Bank Loans solche mit höherer Kreditqualität wählen (sogenannte upper tier).

Loans vs. High Yield



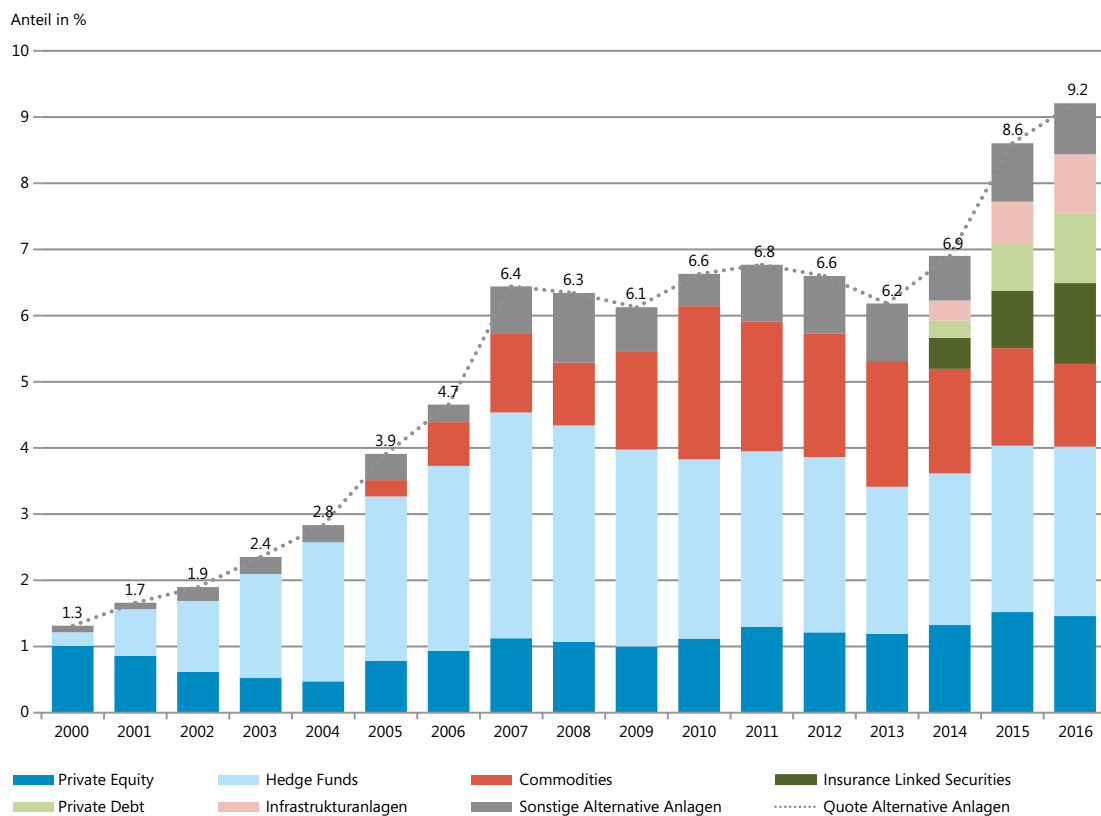
Quelle: Credit Suisse Leveraged Loan & High Yield Indices; Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index, tägliche kumulierte Erträge von 01.09.2016–28.04.2017.

Für weitere Informationen
besuchen Sie
www.franklintempleton.ch

Anteil Alternativer Anlagen am Gesamtvermögen (2001 – 2016)

Abbildung 3.4

In den letzten drei Jahren stieg die Quote noch einmal stark an.

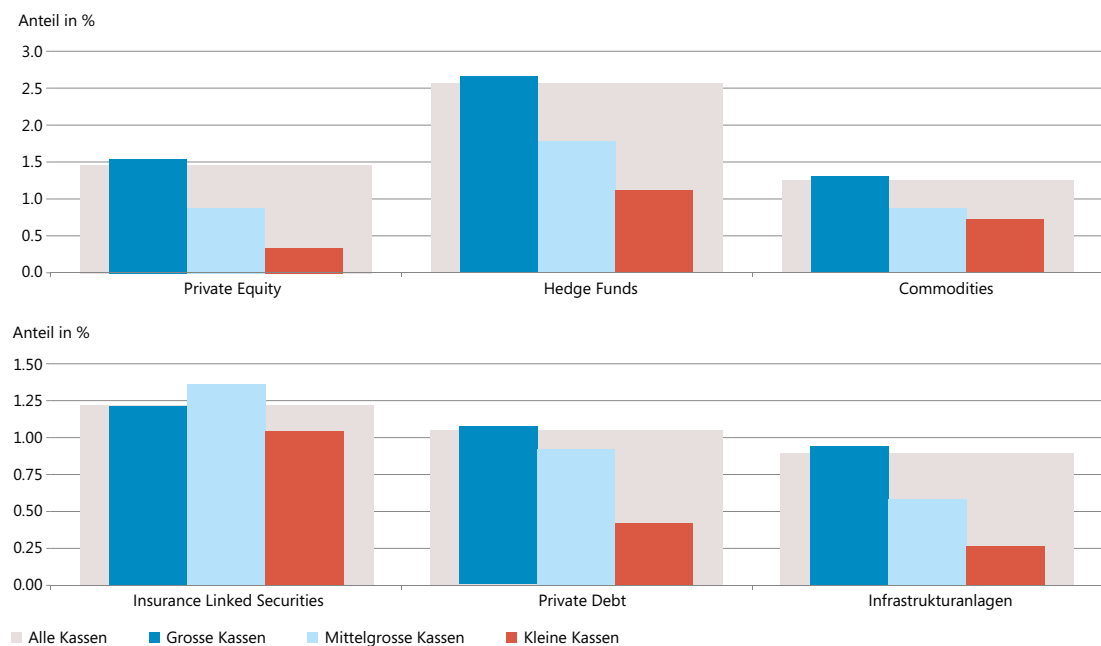


Anmerkung: Commodities wurden erstmals 2005 separat erfragt, die Kategorien Insurance Linked Securities, Private Debt und Infrastrukturanlagen erstmals 2014.

Anteil Alternativer Anlagen am Gesamtvermögen 2016 (nach Grössenklasse)

Abbildung 3.5

Private Equity und Infrastrukturanlagen sind bei kleinen Kassen nur selten alloziert.



Alternative Anlagen werden allgemein dazu eingesetzt, ein bestehendes Vermögen weiter zu diversifizieren und/oder weitere Ertragsquellen zu erschliessen. Der Begriff «Alternative Anlagen» war aufgrund der Bedeutung in den Bilanzen lange ein Synonym für die drei Kategorien Hedge Funds, Commodities und Private Equity. Das ist nun nicht mehr der Fall. Während die drei Kategorien bis 2010 mehr als 90% der Alternativen Anlagen abdeckten, sind es heute nur noch 57% (→ siehe Abbildung 3.4).

Hedge Funds: (Anteil am Gesamtvermögen: 2.6%, Anteil an den Alternativen Anlagen 28%)

Hedge Funds erlebten nach dem Aktiencrash 2001 und 2002, bei dem sie sich äusserst krisenresistent zeigten, einen wahren Boom. Der Anteil stieg auf einen Höchstwert von 3.4% im Jahr 2007. In den letzten Jahren verabschiedeten sich nun viele Kassen (teilweise ernüchtert) wieder von Hedge Funds. Dennoch bleiben Hedge Funds die mit Abstand grösste Kategorie innerhalb der Alternativen Anlagen, zuletzt auch wieder mit steigenden Quoten. In Kapitel 3.3 wird den Hedge Funds ein Exkurs gewidmet.

Private Equity (1.5%, 16%)

Das Investitionsvolumen bei Private Equity-Anlagen ist deutlich konstanter als bei den anderen Anlagen und es liegt seit 2007 dauerhaft über einem Prozent. Obschon Private Equity-Anlagen über eine längere Historie mit hohen Performance-Zahlen glänzen (→ siehe auch Kapitel 5.4), ist mit 29% nur ein kleiner Anteil Kassen investiert. Das liegt oftmals an den minimalen Investitionsvolumina, die es für kleinere Pensionskassen schwieriger macht, investiert zu sein (→ siehe Abbildung 3.5).

Commodities (1.3%, 14%)

Parallel zu den ansteigenden Rohstoffpreisen bis 2008 haben zahlreiche Kassen begonnen, ihre Engagements aufzubauen. Durch den starken Preisverfall sank nun aber auch das Gewicht in den letzten Jahren. Zusätzliche Desinvestitionen drücken die Quote von 2.3% im Jahr 2010 auf aktuell 1.3%. Neuinvestitionen sind kaum zu beobachten.

Insurance Linked Securities (1.2%, 13%)

Jede vierte Kasse hält mittlerweile Investitionen in Insurance Linked Securities (ILS). Der Anteil am Gesamtgewicht stieg innerhalb zweier Jahre von 0.5% auf 1.2%. Begünstigt ist dieser Zuwachs durch das tiefe Zinsniveau. Zusätzlich erhoffen die Investoren, dass die typischen Versicherungsrisiken wie etwa Naturkatastrophen (Erdbeben, Wind, Wasser) wenig Korrelation zu sonstigen Finanzmarktrisiken aufweisen. ILS erfreuen sich auch bei kleinen Pensionskassen hoher Beliebtheit, da der Zugang vergleichsweise einfach ist.

Private Debt (1.0%, 11%)

Während Private Debt vor zwei Jahren mit einem Anlagegewicht von 0.3% noch eine untergeordnete Bedeutung spielte, steigt die Quote seither deutlich auf 1.0% an. In Kapitel 5.4 wird in diesem Jahr der Fokus auf diese Anlagekategorie gelegt.

Infrastrukturanlagen (0.9%, 10%)

Ebenfalls fast ein Prozent der Pensionskassengelder steckt mittlerweile in Infrastrukturanlagen. Ähnlich wie bei Private Equity-Anlagen ist der Zugang zu dieser Kategorie für kleine Kassen erschwert. Kleine und mittlere Kassen besitzen Investitionsquoten von 0.3% bzw. 0.6%.

Sonstige Alternative Anlagen (0.8%, 8%)

Was verbirgt sich hinter den sonstigen Alternativen Anlagen? Diese Nachfrage stellten wir Pensionskassen mit Anlagen in dieser Kategorie. Etwa die Hälfte davon sind Obligationenbestände, die infolge von neuen BVV2-Vorschriften von den Teilnehmern zu den Alternativen Anlagen gezählt werden. Die restlichen 0.4% sind hauptsächlich in Fonds investiert, bei denen die Zuteilung auf die anderen Kategorien (wegen fehlender Informationen) nicht möglich war. Letztlich gibt es auch die ganz klassischen Nischen-Kategorien, wie etwa Mikrofinance-Fonds, die jedoch ein sehr kleines Gewicht einnehmen.

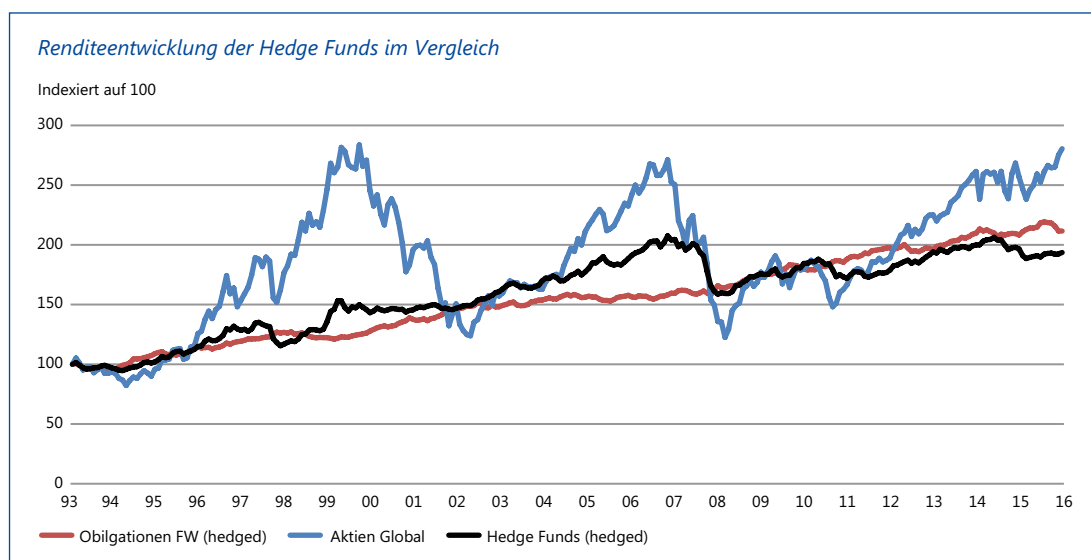
- **Hedge Funds können wegen ihrer diversifizierenden Wirkung die risikoadjustierte Rendite eines Portfolios erhöhen.**
- **Strategie- / Managerselektion sowie Monitoring sind zentrale Erfolgsfaktoren für ein effizientes Hedge Fund-Portfolio.**

3.3 Hedge Funds – Wie weiter?

Kommentar von Christopher Riedi, Senior Investment Controller

Davonschwimmende Felle?

Der HFRI Fund of Hedge Funds-Index erzielte über die letzten fünf Jahre eine annualisierte Rendite von 2.3%. Risikoadjustiert resultierte damit **im Vergleich mit Aktien und Obligationen eine unterdurchschnittliche Anlageleistung**, die 2016 erstmals seit der Finanzkrise industrieweit wieder zu Nettomittelabflüssen führte.



Schwieriges Umfeld – Per aspera ...¹

Für diese unterdurchschnittlichen Renditen der Hedge Funds bestehen die folgenden Gründe:

- Seit der Finanzkrise 2008 weisen viele Anlageklassen und Einzeltitel **hohe Korrelationen** auf. Die **Volatilität** befindet sich auf **historisch tiefem Niveau**².
- Eine Studie von Lyxor³ zeigt ein **positives Beta⁴ von Hedge Fund-Renditen auf Obligationenrenditen**. Die Renditen von US-amerikanischen Staatsanleihen sind über die letzten rund 25 Jahre gefallen. Entsprechend sollten die Rendite der Hedge Funds bei steigenden Renditen wieder zunehmen.
- Investitionen in die Hedge Fund-Industrie konzentrierten sich stark auf **grosse Manager mit guter Reputation**. Je mehr Vermögenswerte ein Manager verwaltet, desto schwieriger ist es für ihn, Mehrwert zu generieren.
- Um die verwalteten Mittel zu behalten, haben grosse Manager im Rahmen der **Institutionalisierung** das Risiko innerhalb ihrer Portfolios reduziert. Als Folge davon sinkt die erwartete Rendite.

¹ Seneca zugeschriebenes Diktum mit sinngemässer Übersetzung: Durch Mühsal... gelangt man zu den Sternen.

² Hedge Funds generieren typischerweise Mehrwert bei hoher Volatilität, grossen Renditeunterschieden zwischen Einzeltiteln und tiefen Korrelationen zwischen Anlagekategorien.

³ Lyxor Research, A new era for hedge funds, Juli 2015

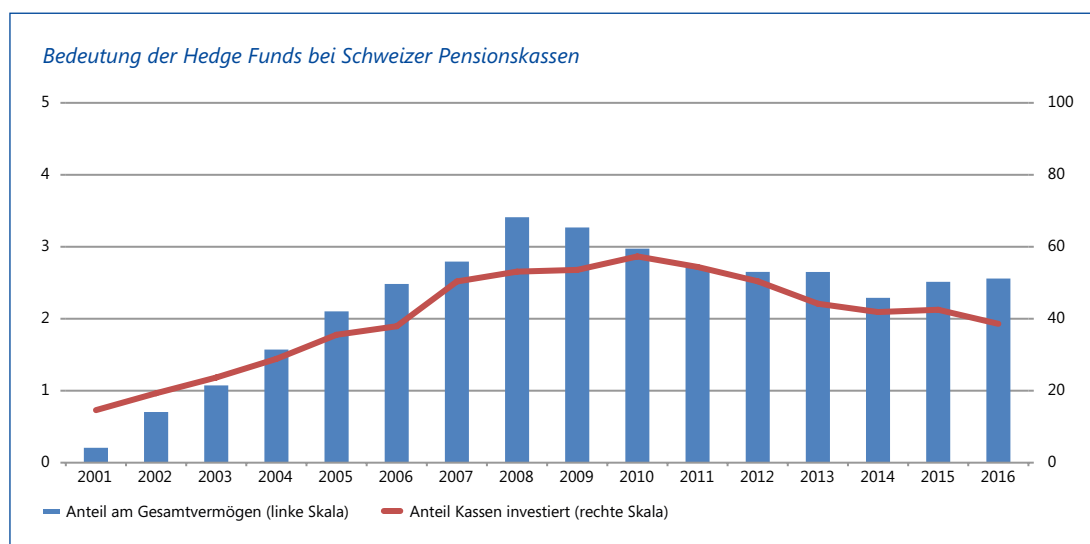
⁴ Ein positives Beta von Hedge Funds auf Obligationenrenditen bedeutet, dass die Renditen von Hedge Funds im Durchschnitt steigen / sinken, wenn die Obligationenrenditen steigen / sinken.

Der Blick in die Kristallkugel – ... ad astra

Hedge Funds haben weiterhin eine Daseinsberechtigung als Baustein in den Portfolios von Pensionskassen. Den Grund sehen wir v.a. im **Potenzial der Hedge Funds, in einem Portfolio Mehrwert zu schaffen**. Hedge Funds sind in der Lage, einen Renditestrom zu generieren, welcher auf das Portfolio diversifizierend wirkt und die risikoadjustierte Rendite eines Portfolios erhöht.

Die **Zukunft der Hedge Funds** dürfte v.a. von folgenden Faktoren geprägt werden:

- Da viele und auch grosse Investoren diese Einschätzung des Mehrwertpotenzials von Hedge Funds teilen, gehen wir davon aus, dass die **von Hedge Funds verwalteten Vermögen in der näheren Zukunft weitgehend konstant bleiben**.
- Die Flut an verfügbaren Finanzmarktdaten erhöht den Fokus auf **quantitative Anlagestrategien**⁵. Dazu können auch kostengünstigere Replikationsstrategien⁶ gezählt werden.
- Auf Stufe Hedge Funds-Manager ist mit einer **Polarisierung der Nachfrage** entweder nach grossen **Blue Chip-Managern** oder nach **kleineren flexiblen spezialisierten Fonds** zu rechnen.
- Erfolgreiche Hedge Fonds passen sich **am besten an neue Anforderungen an**, u.a. auf den Gebieten effiziente Informationsverarbeitung, Fintech, Gebührenmodelle, Transparenz, flexible Produktausgestaltung.



Gerüstet für die Zukunft?

Die Allwetter-Hedge Fund-Strategie existiert nicht. Die einzelnen Hedge Fund-Strategien erzielen je nach Stadium im Marktzyklus unterschiedliche Anlageergebnisse im Vergleich untereinander. Die Hedge Fund-Industrie wird weiterhin von einer grossen Streuung der Renditen der einzelnen Fonds charakterisiert sein. Damit sind eine **angemessene und umsichtige Strategie- und Managerselektion** sowie ein **umfassendes Monitoring** des Portfolios **zentrale Erfolgsfaktoren** für eine effiziente Hedge Fund-Umsetzung.

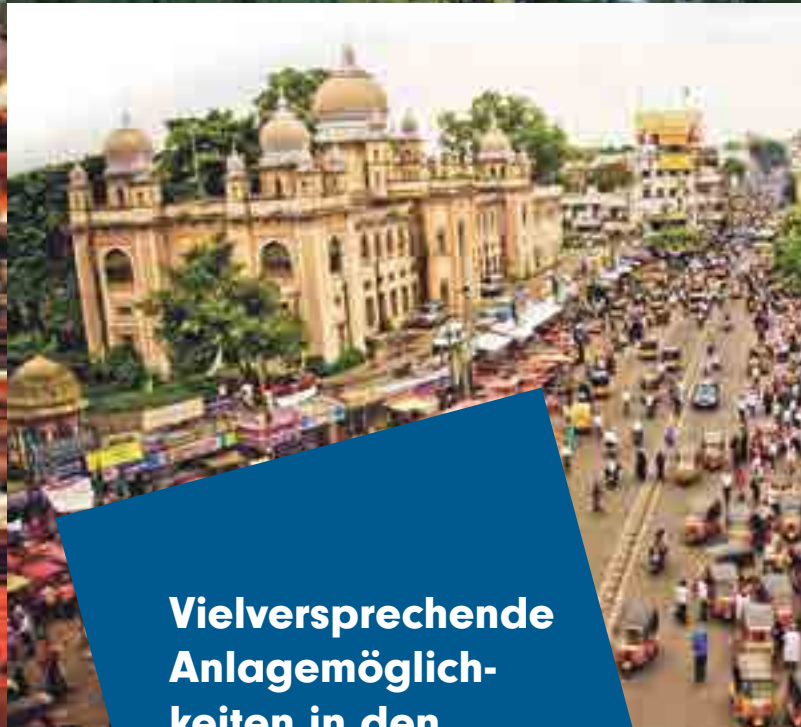
⁵ Hedge Fund-Strategie basierend auf mathematischen Modellen sowie der quantitativen Analyse grosser Datenmengen

⁶ Strategien, welche mit liquiden Instrumenten das Auszahlungsprofil von Hedge Fund-Strategien nachbilden

4 Performance

Der «dritte Beitragszahler», der Vermögensertrag, finanzierte eine Altersrente in der Vergangenheit zur Hälfte. In Zeiten rekordtiefer Zinsen droht dieser dritte Beitragszahler ganz oder teilweise wegzufallen, was unweigerlich Konsequenzen auf das Vorsorgeniveau in der Schweiz haben würde.

Die Erwirtschaftung der erforderlichen Rendite ist aktuell eine grosse Herausforderung für Pensionskassen. 2016 haben sie sich dieser Herausforderung erfolgreich stellen können und eine durchschnittliche Rendite von 3.6% erzielt.



Vielversprechende Anlagemöglichkeiten in den Emerging Markets

Aktives Investieren als Schlüssel zum Erfolg

Die aussichtsreiche demografische Entwicklung, der wachsende Dienstleistungssektor, die verbesserte Infrastruktur und der steigende Konsum führen dazu, dass die aufstrebenden Länder weiterhin interessante Anlagemöglichkeiten bieten. Die unterschiedliche Entwicklung der Regionen erfordert jedoch ein tiefgehendes Verständnis der einzelnen Märkte sowie eine sorgfältige Titelauswahl.

Fidelity verfügt über eines der weltweit grössten Researchteams, um die erfolgreichsten Anlagemöglichkeiten zu finden. Sie bietet eine Vielzahl von Obligationenfonds aus den Schwellenländern an, welche attraktive Diversifikationsvorteile gegenüber den entwickelten Märkten darstellen.

Für weitere Informationen steht Ihnen Herr Martin Lasance, Country Head und Leiter Institutionelle Kunden, gerne zur Verfügung.

Tel. 043 210 13 00, www.fidelity.ch

FF - Emerging Market Debt Fund

FF - Emerging Market Corporate Debt Fund

FF - Emerging Market Total Return Debt Fund



FidelityTM
INTERNATIONAL

FF - Emerging Market Debt Fund (LU0238206337), FF - Emerging Market Corporate Debt Fund (LU0900496661) und FF - Emerging Market Total Return Debt Fund (LU1268459523) sind Teil von Fidelity Funds (eFFs), einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Wir empfehlen Ihnen, Anlageentscheidungen nur auf Grund detaillierter Informationen zu fällen. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Erträge. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Anlagen in Nebenwerte oder in Emerging Markets können volatil sein als Anlagen in höher entwickelte Märkte. Investitionen sollten auf Basis des aktuellen Verkaufsprospektes und Wesentlichen Anlegerinformationen getätigt werden. Diese Prospekte sowie der aktuelle Jahres-/Halbjahresbericht sind kostenlos bei den berechtigten Vertriebsstellen, beim europäischen Service-Center in Luxemburg oder beim Vertreter und Zahlstelle in der Schweiz: BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selhastrasse 16, 8002 Zurich erhältlich. Fidelity veröffentlicht ausschliesslich produktbezogene Informationen und gibt keine an den persönlichen Verhältnissen des Kunden ausgerichteten Anlageempfehlungen. Bei Fonds, welche in Fremdwährungen investieren, kann der Wechsel in der Währung den Wert der Anlagen beeinflussen, da diese Wechselkursschwankungen unterworfen sind. Fidelity, Fidelity International, das Logo Fidelity International und das Symbol F sind Warenzeichen von FIL Limited. Herausgeber: FIL Investment Switzerland AG, zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA. 17CH0746

Erzielte Renditen (2001 – 2016)

Abbildung 4.1

Die durchschnittliche Jahresrendite liegt bei 2.8% p.a.

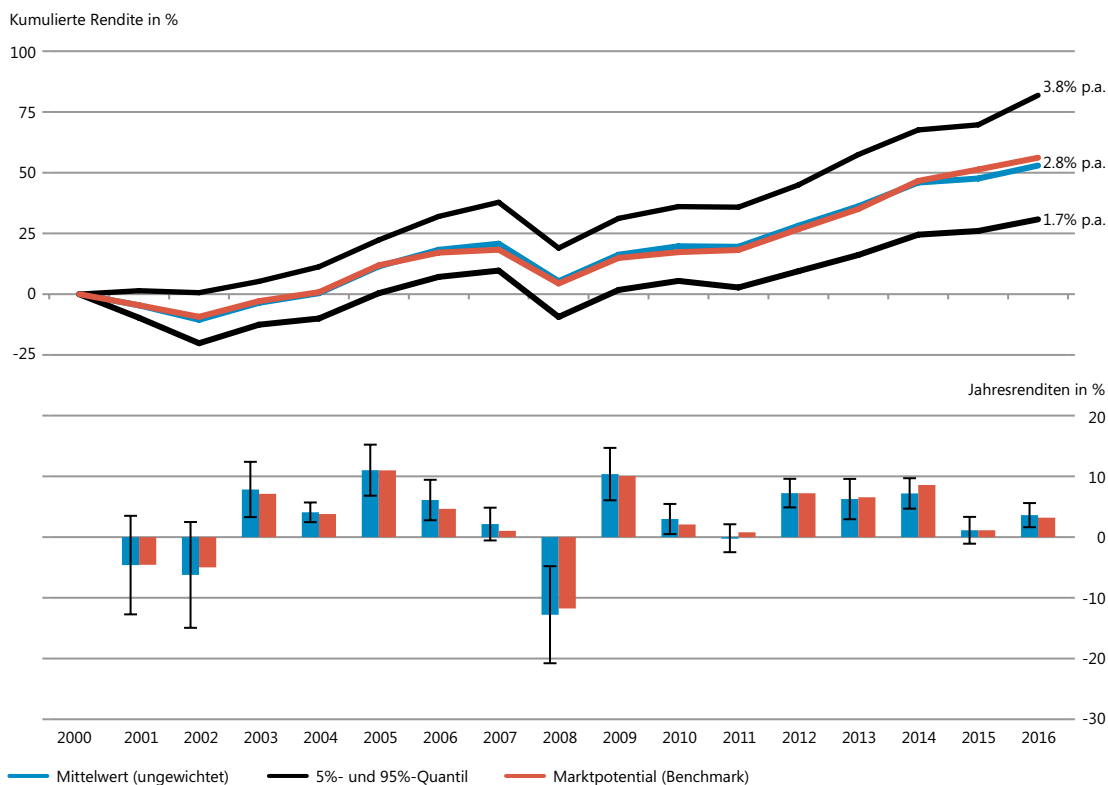
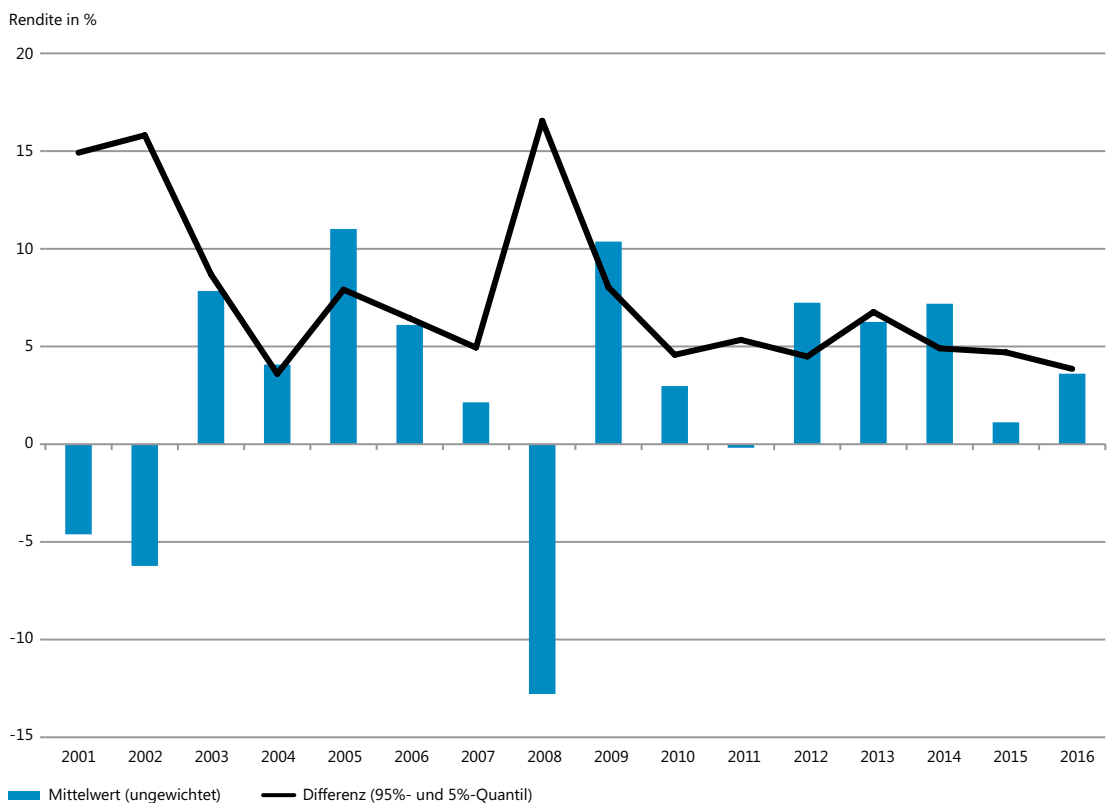
**Erzielte Jahresrenditen und deren Streuung (2001 – 2016)**

Abbildung 4.2

In Krisenjahren streuen die Anlagerenditen der Teilnehmer.



- Die Rendite 2016 liegt mit 3.6% über dem langjährigen Durchschnitt (2.8% p.a. seit 2001).
- Die aktiven Vermögensumschichtungen der letzten 20 Jahre haben sich aus Rendite-Sicht nicht gelohnt.

4.1 Erzielte Renditen

Abbildung 4.1 zeigt die von den Studienteilnehmern erzielten Jahresrenditen¹ sowie die kumulierten Renditen von 2001 bis 2016. Neben den Mittelwerten sind das 5%- und das 95%-Quantil dargestellt. Innerhalb der beiden Quantilswerte befinden sich jeweils 90% der erzielten Renditen.

Rendite 2016 bei 3.6% – Renditen seit der Jahrtausendwende sind (zu) tief

Anleger haben im vergangenen Jahr vom anhaltenden Höhenflug der Aktienmärkte, von weiter sinkenden Zinsen und von steigenden Immobilien- und Rohstoffpreisen profitiert. In diesem Umfeld konnten Pensionskassen im Jahr 2016 Renditen zwischen 1.7% und 5.6% erwirtschaften. Im Durchschnitt lag die Rendite bei 3.6%.

Werden die Vermögenserträge seit 2001 mitberücksichtigt, sind in der 2. Säule Erträge von 52.9% erzielt worden. Pro Jahr entspricht dies einer Performance von 2.8%. In diesem Zeitraum reduzierte sich der durchschnittliche Deckungsgrad von 115.9% auf 104.4%. Zwischen den Teilnehmern variieren die langfristig erzielten Erträge deutlich: Seit 2001 liegen die Renditen einzelner Kassen zwischen 1.7% p.a. und 3.8% p.a. (5%- und 95%-Quantil).

Geht es an den Börsen bergab, streuen die Renditezahlen

Abbildung 4.2 zeigt neben den erzielten Renditen auch die Streuung derselben anhand der Differenz zwischen 5%- und 95%-Quantil. Die Renditen variieren insbesondere während und direkt nach den Krisen. In den Verlustjahren 2001, 2002 und 2008 streuten die Erträge am stärksten, gefolgt von den Erholungsjahren (2003, 2009). Langfristig erfolgreich investieren bedeutet, insbesondere

- nicht mit zu grossen Risiken in eine Krise zu geraten und
- aus Vorsicht nicht den Wiedereinstieg zu verpassen.

	RCU-Teilnehmer			Benchmark		RCU-Teilnehmer			Benchmark
	5%-Quantil	Mittelwert	95%-Quantil			5%-Quantil	Mittelwert	95%-Quantil	
2001	-11.4	-4.6	3.5	-4.6	2009	6.7	10.4	14.7	10.1
2002	-13.3	-6.2	2.5	-5.0	2010	0.9	3.0	5.5	2.1
2003	3.7	7.8	12.4	7.1	2011	-3.2	-0.2	2.1	0.8
2004	2.1	4.1	5.7	3.8	2012	5.1	7.2	9.6	7.2
2005	7.3	11.0	15.2	11.0	2013	2.8	6.3	9.6	6.6
2006	3.0	6.1	9.4	4.6	2014	4.8	7.2	9.7	8.6
2007	-0.1	2.1	4.8	1.0	2015	-1.4	1.1	3.3	1.1
2008	-21.4	-12.8	-4.8	-11.8	2016	1.7	3.6	5.6	3.2

Erzielte Jahresrenditen (2001 – 2016)

Tabelle 4.1

Wird das Marktpotential innerhalb der Anlagekategorien ausgeschöpft?

Abbildung 4.1 zeigt neben der erzielten Rendite eine Vergleichsrendite (Benchmark). Diese Benchmark wird durch die Vermögensstruktur und einzelne Marktindizes pro Anlagekategorie bestimmt².

Die effektiv erzielten Renditen und die der Benchmarks liegen über 15 Jahre gemessen nahe beieinander. Die 2. Säule hat somit das Marktpotential ausschöpfen können. Die historisch tiefen Erträge sind demnach marktbedingt und nicht das Resultat schlechter Vermögensbewirtschaftung. Mit den gewählten Vermögenszusammensetzungen der Kassen waren nur bedingt höhere Erträge möglich.

¹ Betrachtet werden Renditen nach Abzug von Vermögensverwaltungskosten (Nettorenditen).

² Die Benchmark beinhaltet Kosten für die Vermögensverwaltung, die sich bei dem aktuellen Anlagemix auf etwa 0.4% p.a. belaufen.

Einfluss aktiver Vermögenssteuerung auf den Ertrag (1995 – 2016)

Abbildung 4.3

Die aktive Vermögenssteuerung hinkt regelbasierten Varianten hinterher.

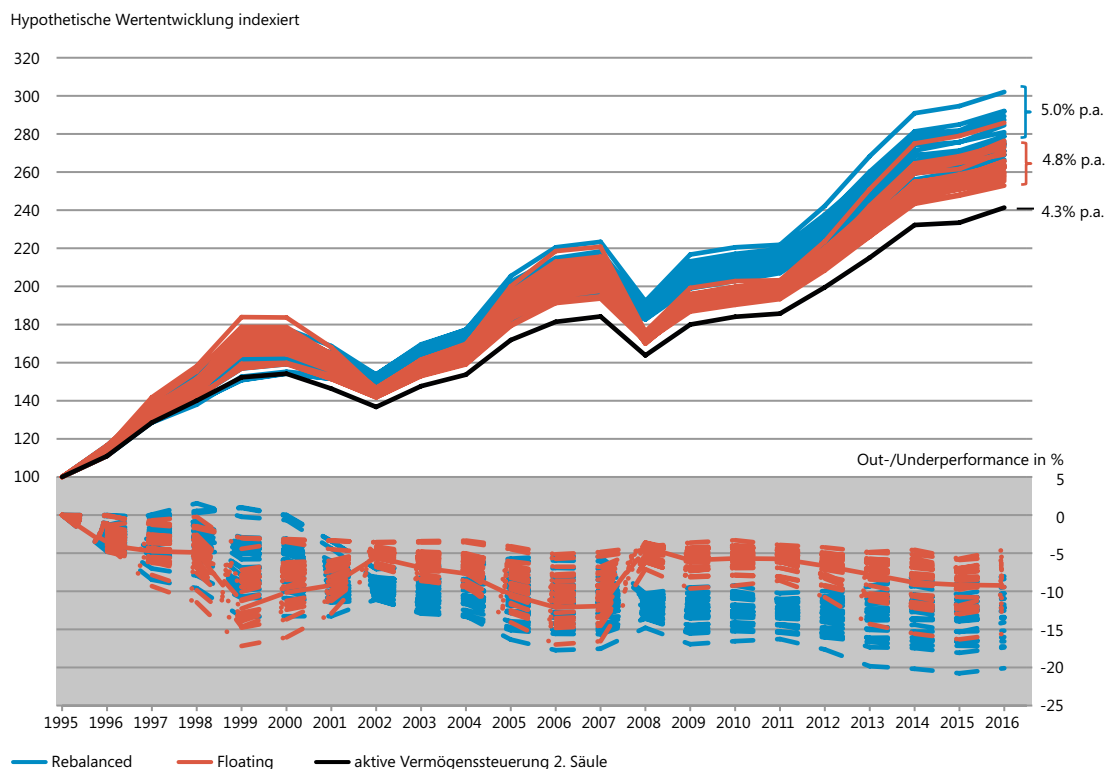
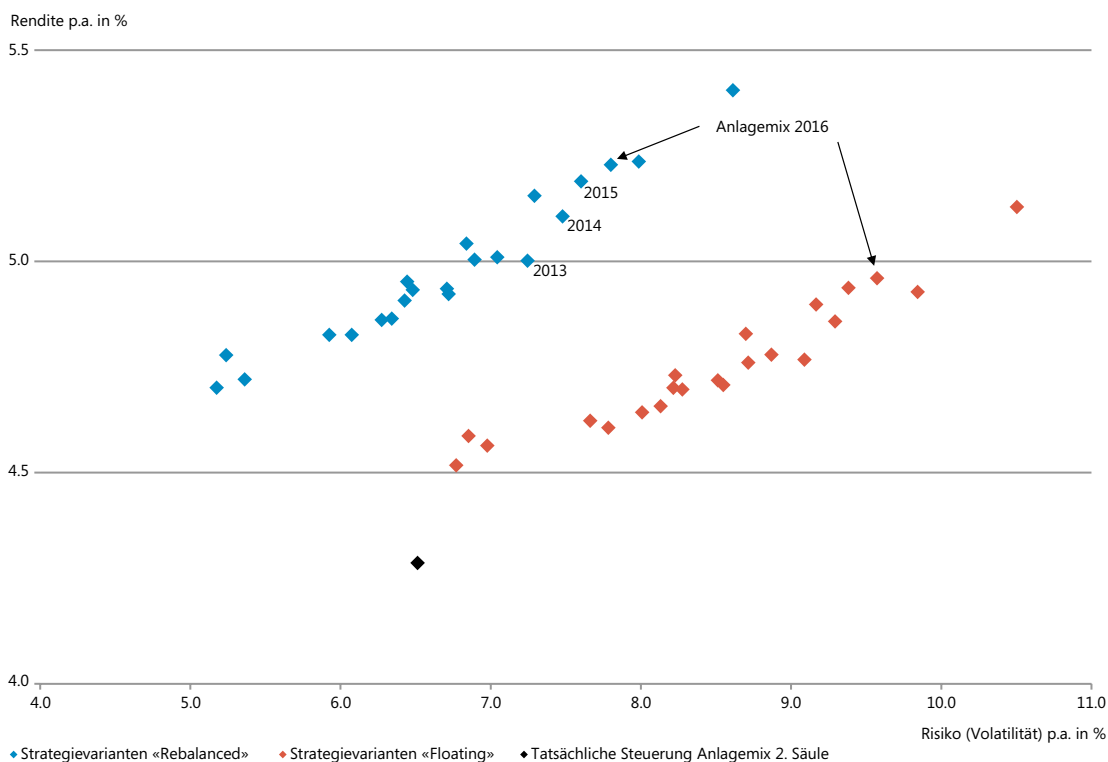
**Rendite- Risikoverhältnis der aktiven Vermögenssteuerung (1995 – 2016)**

Abbildung 4.4

Der aktuelle Anlagemix besitzt ein hohes historisches Risiko.



Eine gute Bewirtschaftung innerhalb der Anlagekategorien ist zwar wichtig, noch entscheidender ist aber, wie der Anlagemix über die Finanzmarktzyklen hinweg gewählt wird. Der nächste Abschnitt befasst sich aus diesem Grund damit, wie geschickt Pensionskassen die Anlagegewichte gesteuert haben.

Das Durchhalten einer Strategie hätte Vorteile gebracht

In den vergangenen Risiko Check-up-Studien wurden 22 verschiedene Vermögensstrukturen erhoben. Anhand dieser Vermögensstrukturen und Marktindizes für die einzelnen Anlagekategorien lässt sich eine Rendite für die 2. Säule berechnen. Um den Effekt der Steuerung der Anlagegewichte aufzuzeigen, werden dieser Rendite in Abbildung 4.3 Vergleichsrenditen gegenübergestellt, die unter zwei mechanischen Steuerungsvarianten berechnet sind. In einer Variante werden die 22 Allokationen jährlich rebalanciert («rebalanced»), in der anderen Variante basieren die Vergleichsrenditen auf der Buy-and-hold-Annahme («floating»). Der Vergleich zeigt folgende Ergebnisse:

- Alle 44 mechanisch erzeugten Vergleichsvarianten liefern ausnahmslos bessere Renditen als der tatsächliche Anlagemix über die Zeit. Die aktive Vermögenssteuerung hat über den Zeitraum von 1996 bis 2016 gegenüber einem konsequenten Rebalancing zu einer durchschnittlichen Underperformance von 0.7% p.a. und gegenüber Vergleichsrenditen, die unter der Buy-and-hold-Annahme simulierter wurden, zu einer Underperformance von 0.5% geführt. Das Vordringen in neue (teils auch alternative) Anlagesegmente hat oft nach guten Anlagejahren in den jeweiligen Segmenten stattgefunden. Dieses (prozyklische) Verhalten hat sich negativ auf die Rendite ausgewirkt. Bei Strategieanpassungen ist deshalb besonders darauf zu achten, nicht per se auf kürzlich gut gelaufene Pferde zu setzen.
- Allgemein hat sich das konsequente Verfolgen einer Strategie über den Zeitraum von 1996 bis 2016 auszubezahlt. Die Endvermögen der unter der Rebalancing-Annahme simulierten Strategievarianten liegen durchschnittlich über den Strategievarianten, die unter einer Buy-and-hold-Annahme erzeugt wurden.

Renditebetrachtung der aktiven Vermögenssteuerung negativ

Da das Durchhalten einer Strategie zumindest in Bezug auf den Ertrag Vorteile bringt, ist die Frage berechtigt, ob eine (hauptsächliche) Orientierung der Vermögensanlage an der finanziellen Risikofähigkeit sinnvoll ist, oder ob sich nicht eher die Vermögensanlage an langfristigen, konsequent verfolgten Zielsetzungen orientieren sollte. Flankierende Massnahmen und ein wirkungsvolles Risikomanagement dürfen hierbei jedoch nicht fehlen.

Risikobetrachtung der aktiven Vermögenssteuerung positiv

Abbildung 4.4 zeigt neben der Renditen der einzelnen Strategievarianten das damit verbundene Schwankungsrisiko (Volatilität): Der tatsächliche Anlagemix liefert zwar gegenüber allen Vergleichsvarianten die tiefste Rendite, jedoch ist er weniger Schwankungen ausgesetzt als sämtliche Floating-Varianten. Beim Rebalancing haben 10 der 22 Varianten ein tieferes Risiko (bei höherer Rendite).

Anlagemix mit steigendem Risiko

Abbildung 4.4 zeigt zudem den Effekt der in Kapitel 3 beschriebenen Umschichtungen der letzten Jahre: Die Umschichtung von Obligationen hin zu Sachwerten und Alternativen Anlagen hat dazu geführt, dass der Anlagemix renditeträchtiger (aber auch schwankungsreicher) wurde. Während der Anlagemix aus dem Jahr 2012 langfristig 5.0% p.a. rentierte, sind es beim aktuellen Mix 5.2%. Das Schwankungsrisiko (Volatilität) steigt hierbei von 7.0% auf 7.8% p.a. an. Der aktuelle Anlagemix zählt historisch betrachtet zu den renditeträchtigsten sowie schwankungsreichsten Vermögenszusammensetzungen. Lediglich die beiden Anlagemixe vor der Dotcom-Krise (1999, 2000) weisen höhere Renditen und Risiken auf. Die Darstellung macht deutlich, dass zusätzliche Erträge mit zusätzlichen Risiken einhergehen.

Vermögensstruktur 2016 (nach Grössenklasse)

Abbildung 4.5

Kleine Pensionskassen halten mehr Immobilien und weniger Alternative Anlagen.

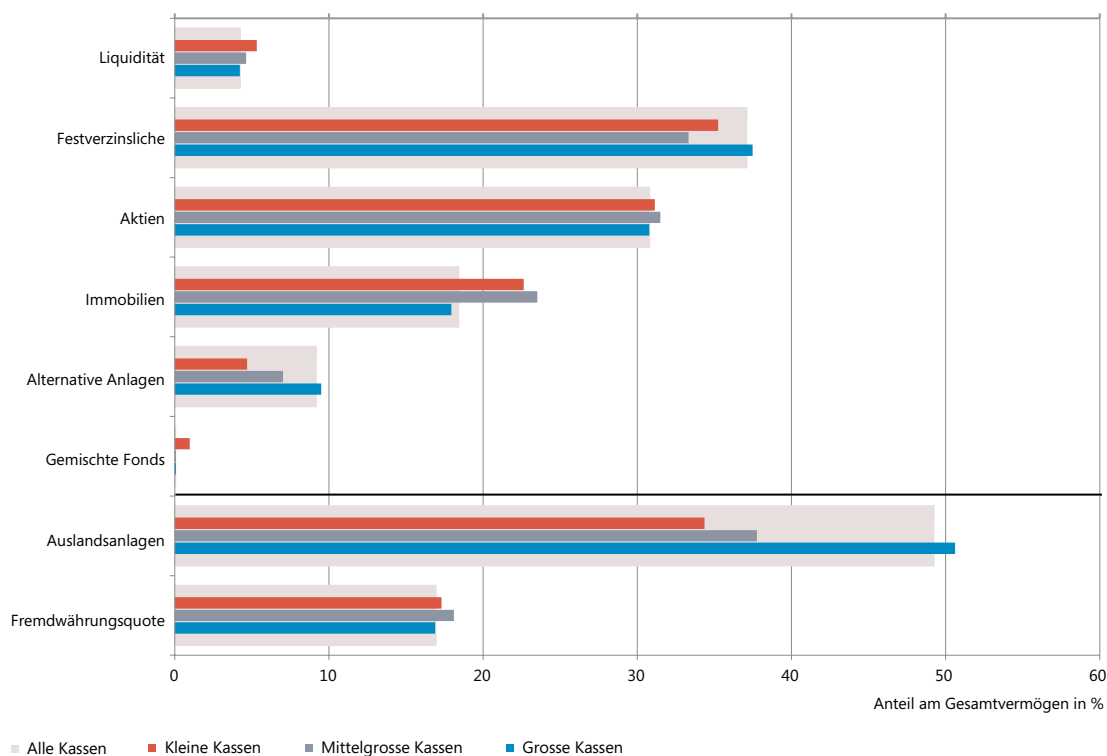
**Vermögensstruktur 2016 (nach Grössenklasse)**

Tabelle 4.2

Die Tabelle korrespondiert mit der obigen Abbildung 4.5.

	Alle Kassen in %	Kleine Kassen in %	Mittलगrosse Kassen in %	Grosse Kassen in %
Liquidität	4.3	5.3	4.6	4.2
Festverzinsliche	37.1	35.2	33.3	37.5
Obligationen CHF	16.8	22.4	20.0	16.3
Obligationen FW	16.0	9.5	9.8	16.7
Wandelanleihen	0.6	1.0	0.8	0.6
Hypotheken & Darlehen	3.8	2.3	2.7	3.9
Aktien	30.8	31.1	31.5	30.8
Aktien Schweiz	9.4	14.3	13.0	9.0
Aktien Ausland	21.4	16.8	18.5	21.8
Immobilien	18.5	22.6	23.5	17.9
Immobilien Schweiz direkt	9.3	9.0	9.8	9.3
Immobilien Schweiz indirekt	7.1	11.5	12.0	6.5
Immobilien Ausland	2.0	2.1	1.7	2.1
Alternative Anlagen	9.2	4.7	7.0	9.5
Private Equity	1.5	0.3	0.9	1.5
Hedge Funds	2.6	1.1	1.8	2.7
Commodities	1.3	0.7	0.9	1.3
Insurance Linked Securities	1.2	1.0	1.4	1.2
Private Debt	1.0	0.4	0.9	1.1
Infrastrukturanlagen	0.9	0.3	0.6	0.9
übrige Alternative Anlagen	0.8	0.8	0.6	0.8
Gemischte Fonds	0.1	1.0	0.0	0.1
Auslandsanlagen	49.3	34.4	37.8	50.6
Fremdwährungsquote	17.0	17.3	18.1	16.9

- **2016 erwirtschaften kleine Pensionskassen eine um 0.5% tiefere Rendite als grosse Kassen**
- **«Teure» Kassen erzielen über vier Jahre eine höhere Nettorendite als der Durchschnitt**

4.2 Kassengrösse und Vermögensverwaltungskosten im Fokus

Die Effizienz kleiner Pensionskassen in der Vermögensanlage wird oft angezweifelt. Zudem hört und liest man, dass Pensionskassen ihre Vermögensverwaltungskosten senken sollten, um höhere Renditen zu erzielen. Das folgende Kapitel geht deshalb der Frage nach, ob sich die Vermögensanlage und die daraus erzielten Ergebnisse kleinerer Pensionskassen von grossen Vorsorgeeinrichtungen systematisch unterscheiden und ob der Weg über tiefe Vermögensverwaltungskosten zwangsläufig ertragssteigernd ist.

Kleine Kassen mit grösserem «Home Bias» und geringeren Anteilen Alternativer Anlagen

Abbildung 4.6 und Tabelle 4.2 stellen die Vermögensaufteilung verschiedener Kassengrössen dar. Es zeigen sich folgende Unterschiede im Anlageverhalten:

- **Auslandsanlagen:** Der Anteil Auslandsanlagen steigt mit der Kassengrösse. Sind bei der grössten Kassenkategorie 50.6% der Anlagen im Ausland investiert, weisen kleine Vorsorgeeinrichtungen mit 34.4% einen wesentlich grösseren «Home Bias» auf. Die Differenz ist dabei nicht durch unterschiedliches Anlageverhalten in einem Anlagesegment begründet, sondern zieht sich durch alle Anlagekategorien durch. Trotz grösseren Beständen an Auslandsanlagen weisen grosse Kassen keine höhere Fremdwährungsquote auf als kleine Kassen.
- **Alternative Anlagen:** Während kleine Kassen durchschnittlich 4.7% in Alternative Anlagen alloziert haben, weisen grosse Vorsorgeeinrichtungen mit 9.5% rund das Doppelte auf. Angesichts der anspruchsvolleren Umsetzung sowie Hürden, wie z.B. Mindestinvestitionssummen bei Anlagen in Private Equity, überrascht dieses Ergebnis kaum.
- **Immobilien:** Kleine Pensionskassen haben, im Gegensatz zu einigen grösseren Kassen, keine Probleme, Immobilienbestände aufzubauen und weisen demnach auch höhere Immobilienquoten auf (→ siehe Studie 2014, Sonderthema).

Kleine Kassen können punkto Rendite mit den Grossen mithalten

Trotz systematischer Unterschiede in der Vermögensstruktur differieren die erzielten Renditen zwischen grossen und kleinen Vorsorgeeinrichtungen langfristig kaum. Tabelle 4.3 zeigt die Ergebnisse eines Renditevergleichs. 2016 haben kleine Kassen mit 3.5% eine um 0.5% tiefere Rendite erwirtschaftet als grosse Kassen. Über die letzten 16 Jahre liegen die Erträge der drei Grössenkategorien jedoch nahe beisammen. Haben grosse Vorsorgeeinrichtungen seit 2001 eine annualisierte Rendite von 2.8% erzielt, erwirtschaften mittelgrosse und kleine Kassen Erträge von 2.7% p.a.

Erzielte Rendite in %:	2016	seit 2001 kumuliert	seit 2001 p.a.
Kleine Kassen (<200 Mio. CHF)	3.5	52.4	2.7
Mittelgrosse Kassen (200 Mio. bis 800 Mio. CHF)	3.6	52.6	2.7
Grosse Kassen (>800 Mio. CHF)	4.0	55.0	2.8

Erzielte Renditen nach Grössenklasse (2001 – 2016)

Tabelle 4.3

Die detaillierte Analyse zeigt, warum kleine Kassen keinen Renditenachteil aufweisen:

- Grosse Kassen können das Marktpotential ihrer Vermögensaufteilung besser ausschöpfen als kleine Vorsorgeeinrichtungen. Hierdurch gewinnen grosse Kassen etwa 0.3% p.a. gegenüber kleinen Vorsorgeeinrichtungen. Hierfür sind u.a. Kosten in der Vermögensverwaltung verantwortlich.
- Auf der anderen Seite haben kleine Kassen die Anlagegewichte geschickter gesteuert (und dabei bewusst oder unbewusst Fehler vermieden). Nicht zuletzt der höhere Anteil Immobilien bzw. die geringere Investitionstätigkeit in Alternative Anlagen hat in den letzten Jahren Vorteile gebracht. Dadurch vermochten kleine Kassen den Nachteil auf der Kostenseite zu kompensieren.

Vermögensverwaltungskosten nach Grösse 2016

Abbildung 4.6

Kostenarme und -intensive Umsetzungen findet man bei kleinen und grossen Kassen.

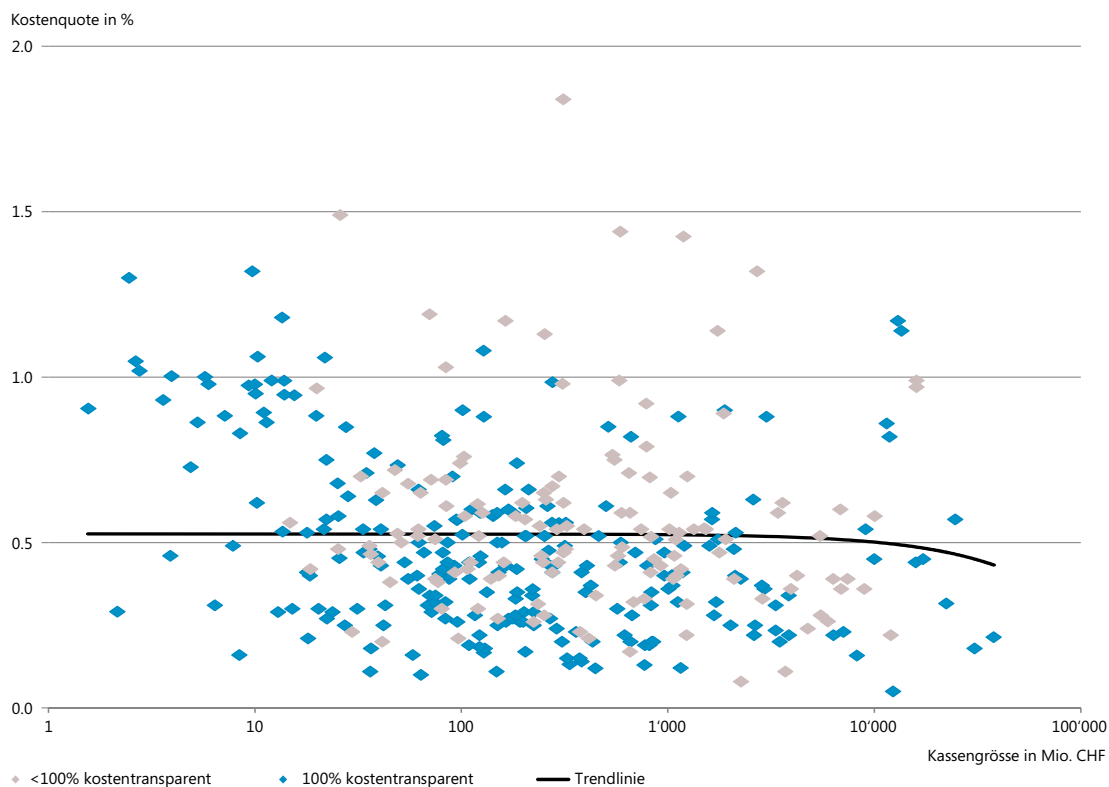
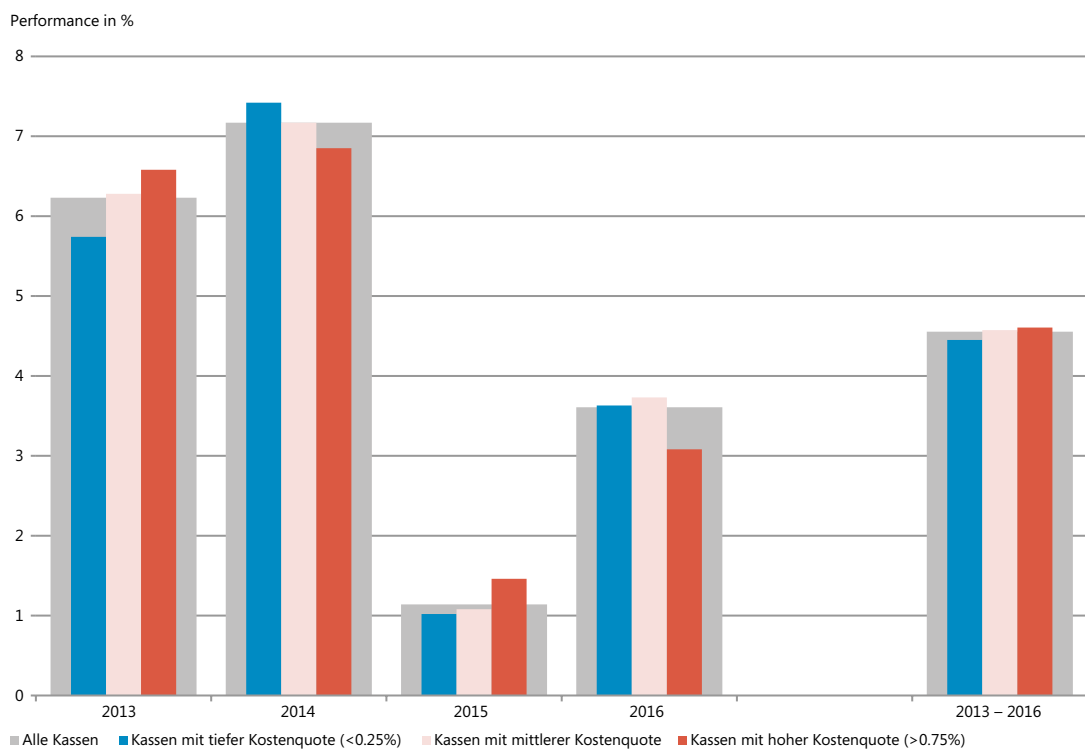
**Erzielte Renditen nach Höhe der Vermögensverwaltungskosten (2013 – 2016)**

Abbildung 4.7

Kassen mit tiefen Kosten erzielen keine höhere Nettorendite.



Seit 2013 sind Pensionskassen verpflichtet, die Vermögensverwaltungskosten im Jahresbericht zu publizieren. Konkret sind Kennzahlen zur Kostentransparenz und zur Kostenquote auszuweisen³.

- **Kostentransparenz:** Die Quote, wieviel Prozent der Anlagen kostentransparent ausgewiesen werden, liegt wie in den beiden Vorjahren bei hohen 99.6% (→ siehe Tabelle 4.4). Knapp zwei Drittel aller Teilnehmer sind vollständig kostentransparent. Eine Quote unter 98% weisen nur 13% der Kassen aus (→ siehe Anhang). Da die intransparenten Anlagen oft sehr kostenintensiv sind, besitzen Vergleiche zwischen Pensionskassen ohne vollständige Transparenz Unschärfen.
- **Kostenquote:** Die Kostenquote der kostentransparenten Anlagen liegt bei 0.48%. Nachdem die Quote 2014 und 2015 um insgesamt 0.09% anstieg, sinkt der Kostensatz nun erstmalig um 0.01%. Die Reduktion der Kostenquote ist insofern bemerkenswert, als dass gleichzeitig vergleichsweise kostenintensive Anlagekategorien, wie Immobilien und Alternative Anlagen aufgebaut wurden. Das Absinken der Kostenquote zeigt, welch grosser Fokus aktuell auf die Vermögensverwaltungskosten gelegt wird.

Der Anlagemix bestimmt die Kostenquote, die Kassengrösse ist nur sekundär entscheidend

Abbildung 4.6 zeigt die Höhe der Kosten in Abhängigkeit der Kassengrösse. Ein Zusammenhang zwischen Grösse und Kosten ist kaum auszumachen. Die Kostenquoten schwanken insgesamt zwischen 0.18% und 1.03% (5%- und 95%-Quantil). Die Höhe der Kosten hängt in erster Linie vom Anlagemix ab. So können Aktien und Obligationen kostengünstiger umgesetzt werden als bspw. Immobilien und Alternative Anlagen. Zudem sind Spezialkategorien (bspw. Emerging Markets) kostenintensiver als Standardumsetzungen. Die Analyse der Kostensätze zeigt, dass Kassen mit Alternativen-Quote über 10% mit 0.78% tatsächlich eine überdurchschnittliche Kostenquote aufweisen⁴.

Tiefe Kosten sind kein Garant für höhere Renditen, sogar das Gegenteil ist der Fall

Da die Kostenquote zu einem grossen Teil durch den Anlagemix bestimmt wird, sind isolierte Kostenvergleiche auf der Ebene des Gesamtvermögens unsinnig⁵. Entscheidend ist nicht eine Kostenquote, sondern welche Nettorendite in einzelnen Märkten erzielt werden kann. Abbildung 4.7 vergleicht die Nettorenditen von Kassen mit unterschiedlichen Kostenquoten. Für die Analysen sind die Pensionskassen in drei Gruppen eingeteilt (Kosten < 0.25%, Kosten > 0.75% und dazwischen). Die drei Gruppen beinhalten kleine und grosse Kassen gleichermaßen. Es zeigt sich, dass die Vermögensbewirtschaftung nicht vorrangig nach Kostengesichtspunkten gestaltet werden sollte. Die Gruppe mit der höchsten Kostenquote erzielte über die letzten vier Jahre auch nach Abzug von Kosten die höchste Rendite. Der Renditevorsprung gegenüber der Gruppe mit Kostenquoten unter 0.25% liegt bei 0.2% p.a.

Kostentransparenzquote		alle Kassen	Kostenquote 100%-transparente Kassen
2013	98.8	0.40	0.36
2014	99.6	0.45	0.39
2015	99.6	0.49	0.47
2016	99.6	0.48	0.44

Vermögensverwaltungskosten (2013 – 2016)

Tabelle 4.4

Es bleibt spannend, die Auswertung über einen längeren Zeitraum zu verfolgen. Es scheint aber, dass die vermeintlich «einfachen Lösungsansätze», die auf eine Kassenkonsolidierung und/oder eine Kostenreduktion abzielen, die Finanzierungsprobleme der 2. Säule nicht lösen werden. Wird gar am «falschen Ende gespart», kann dies für die Versicherten unter dem Strich kontraproduktiv sein.

³ Die Transparenz- und Kostenquote werden in dieser Studie kapitalgewichtet ausgewiesen. Im Vorjahr kam der ungewichtete Mittelwert zum Einsatz.

⁴ Die Gruppe besitzt mit 98.6% zudem eine tiefere Transparenzquote, womit die tatsächlichen Kosten wohl noch unterschätzt werden.

⁵ Das bedeutet nicht, dass Kosten per se irrelevant sind. Kann ein Marktsegment c.p. günstiger umgesetzt werden, hat dies direkten Einfluss auf die Nettorendite und ist positiv zu beurteilen.

5 Die vier Hauptkategorien (kompakt)

In diesem Kapitel werden die vier Hauptanlagekategorien mit Hilfe einiger quantitativer und qualitativer Eigenschaften kompakt vorgestellt. Die Doppelseiten entstanden in Zusammenarbeit mit den Kompetenzcenter-Leitern der Complementa.

Obwohl letztlich für die Destinatäre die erzielte Rendite von Bedeutung ist, besteht einhellig die Meinung, dass die Risikosicht beim Anlageprozess eine ebenso wichtige Rolle einnehmen sollte. Basieren die Berechnungen des Risikos auf der Annahme normalverteilter Renditen, so wird das effektive Risiko oftmals unterschätzt. Genauer geschätzte Verteilungen, wie sie Complementa z.B. im Rahmen von dynamischen ALM-Studien einsetzt, helfen dabei speziell, die Abwärtsrisiken einer Anlagestrategie besser zu kontrollieren.

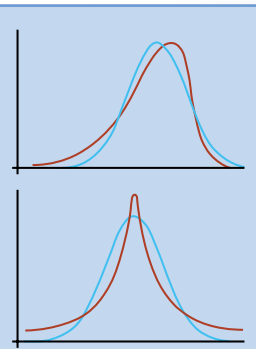
Schiefte:

Renditen sind meist linksschief verteilt: (Schiefe < 0)
Gegenüber der Normalverteilung (blau) heisst das: Es gibt mehr positive Renditen, dafür sind die negativen Renditen grösser!

Kurtosis:

Renditen sind meist steilgipflig (leptokurtisch) verteilt: (Kurtosis > 3)
Gegenüber der Normalverteilung (blau) heisst das: Sehr tiefe (und auch sehr hohe) Renditen sind wahrscheinlicher!

Die berechneten Werte beziehen sich auf die Referenzperiode 1994 – 2016 (23 Jahre).
Die verwendeten Index-Zeitreihen beinhalten Kosten der Vermögensverwaltung.



Festverzinsliche Anlagen 5.1

Aktien 5.2

Immobilien 5.3

Alternative Anlagen (Fokus Private Debt) 5.4



Deutsche Asset Management Institutional

WENN SIE BEI IMMOBILIENINVESTMENTS AUF MEHR ALS 40 JAHRE EXPERTISE UND ÜBER 400 EXPERTEN BAUEN,

dann stehen Ihre Ertragspotenziale auf solidem Fundament. Schweizer Pensionskassen investieren 91% ihrer Immobilienquote in Schweizer Immobilien* – mit unseren Immobilienlösungen können Sie ihr Vermögen effizient über Büro-, Industrie-, Einzelhandels- und Wohnimmobilien in Top-Lagen im Ausland streuen.

So diversifizieren Sie nicht nur, sondern erschliessen zugleich neue Renditechancen.

DAS IST ASSET MANAGEMENT.

institutional.deutscheam.com

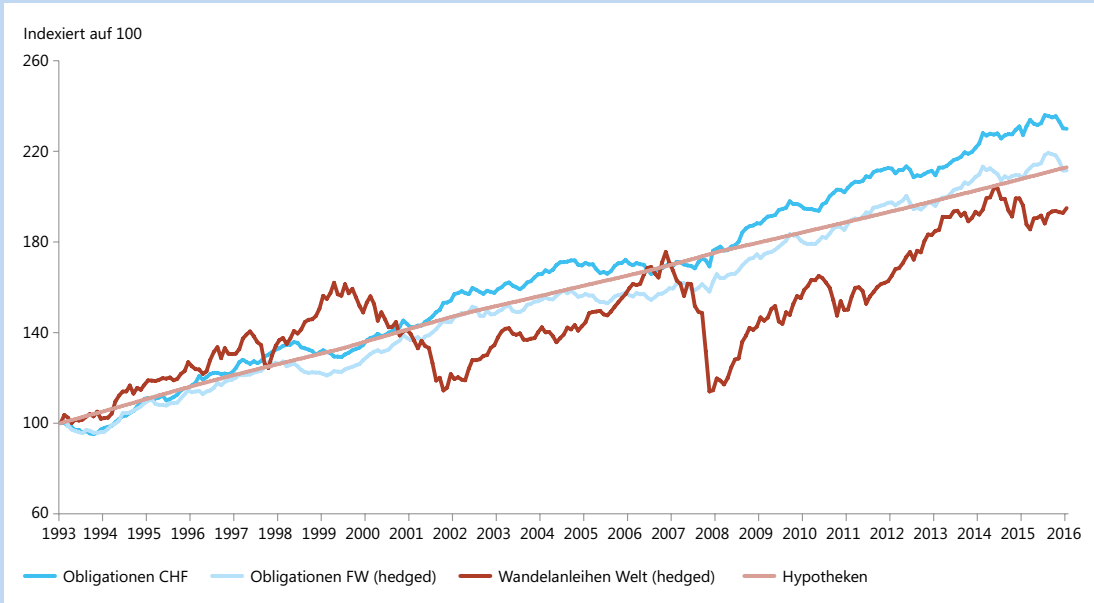


*Bundesamt für Statistik (BFS), Pensionskassenbericht 2015.

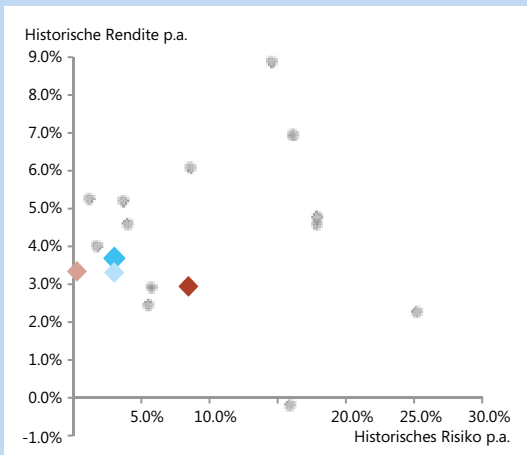
Investitionen unterliegen verschiedenen Risiken einschliesslich Marktschwankungen, regulatorischer Änderungen, Kontrahentenrisiken, möglicher Verzögerungen bei der Rückzahlung sowie des Verlusts von Erträgen und der investierten Kapitalsumme. Der Wert von Anlagen kann steigen oder fallen und Anleger können möglicherweise nicht jederzeit den investierten Betrag zurückerhalten. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Asset Management-Geschäftsbereich der Deutsche Bank AG und ihrer Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutsche Asset Management Schweiz AG anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt. Die Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und die wesentlichen Anlegerinformationen sowie weitere Informationen erhalten Sie kostenlos bei RREEF Investment GmbH. © 2017 Deutsche Asset Management Schweiz AG. Alle Rechte vorbehalten.

5.1 Festverzinsliche Anlagen

Rendite-Entwicklung 1994 – 2016

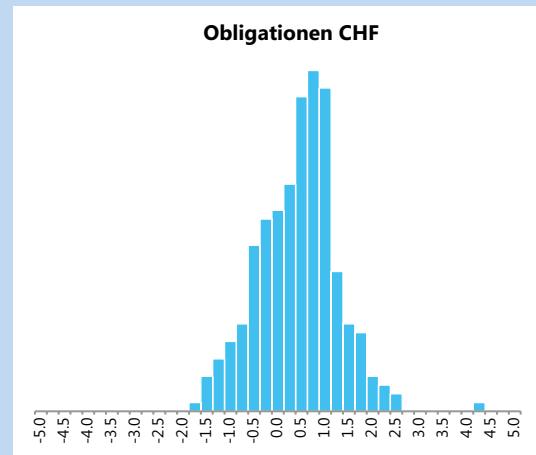


Rendite-Risiko Grafik 1994 – 2016



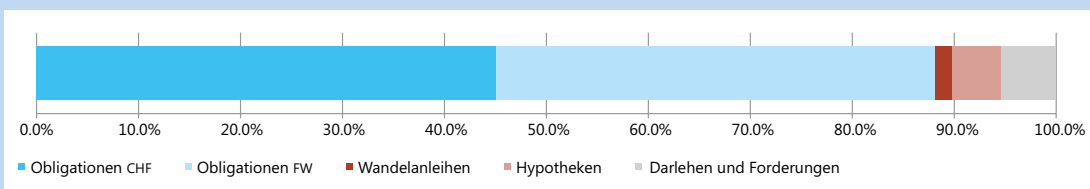
	Hist. Rendite	Hist. Risiko
Obligations CHF	3.7%	3.0%
Obligations FW (hedged)	3.3%	3.0%
Wandelanleihen Global (hedged)	2.9%	8.4%
Hypotheken	3.3%	0.3%

Häufigkeit monatlicher Renditen 1994 – 2016

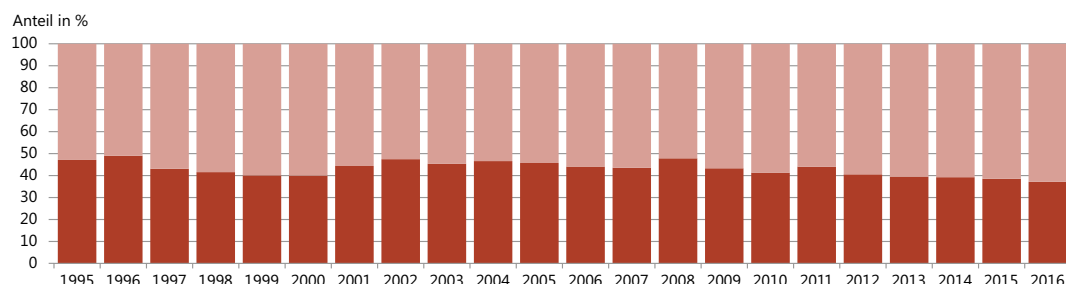


	Schiefe	Kurtosis
Obligations CHF	0.2	4.0
Obligations FW (hedged)	-0.2	3.4
Wandelanleihen Global (hedged)	-1.3	8.5
Hypotheken	0.8	2.4

Aktuelle Vermögensaufteilung innerhalb der Anlagekategorie



Anteil festverzinslicher Anlagen am Gesamtvermögen



Allgemein: Festverzinsliche Anlagen stellen den Hauptbestandteil der Anlagestrategie von Schweizer Pensionskassen. Neben den gängigen Investitionsformen in Staats- und Unternehmensanleihen mit den breitgefassten Kategorien Obligationen CHF und Obligationen Fremdwährungen bestehen unzählige Erweiterungsmöglichkeiten wie Emerging Market Debt, High Yield oder auch Wandelanleihen und Hypotheken.

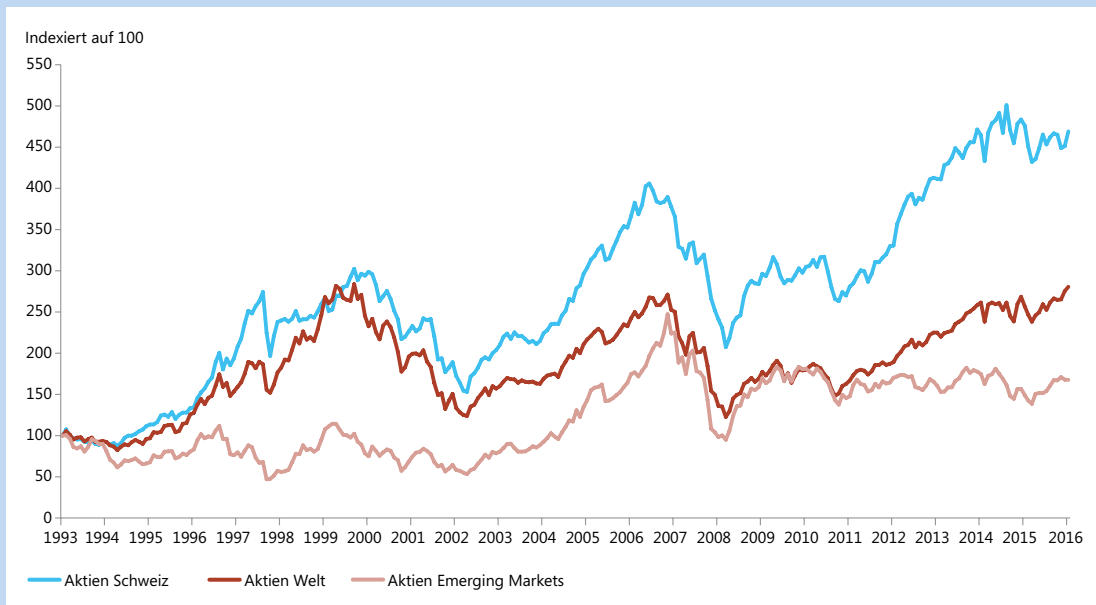
Historische Entwicklung und Vermögensverteilung: Die Entwicklung der letzten Jahre geht weg vom «Home Bias» und von den höheren Qualitäten/Ratings. So waren vor 20 Jahren vor allem Obligationen CHF und zu einem geringeren Anteil globale Staatsanleihen bei den Pensionskassen zu finden. Die Verschuldungsproblematik der Staaten weltweit hat die Pensionskassen in Unternehmensanleihen fliehen lassen. Daneben führt der Drang nach höheren und mindestens positiven Renditen die Pensionskassen immer mehr in risikoreichere Obligationenkategorien wie z.B. Obligationen von Schwellenländern oder solchen im Sub-Investment Grade Bereich (Rating tiefer als BBB-) bzw. High Yield-Anlagen.

Risikoeigenschaften: Die Hauptrisikotreiber bei Obligationen sind die Zinssensitivität, die Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners (Kreditrisiko) sowie allenfalls das Währungsrisiko bei in Fremdwährungen denominierten Obligationen. Die Risikofaktoren sind je nach Subkategorie unterschiedlich ausgeprägt. Bei Unternehmensanleihen sind sowohl Zins- als auch Kreditrisiko gleichbedeutend, während bei High Yield-Anlagen vor allem das Kreditrisiko und weniger die Zinssensitivität der bestimmende Faktor ist. Bei den Wandelanleihen besteht durch die Wandelbarkeit zusätzlich ein gewisses Aktienrisiko und damit eine Sensitivität zum Aktienmarkt. Gleichzeitig besteht durch die Möglichkeit, die Anleihe gegen die Aktie zu «tauschen» ein reduziertes Zinsrisiko.

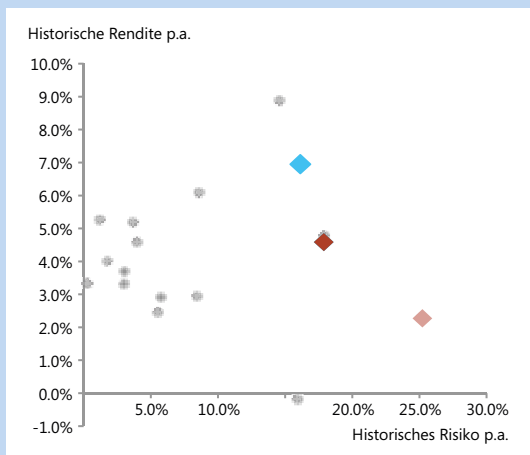
Ausblick: Aufgrund des stark gesunkenen Zinsniveaus in den letzten 30 Jahren sind den Obligationen tiefere Renditen in der Zukunft zu unterstellen. Ein plötzlicher und starker Zinsanstieg könnte zunächst auch erstmals negative Jahresperformances verursachen. Ökonomen weltweit prognostizieren einen verlangsamten Zinsanstiegszyklus in den USA, nachdem erstmals Ende 2015 nach sieben Jahren die Zinsen angehoben wurden. Für Europa sind die meisten Ökonomen vorsichtiger und gehen von einer anhaltenden Tiefzinsphase aus, obwohl sich die europäischen Volkswirtschaften wieder deutlich auf dem Wachstumspfad befinden. Der Trend bewegt die Pensionskassen weg von Obligationen CHF hin zu exotischeren Obligationenkategorien wie Loans, Cat Bonds etc. (Alternative Anlagen, gemäss BVV2). Das Ausweichen auf renditeträchtigeren Regionen und Branchen ist oftmals mit höheren Risiken und teilweise auch mit illiquiden Produktlösungen verbunden. Die Pensionskassen tun gut daran, sich vertieft mit neuen Anlagekategorien auseinanderzusetzen und deren Einfluss auf das Gesamtportfolio zu analysieren.

5.2 Aktien

Rendite-Entwicklung 1994 – 2016

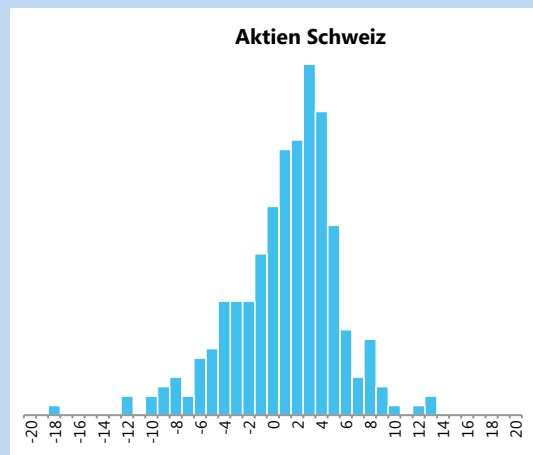


Rendite-Risiko Grafik 1994 – 2016



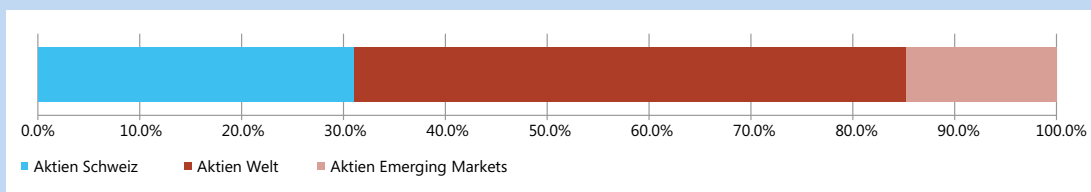
	Hist. Rendite	Hist. Risiko
Aktien Schweiz	7.0%	16.1%
Aktien Welt	4.6%	17.9%
Aktien Emerging Markets	2.3%	25.2%

Häufigkeit monatlicher Renditen 1994 – 2016

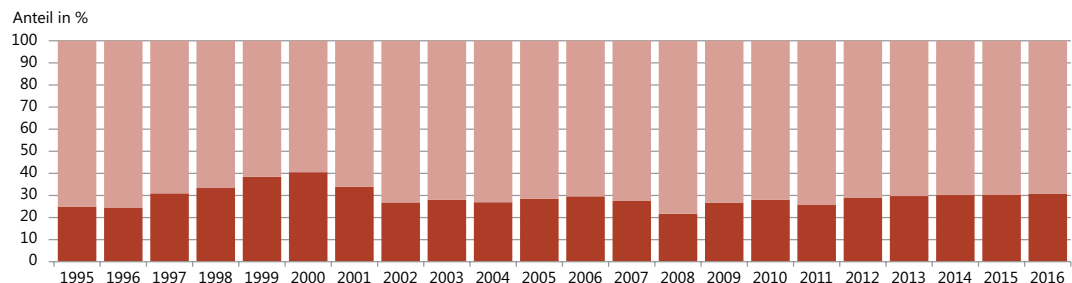


	Schiefe	Kurtosis
Aktien Schweiz	-0.7	4.5
Aktien Welt	-0.7	3.7
Aktien Emerging Markets	-0.6	4.8

Aktuelle Vermögensaufteilung innerhalb der Anlagekategorie



Anteil Aktien am Gesamtvermögen



Allgemein: Die Tiefinspolitik der Notenbanken weltweit, die Abwertung globaler Leitwährungen und die damit verbundenen Verwerfungen an den Märkten sind einmalig in der Nachkriegsgeschichte. Sie beeinflussen alle Anlageklassen, indem die klassischen Renditeerwartungen nicht mehr erfüllt und dadurch die Anlageprozesse und Anlageentscheidungen stark beeinflusst werden. Das Risikomanagement wird deshalb zu einem wichtigen Element des Anlageprozesses.

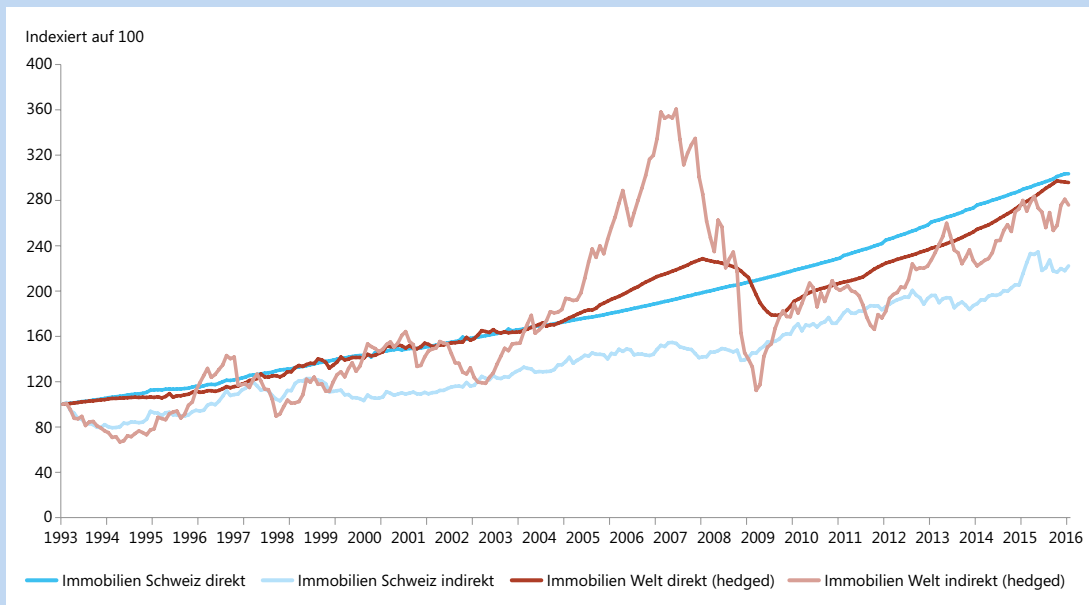
Historische Entwicklung und Vermögensaufteilung: Mit einer historischen Rendite von 7.0% p.a. über die Referenzperiode, lieferte die Anlageklasse Aktien Schweiz bei hohen Risiken eine deutlich höhere Rendite als die anderen traditionellen Anlagen Immobilien oder Obligationen. Die Renditen ausländischer Aktien wurden stark durch die Volatilität von Währungen beeinflusst. Die Vermögensverteilung innerhalb der Aktien hat sich über den Referenzzeitraum deutlich verändert. Bestand das Aktienportfolio bis 1998 aus rund 2/3 Schweizer und 1/3 ausländischer Aktien, änderte sich dies in den letzten Jahren merklich (1/3 Schweiz und 2/3 Ausland). Der Aktien Emerging Market-Anteil innerhalb der Aktien Ausland macht rund 15% aus.

Risikoeigenschaften: Aktien reagieren auf allfällige Zinserhöhungen oft negativ, auf eine positive Konjunktur aber mehrheitlich mit steigenden Kursen. Somit ist der Konjunkturverlauf für die Kursentwicklung entscheidend. Die Währungs- und Konjunkturentwicklung von China und der von diesem Markt abhängigen Schwellenländer spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Die grössere Volatilität im Verhältnis zu anderen traditionellen Anlageklassen bedeutet, dass die Aktien den grössten Teil des Gesamt-Risikobudgets beanspruchen.

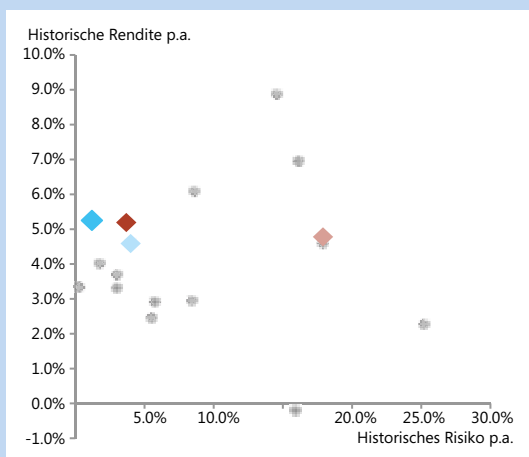
Ausblick: Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung weltweit, und somit auch der Schweiz, wird wesentlich durch die geopolitischen Entwicklungen der nächsten Jahre beeinflusst. Die Zinsentwicklung, nicht nur in Europa, wird zusätzlich durch politische Einflussnahme bestimmt und unterliegt damit nicht nur rein ökonomischen Einflussfaktoren. Die Situation in Europa ist sowohl politisch (Brexit, Flüchtlingsproblematik, Terrorismus,...) als auch konjunkturell (Verschuldungssituation Südeuropäischer Länder, Politik der EZB) komplex. Viele Aktienindizes haben aufgrund der expansiven Geldpolitik der Notenbanken neue Höchstwerte erreicht. Das Fed hat die Zinswende bereits eingeleitet und die EZB-Kommentare deuten ebenfalls auf ein mögliches Ende der expansiven Geldpolitik hin. Für die Anlagekategorie Aktien bedeutet dies, dass die politischen Entwicklungen weiterhin einen ausserordentlich starken Einfluss auf die Wirtschaft haben werden, was bei den Investitionsentscheiden mitberücksichtigt werden muss. Eine aktive Bewirtschaftung der Anlageklassen, inklusive Risiko-Management, Diversifikation und Identifizierung unterschiedlicher Performancequellen, ist weiterhin zentral.

5.3 Immobilien

Rendite-Entwicklung 1994 – 2016

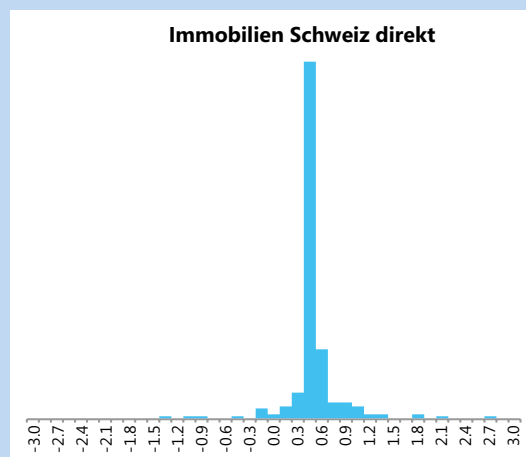


Rendite-Risiko Grafik 1994 – 2016



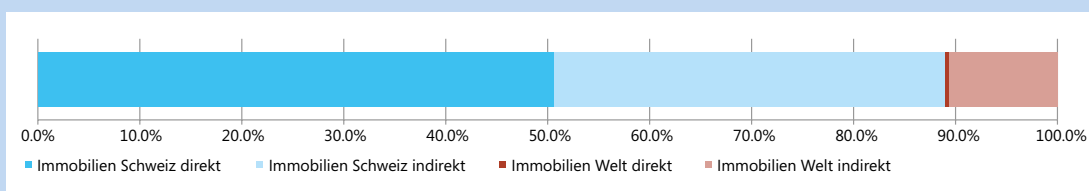
	Hist. Rendite	Hist. Risiko
Immobilien Schweiz direkt	5.3%	1.2%
Immobilien Schweiz indirekt	4.6%	4.0%
Immobilien Welt direkt (hedged)	5.2%	3.7%
Immobilien Welt indirekt (hedged)	4.8%	17.9%

Häufigkeit monatlicher Renditen 1994 – 2016

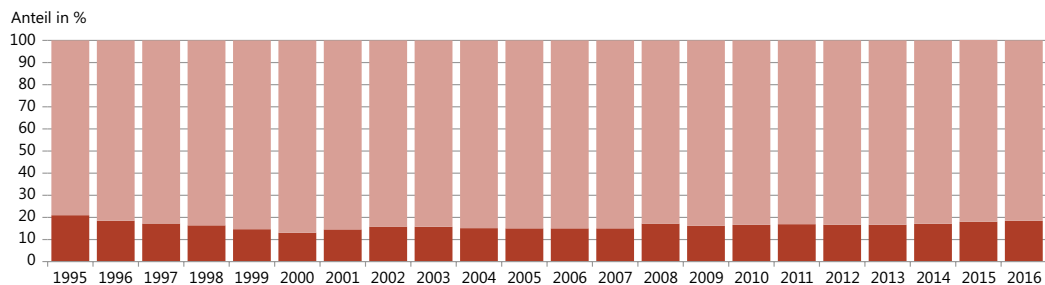


	Schiefe	Kurtosis
Immobilien Schweiz direkt	0.8	19.0
Immobilien Schweiz indirekt	-0.3	4.3
Immobilien Welt direkt (hedged)	-0.9	7.2
Immobilien Welt indirekt (hedged)	-1.3	9.6

Aktuelle Vermögensaufteilung innerhalb der Anlagekategorie



Anteil Immobilien am Gesamtvermögen



Allgemein: Immobilienanlagen sind nach wie vor ein wichtiger Baustein der Vermögensanlagen bei Schweizer Pensionskassen. Dies widerspiegelt sich auch in der stetig wachsenden Vermögensallokation in Immobilien der letzten 15 Jahre, was nicht nur auf Aufwertungsgewinne zurückzuführen ist. Immobilien werden im Gesamtportfolio-Kontext als stabiler Renditebeiträger betrachtet.

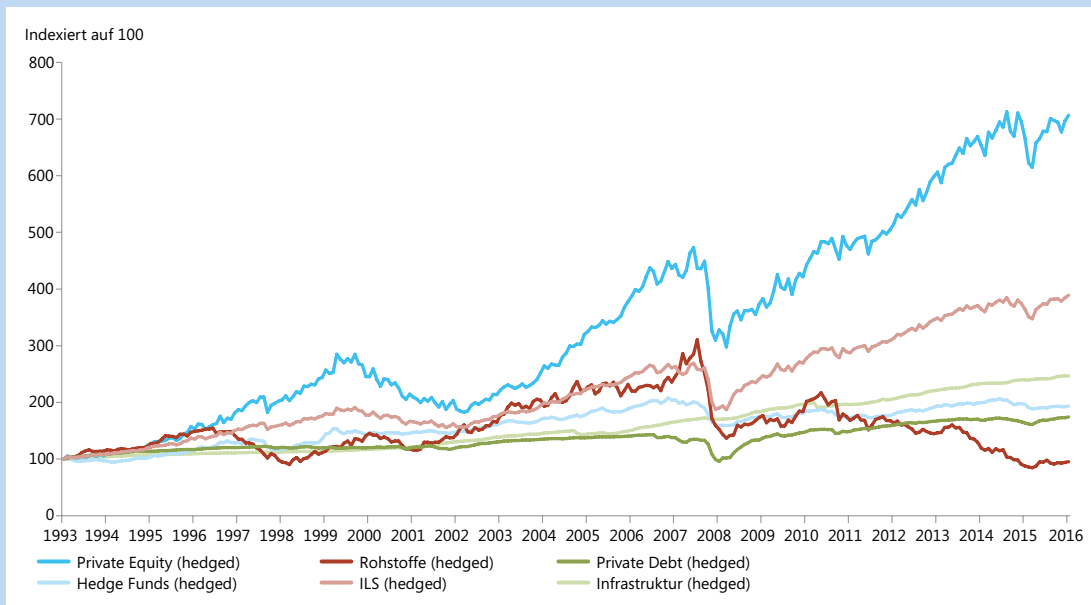
Historische Entwicklung und Vermögensverteilung: Die Entwicklung der direkten, einheimischen Immobilien (dunkelblaue Linie) verdeutlicht die Erfolgsstory dieser Anlagekategorie mit einer schwankungsarmen, steten Rendite über die letzten 20 Jahre. Auch die Umsetzung mit Schweizer Immobilienfonds zeigt vergleichsweise geringe Schwankungen über den gesamten Zeitverlauf mit einer leicht tieferen Rendite. Es besteht bei Schweizer Pensionskassen weiterhin ein hoher Home Bias, welcher bei allen anderen Anlageklassen nicht (in diesem Ausmass) zu beobachten ist. An der Rendite kann dies nicht liegen. So erzielten die Immobilien Welt historisch betrachtet nach Abzug der Hedging Kosten eine ähnliche Rendite wie die Immobilien Schweiz, jedoch bei deutlich höherer Volatilität. Aus Diversifikationsüberlegungen erscheint eine Investition in Immobilien Welt als prüfenswert. Verschiedene mögliche Ursachen für den Home Bias wurden in der Risiko Check-up Studie 2014 eingehend analysiert. Im Vorfeld der globalen Finanzkrise hatten zahlreiche Schweizer Pensionskassen Investitionen in indirekten globalen Immobilienfonds (v.a. US REITs), welche teilweise noch stärker als die Aktienmärkte einbrachen.

Risikoeigenschaften: Was vergessen geht, ist, dass indirekte, kotierte Umsetzungsformen in der kurzen bis mittleren Frist viel stärker mit den Aktien korrelieren als mit Immobilien. Bei der Risikobudgetierung im Rahmen von ALM-Studien sind solche Umsetzungen denn auch den Aktien zuzuordnen und nicht den Immobilien. Dagegen entspricht der Renditeverlauf der Subkategorie Immobilien Welt direkt (hedged) schon deutlich besser dem Erwartungsbild einer Schweizer Pensionskasse. Es gab zwar auch hier einen signifikanten Einbruch von rund -20% in 2008, doch verläuft die Linie ansonsten ähnlich schwankungsarm wie im heimischen Markt. Die grosse Attraktivität der direkten Immobilien generell, liegt nicht nur in der Höhe der zu erwartenden Rendite, sondern ebenso in den geringen Schwankungen. Dies zeigt sich nicht nur in der tiefen historischen Volatilität, sondern auch im geringen Ausmass an Fat Tails.

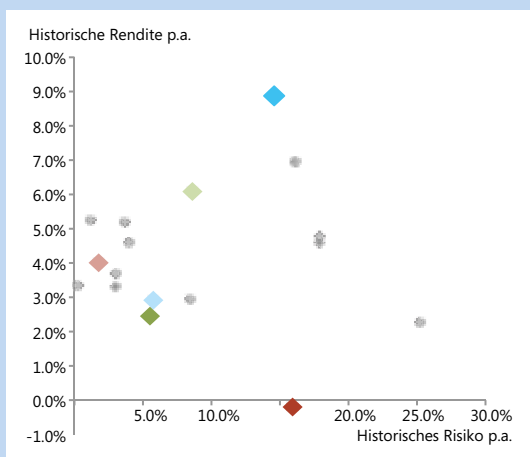
Ausblick: Innerhalb einer ausgewogenen Anlagestrategie werden Immobilien in den nächsten Jahren weiterhin einen hohen Stellenwert haben. In Anbetracht der guten Rendite-Risikoeigenschaften nimmt diese Anlageklasse auch aus unserer Sicht diese Stellung zurecht ein. Neben guten Renditechancen und Diversifikationseigenschaften führt das begrenzte Angebot an Schweizer Immobilien dazu, dass Schweizer Pensionskassen vermehrt Interesse an direkten ausländischen Immobilien zeigen. Dies wird wiederum zu einer Erweiterung des Angebots von Anlagelösungen in ausländischen Immobilien führen.

5.4 Alternative Anlagen (Fokus Private Debt)

Rendite-Entwicklung 1994 – 2016

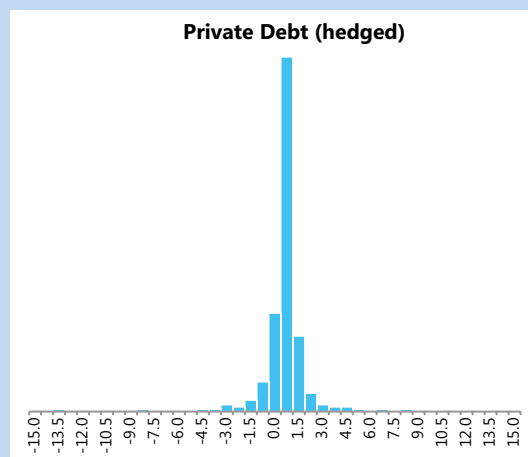


Rendite-Risiko Grafik 1994 – 2016



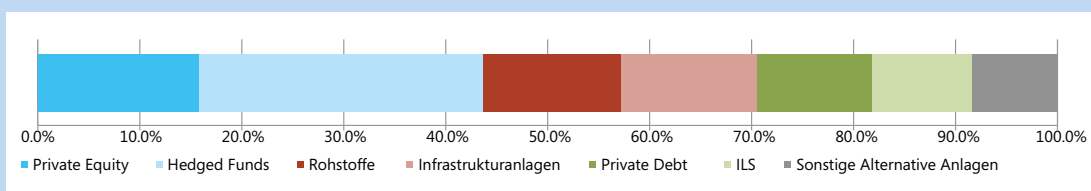
	Hist. Rendite	Hist. Risiko
Private Equity (hedged)	8.9%	14.6%
Hedge Funds (hedged)	2.9%	5.8%
Rohstoffe (hedged)	-0.2%	15.9%
ILS (hedged)	4.0%	1.8%
Private Debt (hedged)	2.5%	5.5%
Infrastruktur (hedged)	6.1%	8.6%

Häufigkeit monatlicher Renditen 1994 – 2016

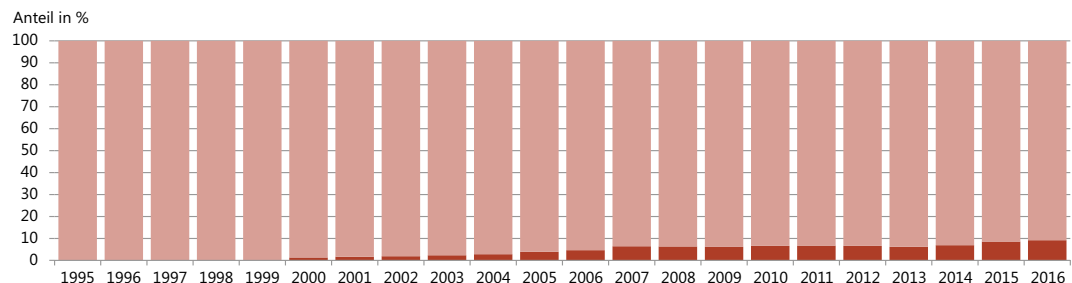


	Schiefe	Kurtosis
Private Equity (hedged)	-0.8	5.7
Hedge Funds (hedged)	-0.8	7.5
Rohstoffe (hedged)	-0.6	5.4
ILS (hedged)	-1.7	13.1
Private Debt (hedged)	-2.9	34.4
Infrastruktur (hedged)	-3.7	32.3

Aktuelle Vermögensaufteilung innerhalb der Anlagekategorie



Anteil Alternative Anlagen am Gesamtvermögen



Allgemein: Bei Private Debt handelt es sich um Unternehmensdarlehen in unkotierter Form von Kreditverbriefungen. Für den Investor steht vordergründig das Kreditrisiko, da die Darlehen meist von Unternehmen aus dem sub-Investment Grade Bereich genommen werden. Die Darlehen sind variabel verzinslich, wobei sich die Rendite aus einem Basiszinsatz (LIBOR/EURIBOR) plus einem Kreditrisiko-Aufschlag zusammensetzt. Das semi-liquide Segment der syndizierten Darlehen (Syndicated Loans, Bank Loans, Senior Loans) hat ein Volumen von rund USD 1'200 Milliarden. Der Markt ist während der letzten Jahre substanziell gewachsen, einerseits weil sich die Banken aus regulatorischen Gründen zunehmend aus dem Kreditgeschäfts-Bereich zurückgezogen haben und den Markt den institutionellen Investoren überliessen und andererseits weil der grösste Abnehmer von Loans, die CLO (Collateralized Loan Obligation) Vehikel sich nach der Finanzkrise nur langsam erholten. Das illiquide Segment bei Private Debt bezieht sich auf Direct Lending, wobei ebenfalls meist die erstrangig besicherten Darlehen (Senior Loan) im Fokus institutioneller Investoren stehen.

Historische Entwicklung und Vermögensverteilung: Beide Punkte werden auf Stufe der Alternativen Anlagen in Kapitel 4.2 ausführlich beschrieben. Bereits 11% der Alternativen Anlagen werden in Private Debt investiert respektive 1.0% des Gesamtvermögens. 2016 wurde bei Senior Loans ein überdurchschnittlich gutes Resultat erreicht. Grund dafür waren einerseits Kursanstiege und andererseits der breitgestützte Rückgang bei den Kreditrisikoaufschlägen (Credit Spreads) aufgrund der weiteren Expansion der geldpolitischen Massnahmen.

Risikoeigenschaften: Unternehmensdarlehen sind Kreditinstrumente. Die Schuldner sind branchenspezifisch vom konjunkturellen Verlauf abhängig. Deshalb ist eine hohe Diversifikation im Portfolio sinnvoll. Durch die erstrangige Besicherung der Senior Loans kann typischerweise bei einem Kreditausfall (Default) von einer höheren Rückgewinnungsrate (Recovery Rate) als bei unbesicherten Darlehen.

Ausblick: Wir gehen davon aus, dass Alternative Anlagen insgesamt und Private Debt im Speziellen weiter an Bedeutung gewinnen werden. Das Interesse von institutionellen Investoren für Private Debt ist stark wachsend und auch angebotsseitig ist ein zunehmender Wettkampf beobachtbar. Die Angebotsseite wird durch viele Neueinsteiger am Markt erhöht, die (wie viele institutionelle Neuinvestoren) zum Teil noch nicht einen ganzen Kreditzyklus miterlebt haben. Aus diesem Grund ist eine gute Managerauswahl massgeblich. Die gehandelten Preise von Senior Loans sind wieder nahezu bei pari angelangt, was das Potenzial für Kapitalerträge (zusätzlich zur Verzinsung) deutlich einschränkt. Auch die Kreditrisiko-Aufschläge sind aktuell wieder deutlich unattraktiver als sie es noch Anfang 2016 waren. Der Private Debt Markt ist von der Liquiditätsschwemme der Zentralbanken genau gleich affiziert wie die meisten anderen Anlageklassen.

6 Passivseite

Die Passivseite einer Pensionskasse besteht im Wesentlichen aus Verpflichtungen gegenüber ihren Destinatären. Was für die Kasse eine Verpflichtung ist, stellt für die Versicherten einen Anspruch dar. Während sich auf der Aktivseite sowohl Destinatäre als auch die Kasse über eine hohe «Verzinsung» (Anlagerendite) freuen, ist das Bild auf der Passivseite differenzierter.

Können Leistungsversprechen langfristig nicht durch Beiträge und Vermögenserträge finanziert werden, geht ein Teil der Leistungen zulasten der Kasse. Die Kasse schreibt in diesem Fall Verluste, womit sich ihre finanzielle Lage zusehends verschlechtert.



Beim Investieren geht es um Kontinuität.

Beim Investieren geht es um Kontinuität. Kontinuität ist heute mehr denn je der Schlüssel zum Erfolg. Unser globales Investmentteam zeichnet sich seit Jahren durch eine ausgeprägte Kultur der Zusammenarbeit aus. Investmentideen werden besprochen und immer wieder in Frage gestellt, um bessere Investmententscheidungen zu treffen, die zu besseren Ergebnissen führen.

Unsere spezialisierten Anlagefähigkeiten erstrecken sich von Aktien und Unternehmensanleihen bis hin zu Immobilien und alternativen Risikofaktorenmodellen. Finden Sie heraus, wie wir Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte in unserem Anlageprozess berücksichtigen und wie Ihnen die Zusammenarbeit mit uns den gewünschten, kontinuierlichen Erfolg bringt.



Christian Trixl
Direktor Schweiz



Für weitere Informationen +41 43 502 0300 oder columbiathreadneedle.ch

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia und Threadneedle-Unternehmensgruppe. Die Unternehmen von Columbia und Threadneedle gehören zu der führenden US Finanzdienstleistungsgesellschaft Ameriprise Financial, Inc. und zählen zusammen zu den 40 größten Vermögensverwaltungsgesellschaften der Welt (Stand: 31. Dezember 2016. Quelle: IPE „The top 400 Asset Managers“ Survey). Verwaltetes Vermögen: €414 Mrd, unter Berücksichtigung des kombinierten Anlagevolumens der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe (Stand 30. Juni 2017). Quelle: Geschäftszahlen von Ameriprise Financial für das 2. Quartal 2017. Manche Fonds sind in einigen Ländern, für manche Anleger oder von bestimmten Unternehmen nicht verfügbar. Die in diesem Dokument enthaltenen Hinweise dienen ausschließlich der Information und stellen kein Angebot und auch keine Aufforderung zum Kauf oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gelten sie als Anlageberatung oder sonstige Leistungen. Warnung: Kapitalanlagen sind mit Risiken verbunden. Da Preisschwankungen möglich sind, erhalten Sie unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Threadneedle Asset Management Limited (Registernummer: 573204). Eingetragen in England und Wales. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. 08.17 | J26372_CH

Zusammensetzung des Deckungskapitals (2002 – 2016)

Abbildung 6.1

Das Vorsorgekapital der aktiv Versicherten pendelt um die 50%-Marke.

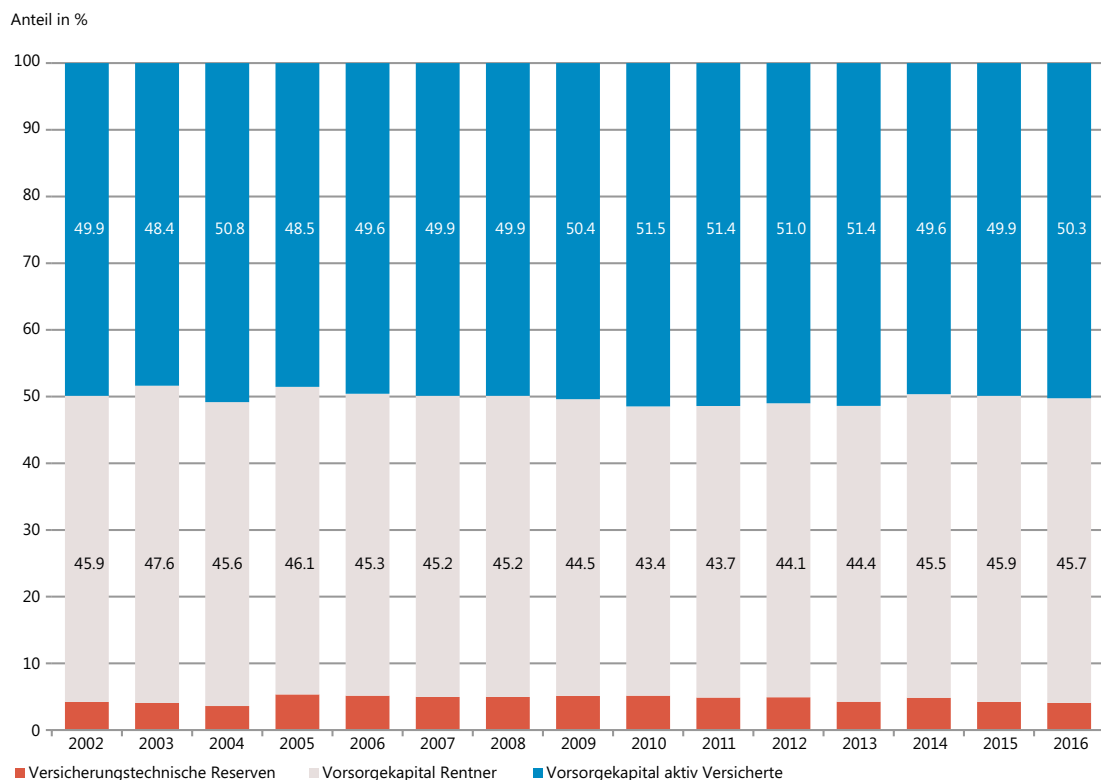
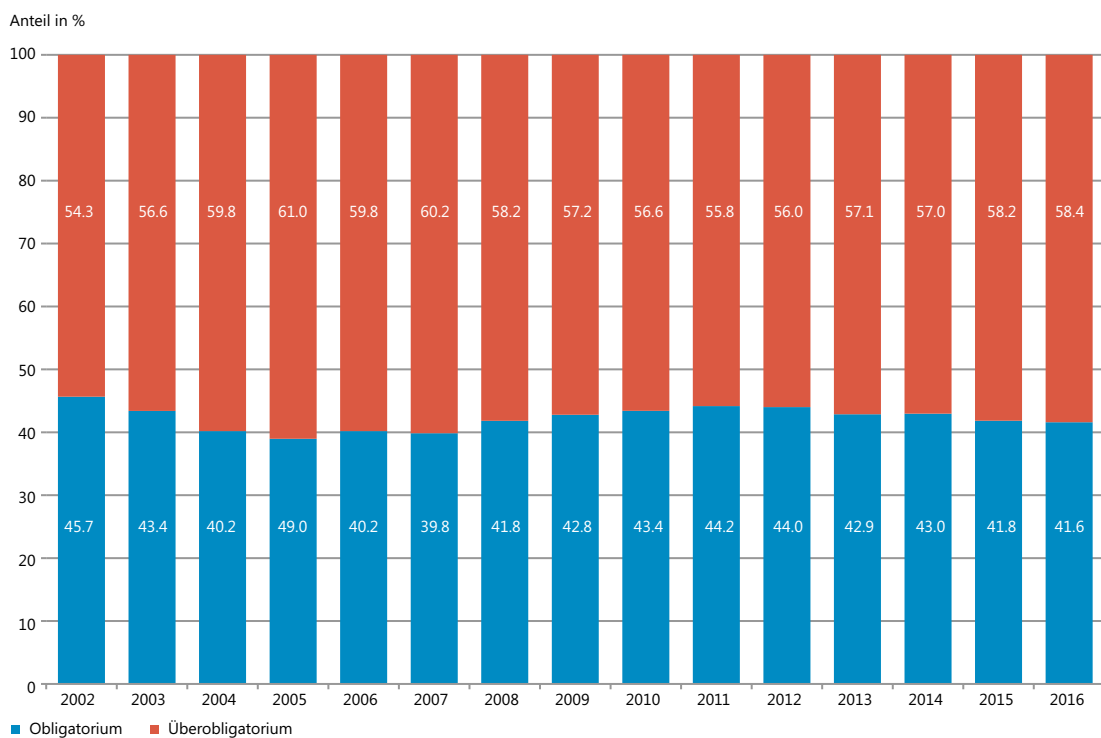
**Aufteilung des Vorsorgekapitals der aktiv Versicherten (2002 – 2016)**

Abbildung 6.2

Der obligatorische Anteil am Vorsorgekapital liegt deutlich unter 50%.



- **Die Studienteilnehmer verzeichnen weiterhin Nettokapitalzuflüsse (1.3%).**
- **Der Anteil überobligatorischer Kapitalien ist auf hohem Niveau leicht ansteigend (58.4%).**

6.1 Struktur des Deckungskapitals

Die Hauptkomponente der Verpflichtungen einer Pensionskasse stellt das Deckungskapital dar. Das Deckungskapital gibt an, wie viel Kapital versicherungstechnisch vorhanden sein muss, damit die Vorsorgeverpflichtungen erfüllt werden können. Das Deckungskapital umfasst das Vorsorgekapital der aktiv Versicherten, das Vorsorgekapital der Rentner und die versicherungstechnischen Reserven. Die prozentuale Aufteilung des Deckungskapitals zeigt Abbildung 6.1.

Per Ende 2016 entfallen 50.3% des Deckungskapitals auf das Vorsorgekapital der aktiv Versicherten, 45.7% auf das Vorsorgekapital der Rentner und 4.1% auf die technischen Reserven. Die technischen Reserven sind 2016 nochmals leicht gesunken und mittlerweile nahe dem historischen Tief. Das zeigt indirekt, dass die 2. Säule ihre technischen Grundlagen und Zinssätze angepasst hat und hierfür geäußerte Rückstellungen auflösen konnten.

Weiterhin kein prozentualer Anstieg der Rentenkapitalien erkennbar

An der prozentualen Aufteilung des Deckungskapitals insgesamt hat sich über die letzten Jahre kaum etwas verändert. Das aufgrund der demografischen Entwicklung prognostizierte Bild eines deutlichen Anstiegs des Anteils Rentenkapitalien hat sich (noch) nicht bewahrheitet. Dies ist insofern beachtlich, als dass in den letzten Jahren durch die Anpassung der technischen Grundlagen, zusätzlich Renten-deckungskapital zurückgestellt werden musste. Dieser Effekt wurde durch Zuflüsse bei den Aktiv-sparkapitalien überkompensiert. 2016 betragen die Nettozuflüsse bei den Studienteilnehmern immerhin 1.3% des Deckungskapitals. Zuflüsse können im Falle einer Unterdeckung geringfügig Sanierungen erleichtern.

Vorsorgeniveau weiterhin hoch, Spielraum für Sanierungsmassnahmen vorhanden

Sozialpolitisch ist neben der Deckung der Vorsorgeverpflichtungen auch das absolute Vorsorgeniveau von grosser Relevanz. Der Gesetzgeber hat für die Einkommenshöhe bis aktuell 84'600 CHF – im sogenannten BVG-Obligatorium – Standards definiert. Einkommen über dem BVG-Obligatorium sind im Überobligatorium versichert. Abbildung 6.2 zeigt, dass aktuell 58.4% des Vorsorgekapitals der aktiv Versicherten dem überobligatorischen Bereich zugeordnet sind. Der hohe Anteil überobligatorischer Kapitalien deutet darauf hin, dass das Vorsorgeniveau in der Schweiz (zumindest im Durchschnitt) weiterhin hoch ist. Inwieweit sich das überobligatorische Kapital auf einzelne Destinatäre verteilt, ist aus den erhobenen Daten nicht erkennbar.

Vorsorgeeinrichtungen sind in der Ausgestaltung des Überobligatoriums frei. Dadurch schafft der hohe Anteil überobligatorischer Kapitalien im Notfall Spielraum, um einfach und schnell Sanierungsmassnahmen umzusetzen. So können überobligatorische Kapitalien minder oder nicht verzinst werden – gar negative Verzinsungen sind möglich. Die Tatsache, dass während der Finanzkrise 2008 im Überobligatorium tatsächlich auch Finanzierungskosten reduziert wurden, zeigt der von 2007 bis 2011 leicht gesunkene Anteil überobligatorischer Kapitalien (von 60.2% auf 55.8%).

Der Anstieg überobligatorischer Kapitalien seit Ende 2011 liegt zumindest teilweise an den gewährten Verzinsungen, die wieder über der BVG-Mindestverzinsung liegen (→ siehe Kapitel 6.4). Daneben erhöhen aktuell viele Kassen ihre Beitragssätze und Versicherte machen Kapitaleinlagen, um Rentenkürzungen aufgrund sinkender Umwandlungssätze entgegenzuwirken. Durch diese Massnahmen fliesst zusätzlich überobligatorisches Kapital in die 2. Säule.

Verzinsung der Vorsorgekapitalien (1996 – 2017)

Abbildung 6.3

Die Verzinsungen der aktiv Versicherten liegen seit 2003 unter denen der Rentner.

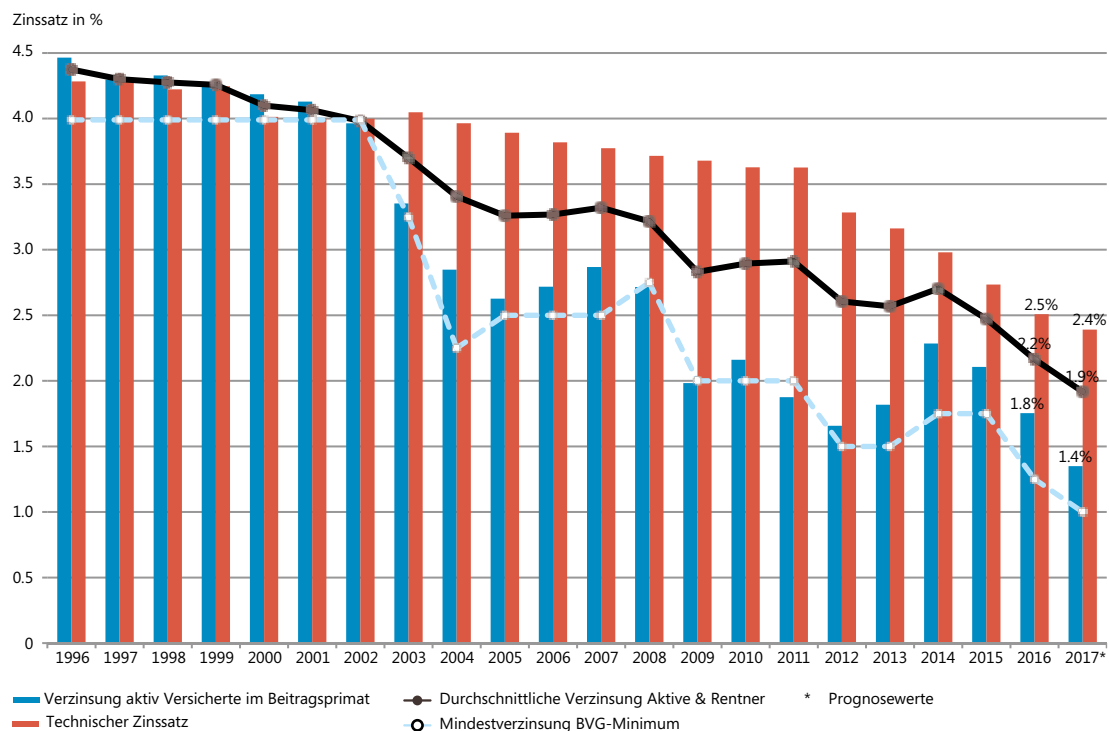
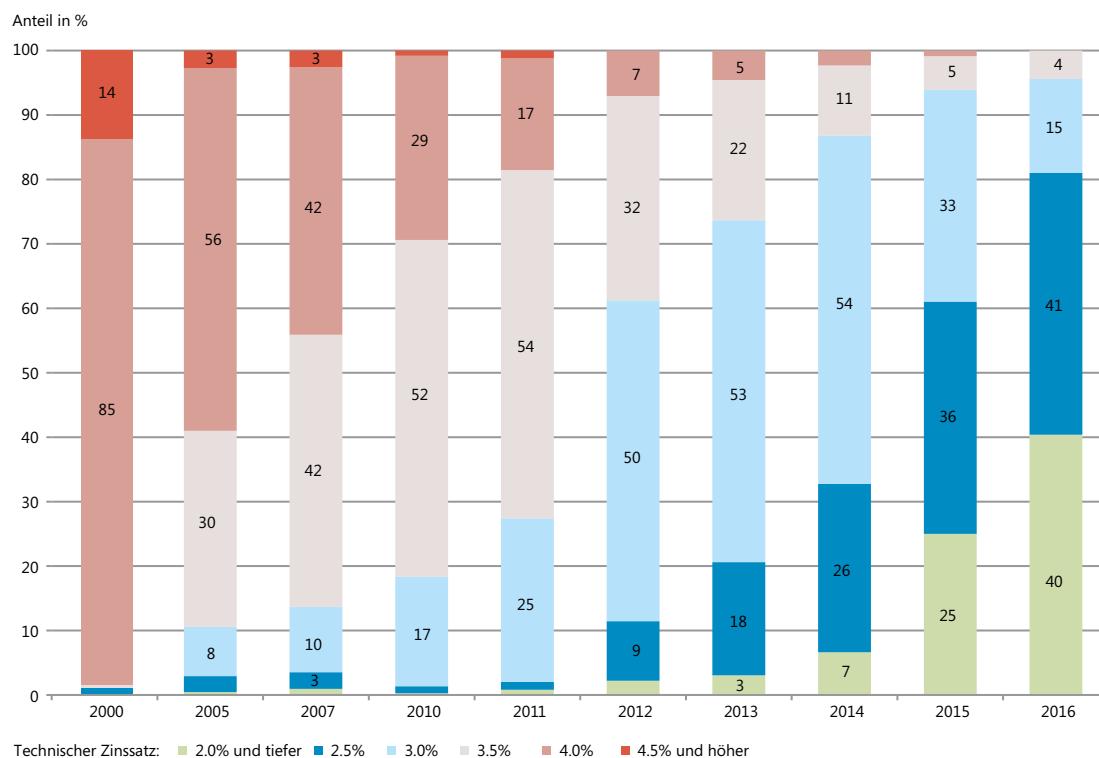
**Verteilung der technischen Zinssätze (2000 – 2016, ausgewählte Jahre)**

Abbildung 6.4

Die technischen Zinssätze liegen nur noch selten über 2.5%.



- **Rekordhohe 53% aller Kassen senken 2016 den technischen Zinssatz.**
- **Die Verzinsung der aktiv Versicherten (1.8%) liegt auch 2016 deutlich unter den technischen Zinssätzen.**

6.2 Verzinsung (und Bewertung) der Vorsorgekapitalien

Die Vorsorgekapitalien der aktiv Versicherten und der Rentner werden jährlich verzinst. Die Zinsgutschriften finanzieren einen wesentlichen Teil der Altersleistungen und bestimmen entsprechend das Vorsorgeniveau mit. Welche Verzinsungen in den letzten Jahren gewährt wurden, zeigt Abbildung 6.3.

Verzinsung der Aktivsparkapitalien sinkt um 0.3% auf 1.8%

Die grosse Mehrheit der aktiv Versicherten ist nach dem Prinzip des Beitragsprimats versichert. Die Verzinsung ihres Sparkapitals ist durch das Platzen der Dotcom-Blase (und der Reduktion der BVG-Mindestverzinsung) deutlich gesunken. Nach dem Tiefstwert von 1.7% im Jahr 2012 sind die Verzinsungen in der Folge nochmals leicht angestiegen. Seit 2014 fallen sie jedoch wieder. 2016 konnten sich die aktiv Versicherten im Durchschnitt über eine Verzinsung von 1.8% freuen.

Technischer Zinssatz als Schätzwert für zukünftige Renditen

Das Vorsorgekapital aller Rentner und das Vorsorgekapital der aktiv Versicherten im Leistungsprimat sind vom technischen Zinssatz abhängig. Während die Verzinsung der aktiv Versicherten im Beitragsprimat jährlich festgesetzt wird und dadurch schwanken kann, handelt es sich beim technischen Zinssatz um einen langfristigen Kalkulationssatz. Die Wahl des «richtigen» Satzes ist nicht einfach, da er indirekt einen Schätzwert für die zukünftige Rendite darstellt. Ob ein technischer Zinssatz letztlich «zu hoch» oder «zu niedrig» angesetzt ist, lässt sich theoretisch erst im Nachhinein bestimmen.

Wie Abbildung 6.4 zeigt, hat die Mehrheit der Pensionskassen in den letzten Jahren den technischen Zinssatz gesenkt. Allein 2016 haben 53% aller Kassen eine Anpassung der technischen Verzinsung nach unten vorgenommen. Das ist der höchste, je in der Studie gemessene Anteil. Kalkulierte 2005 noch die absolute Mehrheit mit einem technischen Zinssatz von 4.0%, kommt dieser Satz heute nicht mehr zur Anwendung. Acht von zehn Kassen rechnen mittlerweile mit einem Satz von 2.5% oder tiefer. Im Durchschnitt wurde 2016 mit einem technischen Zinssatz von 2.5% kalkuliert. Damit sank der langfristige Kalkulationssatz innert Jahresfrist um 0.2%.

Die Verzinsung des gesamten Vorsorgekapitals ist seit 2001 von 4.1% auf heute 1.9% gesunken. Die 2. Säule hat somit die Verzinsungskosten in den letzten 15 Jahren um 2.2% gesenkt.

Weitere Zinsreduktionen sind geplant

Für aktiv Versicherte prognostizieren wir für das Jahr 2017 eine Verzinsung von nur noch 1.4%. Der gesunkene BVG-Mindestzins um 0.25% auf 1.00% gibt Pensionskassen den Spielraum dazu. Je nachdem wie das Anlagejahr 2017 endet, kann der Wert noch zwischen 1.2% und 1.6% schwanken¹. Höchstwahrscheinlich aber dürfte ein neuer historischer Tiefstwert erreicht werden.

Auch beim technischen Zinssatz sind bereits weitere Absenkungen geplant. Auf Basis der Angaben ist mit einem Absinken um mindestens 0.1% zu rechnen, wodurch der durchschnittliche technische Zinssatz auf 2.4% absinken dürfte. Die prognostizierte Zinsdifferenz zwischen den aktiv Versicherten und den Rentnern (technischer Zinssatz) dürfte damit 2017 um weitere 0.1% auf 0.8% auseinandergehen.

¹ Die Verzinsungen der aktiv Versicherten werden in Kapitel 6.3 nochmal fokussiert betrachtet.

Verzinsung der Vorsorgekapitalien nach Primat (2001 – 2016)

Abbildung 6.5

Der technische Zinssatz wurde bei Kassen im Leistungsprimat verzögert reduziert.

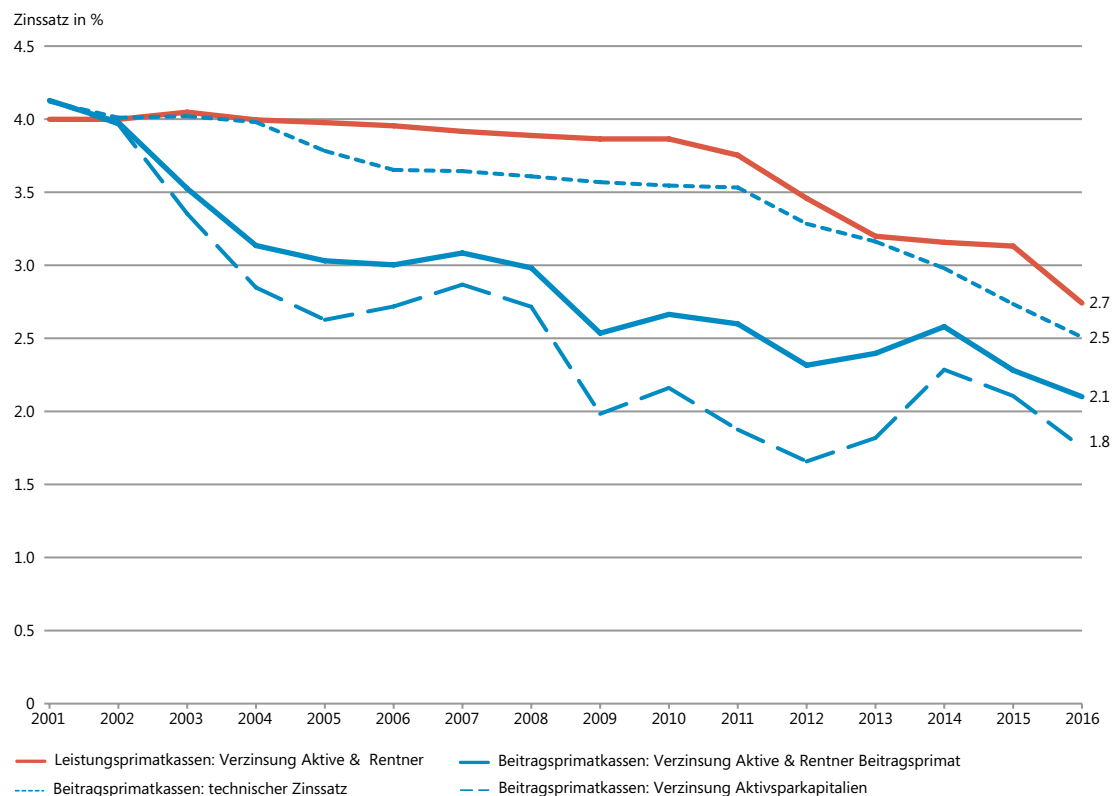
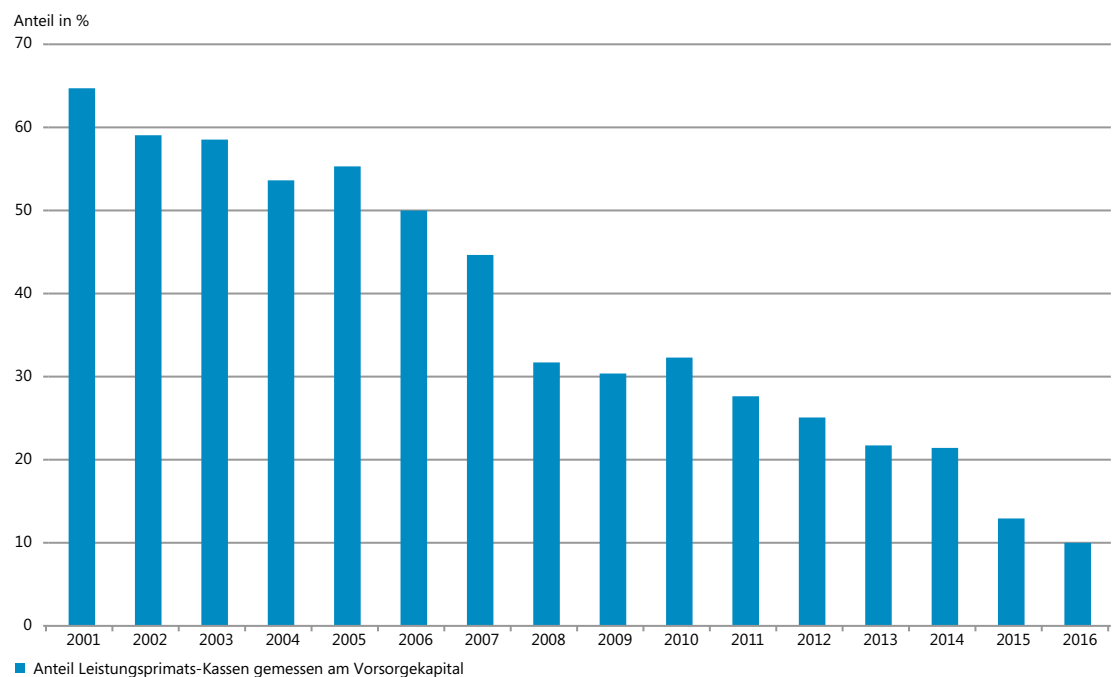
**Anteil Kassen im Leistungsprimat (gemessen am Vorsorgekapital)**

Abbildung 6.6

Jahr für Jahr vollziehen Kassen einen Wechsel ins Beitragsprimat.



Ungleichgewichte bleiben bestehen

Aus dem Verlauf der gewährten Verzinsung für aktiv Versicherte und Rentner können zwei Schlüsse gezogen werden:

- Die technischen Zinssätze weichen zusehends stärker von der gesetzlichen Vorgabe für das BVG-Minimum ab. Aufgrund aktueller technischer Grundlagen impliziert der gesetzliche Umwandlungssatz von 6.8% einen technischen Zinssatz von rund 4.7%, womit die Lücke zu den realen technischen Zinssätzen auf 2.2% angewachsen ist. Pensionskassen sind dadurch gezwungen, Pensionierungsverluste zu schreiben und/oder überobligatorisches Kapital zu einem deutlich tieferen Satz zu wandeln. Beide Wege führen zu einer Umverteilung.
- Bei Kassen im Beitragsprimat liegt die Verzinsung der Rentnerkapitalien seit 14 Jahren über derjenigen der Aktivsparkapitalien. In der aktuellen Situation findet eine (systemfremde) Quersubventionierung der Rentenbezieher zulasten der aktiv Versicherten statt. Ein schnelles Ende dieser ungleichen Verzinsung ist nicht in Sicht (→ siehe auch Kapitel 9.1).

Besondere Situation bei Kassen im Leistungsprimat und «Rentnerkassen»

Aufgrund der höheren Abhängigkeit vom technischen Zinssatz nehmen Kassen im Leistungsprimat und Kassen mit einem hohen Rentneranteil eine Sonderstellung ein. Sie sind beide in besonderem Masse vom technischen Zinssatz abhängig. Ist es aufgrund des Tiefzinsumfeldes notwendig, den technischen Zinssatz zu senken, fällt der Deckungsgrad bei diesen beiden Kassengruppen deutlich.

- **Rentnerkassen:** Bei Rentnerkassen ist aufgrund nicht vorhandener Risikofähigkeit ein zu hoch angesetzter technischer Zinssatz resp. eine Unterdeckung sehr kritisch. Rentnerkassen rechnen im Durchschnitt mit einem leicht unterdurchschnittlichen technischen Zinssatz von 1.9% und besitzen im Schnitt höhere Reserven als der Durchschnitt aller Kassen (→ siehe auch Kapitel 8).
- **Kassen im Leistungsprimat:** Im Gegensatz zu den Rentnerkassen agierten Kassen im Leistungsprimat in den letzten Jahren mit einem technischen Zinssatz, der deutlich über dem technischen Zinssatz der Kassen im Beitragsprimat lag. Nachfolgend wird dies genauer beschrieben.

Starker Rückgang des technischen Zinssatzes bei Kassen im Leistungsprimat

Der technische Zinssatz von Kassen im Leistungsprimat wurde deutlich auf 2.7% gesenkt und liegt nun nur noch 0.2% über dem technischen Zinssatz der Kassen im Beitragsprimat. Die verzögerte Anpassung dürfte darauf zurückzuführen sein, dass eine Absenkung des technischen Zinssatzes bei diesen Kassen einen grösseren Einfluss auf den Deckungsgrad nach BVV2 hat. Trotz der geringeren Differenz der beiden technischen Zinssätze sind die Finanzierungsanforderungen für Kassen im Leistungsprimat nach wie vor deutlich höher, da sie das gesamte Vorsorgekapital mit dem technischen Zinssatz verzinsen.

Primatwechsel: Das Leistungsprimat als Auslaufmodell

Das Beitragsprimat besitzt die grössere Flexibilität, um bei veränderten Rahmenbedingungen Verzinsungen zu reduzieren. Dies mag ein Grund sein, weshalb in den vergangenen Jahren zahlreiche Vorsorgeeinrichtungen einen Primatwechsel ins Beitragsprimat vorgenommen haben. Seit 2012 hat die Hälfte der damals noch im Leistungsprimat organisierten Kassen einen Wechsel zum Beitragsprimat vollzogen, während Wechsel in die andere Richtung nicht zu beobachten sind. Der Trend hat sich auch 2016 fortgesetzt. Erneut gab es Kassen mit einem Primatwechsel.

Im Teilnehmerfeld 2017 verbleiben 16 Kassen im Leistungsprimat, die aber mit CHF 52.9 Mia immer noch einen Anteil von 10.0% am gesamten Vorsorgekapital unter sich vereinen. Auch wenn Abbildung 6.8 gewisse Sample-Unterschiede beinhaltet, zeigt sie eindrücklich, wie die Bedeutung des Leistungsprimats in den letzten Jahren abgenommen hat.

- **Der Anteil des mit Generationentafeln kalkulierten Vorsorgevermögens steigt auf 44.6%.**
- **Der Umwandlungssatz dürfte innerhalb der nächsten 5 Jahre auf 5.45% sinken.**

6.3 Weitere Parameter für die Bewertung

Neben dem technischen Zinssatz sind noch weitere Parameter für die Bewertung von Vorsorgekapitalien wichtig. Wie in Kapitel 2.4 bereits einleitend beschrieben wurde, sind Pensionskassen neben dem gesunkenen Zinsumfeld auch mit der steigenden Lebenserwartung konfrontiert.

Der Trend geht zu Generationentafeln

Während 2014 (Beginn der Datenerfassung) etwa jede fünfte Kasse mit Generationentafeln gearbeitet hat, ist es nur zwei Jahre später bereits jede dritte Kasse. Kapitalgewichtet zeigt sich der Trend zu Generationentafeln noch deutlicher. Der Anteil Kapital, der nach Generationentafeln bewertet wird, steigt von 25.0% auf aktuell 44.6%.

Anders als bei der Periodentafel berücksichtigt die Generationentafel die aktuelle Sterblichkeit einer

	Anzahl	Kapitalgewichtet
2015	22.9%	25.0%
2016	29.4%	36.4%
2017	36.9%	44.6%

Anteil Generationentafeln

Tabelle 6.1

Generation sowie die zukünftige Sterblichkeitsabnahme. Das bilanzierte Vorsorgekapital der Rentner ist daher höher als bei der Periodentafel. Periodentafeln werden aus diesem Grund in der Regel durch technische Rückstellungen verstärkt².

Ebenfalls ist zu beobachten, dass Pensionskassen zeitnah auf aktuelle Grundlagen wechseln.

Der Anteil an den neusten statistischen Erhebungen (BVG2015 und VZ2015) macht kapitalgewichtet bereits 53% aus.

Effektive Umwandlungssätze sinken unter 6%

Die tatsächlich angewendeten Umwandlungssätze wurden in den letzten Jahren ebenfalls reduziert. Während im Vorjahr der (umhüllende) Umwandlungssatz auf das Gesamtvermögen noch 6.13% betragen hat, liegt er 2017 mit 5.92% unter der 6%-Marke. Für das Jahr 2022 geben Pensionskassen mit 5.45% einen nochmals um knapp 0.5% tieferen, geplanten Umwandlungssatz an. Einschränkend muss angemerkt werden, dass Pensionskassen beim Umwandlungssatz nicht frei sind, sondern im Obligatorium an einen hohen gesetzlichen Satz von 6.8% gebunden sind. Sollte dieser Wert in der Volksabstimmung gekippt werden, so ist davon auszugehen, dass auch der geplante Wert nochmals nach unten korrigiert wird.

Der Umwandlungssatz fließt indirekt in die Bewertung der Vorsorgekapitalien mit ein, da technische Rückstellungen gebildet werden müssen, wenn der angewendete Umwandlungssatz über dem aktuarisch korrekten Umwandlungssatz liegt. Der aktuarisch korrekte Umwandlungssatz lässt sich aus den techni-

Umhüllender Umwandlungssatz (kapitalgewichtet)	
2016	6.13
2017	5.92
2022	5.45

Umwandlungssätze

Tabelle 6.2

schen Grundlagen und dem technischen Zinssatz bestimmen. Für das später in Kapitel 8 verwendete Parametertripel (BVG2015, Generationentafel, technischer Zinssatz = 2.25%) liegt der aktuarisch korrekte Umwandlungssatz bei 5.04% und damit deutlich tiefer als der aktuell verwendete.

² In Kapitel 8 werden alle diese Parameter mit eingerechnet. Das Ziel ist eine möglichst vergleichbare Bewertung um die tatsächliche Deckungsgradsituation der Pensionskassen zu analysieren.

Bei
US-Anlagen
ganz vorn.

Schon seit
14 Präsidenten ...

80
JAHRE
US-ANLAGEN



Seit unserer Gründung 1931 wollen wir vor allem eins: überdurchschnittliche Erträge für unsere Kunden – unabhängig von Politik und Konjunktur. Deshalb haben uns unsere Kunden US-Anlagen im Wert von 964,6 Mrd. Dollar anvertraut¹ und uns zu einem der grössten Assetmanager für amerikanische Wertpapiere gemacht.

Mehr über unsere Strategien für amerikanische Aktien und Anleihen finden Sie unter **thecapitalgroup.ch**

Weitere Informationen erhalten Sie bei:

Fabian Wallmeier
Managing Director Institutional Switzerland
Capital International Sàrl
Claridenstrasse 41
CH - 8002 Zürich

+41 44 567 80 13 Direct
+41 79 540 99 44 Mobile
Fabian.Wallmeier@capgroup.com

Die Unternehmen der Capital Group managen Aktien in drei Einheiten, die ihre Anlageentscheidungen autonom treffen und unabhängig voneinander auf Hauptversammlungen abstimmen. Die Anleihespezialisten sind für das Anleiheresearch und das Anleihemanagement im gesamten Unternehmen verantwortlich. Bei aktienähnlichen Anleihen werden sie aber ausschliesslich für eine der drei Einheiten tätig.

1 Stand 31. März 2017. Quelle: Capital Group

NUR FÜR QUALIFIZIERTE INVESTOREN

Dieses Dokument wurde von Capital International Sàrl, einem von der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen, erstellt. Capital International Sàrl ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschliesslich an qualifizierte Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Massnahmen, um Informationen aus Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung. © 2017 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

Verteilung der Verzinsung der Aktivkapitalien (2008 – 2016)

Abbildung 6.7

Knapp 6 von 10 Kassen verzinsen die Sparkapitalien 2016 höher als es der BVG-Mindestzins verlangt.

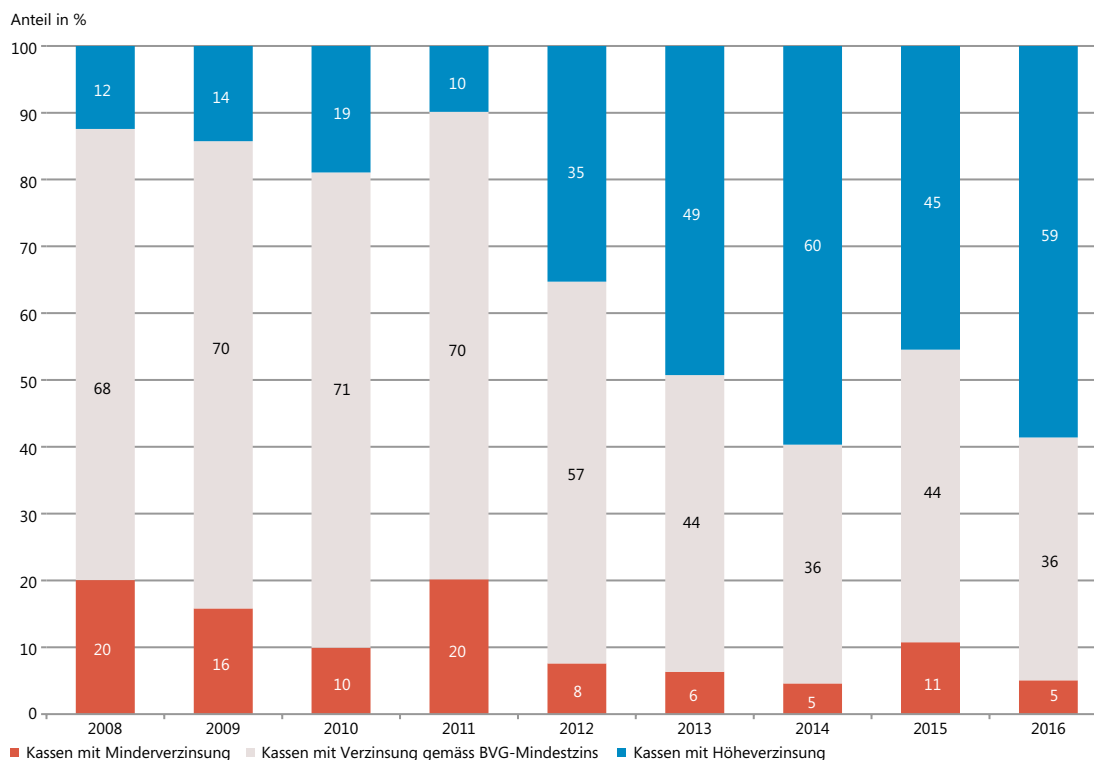
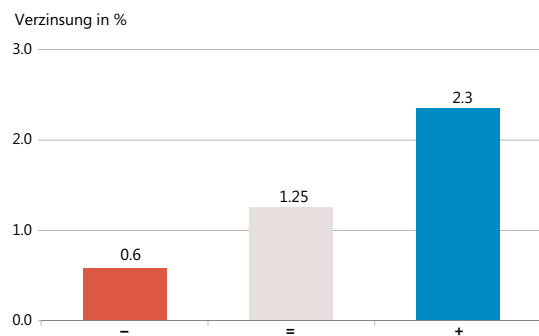
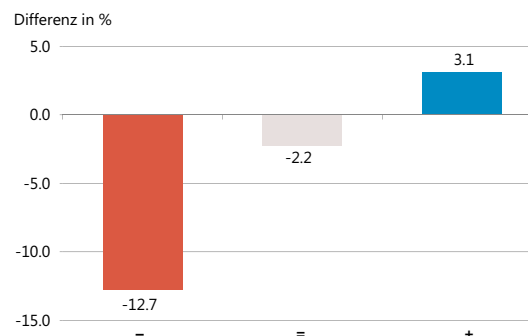
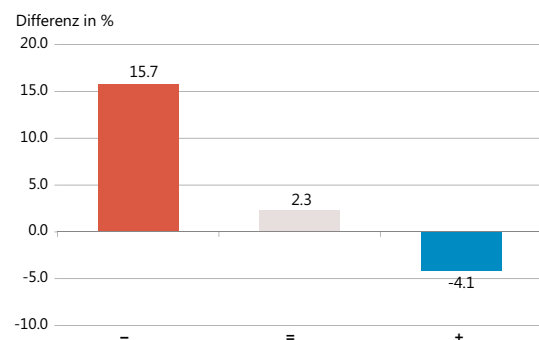
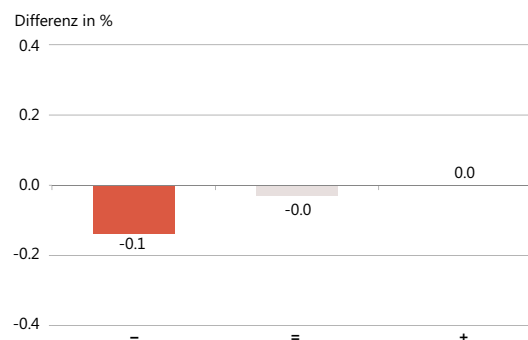
**Analyse der drei «Verzinsungsgruppen»**

Abbildung 6.8

Deckungsgrad und Altersstruktur beeinflussen die Verzinsung der Sparkapitalien.

Verzinsung Aktivsparkapitalien**Deckungsgrad (Abweichung zum Durchschnitt)****Anteil Rentnerkapital (Abweichung zum Durchschnitt)****Erzielte Anlagerendite (Abweichung zum Durchschnitt)**

■ Kassen mit Minderverzinsung (-) ■ Kassen mit Verzinsung gemäss BVG-Mindestzins (=) ■ Kassen mit Höheverzinsung (+)

- **59% aller Kassen haben höher verzinst, als es das BVG-Minimum vorsieht (5% tiefer).**
- **40% aller Kassen haben höher oder gemäss dem eigenen technischen Zinssatz verzinst (Vorjahr: 25%).**

6.4 Verzinsung bei den aktiv Versicherten im Fokus

Kapitel 6.2 hat beschrieben, wie die absolute Höhe der Verzinsung gesunken ist. Abbildung 6.5 geht nun der Frage nach, inwieweit die Verzinsung relativ zur BVG-Mindestverzinsung ausgefallen ist.

Sechs von zehn Kassen verzinsen höher als es das BVG-Minimum verlangt

Abbildung 6.5 zeigt, dass während und nach der Finanzkrise 2008 die Mehrheit die BVG-Mindestverzinsung gewährte. Mit den hohen Anlagerenditen der vergangenen Jahre und der Reduktion der BVG-Mindestverzinsung haben nun immer mehr Kassen eine Höherverzinsung vorgenommen. Nachdem 2015 noch 45% aller Kassen Gutschriften über der Mindestverzinsung gesprochen haben, sind es 2016 immerhin 59%. Der Anstieg ist jedoch vollumfänglich auf die Reduktion der Mindestverzinsung von 1.75% auf 1.25% zurückzuführen. Eine Verzinsung über 1.75%, also dem BVG-Mindestzins 2015, gewährten dieses Jahr nur noch 7%, nachdem es 2015 noch 45% waren.

Vier von zehn Kassen haben 2016 gemäss ihrem technischen Zinssatz oder höher verzinst. Im Vorjahr waren es 25%. Allgemein kann festgestellt werden, dass die Kassen bemüht sind, Verzinsungen über der BVG-Mindestverzinsung zu gewähren. Voraussetzung ist jedoch, dass es der Deckungsgrad zulässt und im entsprechenden Jahr der jeweilige Anlageertrag erwirtschaftet wurde.

Auch acht Jahre nach der Finanzkrise und einem rekordtiefen BVG-Mindestzinssatz verbleiben Kassen mit einer Minderverzinsung. Im 2016 sind dies immerhin noch 5%. Die Verzinsung dieser Teilgruppe liegt 2016 im Schnitt bei 0.6% und damit deutlich unter der Durchschnittsverzinsung von 1.8%.

Versichertenstruktur ist ein wichtiger Faktor für eine Minderverzinsung

Weitergehende Analysen zeigen, dass eine Minderverzinsung mit einem tiefen Deckungsgrad und oft in Verbindung mit einem überdurchschnittlichen Rentneranteil einhergeht. Abbildung 6.6 stellt die Resultate exemplarisch für das Jahr 2016 dar. Die Kassen mit einer Minderverzinsung hatten einen um 12.7% tieferen Deckungsgrad. Kassen mit einer Höherverzinsung besaßen hingegen einen um 3.1% höheren Deckungsgrad als der Durchschnitt. Grosse Differenzen sind beim Anteil Rentnerkapitalien zu beobachten: Kassen mit einer Minderverzinsung besitzen einen um 15.7% höheren Rentneranteil als der Durchschnitt. Zu betonen ist, dass tiefe Verzinsungen nicht in Zusammenhang mit tiefen Anlagerenditen stehen. Die Renditen liegen bei den drei Gruppen über Jahre nahe beisammen.

Das Ziel einer paritätischen Verzinsung zwischen aktiv Versicherten und Rentnern ist somit besonders durch die Versichertenstruktur in Verbindung mit den gewährten (zu hohen) Leistungen der Rentnergeneration gefährdet. Plakativ zusammengefasst: Fressen die Leistungen der Rentner den gesamten Vermögensertrag auf, bleibt für die Arbeitnehmer nur mehr die Minderverzinsung.

7 Führungsverantwortung in einem anspruchsvollen Umfeld

Die Komplexität der Aufgaben im obersten Führungsgremium hat für 96% der Kassen zugenommen. Viele sind überzeugt, dass eine Versicherung für Haftungsfragen nötig sei und empfinden die Tätigkeit des Regulators sowie der Aufsicht als nicht zweckmässig.

Im diesjährigen Sonderthema gehen Thomas Breitenmoser und Oliver Gmünder den brennendsten Fragen und Verantwortlichkeiten des obersten Organs vor dem Hintergrund der zahlreichen aktuellen Herausforderungen nach.



In der Welt von morgen brauchen Sie neue Strategien, um attraktive Renditen zu erzielen

Setzen Sie auf Alternative Debt-Lösungen

Das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld könnte sich bald ändern. Deshalb sollten Sie sich als Investor Gedanken machen, wie Sie Ihre Kreditportfolios weiter diversifizieren und auf die Zukunft ausrichten können. Wir bieten eine grosse Bandbreite an Alternative-Dept-Lösungen (CLO und Senior Loans) und helfen Ihnen gerne beim Aufbau solider, massgeschneiderter Portfolios, die Ihren Bedürfnissen und Risikoprofilen entsprechen.

Erfahren Sie mehr über unsere Alternative-Debt-Strategien.

investedintomorrow.com/institutional/ch

+41 58 360 79 00

insticlientservice_CH@axa-im.com

Führungsverantwortung in einem anspruchsvollen Umfeld

Wir bedanken uns bei allen Pensionskassen, welche an der Befragung teilgenommen haben und damit einen wertvollen Beitrag zur Complementa Risiko Check-up Studie 2017 und dem Verständnis der Führungskultur in Schweizer Vorsorgeeinrichtungen geleistet haben.

Bedeutung im Kontext des Zeitgeschehens

Durch die intensiven Diskussionen zur «Altersvorsorge 2020» und dem Bundesgerichtsentscheid zur Verantwortlichkeit des obersten Organs von Vorsorgeeinrichtungen sind die Aufgaben und die Verantwortung, welche der Stiftungsrat wahrnimmt und trägt, wieder vermehrt ins Zentrum gerückt. Aus diesem Anlass beschäftigt sich das Sonderthema des diesjährigen Risiko Check-up mit der Verantwortung des Führungsgremiums vor dem Hintergrund des herausfordernden Umfelds, in dem sich die Pensionskassen derzeit bewegen.

Methode und Datengrundlage

Die folgenden Ausführungen beruhen auf der Auswertung und Analyse eines standardisierten Fragebogens von 40 Fragen zu den Bereichen Organisation, Entscheidungsprozesse, Herausforderungen und Meinungen. Gesamthaft wurden durch Stiftungsratspräsidenten und Geschäftsführer 102 ausgefüllte Fragebogen retourniert. Da einzelne Teilnehmer bestimmte Fragen nicht beantwortet haben, ergeben sich für einige Fragen unterschiedliche Grundgesamtheiten.

Die Auswertung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie erlaubt aber nach Auffassung der Complementa aufgrund der Antworten von Kassen aller Grössen und einer kumulierten Gesamtbilanz von CHF 160 Mia. durchaus einen repräsentativen Charakter.

Ansprüche an die Verantwortlichen

Zu den unübertragbaren Aufgaben des obersten Organs gehören die Organisation der Vorsorgeeinrichtung, die Bestimmung der Grundsätze, Ziele sowie Mittel zu eben derer Erfüllung. Der Stiftungsrat ist somit für die finanzielle Stabilität und die Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben der Vorsorgeeinrichtung gleichermassen verantwortlich. Diese Pflicht wird durch die Haftung der Verantwortlichen im Gesetz nochmals explizit unterstrichen^{1,2}.

Das oberste Gremium kennt eine Vielzahl von Stellschrauben zur Steuerung einer Pensionskasse, sowohl auf der Passiv- als auch der Aktivseite der Bilanz. Bedingt durch die Tatsache, dass der Gesetzgeber aber eine Vielzahl von Vorgaben macht, ist dieser Spielraum bereits von Beginn weg beschnitten. Dazu gesellen sich die Erwartungen und Ansprüche der Versicherten, wodurch sich die Verantwortlichen in ihren Entscheiden in einem andauernden Spannungsfeld befinden.

Die Herausforderungen in der Vermögensverwaltung der letzten Jahre, insbesondere im Tiefzinsumfeld gründend, hinterliessen denn auch bei einer Vielzahl von Stiftungen ihre Spuren. Auf der Aktivseite bauen die Pensionskassen den Anteil festverzinslicher Anlagen zugunsten von Sachwerten und Alternativer Investments ab. Auf der Passivseite werden Umwandlungssätze und technische Zinssätze herabgesetzt, um die Finanzierungsanforderungen zu senken. Die Reduktion des technischen Zinssatzes führt zu einer Neubewertung der Vorsorgekapitalien, wodurch der Deckungsgrad sinkt. In den letzten fünf Jahren sind hier grosse Anpassungen vorgenommen worden, der durchschnittliche technische Zinssatz sank um über einen Prozentpunkt auf heute 2,5%. Dadurch ist der Deckungsgrad weniger stark angestiegen, als es die Anlageerträge der letzten Jahre hätte vermuten lassen (→ siehe auch Kapitel 6).

¹ Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge BVG, Art. 51a & Art. 52, Fassung vom 1. Januar 2017

² Auch eine ausservertragliche Haftung nach Art. 41 OR ist möglich respektive zulässig, vgl. «Pensionskassen-Governance», B. Brandenberger und M. Hilb, 2008 Verlag Neue Zürcher Zeitung

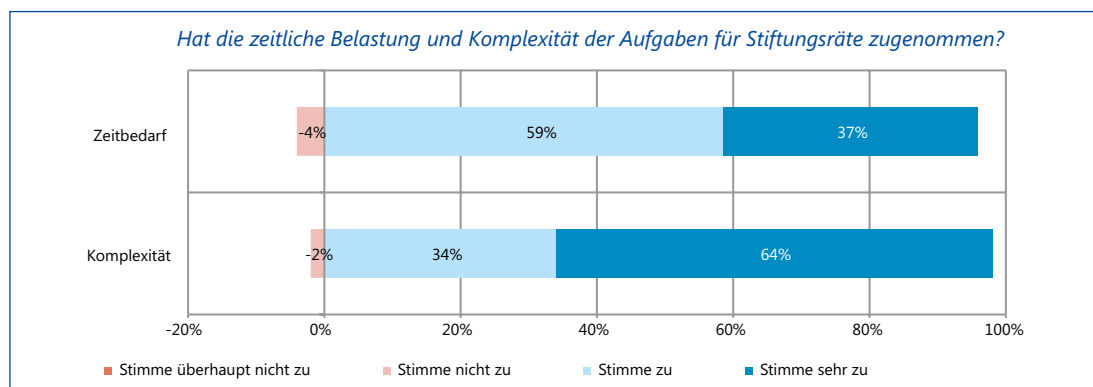
Führungsorganisation in der Praxis

Die durchschnittliche Anzahl Mitglieder eines Stiftungsrats beträgt rund acht Personen, wobei ersichtlich wird, dass mit steigender Grösse einer Vorsorgeeinrichtung auch die Anzahl Stiftungsratsmitglieder ansteigt. Dieser Zusammenhang kann auch auf Kassen mit einer Anlagekommission übertragen werden, wobei dieses Gremium im Schnitt etwa halb so viele Mitglieder hat wie der Stiftungsrat. Auffallend ist jedoch, dass kleinere Pensionskassen (<200 Mio.) eher dazu neigen, alle Aufgaben und Entscheide im Stiftungsrat zu treffen und auf eine Anlagekommission zu verzichten (38%). Erfahrungsgemäss ist das Vermögen kleinerer Kassen aber oft auch einfacher strukturiert, weshalb nicht notwendigerweise eine Anlagekommission installiert werden muss.

Grösse	Anteil PK's mit AKO	Ø Mitglieder		Ø Sitzungen pro Jahr		Ant. ungepl. Sitzungen	
		SR	AKO	SR	AKO	SR	AKO
Total	83%	8.1	4.3	4.7	5.6	26%	23%
S (< 200 Mio.)	62%	6.2	3.8	4.2	4.9	29%	39%
M (200-800 Mio.)	95%	7.6	4.2	4.6	4.9	26%	29%
L (>800 Mio.)	91%	10.1	4.8	5.3	6.8	23%	13%

Grosse Kassen (>800 Mio.) mit erfahrungsgemäss komplexeren Vermögensstrukturen und Umsetzungen haben deshalb meist eine Anlagekommission eingerichtet, um die jederzeit anfallenden Herausforderungen meistern und Entscheidungen treffen zu können (91%). Der fortgeschrittene Organisationsgrad bei grossen Kassen drückt sich auch durch die tendenziell höhere Sitzungsfrequenz, aber auch durch einen festen Sitzungsrhythmus aus, wohingegen kleinere Kassen zweckdienlich mehr auf Sitzungen im Bedarfsfall setzen.

Bei mittleren und grösseren Kassen sprechen die Einsetzung einer Anlagekommission und der rund zweimonatliche respektive vereinzelt sogar monatliche Sitzungsrhythmus im Stiftungsrat für eine starke Organisation (mittelgrosse respektive grosse Kassen). Somit kann der Grad der Professionalisierung im Vorsorgebereich durchaus mit der Grösse einer Pensionskasse verknüpft werden. Diese These wird gestützt durch explizite Hinweise in den Fragebögen von Exponenten und Studienteilnehmern kleinerer und mittlerer Pensionskassen, dass die «kritische Grösse» einer Pensionskasse, mitunter bedingt durch die zunehmende Regulierung, kontinuierlich ansteige und die knappen personellen Ressourcen sowie das mangelnde Knowhow eine wachsende Herausforderung in der professionellen Führung darstellen.



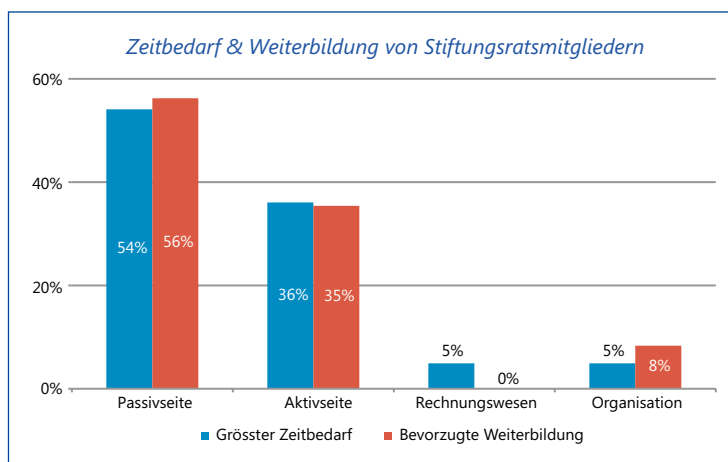
Rund 96% der Studienteilnehmer bejahen zudem, dass die zeitliche Belastung für Stiftungsräte grösser geworden ist. Überwiegend befassen sich die Verantwortlichen mit den Herausforderungen der Passivseite, wobei die Herausforderungen für die Verantwortlichen im Asset Management in der Bedeutung abgenommen haben; Fragen zur Organisation und dem Rechnungswesen spielen im Führungszirkel eine untergeordnete Rolle.

Weiterbildung

Wichtiger Bestandteil der Organisation zur Erfüllung der Aufgaben und Pflichten ist die Weiterbildung der Gremiumsmitglieder. Die befragten Pensionskassenvertreter sind mit 98% fast ausnahmslos der Meinung, dass ihre Aufgaben in den letzten Jahren an Komplexität zugenommen haben. Dies unterstreicht das Bedürfnis und die Notwendigkeit, die Verantwortlichen kontinuierlich weiterzubilden und ajour zu halten.

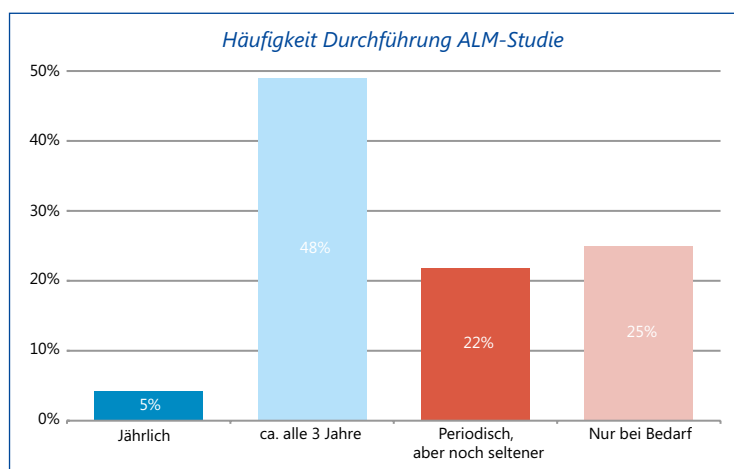
Die Herausforderungen und der grosse Zeitbedarf von Passiv- und Aktivseite wieder spiegeln sich direkt in den

durchgeführten Weiterbildungen für Führungsverantwortliche. Im Durchschnitt – unabhängig von der Grösse – werden 1.4 Mal im Jahr Weiterbildungen durchgeführt. Rund die Hälfte der Vorsorgeeinrichtungen führen Workshops durch, in welchen mehrere oder alle der obigen Themen gleichzeitig abgedeckt werden.



Asset- und Liability Management

Ausgehend von den vorgenannten Herausforderungen für die Stiftungsräte, insbesondere auf der Passiv- und Aktivseite, zeigt sich, dass sich bei der Mehrheit der Vorsorgeeinrichtungen eine periodi-



sche Abstimmung der Anlagestrategie auf die Leistungsziele, Risikofähigkeit und Risikobereitschaft im Sinne einer Asset- und Liability Management Studie durchgesetzt hat. Ein Viertel der befragten Kassen kennt aber keine systematische Überprüfung und Abstimmung ihrer Verpflichtungen mit der Strategie. Hierbei handelt es sich fast ausschliesslich um Kassen kleiner und mittlerer

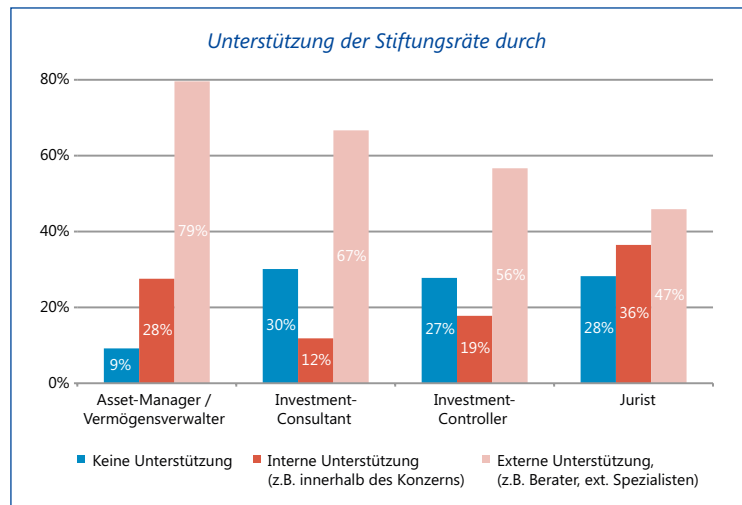
Grösse, worin sich wiederum der Einfluss der Grösse auf den Organisationsgrad ausdrückt. Der hohe Anteil überrascht insofern, als dass die «periodische Überprüfung der mittel- und langfristigen Übereinstimmung zwischen der Anlage des Vermögens und den Verpflichtungen» gesetzlich³ vorgeschrieben wäre.

Auch ökonomisch betrachtet, ist die Anlagestrategie von herausragender Wichtigkeit, bestimmt sie laut empirischen Studien doch 80 bis 90% der erwirtschafteten Erträge. Durch potentielle Finanzierungsrisiken im aktuellen Tiefzinsumfeld und neue Anlagemöglichkeiten wird die Anlagestrategie zudem nochmals in den Fokus gerückt. Die Festlegung der Anlagestrategie gehört zu den zentralen Führungsaufgaben des Stiftungsrates und ist nicht stiefmütterlich zu behandeln. Bei einer sehr unregelmässigen und seltenen Überprüfung der Strategie, wird auch aus ökonomischer Sicht dieser Führungsaufgabe möglicherweise nicht die gebührende Wichtigkeit zugeschrieben.

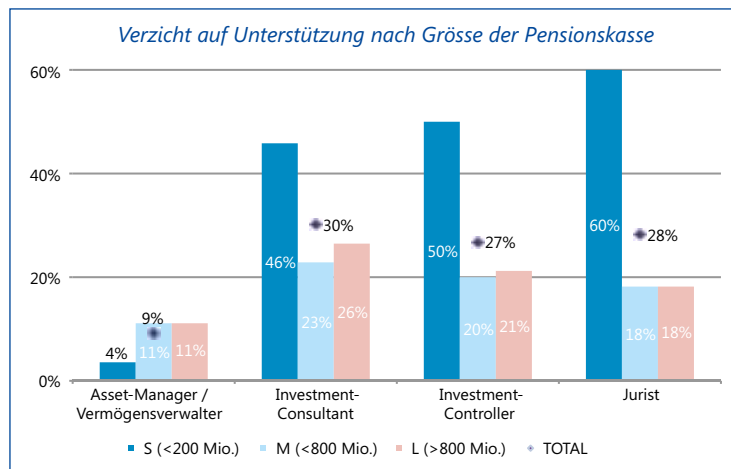
³ Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge BVG, Art. 51a, Fassung vom 1. Januar 2017

Unterstützung der Verantwortlichen

Die Führungsverantwortlichen nehmen zur Erfüllung ihrer Aufgaben und Pflichten die Unterstützung von Spezialisten aus verschiedenen Fachbereichen an. Aus den Umfrageergebnissen geht hervor, dass die Verantwortlichen die aktivseitigen Fragestellungen und Tätigkeiten nur bedingt durch Angestellte der Pensionskasse ausführen lassen und tendenziell an qualifizierte Experten weitergeben. Mehrheitlich werden diese Aufträge an Fachleute ohne direkten Bezug zur Pensionskasse oder dem Mutterhaus vergeben: nur zu einem geringen Teil können die Verantwortlichen möglicherweise überhaupt auf Ressourcen der Stifterfirma oder des Konzerns zurückgreifen (interne Unterstützung zwischen 12% und 36%).



Deutlich zeigt sich die Aufgabenteilung im Asset Management, welches bei 4 von 5 Kassen teilweise oder gänzlich extern ausgeführt wird. Einige Pensionskassen setzen auf Kombinationen, wobei ausge-



wählte Vermögenswerte und Anlageklassen durch die Pensionskasse selbst, andere wiederum durch externe Asset Manager verwaltet werden. Auf die unabhängige und kritische Überwachung der Manager durch Investment-Consultants/Controller verzichtet rund ein Drittel der befragten Pensionskassen gänzlich. Eine Kombination von internem und externem

Investment-Consulting/Controlling lässt sich aber auch in der Überwachung der Asset Manager durch einige wenige Kassen ausmachen. Ausgeglichener präsentiert sich die in Anspruch genommene Unterstützung bei juristischen Fragestellungen, welche nur geringfügig von externen Beratern dominiert ist, wobei auch in dieser Hinsicht, möglicherweise in Abhängigkeit der Fragestellung, Kombinationen von in- und externer Hilfe gewählt werden.

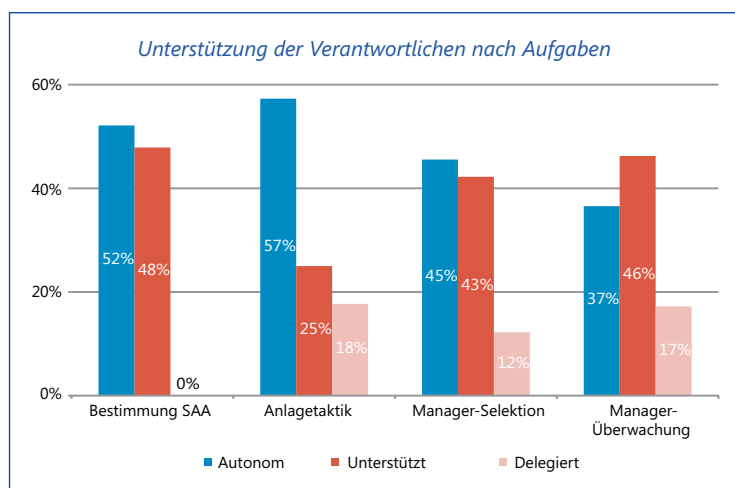
Interessant ist die Erkenntnis, dass insbesondere kleine Pensionskassen auf Unterstützung verzichten, unabhängig davon ob diese in- oder extern in Anspruch genommen werden würde. Abgesehen von der Vermögensverwaltung sind die Verzihtsquoten deutlich höher als bei Vorsorgeeinrichtungen mit Vermögen von mehr als CHF 200 Mio.

Unterstützung nach Themen-/Aufgabenbereich

Nebst der Frage durch wen die Unterstützung der Verantwortlichen erfolgt, wurde auch untersucht, wie und in welchen Themenbereichen mit Bezug zur Aktivseite Expertise nachgefragt wird oder Entscheide sogar gänzlich delegiert werden.

Drei Viertel der Vorsorgeeinrichtungen führen periodisch eine ALM-Studie durch. Die eigentliche Optimierung und Anpassung der künftigen Anlagestrategie erfolgt jedoch nur in jedem zweiten Fall mit externer fachlicher Unterstützung. Daher stellt sich die Frage, ob das (risiko- und verpflichtungs-betrachtet) *mögliche* Renditepotenzial auch in jedem Fall ausgeschöpft wird. Dies ist insofern von Bedeutung, als dass unterschiedliche wissenschaftliche Untersuchungen zum Schluss kommen, dass ein signifikanter Anteil des Anlageerfolgs auf die gewählte Anlagestrategie zurückgeführt werden kann (und der Erfolg über die Jahre kumuliert). Die Streuung der Renditeperspektive⁴ für die über 100 Kassen des Sonderthemas ist dementsprechend gross und reicht von +0.38% bis zu +3.12%.

Akzentuiert wird dieser Kontrast weiter durch die Ausgestaltung der Anlagetaktik, wobei diese Entscheidung mehrheitlich bei den Verantwortlichen im Stiftungsrat oder der Anlagekommission verbleiben und nur in geringer Masse an Asset Manager delegiert werden (57% gegenüber 18%); wobei aber beide Ansätze Risiken beinhalten. Falls die Entscheidung autonom getroffen werden, können aufgrund der (oft) quartalsweisen Sitzungen und allfälliger Verschleppungen im Meinungsbildungsprozess Entscheidung teils nur zeitverzögert gefällt und umgesetzt werden, was sich nachteilig auf das Ergebnis auswirken kann. Die Delegation der Anlagetaktik an einen Asset Manager beinhaltet aber andererseits das Risiko, dass dieser das Anlageergebnis ebenso nicht zu verbessern vermag, *trotz* zeitnaher Entscheidung und Umsetzungen. Die Gesamtverantwortung lastet letztlich auf dem Stiftungsrat, welcher im Bewusstsein dieser Konflikte einen Entscheid zu Gunsten Autonomie, Delegation oder Unterstützung fällen muss.



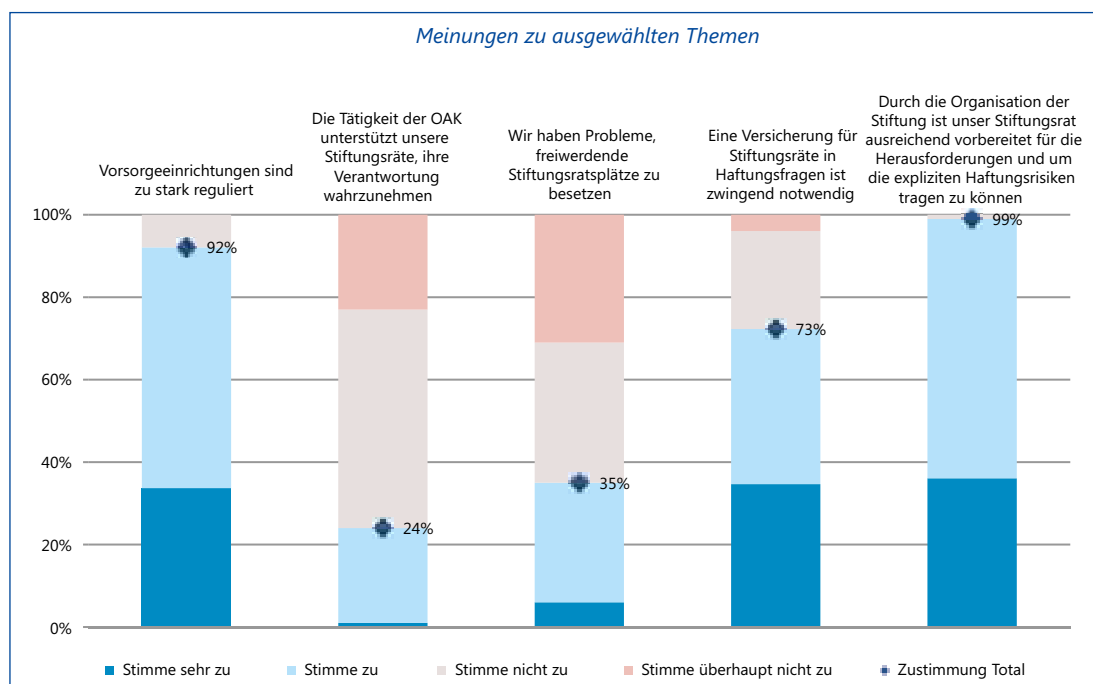
Im Rahmen der Umsetzung der Strategie lässt sich hingegen bereits eine stärkere Professionalisierung erkennen: In der Selektion der Asset Manager setzt ein Grossteil der Pensionskassen auf Unterstützung (43%) oder die Delegation (12%) im Auswahlprozess geeigneter Vermögensverwalter. Bereits etwas stärker etabliert ist ein systematisches «Monitoring» durch externe Experten – die

kritische Überwachung der Asset Manager in der Strategieumsetzung; bereits knapp zwei Drittel lassen sich hierbei professionell unterstützen (46%) respektive haben dies delegiert (17%). Entscheidung über allfällige Anpassungen in Strategie, Taktik oder Asset Management verbleiben aber in jedem Fall beim Stiftungsrat.

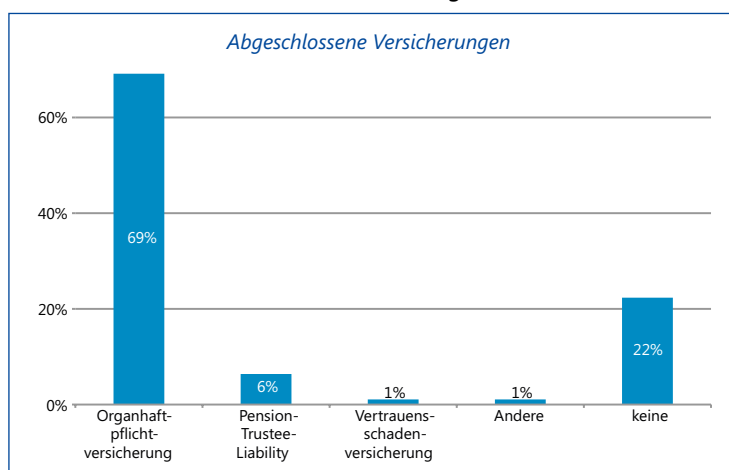
⁴ Basierend auf der Vermögensallokation per 31.12.2016 (Complementa Risiko Check-up 2017)

Meinungen

Im Rahmen der Erhebung wurden die Verantwortlichen zu unterschiedlichen Themen und aktuellen Herausforderungen befragt. Mit überaus deutlichen 92% sind sich diese einig in der Frage, ob Vorsorgeeinrichtungen zu stark reguliert sind. Mehrere Exponenten kleinerer und mittlerer Pensionskassen sind sogar der Ansicht, ihre Kasse müsse sich früher oder später einer Sammel- oder Gemeinschaftsstiftung anschliessen, da sie die Gesetzesflut nicht länger alleine tragen und meistern können. Vor diesem Hintergrund überrascht die tiefe Zustimmungsrate von 24% zur Aufsicht nicht. Die Vorsorgeeinrichtungen werden – nach ihrem Empfinden – mit immerzu neuen Regelungen eingedeckt, welche die Verantwortlichen offenbar aber nicht oder nicht zweckmässig darin unterstützen, ihre Pflichten wahrzunehmen und zu erfüllen. Anstelle eines Nutzenstifters wird die OAK dadurch vielmehr als Hindernis wahrgenommen. Aus Autorensicht ist hierzu zu bemerken, dass die OAK eigentlich für die *Anwendung* der Regulierung verantwortlich ist, deren Inhalt und Dichte aber üblicherweise von der Politik bestimmt werden.

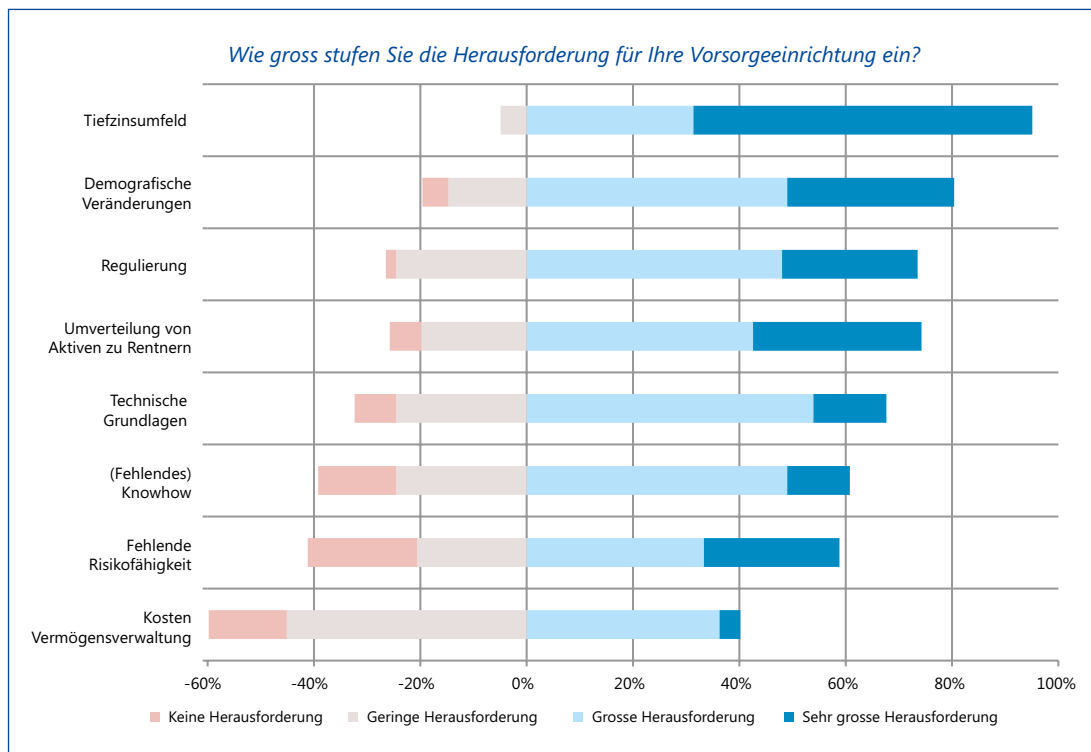


Rund 19 von 20 Pensionskassen geben an, dass die Aufgaben komplexer sowie deren Erfüllung zeitintensiver geworden sind. Dennoch hatte bisher nur rund jede dritte Kasse Mühe, Vakanzen im Stiftungsrat zu besetzen. Inwieweit Haftungsfragen bei Neubesetzungen ausschlaggebend waren, lässt sich aus der Umfrage heraus nicht beantworten. Jedoch nehmen die Führungsverantwortlichen diese Thematik sehr ernst und sind mit 73% überwiegend der Meinung, eine diesbezügliche Versicherung sei unerlässlich und zwingend abzuschliessen. Ungeachtet der vielfältigen Herausforderungen wie gestiegener Zeitbedarf, zunehmende Komplexität oder zu starke Regulierung sind fast alle Kassen überzeugt, durch ihre Organisation für weitere Herausforderungen ausreichend gerüstet zu sein. Ebenso sind sie der Ansicht, dass die Verantwortung getragen werden kann, was wiederum eine starke Professionalisierung ausdrückt.



Herausforderungen

Abschliessend wurden die Verantwortlichen gebeten, die Herausforderungen für ihre Pensionskasse einzuschätzen. Kaum zu überraschen vermag die «Machtlosigkeit» der Verantwortlichen gegenüber



Entwicklungen an den Finanz- und Kapitalmärkten und Schwierigkeiten aufgrund des Tiefzinsumfelds. Auf der Passivseite sind die Kassen ebenso mit Herausforderungen (Demografie & Umverteilung) konfrontiert, haben aber mehr Handlungsfreiheiten. Dieser Handlungsspielraum scheint zu wirken, zumal die passivseitigen Fragestellungen der technischen Grundlagen (intern steuerbare Faktoren) in der Summe als weniger herausfordernd beurteilt werden. Demgegenüber bestimmen trotz aller Aktivitäten auf der Aktivseite hauptsächlich externe Faktoren, d.h. der Verlauf des Kapitalmarkts, über Erfolg oder Misserfolg.

Rund 26% der Pensionskassen scheinen sich bereits mit den Herausforderungen der Regulierung arrangiert und organisatorisch angepasst zu haben, sodass sich diese Kassen hiervon bereits nicht mehr so stark belastet fühlen.

Die Professionalisierung hat weiter auch in der Aus- und Weiterbildung Einzug gehalten: Die Gremien sind durch periodische Workshops besser gerüstet, auch wenn das Thema Knowhow für 61% eine konstante Herausforderung bleibt.

Die Kosten des Asset Managements, welche in der Vergangenheit Anlass zu vielen Diskussionen gaben, sind zwischenzeitlich etwas aus dem Scheinwerferlicht verschwunden. Die Debatte und eingeführte periodische Berichterstattung mittels Kostentransparenzreport hat offenbar bereits Wirkung entfaltet: Trotz Tiefzinsumfeld und Kostendruck wird dieser Bereich nur mehr von 40% als problematisch beurteilt.

Schlussfolgerungen

- 92% der Teilnehmer sind der Meinung, Vorsorgeeinrichtungen sind zu stark reguliert
- Nur 24% der Stiftungen empfinden die Aufsicht respektive Regulierung als zweckdienlich. 76% empfinden dies als Hindernis
- 73% der Pensionskassen stehen hinter einer zwingenden Versicherung in Haftungsfragen, bereits drei von vier Pensionskassen haben heute eine solche abgeschlossen
- Kleinere Stiftungen verzichten deutlich öfter auf professionelle Unterstützung als mittlere und grosse
- Grössere Pensionskassen haben tendenziell einen höheren Organisationsgrad
- Das Tiefzinsumfeld erachten die Verantwortlichen (noch immer) als die grösste Herausforderung
- Hauptsächlich beschäftigen sich die Stiftungsräte derzeit jedoch mit Themen der Passivseite (grösster Zeitbedarf)
- Demografische Veränderungen, Umverteilung von Aktiven zu Rentnern und Technische Grundlagen werden im aktuellen Umfeld von einem Grossteil der Pensionskassen als (sehr) grosse Herausforderungen angesehen
- Viele Anpassungen auf der Aktivseite wurden aufgrund des langanhaltenden Tiefzins-, bzw. Negativzinsumfeld durch die Pensionskassen bereits in den vergangenen Jahren umgesetzt. Der Fokus und Anpassungsdruck hat sich damit auf die Leistungsseite verlagert, wo Senkungen der Leistungen unumgänglich wurden (Anpassung an Demographie, Reduktion der Umverteilung von Aktiv zu (Neu)Rentnern, sowie an die reduzierten Renditeerwartungen)

8 Harmonisierter Deckungsgrad

Wie bereits in Kapitel 2 beschrieben, ist der (technische) Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2 Restriktionen unterworfen. Dies betrifft einerseits den Vergleich von Kassen untereinander und andererseits die Interpretation der absoluten Höhe.

In diesem Kapitel rechnen wir daher für alle Pensionskassen zunächst einen Deckungsgrad mit vereinheitlichten Parametern. In einem zweiten Schritt wird aufgezeigt, wie sich die Deckungsgrade verschiedener Teilnehmergruppen unter den vereinheitlichten Parametern unterschiedlich stark verändern.



The private equity manager focused on creating value for our clients.



We've joined Schroders to share a new perspective on the world.

schroderadveq.com

For professional investors only. The value of investments can go down as well as up and you may not get back the amount you originally invested. Issued in August 2017 by Schroder Adveq Management AG, Affolternstrasse 56, CH-8050 Zurich, Switzerland. RC62364.

Schroder Adveq

Effekte der Harmonisierung

Abbildung 8.1

Es wird auf die Parameter (BVG2015, Generationentafel und technischer Zinssatz = 2.25%) harmonisiert.

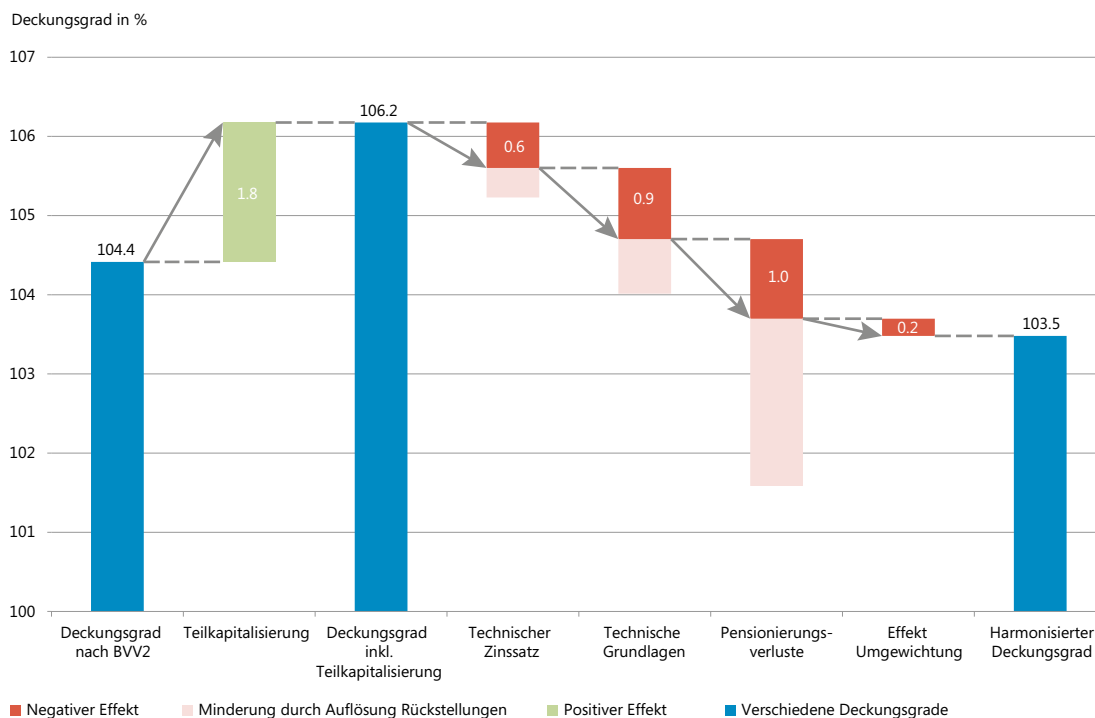
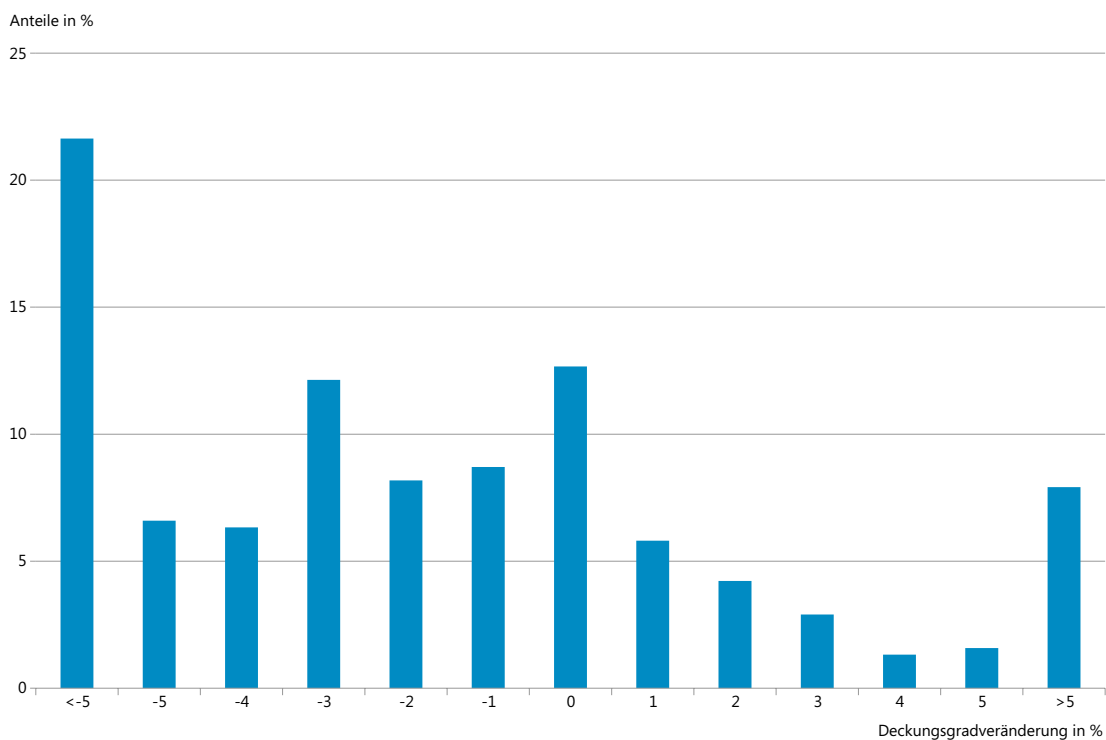
**Streuung der Harmonisierung**

Abbildung 8.2

Auf kassenindividueller Ebene gibt es grosse Unterschiede.



- **Aktuelle, einheitliche Parameter lassen den Deckungsgrad um 0.9% fallen.**
- **Verschiedene Teilnehmergruppen sind unterschiedlich stark betroffen.**

Harmonisierter Deckungsgrad

In Kapitel 2.4 wurde bereits die Problematik des Deckungsgrades nach BVV2 Art. 44 beschrieben. Auf dieser Doppelseite werden zunächst die einzelnen Effekte für die gesamte 2. Säule beschrieben. Auf der nächsten Doppelseite wird die Situation bei einzelnen Teilnehmergruppen analysiert.

Fünf Effekte beeinflussen den harmonisierten Deckungsgrad

Abbildung 8.1 zeigt die aggregierten Effekte, wenn alle Kassen mit einheitlichen Parametern (BVG 2015, Generationentafel, Technischer Zins = 2.25%) rechnen würden. In die Berechnungen werden die von den Pensionskassen bereits geäußerten Rückstellungen miteingerechnet. Der gewichtete harmonisierte Deckungsgrad fällt durch die Harmonisierung von 104.4% auf 103.9%.

- **Einbezug der Teilkapitalisierung:** Die in dieser Studie vertretenen öffentlich-rechtlichen Pensionskassen weisen nach eigenen Angaben eine Teilkapitalisierung von insgesamt CHF 13.2 Mia. auf. Wird dieser Wert mitberücksichtigt, steigt der Deckungsgrad (auf alle Kassen gerechnet) um 1.8%. Der Einbezug dient insbesondere der Vergleichbarkeit. Es sei betont, dass es sich jedoch lediglich um Garantien handelt.
- **Technischer Zinssatz:** Die Harmonisierung basiert auf dem aktuell gültigen Referenzzinssatz von 2.25%¹. Da 2016 auf breiter Front die technischen Zinssätze angepasst wurden und der durchschnittliche Satz von 2.7% auf 2.5% fällt, kostet die Harmonisierung mit -0.6% deutlich weniger als im Vorjahr.
- **Technischer Grundlagen:** Durch die Harmonisierung auf die technischen Grundlagen (BVG2015, Generationentafeln) sank der Deckungsgrad der 2. Säule um -0.9%. Auch dieser Effekt fällt geringer aus als im Vorjahr, da (→ siehe Kapitel 6.3) zahlreiche Kassen auf Generationentafeln gewechselt haben.
- **Pensionierungsverluste:** Werden Vorsorgevermögen gegenüber den aktuarisch korrekten Umwandlungssätzen zu hoch in eine Rente gewandelt, muss eine Kasse Rückstellungen bilden, um künftige Pensionierungsverluste auszugleichen. Der aktuarisch korrekte Umwandlungssatz für unsere einheitliche Parameterwahl liegt bei 5.04%. Obschon Pensionskassen bereits in bedeutendem Umfang Rückstellungen für Pensionierungsverluste gebildet haben, liegt der Bedarf für diesen Umwandlungssatz deutlich höher. Der Effekt für den harmonisierten Deckungsgrad beziffert sich auf -1.0%.
- **Gewichtverschiebung:** Weitere zwei Zehntel Deckungsgrad gehen verloren, da die Harmonisierung zu einer Gewichtverschiebung führt². Hier spielt der in Kapitel 2.4 beschriebene Effekt eine Rolle, dass gerade die grösseren Kassen mit einem tiefen Deckungsgrad mit einem noch hohen technischen Zinssatz operieren.

Streuung innerhalb der Kassen ist gross

Abbildung 8.2 zeigt die Streuung der Deckungsgradveränderungen durch die Harmonisierung auf Einzelkassenebene. Die Streuung ist gross. Durch die Harmonisierung verlieren 21.6% der Kassen mehr als 5% Deckungsgrad. Ein Anstieg von über 5% verzeichnen 7.9%. Die (positiven) Effekte der Teilkapitalisierung sind in dieser Abbildung bewusst nicht eingerechnet.

¹ In Kapitel 8.2 sind zudem Varianten mit tieferen technischen Zinssätzen berechnet.

² Die Gewichtung für den durchschnittlichen Deckungsgrad erfolgt über das Vorsorgekapital.

Harmonisierter Deckungsgrad (Risikogruppen)

Abbildung 8.3

Der aktuell schon tiefe technische Zinssatz «hilft» den Rentnerkassen.

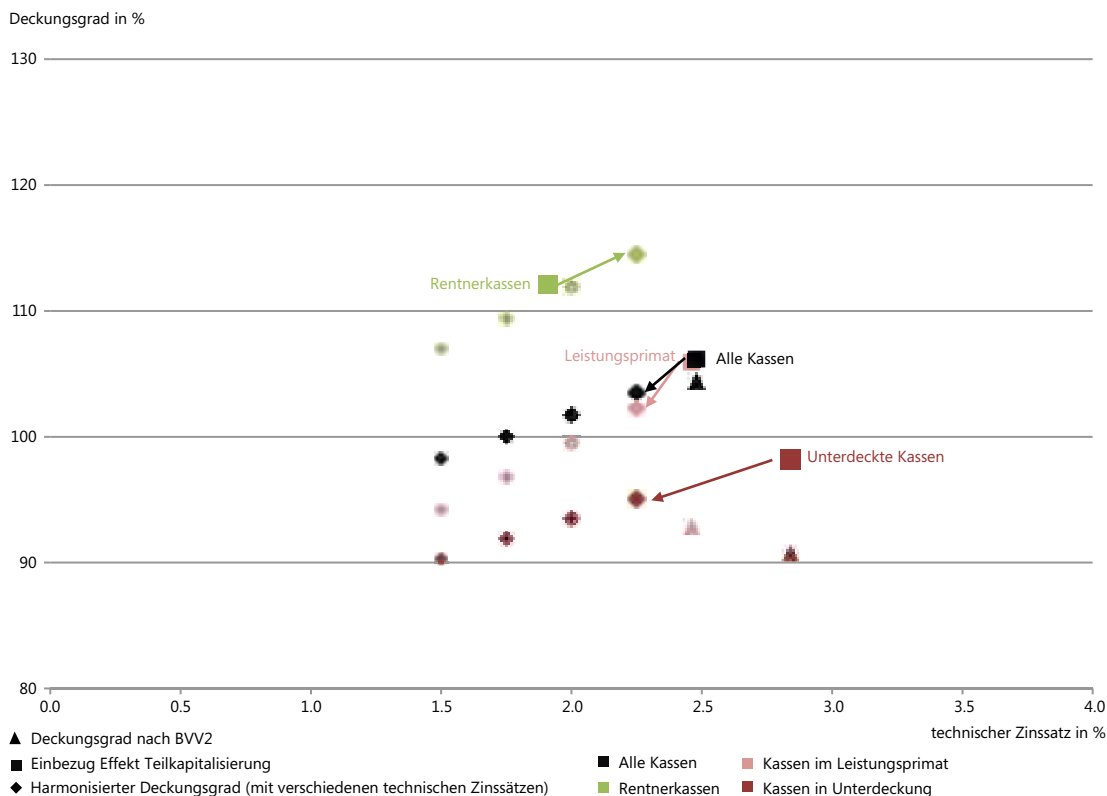
**Harmonisierter Deckungsgrad nach Kassenkategorie**

Tabelle 8.1

Die Tabelle enthält Daten zu weiteren Teilnehmergruppen.

	Berechnung nach BVV2		Einbezug Effekt Teilkapitalisierung	Harmonisierter Deckungsgrad in %			
	Technischer Zinssatz in %	Deckungsgrad in %		Technischer Zinssatz =			
				2.25%	2.00%	1.75%	1.50%
Alle Kassen	2.48	104.4	106.2	103.5	101.7	100.0	98.3
Beitragsprimat	2.48	105.7	106.2	103.6	102.0	100.4	98.8
Leistungsprimat	2.46	92.9	105.9	102.3	99.5	96.8	94.2
Grosse	2.5	103.7	105.6	102.8	101.1	99.3	97.6
Mittlere	2.26	111.5	111.5	109.8	108.1	106.3	104.6
Kleine	2.2	111.6	111.9	110.2	108.7	107.2	105.7
Jung	2.44	109.1	109.1	105.8	104.5	103.3	102.0
Mittel	2.49	103.7	105.7	103.0	101.2	99.4	97.7
Alt	1.91	112.1	112.1	114.5	111.9	109.4	107.0
privatrechtlich	2.32	108.8	108.8	106.9	105.1	103.3	101.6
öffentlich-rechtlich	2.72	96.1	101.2	97.2	95.6	93.9	92.3
Rentnerkasse	1.91	112.1	112.1	114.5	111.9	109.4	107.0
Unterdeckte Kassen	2.84	90.8	98.2	95.1	93.5	91.9	90.3

Betrachtung von Teilnehmergruppen und noch tieferen technischen Zinssätzen

Abbildung 8.3 und Tabelle 8.1 zeigen für verschiedene Gruppen neben dem Deckungsgrad nach BVV2 auch harmonisierte Deckungsgrade mit unterschiedlichen technischen Zinssätzen. Dabei sind bewusst Gruppen dargestellt, für die eine Absenkung des technischen Zinssatzes und die Verwendung aktueller Grundlagen besondere Bedeutung besitzen (Risikogruppen). Das sind Kassen mit einem hohen Anteil Rentnerkapitalien, Kassen im Leistungsprimat und Kassen in einer Unterdeckung. Die Harmonisierung zeigt folgende Ergebnisse:

- **Alle Kassen:** Der Deckungsgrad nach BVV2 liegt bei 104.4% (als Dreieck in Abbildung 8.3 dargestellt). Wird der durch Staatsgarantien gedeckte Effekt der teilkapitalisierten Kassen mit einbezogen, steigt der Deckungsgrad auf 106.2%. In einem ersten Schritt (durch den Pfeil symbolisiert) werden dann alle Kassen auf (BVG2015, Generationentafel und technischer Zins = 2.25%) harmonisiert. Dies lässt den Deckungsgrad wie in Kapitel 8.1 bereits beschrieben um 2.7% sinken. Weitere Zinsschritte um 0.25% reduzieren in der Folge den Deckungsgrad um jeweils rund 1.7%.
- **Kassen in Unterdeckung:** Der Deckungsgrad liegt bei dieser Gruppe mit 90.8% definitionsgemäss unter 100%. Bemerkenswert ist, dass der Einbezug des Effekts der Teilkapitalisierung den Deckungsgrad auf 98.2% ansteigen lässt. Da diese Gruppe aber noch mit hohen technischen Zinssätzen agiert, führt die Harmonisierung auf 2.25% zu einem überproportional hohen Verlust von 3.1%.
- **Kassen im Leistungsprimat:** Gut die Hälfte der Vorsorgekapitalien dieser Gruppe entfällt auf teilfinanzierte, öffentlich-rechtliche Kassen. Unter Einbezug des Effekts der Teilkapitalisierung steigt der Deckungsgrad deutlich und liegt mit 105.9% beinahe auf dem Niveau aller Studienteilnehmer. Eindrücklich zeigt sich jedoch, wie der Deckungsgrad stärker auf Veränderungen des technischen Zinssatzes reagiert. Eine Reduktion des technischen Zinssatzes um 0.25% lässt den Deckungsgrad um jeweils 2.7% fallen.
- **Rentnerkassen:** Ähnlich überproportional wie bei Kassen im Leistungsprimat reagiert der Deckungsgrad bei Rentnerkassen auf Anpassungen des technischen Zinssatzes. Rentnerkassen kalkulieren aber mit einem deutlich tieferen technischen Zinssatz³ und weisen höhere Wertschwankungsreserven aus. Der erste Harmonisierungsschritt führt zu einem Anstieg des Deckungsgrades von 2.4%. Selbst eine Korrektur des technischen Zinssatzes auf 1.5% würde diese Gruppe mit 107.0% in eine Deckungsgradsituation bringen, in der noch Wertschwankungsreserven vorhanden wären. Das ist insofern existentiell wichtig, als dass Rentnerkassen keinerlei strukturelle Risikofähigkeit besitzen und eine Unterdeckung mit allen Mitteln zu vermeiden sind.

Privatrechtliche versus öffentlich-rechtliche Kassen

Tabelle 8.1 zeigt, dass privatrechtliche Kassen in den letzten Jahren soweit Reserven aufbauen konnten, dass der technische Zinssatz auf den Referenzzinssatz gesenkt und die Umstellung auf aktuelle technische Grundlagen vorgenommen werden kann, ohne in Unterdeckung zu fallen. Der Deckungsgrad sinkt durch die Harmonisierung von 108.8% auf 106.9%. Selbst eine Harmonisierung auf 1.5% führt nicht in eine Unterdeckung.

Deutlich schlechter stellt sich die Situation bei den öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen dar. Zahlreiche öffentlich-rechtliche Kassen weisen tiefe Deckungsgrade auf. Viele sind zudem im Leistungsprimat organisiert und kalkulieren noch mit vergleichsweise hohen technischen Zinssätzen. Durch den Einbezug des Effekts der Teilkapitalisierung weisen öffentlich-rechtlich Kassen zwar Reserven von 1.2% auf. Doch bereits die Harmonisierung auf aktuelle technische Grundlagen und einen technischen Zinssatz von 2.25% führt die Gruppe wieder in eine Unterdeckung. Für die betroffenen Destinatäre ist es insofern beruhigend, als dass hiervon überwiegend Kassen mit Staatsgarantie betroffen sind. Für den Steuerzahler hingegen können zusätzliche Belastungen entstehen, um diese Kassen nicht nur auszufinanzieren, sondern auch zu sanieren.

³ Der tiefere technische Zinssatz ist teilweise auch dem Umstand geschuldet, dass Rentnerkassen in der Vermögensverwaltung geringere Risiken eingehen können und deshalb langfristig mit weniger Ertrag rechnen dürfen.

9 Vorsorgesicherheit und Leistungsniveau

Das Grundziel der gesetzlichen Vorschriften zur 2. Säule ist die Gewährleistung der Vorsorgesicherheit. Je höher die Deckungsgrade liegen, umso höher wird die Vorsorgesicherheit empfunden.

Ob die Vorsorgesicherheit langfristig gegeben ist, hängt jedoch nicht allein von einem Deckungsgrad per Stichtag ab. Vielmehr müssen weitere Faktoren im Gleichgewicht bleiben, um langfristig die abgegebenen Leistungsversprechen gewährleisten zu können. Zu diesen Faktoren gehören die Beiträge, die Destinatärstruktur, die Entwicklung von Leistungsfällen und nicht zuletzt die zukünftigen Kapitalerträge.



Wir wissen, dass Sie gerne die Wahl haben

Es war nie schwerer, verlässliche Erträge zu finden. Deshalb analysieren unsere Investment-Teams 25 Anlageklassen weltweit, um Ihnen die besten Ertragsquellen für Ihre Kunden zu bieten – von den Strassen Tokios bis Toulouse und von Shanghai bis Chicago.

Der Wert von Anlagen und ihr Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen. Unter Umständen erhalten Sie Ihren Anlagebetrag nicht in voller Höhe zurück.

Entdecken Sie die Möglichkeiten mit Aberdeen.

aberdeen-asset.ch/income

Aberdeen
Simply asset management.

Anlagerendite versus Verzinsung (2000 – 2016)

Abbildung 9.1

Die Anlagerendite liegt unterhalb der durchschnittlich gewährten Verzinsung.

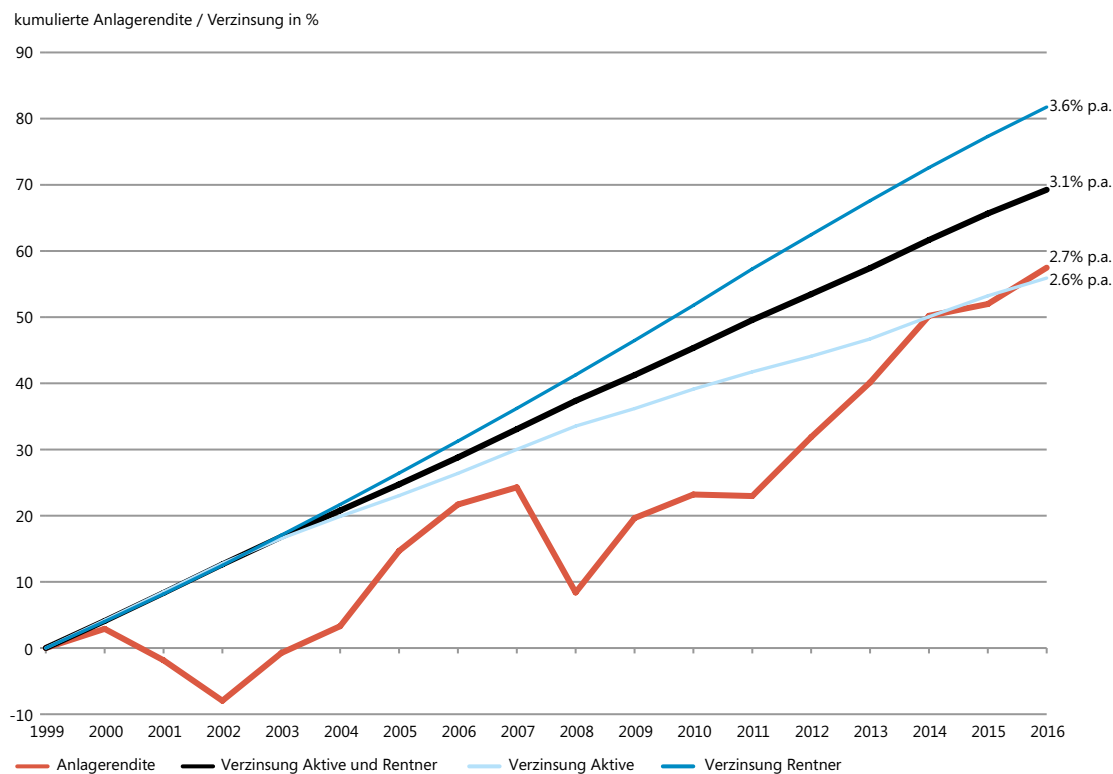
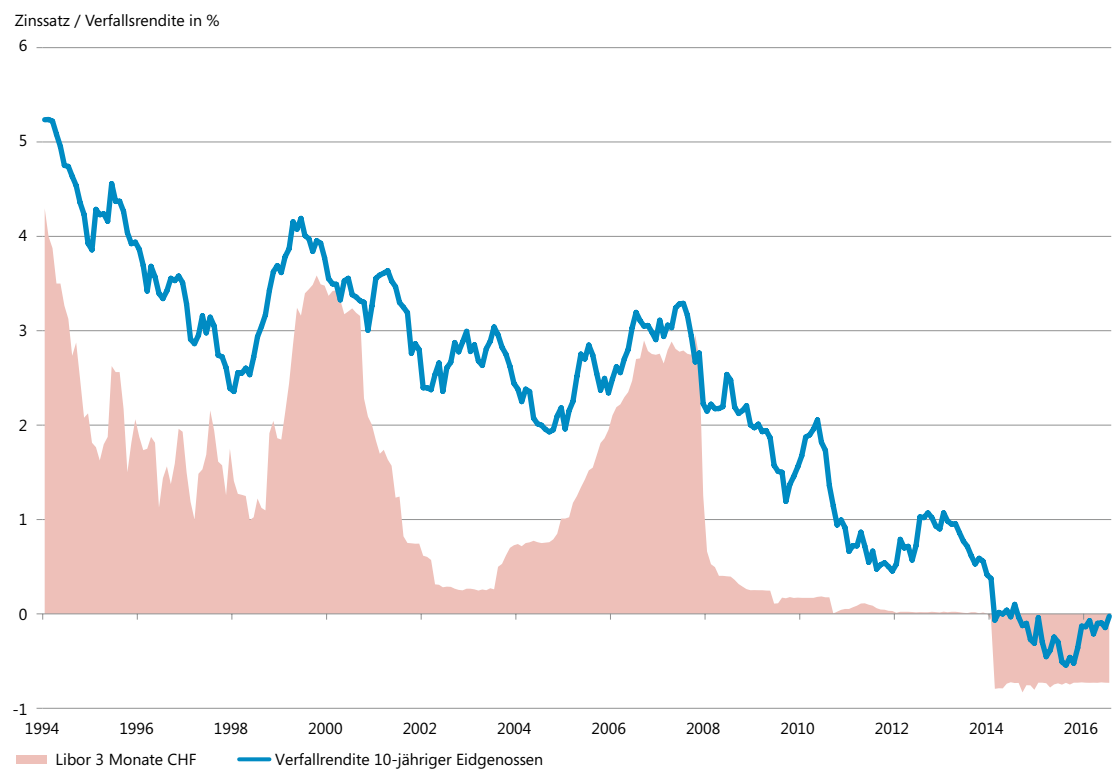
**Entwicklung Zinsniveau (Dez 1994 – Jun 2017)**

Abbildung 9.2

Seit Januar 2015 sind kurz- und langfristige Zinsen im negativen Bereich.



- **Die kumulierte Anlagerendite liegt seit der Jahrtausendwende unter den gewährten Verzinsungen.**
- **Die Renditeperspektive liegt mit 2.3% aktuell 0.2 Prozentpunkte unter der Sollrendite.**

9.1 Vorsorgesicherheit, -gerechtigkeit und Leistungsniveau

Die zentrale Bedingung für die Vorsorgesicherheit ist die langfristige Finanzierung der Sollrendite¹. Kann die Sollrendite auf Dauer erwirtschaftet werden, ist das System zumindest stabil. Andernfalls werden strukturell (und nicht nur vorübergehend) Defizite geschrieben, womit der Deckungsgrad kontinuierlich sinkt.

Fallende Deckungsgrade im neuen Jahrtausend

Pensionskassen konnten seit der Jahrtausendwende ihre Sollrendite nicht erwirtschaften. Dies, obschon in den vergangenen Jahren Leistungspläne überarbeitet, Verzinsungen reduziert und Sanierungsmassnahmen ergriffen wurden. Vermögenserträgen von 2.7% p.a. standen Verzinsungen der Vorsorgekapitalien von 3.1% p.a. gegenüber (→ siehe Abbildung 9.1). Während der Vermögensertrag knapp über den gewährten Verzinsungen der aktiv Versicherten liegt, wurden die Rentnerkapitalien um 0.9% p.a. über der Anlagerendite verzinst.

Neben den (im Vergleich zu den gewährten Verzinsungen) zu niedrigen Anlageerträgen haben technische Anpassungen (→ siehe Kapitel 6 und 8) zusätzlich Deckungsgrad gekostet. Diese Anpassungen haben jedoch geholfen, die (zukünftige) Sollrendite zu senken. Der Deckungsgrad fiel letztlich seit Ende 1999 von 124.4% um 20 Prozentpunkte auf 104.4%.

Renditeperspektiven sind tief: Weiter sinkende Deckungsgrade?

Abbildung 9.2 verdeutlicht, wie stark das Zinsniveau in den letzten Jahren gesunken ist. Die kurzfristigen Zinsen verbleiben seit der Aufhebung des EUR-Mindestkurses Anfang 2015 im negativen Bereich. Die Rendite des 10-jährigen Eidgenossen stieg jüngst wieder, liegt aber mit -0.03% per Ende Juni 2017 historisch betrachtet auf sehr tiefem Niveau. Dass ein tiefes Zinsniveau über mehrere Jahrzehnte bestehen kann, zeigt das Beispiel Japan. Die Frage ist berechtigt: Mit welchen Erträgen kann im aktuellen Umfeld tiefer Zinsen noch gerechnet werden?

Aufgrund der aktuellen Zinserwartungen und in der Vergangenheit beobachteten Risikoprämien wird das Renditepotential einzelner Anlagekategorien abgeschätzt. Diese Renditepotentiale mit den jeweiligen Vermögensstrukturen verknüpft, ergeben für die Studienteilnehmer Renditeperspektiven zwischen 1.6% und 3.1% (5%- resp. 95%-Quantil). Für die 2. Säule insgesamt liegt das Potential bei rund 2.3%.

Nicht zuletzt infolge eines erneut gesunkenen BVG-Mindestzinssatzes dürfte die Verzinsung der Vorsorgekapitalien 2017 auf rund 1.9% sinken (Vorjahr: 2.2%). Werden alle (passivseitigen) Kosten berücksichtigt, ist von einer Sollrendite von rund 2.5% auszugehen. Zwischen Renditeperspektive und Sollrendite existiert demnach eine geringe Finanzierungslücke von 0.2%. Spielraum für höhere Verzinsungen bei den Aktivparkkapitalien sind nicht zu erwarten. Eher ist davon auszugehen, dass technische Zinssätze und Umwandlungssätze im ähnlich hohen Tempo weiter gesenkt werden. Die Finanzierungslücke sollte daher (für die 2-Säule insgesamt) mittelfristig über die passivseitigen Kosten zu schliessen sein.

¹ Die Sollrendite ist die Rendite, die erwirtschaftet werden muss, um den Deckungsgrad konstant zu halten. Neben der Verzinsung von Vorsorgekapitalien umfasst die Sollrendite Verwaltungskosten, Beträge zur Äufnung versicherungstechnisch notwendiger Rückstellungen sowie allfällige zusätzliche Faktoren, hauptsächlich Gewinne oder Verluste, welche die Pensionskasse beim Auftreten von Leistungsfällen macht. In einer Unterdeckung werden temporär Sanierungsmassnahmen ergriffen, um die Sollrendite zu reduzieren.

Entwicklung von Zinsen und Inflation (1970 – 2016)

Abbildung 9.3

Nicht nur die Zinsen sind tief, sondern auch die Inflationsraten.

Zinssätze / Inflationsrate in %

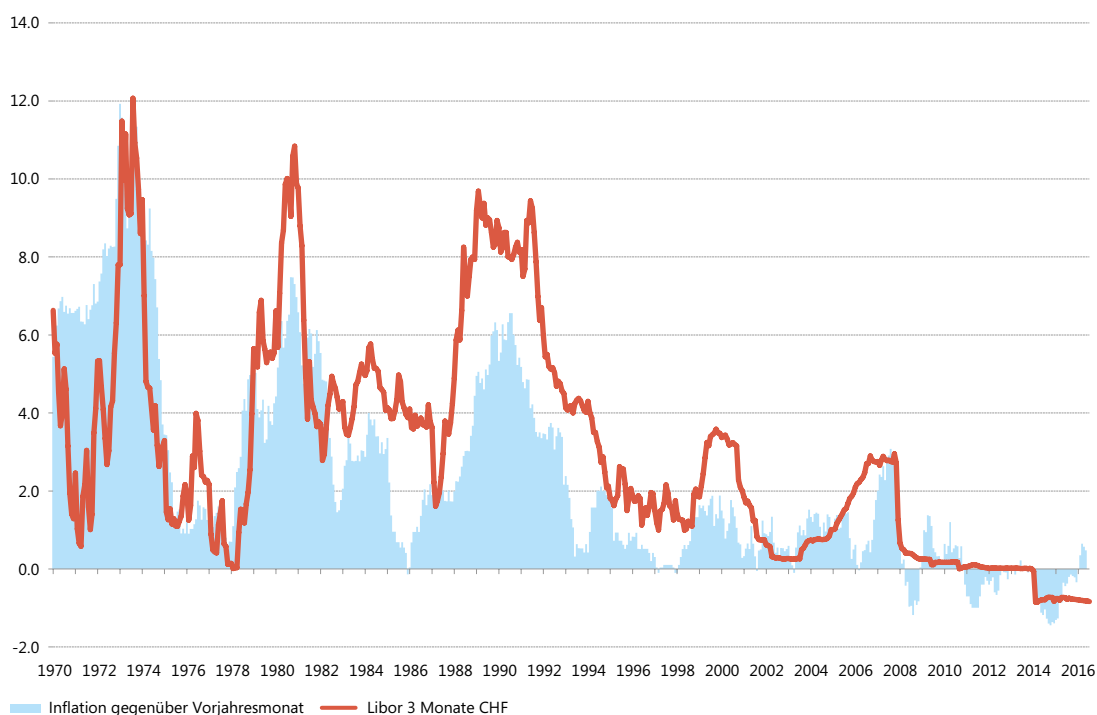
**Zusammenhang zwischen Verzinsung und Altersrente**

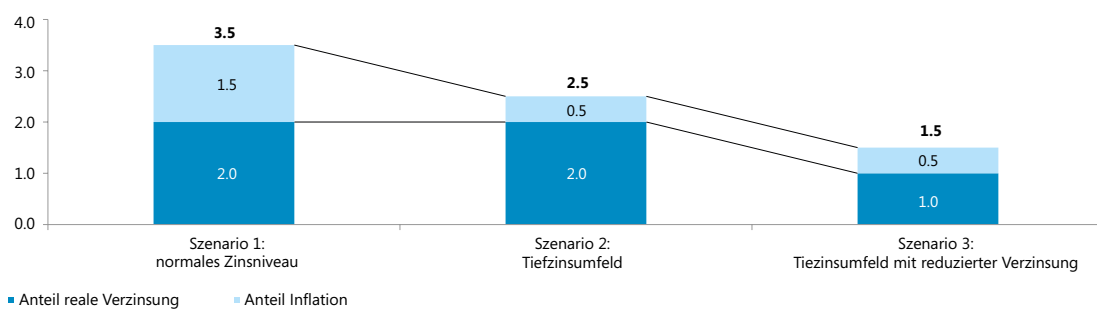
Abbildung 9.4

Szenario 1: Verzinsung bei «normalem» Zinsniveau

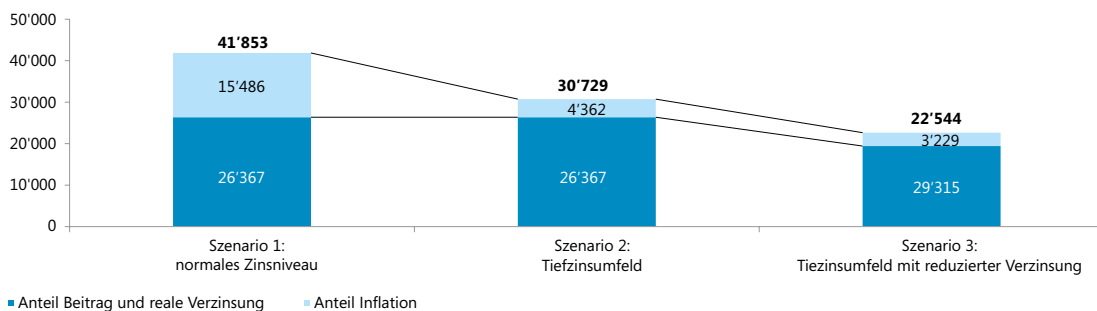
Szenario 2: Verzinsung im Tiefzinsumfeld (Annahme: Reale Verzinsung bleibt konstant.)

Szenario 3: Verzinsung im Tiefzinsumfeld (Annahme: Reale Verzinsung ist reduziert.)

Verzinsung in %



Altersrente in Fr.



Die Vorsorgesicherheit ist (zu einem gewissen Mass) über Leistungsanpassungen lösbar. Doch welche Konsequenzen haben diese Anpassungen auf das Leistungsniveau und die Vorsorgegerechtigkeit?

Einfluss der Inflation: Reale Renditen sind entscheidend

Aufgrund tieferer Verzinsungen per se auf ein tieferes Vorsorgeniveau zu schliessen, ist falsch. Zentrale Bedingung zur Aufrechterhaltung des (realen) Leistungsniveaus stellt die Erwirtschaftung einer unveränderten realen Rendite dar². Bleiben die realen Verzinsungen auf gleichem Niveau, ändert sich das Vorsorgeniveau nicht. Fallen die realen Verzinsungen, sinkt c.p. das Vorsorgeniveau. Wie Abbildung 9.3 zeigt, sind in den letzten Jahren nicht nur das Zinsniveau und damit die Ertragsaussichten, sondern auch die Inflationsraten in der Schweiz gesunken. Das Zahlenbeispiel in Abbildung 9.4 unterstreicht den Zusammenhang: Nur in Szenario 3, bei reduzierter realer Verzinsung, sind Einbussen bei der Altersrente zu beobachten.

Umverteilung innerhalb des Systems

Partizipieren Destinatäre unterschiedlich von den Erträgen, so kommt es zu Umverteilungen.

- **Umverteilung von «jung» zu «alt»:** Seit 14 Jahren erhalten aktiv Versicherte deutlich geringere Zinsgutschriften als Rentner. Bleibt das Zinsniveau tief, werden die Pensionskassenverantwortlichen die Flexibilität des Systems weiterhin nutzen und die Verzinsung der Aktivsparkapitalien weiterhin tief halten. Eine dauerhafte Umverteilung der aktiv Versicherten zugunsten der Rentenbezieher ist die Folge. Das ist im Sinne der Generationengerechtigkeit kritisch zu hinterfragen.
- **Umverteilung von «reich» zu «arm»:** Weicht der gesetzliche Mindeststandard dauerhaft von den ökonomischen und demographischen Realitäten ab, kann es zu Umverteilungen von überobligatorischen zu obligatorischen Leistungen kommen. Es ist festzustellen, dass der Umwandlungssatz überobligatorischer Kapitalien deutlich tiefer liegt, als der gesetzliche Mindestsatz des Obligatoriums.

Der aktuarisch korrekte Umwandlungssatz für die Parameter (BVG 2015, Generationentafel und technischer Zinssatz = 2.25%) liegt bei 5.04%. Der gesetzliche Mindestumwandlungssatz ist bei 6.8% festgesetzt. Auch wenn die 2. Säule aktuell mit deutlich tieferen, realen Umwandlungssätzen von 5.9% agiert, bleibt bei aktuellen Renditeaussichten ein wesentlicher Teil einer Rente nicht finanziert. Fallen die Vermögenserträge nicht unerwartet hoch aus, wird die Lücke auf zukünftige Generationen übertragen.

Politik und Stimmvolk sind in der Pflicht

Mit einer Reduktion des Umwandlungssatzes würde c.p. die Vorsorgesicherheit ansteigen und die oben beschriebenen Vorsorgeungerechtigkeiten abgebaut. Was aber ist mit dem Leistungsniveau? Für die Generation, die kurz vor der Pensionierung steht, bedeutet dies gegenüber dem Status quo tiefere Renten³. Tiefere Umwandlungssätze treffen auch jüngere Jahrgänge. Jedoch profitieren sie davon, dass sie die aktuell (zu hoch) gesprochenen Renten nicht weiter mitfinanzieren müssen. Diese Entlastung ermöglicht ihnen in der Folge von höheren Verzinsungen der Sparkapitalien zu profitieren. Ein tieferer Umwandlungssatz ist die (zentrale) Voraussetzung, um das Vorsorgesystem so auszugestalten, dass es nachhaltig stabil bleibt und nicht zu Lasten zukünftiger Generationen geht.

Am 24. September 2017 stimmt der Souverän im Rahmen der Altersvorsorge 2020 u.a. über die Senkung des Mindestumwandlungssatzes von 6.8% auf 6.0% ab. Die im Gesetzestext vorgesehene Senkung vermag die Finanzierungsanforderungen der 2. Säule und insbesondere die oben beschriebene Umverteilung c.p. zu mindern. Ein Vergleich mit dem aktuarisch korrekten Umwandlungssatz von rund 5% zeigt aber, dass der Reformdruck auch bei einem Ja zur Altersreform 2020 weiterhin bestehen bliebe. Unabhängig vom Ausgang der Abstimmung sind die Politik und das Stimmvolk in der Pflicht, die Parameter der 2. Säule den demographischen und ökonomischen Realitäten anzupassen, um das Leistungsniveau auch für zukünftige Generationen aufrecht zu erhalten. Eine Entpolitisierung der eigentlich technischen Parameter würde hierzu sicherlich helfen.

² Die reale Rendite ist die nominale Rendite korrigiert um den Einfluss der Inflation.

³ Zur Abfederung dieses Effekts arbeiten viele Pensionskassen mit flankierenden Massnahmen.

Verlustpotential des Anlagemix

Abbildung 9.5

Die Deckungsgradsituation per Ende Juni 2017 wird mit historischen Stressjahren verknüpft.

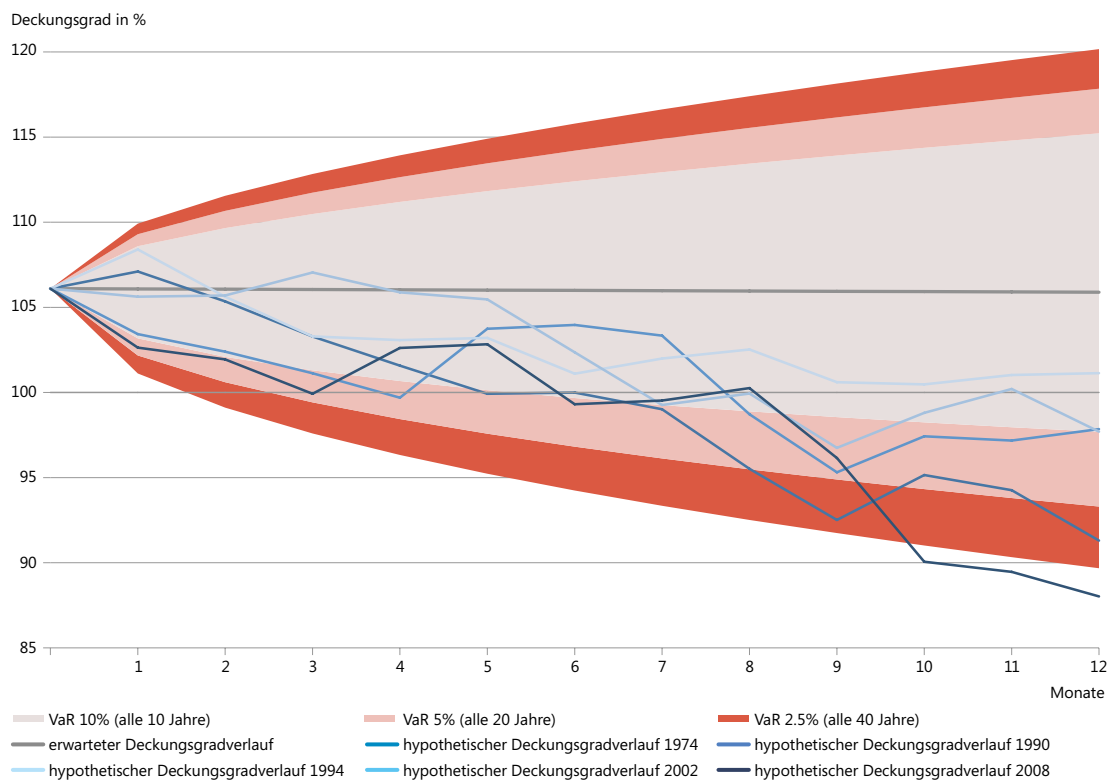
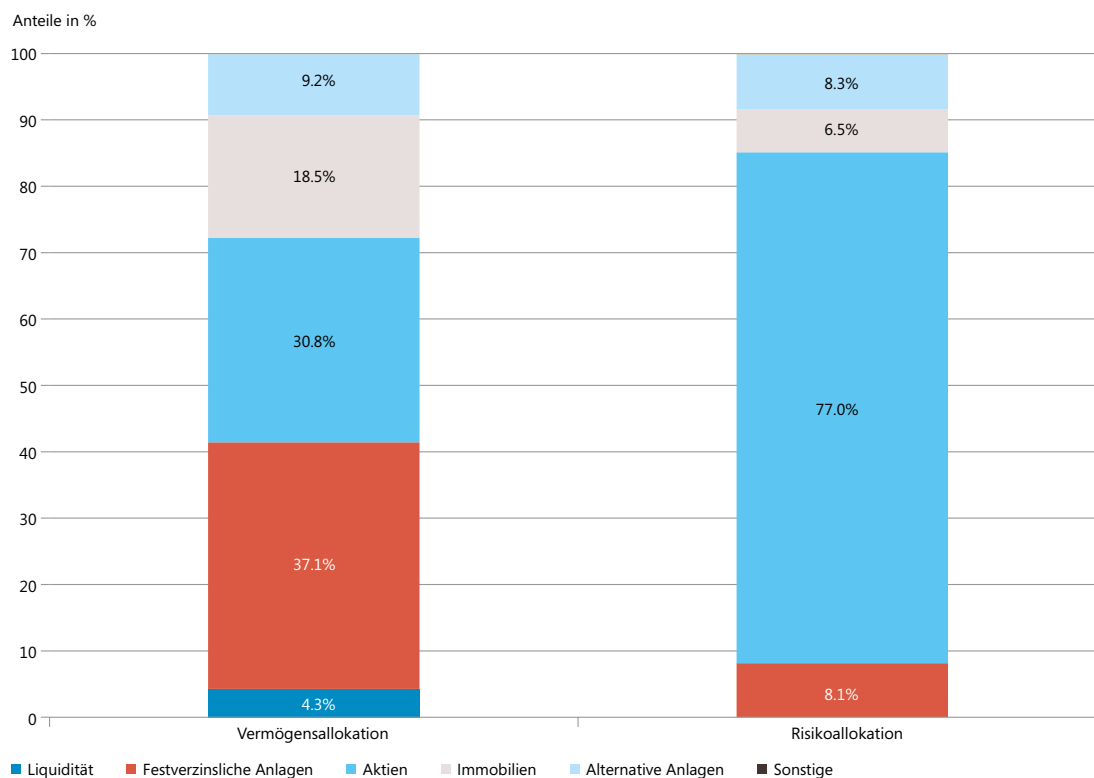
**Vermögensallokation im Vergleich zur Risikoallokation 2016**

Abbildung 9.6

Bei der Risikoallokation dominieren die Aktien.



- **Die letzte Krise liegt bereits neun Jahre zurück.**
- **Aktien sind der dominierende Risikofaktor.**

9.2 Aktuelle Anlagerisiken der 2. Säule

Während Anpassungen auf der Passivseite auf Vorsorgesicherheit und Leistungsniveau unterschiedlichen Einfluss haben können, stellen Verluste auf der Aktivseite für beide Bereiche ein Risiko dar.

Aktien, Obligationen und Immobilien auf Höchstständen

Während der letzten Jahre hat die Geldschwemme der Notenbanken zu Kursgewinnen bei nahezu allen Anlagekategorien geführt. Sinkende Zinsen liessen Obligationenkurse und Immobilienpreise ansteigen. Obligationen- und Immobilienindizes notieren auf Höchstständen. Auch Aktien sind nahe an ihren Allzeithochs. Damit dürfte keine der Kategorien mehr «günstig» bewertet sein, womit das Renditepotential für die nächsten Jahre beschränkt sein wird. Dies ist insofern von Bedeutung, als Pensionskassen 86% ihres Vermögens in den drei Anlagekategorien Obligationen, Aktien, und Immobilien investiert haben.

Mit welchen Anlageverlusten muss gerechnet werden?

Die Deckungsgrade sind nicht zuletzt aufgrund technisch notwendiger Anpassungen weit von den Höchstständen entfernt (→ siehe Kapitel 6 und 8). Brechen nun Märkte ein oder korrigieren sie zumindest deutlich nach unten, kann sich die Deckungsgradsituation der 2. Säule schnell verschlechtern. Abbildung 9.5 zeigt, mit welchen Deckungsgraden zu rechnen wäre, wenn sich historische Krisenjahre (1970 – 2016) wiederholten. Während zwei der sechs betrachteten Krisenjahre (1974, 2008) sank der Deckungsgrad innerhalb von 12 Monaten unter 95%. Neben der historischen Betrachtung versucht Abbildung 9.5 mit einem wahrscheinlichkeitstheoretischen Modell, Verlustniveaus abzuschätzen. Aufgrund des Modells sind alle zehn Jahre Deckungsgradverluste von 8%, alle zwanzig Jahre von 12% und alle vierzig Jahre von 16% zu erwarten.

Von welchen Anlagekategorien stammen die Risiken?

Neben den Verlustniveaus interessiert, aus welchen Anlagen die Risiken kommen. Abbildung 9.6 stellt neben der Vermögensaufteilung die Risikoallokation dar. Die Analyse zeigt, dass das Verlustrisiko der 2. Säule namentlich von Aktien herrührt. Beinahe 80% des Verlustrisikos stammt aus der Anlagekategorie Aktien. Alternative Anlagen, die in diesem Jahr mit 9.2% eine rekordhohe Quote aufweisen, besitzen mit 8.3% ein in etwa gleich hohes Risikogewicht.

Aufgrund des in Abbildung 9.6 dargestellten Modells stellen direkte Zinsrisiken, trotz des hohen Anteils festverzinslicher Anlagen, nicht das dominante Risiko dar. Bei einer geschätzten Duration von 6 Jahren ergäbe ein Zinsanstieg von 2% «lediglich» einen Verlust von 5% auf dem Gesamtvermögen. Einen Zinsanstieg, der nur sinkende Obligationenbewertungen bringt und den Immobilien- und v.a. den Aktienmarkt unberührt lässt, stellt die 2. Säule insgesamt kaum vor Probleme. Eher dürfte ein Zinsanstieg das Renditepotential und damit die Vorsorgesicherheit mittelfristig erhöhen. Es ist jedoch wahrscheinlich, dass Aktien, Immobilien und auch Alternative Anlagen ebenfalls auf einen Zinsanstieg mit deutlichen Verlusten reagieren. Die Umschichtungen der letzten Jahre von Festverzinslichen hin zu Sachwerten und Alternative Anlagen sowie innerhalb der Festverzinslichen zu Papieren mit höheren Verfallrenditen bedeutet somit nicht, dass die 2. Säule mit geringeren Verlusten zu rechnen hat, wenn der Zinsanstieg eintritt.

Risiken (und Ertragschancen) eingehen, aber nicht aus den Augen verlieren

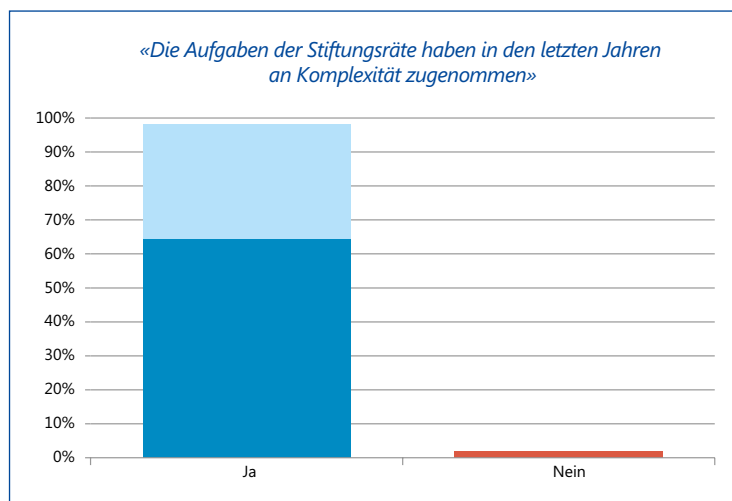
Verlustrisiken dürfen nicht nur als negativ angesehen werden. Werden keine Risiken eingegangen, können keine Risikoprämien einvernommen werden. Der dritte Beitragszahler, der Vermögensertrag, machte in der Vergangenheit rund die Hälfte einer Altersrente aus. Risikofrei investiert, fiel er beim aktuellen Zinsniveau vollumfänglich weg oder wäre sogar negativ. Das Leistungsniveau der 2. Säule würde bedeutend sinken. Anlagerisiken und kurzfristige Schwankungen sollten deswegen nicht per se als Gefahr für die Systemstabilität interpretiert werden, sondern sind immer in Verbindung mit Ertragschancen und dem zu erbringenden Leistungsniveau zu betrachten.

Potentielle Anlageverluste dürfen eine Kasse nicht in eine unannehmbare Deckungsgradsituation führen. Zu hohe Anlagerisiken einzugehen, kann namentlich für rentnerlastige und unterdeckte Kassen verheerend sein. Bei der Wahl der Anlagestrategie gilt es, sich intensiv mit Risiken zu beschäftigen und fortwährend die aktuellen Risiken und Risikoprämien auf allen Ebenen der Anlagetätigkeit zu überwachen.

Die Komplexität nimmt zu

Kurz bevor diese Studie in den Druck ging, fegte mit «Harvey» ein Hurrikan der Stufe 4 über die Ostküste der Vereinigten Staaten von Amerika. Während man bestürzt die ersten Bilder der Verwüstung in den Medien sieht, dürfte sich auch der eine oder andere Stiftungsrat fragen, ob der Sturm auch Schäden im eigenen Anlageportfolio verursacht. Jede vierte Kasse hält Insurance Linked Securities, also Investments, die Schäden von Naturkatastrophen versichern. Insurance Linked Securities wurden von Pensionskassen in der Vergangenheit gekauft, da sie wenig Korrelation zu normalen Zinsrisiken aufweisen. Steigen die Zinsen an, so sollten diese Produkte im Gegensatz zu Obligationen, Immobilien und auch Aktien wenig zinsbedingte Kursrückschläge erleiden.

Vor drei Jahren wurde ein Anstieg der Zinsen von den Pensionskassen als grosses anlageseitiges Risiko eingestuft. Aus Diversifikationsüberlegungen ist das Eingehen von bewusst gesuchten, unkorrelierten



Risiken eine gute Entscheidung. Gleichwohl bringen diese Risiken auch zusätzliche Komplexität mit ins Portfolio. Mit 98% wurde keine Frage des diesjährigen Sonderthemas so klar beantwortet, wie die Frage, ob «die Aufgaben der Stiftungsräte in den letzten Jahren an Komplexität zugenommen haben». Es ist zu vermuten, dass sie dabei auch die Komplexität auf der Anlage-seite im Hinterkopf hatten.

Ein angemessenes Risikomanagement ist notwendig

Im vergangenen Jahr haben wir das Thema Risikomanagement genauer analysiert. Die Antworten der Pensionskassenverantwortlichen (→ Studie 2016, www.complementa.ch) legen den Schluss nahe, dass die Bedeutung dieser Disziplin deutlich zunimmt. Die erwähnte zunehmende Komplexität der Pensionskassengovernance erhöht die Anforderungen an das Risikomanagementsystem. Wie in Kapitel 4 beschrieben, sind die Unterschiede der Renditen der Pensionskassen in Krisenjahren besonders gross. Bereits ein periodisches systematisches Zurücksetzen der Vermögensaufteilung (Rebalancing) kann helfen, die Risiken in einer Krise zu dämpfen und die nachfolgende Erholung nicht zu verpassen. Dies ist ebenfalls ein Ergebnis aus Kapitel 4. Unabdingbar ist dabei, die Struktur des eigenen Vermögens, dessen Risikoexpositionen und die Entwicklung der Rendite zeitnah zu überwachen.

Alles zu Gunsten einer *zielgerichteten* Planung und *bewussten* Entscheidung.



Wir schaffen Transparenz, auf welche sich Pensionskassen verlassen.
Seit über 30 Jahren. Um *Ziele zu erreichen*, statt nur zu definieren.

Mit unserer Expertise unterstützen wir Sie in der Planung, Gestaltung und
Überwachung ihrer Finanzierungs- und Führungsprozesse.

Ich freue mich auf Ihre Kontaktaufnahme:

Oliver Gmünder

Leiter Verkauf

044 368 30 87

oliver.gmuender@complementa.ch

info@complementa.ch

www.complementa.ch



*„Ihre individuellen Anforderungen
stehen für mich im Zentrum.
Rufen Sie mich an!“*

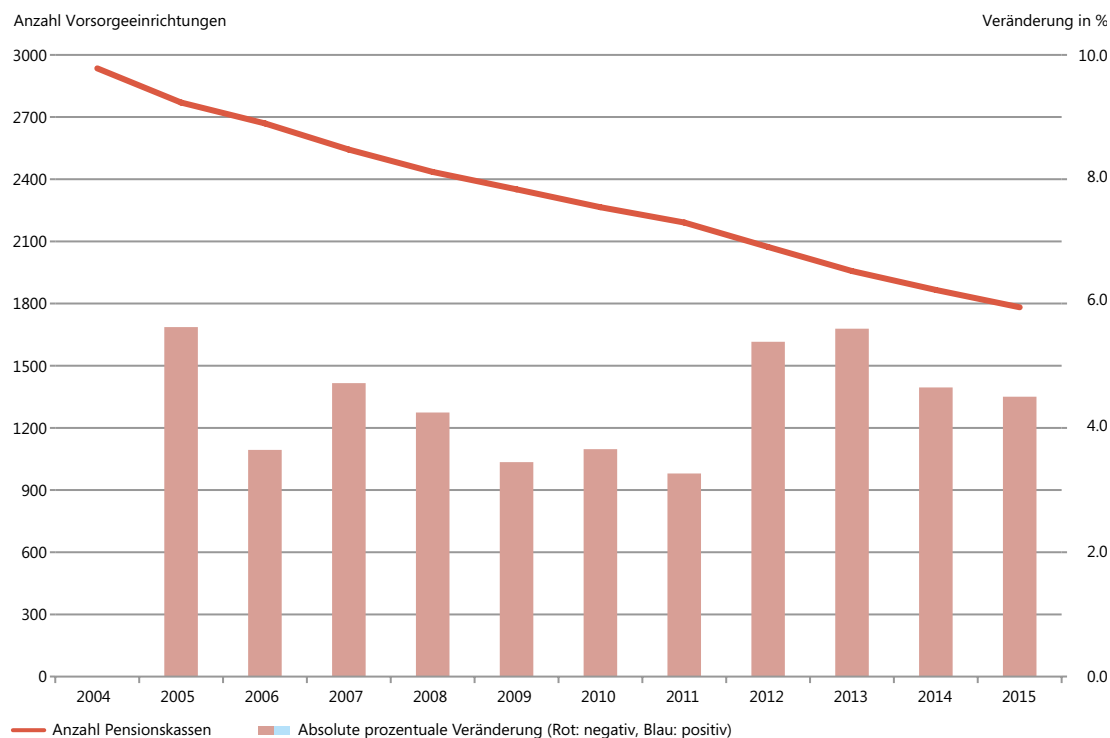
10 Anhang

10.1 Zusätzliche Abbildungen

Anzahl der Pensionskassen in der Schweiz (2004 – 2015)

Abbildung 10.1

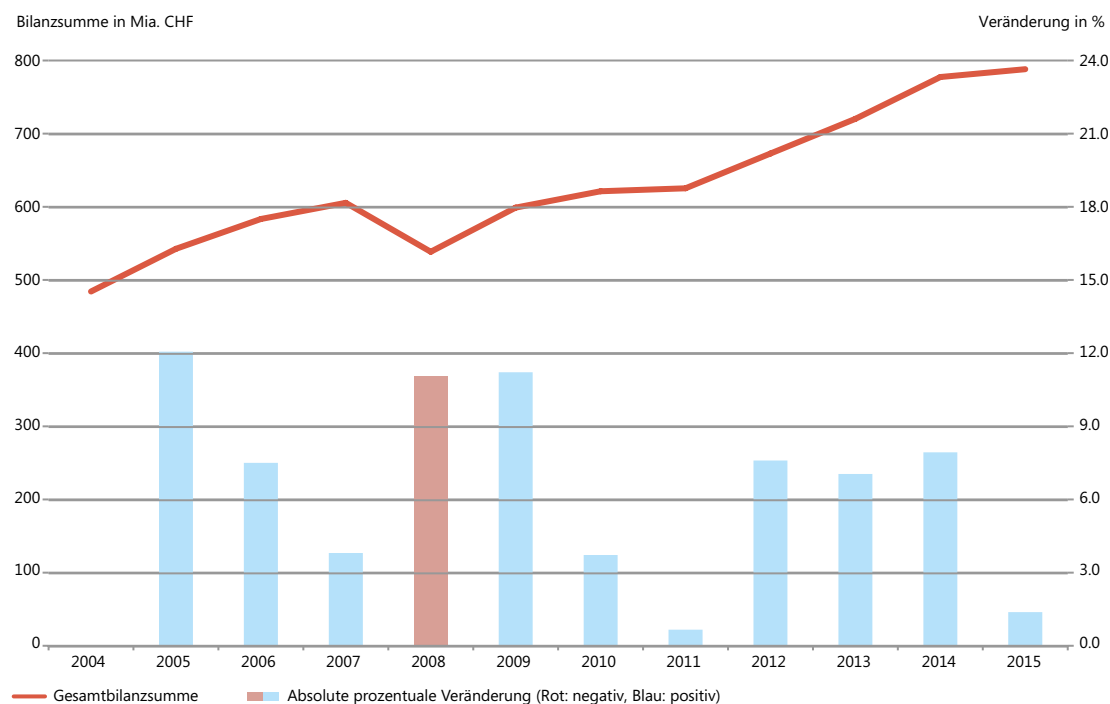
Quelle: Pensionskassenstatistik, Bundesamt für Statistik



Gesamtbilanzsumme der Pensionskassen in der Schweiz (2004 – 2015)

Abbildung 10.2

Quelle: Pensionskassenstatistik, Bundesamt für Statistik



Konsolidierung in der Pensionskassenlandschaft

Abbildung 10.1 zeigt die Anzahl der Pensionskassen seit 2004. Die Werte sind der Pensionskassenstatistik entnommen und reichen daher lediglich bis 2015. Waren im Jahr 2004 noch 2'935 Pensionskassen gelistet, so sind dies 11 Jahre später nur noch 1'782 und somit knapp 40% weniger. Im Durchschnitt «verschwinden» jährlich 4.4% aller Kassen.

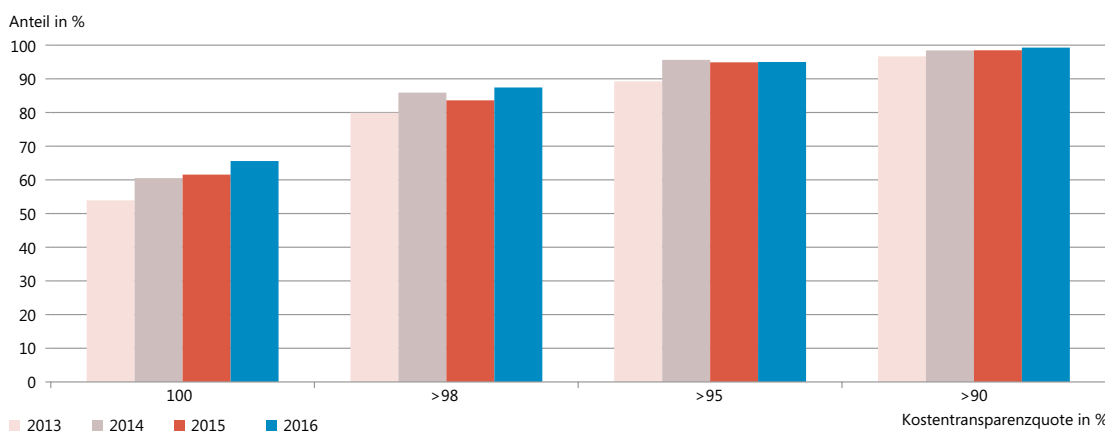
Dies ist jedoch nicht mit einem Bedeutungsverlust der 2. Säule gleichzusetzen. Im Gegenteil: In diesem Zeitraum hat sich das Gesamtvermögen der 2. Säule um 68.8% von CHF 484.2 Mia. auf CHF 777.3 Mia. erhöht. Das ist ein jährlicher Zuwachs von 4.5%. Da das Gesamtvermögen neben Zu- und Abflüssen insbesondere performancegetrieben ist, sind die Veränderungen in Abbildung 10.2 deutlich volatiler als in Abbildung 10.1.

Kostenquote und Kostentransparenz

Abbildung 10.3 zeigt die Kostentransparenzquote. Während der Durchschnitt im Jahr 2016 mit 99.2% auf hohem Niveau nochmals leicht anstieg, erhöhte sich der Anteil der Kassen mit einer Kostenquote von 100% ebenfalls auf 65.6%. Abbildung 10.4 zeigt die Verteilung der Kostenquoten. 69.7% aller Kassen besitzen eine Kostenquote zwischen 0.25% und 0.75%. Während 13.0% eine tiefere Kostenquote aufweisen, besitzen 17.3% eine höhere Kostenquote.

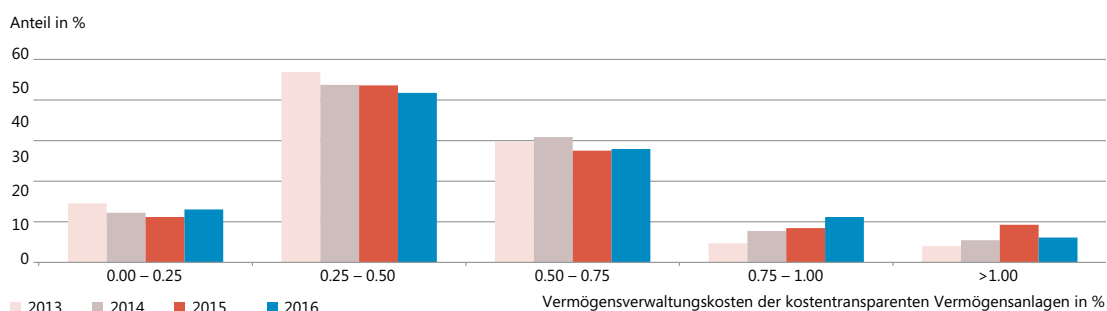
Höhe der Kostentransparenzquote (2013 – 2016)

Abbildung 10.3



Verteilung der Vermögensverwaltungskosten (2013 – 2016)

Abbildung 10.4



10.2 Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildung 1.1:	Vergleich zur Pensionskassenstatistik
Tabelle 1.1:	Teilnehmerstatistik
Abbildung 2.1:	Deckungsgrad im Zeitablauf (1994 – 2016)
Abbildung 2.2:	Kassen in Unterdeckung (1994 – 2016)
Abbildung 2.3:	Deckungsgrad im Zeitablauf (Dez. 2015 – Jun. 2017)
Abbildung 2.4:	Deckungsgradsituation verschiedener Teilnehmergruppen 2016
Abbildung 2.5:	Technischer Zinssatz und Verfallrendite 10-jähriger Eidgenosse
Abbildung 2.6:	Verbleibende Lebenserwartung im Alter von 65 (Quelle: Bundesamt für Statistik)
Tabelle 2.1:	Gesamtbilanz per 31.12.2016
Tabelle 2.2:	Berechnung Deckungsgrad nach Art. 44 BVV2
Tabelle 2.3:	Deckungsgrad im Zeitablauf (1994 – 2016)
Abbildung 3.1:	Vermögensstruktur im Zeitablauf (1995 - 2016)
Abbildung 3.2:	Steuerung der Vermögensstruktur (1996 – 2016)
Abbildung 3.3:	Anteil Kassen mit Investitionen in Alternative Anlagen seit 2000
Abbildung 3.4:	Anteil Alternativer Anlagen am Gesamtvermögen (2001 – 2016)
Abbildung 3.5:	Anteil Alternativer Anlagen am Gesamtvermögen 2016 (nach Grössenklasse)
Tabelle 3.1:	Vermögensstruktur im Zeitablauf (1995 – 2016, ausgewählte Jahre)
Abbildung 4.1:	Erzielte Renditen (2001 – 2016)
Abbildung 4.2:	Erzielte Jahresrenditen und deren Streuung (2001 – 2016)
Abbildung 4.3:	Einfluss aktiver Vermögenssteuerung auf den Ertrag (1995 – 2016)
Abbildung 4.4:	Rendite- Risikoverhältnis der aktiven Vermögenssteuerung (1995 – 2016)
Abbildung 4.5:	Vermögensstruktur 2016 (nach Grössenklasse)
Abbildung 4.6:	Vermögensverwaltungskosten nach Grösse 2016
Abbildung 4.7:	Erzielte Renditen nach Höhe der Vermögensverwaltungskosten (2013 – 2016)
Tabelle 4.1:	Erzielte Jahresrenditen (2001 – 2016)
Tabelle 4.2:	Vermögensstruktur 2016 (nach Grössenklasse)
Tabelle 4.3:	Erzielte Renditen nach Grössenklasse (2001 – 2016)
Tabelle 4.4:	Vermögensverwaltungskosten (2013 – 2016)
Abbildung 6.1:	Zusammensetzung des Deckungskapitals (2002 – 2016)
Abbildung 6.2:	Aufteilung des Vorsorgekapitals der aktiv Versicherten (2002 – 2016)
Abbildung 6.3:	Verzinsung der Vorsorgekapitalien (1996 – 2017)
Abbildung 6.4:	Verteilung der technischen Zinssätze (2000 – 2016, ausgewählte Jahre)
Abbildung 6.5:	Verzinsung der Vorsorgekapitalien nach Primat (2001 – 2016)
Abbildung 6.6:	Anteil Kassen im Leistungsprimat (gemessen am Vorsorgekapital)
Abbildung 6.7:	Verteilung der Verzinsung der Aktivkapitalien (2008 – 2016)
Abbildung 6.8:	Analyse der drei «Verzinsungsgruppen»
Tabelle 6.1:	Anteil Generationentafeln
Tabelle 6.2:	Umwandlungssätze

Abbildung 8.1:	Effekte der Harmonisierung
Abbildung 8.2:	Streuung der Harmonisierung
Abbildung 8.3:	Harmonisierter Deckungsgrad (Risikogruppen)
Tabelle 8.1:	Harmonisierter Deckungsgrad nach Kassenkategorie
Abbildung 9.1:	Anlagerendite versus Verzinsung (2000 – 2016)
Abbildung 9.2:	Entwicklung Zinsniveau (Dez 1994 – Jun 2017)
Abbildung 9.3:	Entwicklung von Zinsen und Inflation (1970 – 2016)
Abbildung 9.4:	Zusammenhang zwischen Verzinsung und Altersrente
Abbildung 9.5:	Verlustpotential des Anlagemix
Abbildung 9.6:	Vermögensallokation im Vergleich zur Risikoallokation 2016
Abbildung 10.1:	Anzahl der Pensionskassen in der Schweiz (2004 – 2015)
Abbildung 10.2:	Gesamtbilanzsumme der Pensionskassen in der Schweiz (2004 – 2015)
Abbildung 10.3:	Höhe der Kostentransparenzquote (2013 – 2016)
Abbildung 10.4:	Verteilung der Vermögensverwaltungskosten (2013 – 2016)

10.3 Der Risiko Check-up im Internet

Neben der Gesamtstudie wird das Datenmaterial des Risiko Check-up auch für Publikationen in Fachzeitschriften verwendet. Diese Artikel finden Sie auf unserer Homepage:

www.complementa.ch → Studien → Risiko Check-up

Der aktuelle Fragebogen ist bis Ende des Jahres online. Interessierte Pensionskassen erhalten auch weiterhin eine kassenindividuelle Auswertung. Im Frühjahr 2018 wird der Fragebogen für den nächsten Risiko Check-up aufgeschaltet.

An dieser Stelle danken wir der Firma KELLER Pensionskassenexperten AG (unserem Partner im Bereich ALM-Studien) für den fachlichen Input bei passivseitigen Fragestellungen.



Die Firma KELLER Pensionskassenexperten AG (www.k-exp.ch) aus Frauenfeld erbringt umfassende Dienstleistungen im Bereich der beruflichen Vorsorge. Dazu gehören unter anderem die gesetzlichen Aufgaben nach Art. 52e BVG, unabhängige Pensionskassenberatung, Risk Engineering, Durchführung von ALM-Studien in Zusammenarbeit mit der Complementa Investment-Controlling AG, Bewertung der Pensionskassenverpflichtungen nach IFRS (IAS), Verwaltung von Pensionskassen sowie Aus- und Weiterbildung für Stiftungsräte. Die Firma wurde 2004 gegründet und befindet sich vollständig in Familienbesitz.

Die KELLER Pensionskassenexperten AG beschäftigt heute vier Pensionskassen-Experten SKPE mit OAK-Zulassung, drei Experten in Ausbildung, zwei Mitarbeiter für Pensionskassenverwaltung sowie einen Mitarbeiter im Backoffice. Sie ist unabhängig gemäss ihrem Reglement zur Verhinderung von Interessenkonflikten (vgl. www.k-exp.ch) sowie nach den Vorschriften der OAK. Die Firma ist Mitglied des ASIP.

Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden mit der üblichen Sorgfalt erhoben, analysiert und zusammengestellt. Dennoch übernimmt Complementa keinerlei Haftung, noch gibt sie Zusicherungen ab über, jedoch nicht beschränkt auf, Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hierin enthaltenen Informationen, auch wenn Complementa die Informationsquellen und –mittel nach bestem Wissen ausgewählt hat und diese für vertrauenswürdig hält. Complementa ist zudem selbst in erheblichem Ausmass von der Qualität der ihr von den Dateneigentümern zugelierten Informationen abhängig.

Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die auf Planungen, Schätzungen, Prognosen und Erwartungen, auf gewissen Annahmen sowie derzeit verfügbaren Informationen basieren. Die zukunftsgerichteten Aussagen sind nicht als Garantien für zukünftige Entwicklungen und Ergebnisse zu verstehen. Diese sind vielmehr abhängig von einer Vielzahl von Faktoren; sie beinhalten verschiedene Risiken und Unwägbarkeiten und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen. Complementa übernimmt keine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen zu aktualisieren.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken, und die darin enthaltenen Handlungsalternativen dürfen nicht ohne sorgfältige Überprüfung durch den Adressaten als Aufforderung zum Abschluss bestimmter Geschäfte oder die Auswahl eines Geschäftspartners, Brokers etc. verstanden werden. Es entbindet einen Investor nicht von seiner eigenen umfassenden Beurteilung, insbesondere auch in steuerlicher und/oder rechtlicher Hinsicht. Keine der Angaben ist als Empfehlung zu verstehen, insbesondere bestimmte Transaktionen oder Geschäftsverbindungen einzugehen oder zu unterlassen. Der Inhalt stellt keine Offerte zur Investition in jedwelle Produkte dar.

Der Inhalt dieser Risiko Check-up-Studie ist urheberrechtlich geschützt. Die Informationen können für private oder interne Zwecke verwendet werden unter der Voraussetzung, dass keine urheberrechtlichen oder eigentumsrechtlichen Verweise entfernt werden. Elektronische Weiterverbreitung der in dieser Risiko Check-up-Studie publizierten Daten ist nicht gestattet.

Auszugsweise Reproduktion oder Gebrauch für öffentliche Zwecke ist nur mit der Quellenangabe «Complementa Risiko Check-up 2017» gestattet.

Complementa Investment-Controlling AG

Hauptsitz
Gaiserwaldstrasse 14
Postfach
CH-9015 St. Gallen

Tel. +41 71 313 84 84
E-Mail info@complementa.ch
Web www.complementa.ch

Büro Zürich
Gartenstrasse 32
CH-8002 Zürich

Tel. +41 44 368 30 90
E-Mail info@complementa.ch
Web www.complementa.ch

Complementa Investment-Controlling GmbH, Deutschland

Bockenheimer Landstraße 17/19
DE-60325 Frankfurt am Main

Tel. +49 899 0405 342
E-Mail info@complementa.de
Web www.complementa.de

