

STUDIE JANUAR 2025

# Risikofähigkeit und Anlagerisiken von Schweizer Pensionskassen



# Inhalt

<b>VORWORT</b>	<b>3</b>	<b>5. STATISTIK VON BASISKENNGRÖSSEN</b>	<b>15</b>
<b>1. MANAGEMENT SUMMARY</b>	<b>4</b>	<b>6. AUSWERTUNG DER RISIKOFÄHIGKEIT</b>	<b>18</b>
Die Auswertung der quantitativen Risikofähigkeit in Bezug zu den eingegangenen Risiken von Pensionskassen liefert neue Erkenntnisse	4	Schlussfolgerungen Risikofähigkeit	19
Zusätzliches Renditepotential vorhanden	5	<b>7. AUSWERTUNG DES RENDITEPOTENTIALS</b>	<b>21</b>
Funktionierendes Risikomanagement	6	Zusammenhang zwischen Risikofähigkeit und Vermögensanlage	21
Stiftungsrat in der Verantwortung	7	Höhere Rendite durch bessere Diversifikation	21
		Bessere Leistungen durch Nutzung des vorhandenen Risikobudgets	24
<b>2. EINLEITUNG</b>	<b>8</b>	<b>8. RECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN</b>	<b>26</b>
<b>3. DATENBASIS</b>	<b>9</b>	Die Pflicht, am Kapitalmarkt Erträge zu erwirtschaften	26
<b>4. METHODE ZUR UNTERSUCHUNG DER RISIKOFÄHIGKEIT</b>	<b>10</b>	Zuständigkeit für die Vermögensverwaltung	26
Umfassendes quantitatives Konzept zur Darstellung der Risikofähigkeit	10	Haftungsrisiken	26
WTW-Risikoprofil	10	Rechtliche Vorgaben im Spannungsfeld zwischen Rendite und Sicherheit	27
Verpflichtungen	11	Schlussfolgerungen	29
Vermögen	11	<b>9. ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b>	<b>31</b>
Regulierung – Unterdeckung gemäss FRP 6	11	<b>10. AUTOREN</b>	<b>32</b>
Vorgehensweise und Definitionen	14		



# Vorwort

Anlageerträge sind absolut zentral für das Schweizer Vorsorgesystem. Seit 2004 wurden in der zweiten Säule über CHF 500 Mrd. an Nettorendite für die Destinatäre generiert, das ist mehr als die Beiträge der Arbeitnehmenden oder Arbeitgeber. Umgerechnet pro Versicherten sind das rund CHF 100'000. Nach zwei Anlagejahren mit überdurchschnittlichen Renditen präsentiert sich die Schweizer Pensionskassen-Landschaft in einer finanziell sehr stabilen Lage. Im Jahr 2024 erzielten die Pensionskassen eine durchschnittliche Performance von rund 8%. Der durchschnittliche kapitalgewichtete Deckungsgrad lag Ende des 3. Quartals 2024 bei 118.5%.

Vor diesem Hintergrund erscheint es überraschend, dass in der öffentlichen Diskussion praktisch nur über Kosten und Umwandlungssätze gesprochen wird. Die Abstimmung zur BVG-Reform hat auch zur Folge, dass die längere Lebenserwartung nicht durch tiefere Umwandlungssätze aufgefangen werden kann. Daher muss die Gesamtleistung der Vorsorge weiter ansteigen. Der wichtigste Faktor für die Vorsorgeleistung ist der Anlageertrag der Pensionskasse. Verschiedene Studien zeigen, dass die Anlageerträge der Pensionskassen weit auseinander liegen. Im Jahr 2023 zeigte sich die durchschnittliche Rendite bei 5.1%, während fast 10% der Kassen einen Anlageertrag von über 7% erreicht haben.

Die Anlageerträge sind im Wesentlichen durch zwei Faktoren bestimmt: Das eingegangene Gesamtrisiko der Anlagen sowie der Asset Allocation. Beide Faktoren sind stark voneinander abhängig. Pensionskassen haben jedoch je nach Versichertenstruktur, Finanzierung und Leistungen unterschiedliche Risikofähigkeiten. Basierend auf dieser Risikofähigkeit wird durch den Stiftungsrat die optimale Anlagestrategie definiert.

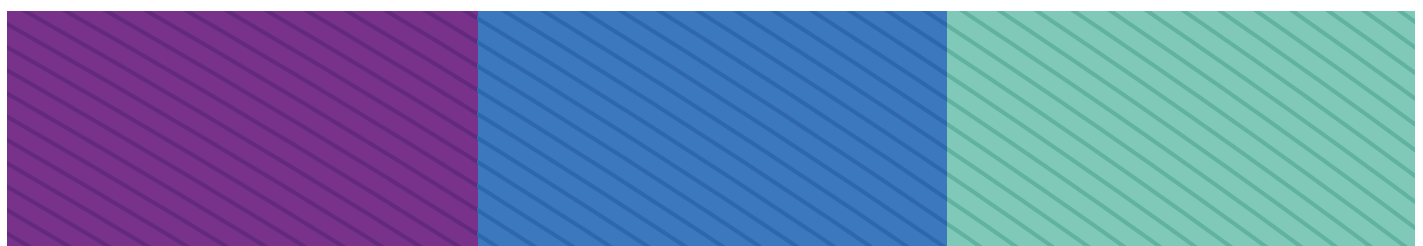
Die Risikofähigkeit einer Pensionskasse zu bestimmen, ist kein einfaches Unterfangen. Es gibt bisher auch keine standardisierten Ansätze. In dieser Studie hat WTW zum ersten Mal ihr proprietäres Modell auf einem grossen Datensatz angewendet. Danach wurde die Risikofähigkeit mit den tatsächlich eingegangenen Anlagerisiken verglichen. Die Ergebnisse sind aufschlussreich und attestieren den meisten Pensionskassen ein sehr gutes Risikomanagement.

Bei der Wahl der Asset Allocation zeigen sich jedoch gewisse systematische Ineffizienzen. Hier wird basierend auf der Risikofähigkeit ein angemessenes Anlagerisiko eingegangen, jedoch bietet ein effizientes Portfolio bei gleichem Risiko oft bessere Renditen, die bei Ausnutzung der vollen Risikofähigkeit sogar noch weiter erhöht werden könnten. Die Studie zeigt eine Auswahl von typischen Anlagebiases.

Die aktuellen Bundesgerichtsentscheide zur Haftung von Stiftungsräten von Pensionskassen bei Anlageverlusten haben viele verunsichert. Das oberste Organ hat eine grosse Verantwortung und besteht oft aus einem Laiengremium, das sich mit grosser Hingabe für das Wohlergehen der Versicherten einsetzt. Eine Haftung mit dem Privatvermögen aufgrund zu hoher Anlagerisiken in der Pensionskasse für die enormen Beträge in der 2. Säule will dabei verständlicherweise verhindert werden. In einer ausführlichen juristischen Beurteilung werden in dieser Studie die Grenzen der Haftung aufgezeigt, damit Stiftungsräte mit gutem Gewissen die Risikofähigkeit ihrer Kasse ausnützen, um optimale Anlageerträge zu generieren. Die Beurteilung macht auch deutlich, dass zu tiefe Anlagerisiken ebenfalls zu Haftungsfragen führen können, da der gesetzliche Auftrag nicht erfüllt wird.

Die Asset Management Association setzt sich für optimale Rahmenbedingungen für Pensionskassen in der Schweiz ein. Das 3-Säulen-Prinzip gehört zu den besten Vorsorgesystemen der Welt und Pensionskassen liefern dabei einen entscheidenden Beitrag zu robust finanzierten und bezahlbaren Rentenleistungen. Der Schlüssel dazu sind Anlageerträge. Korrekte Umsetzung der Risikofähigkeit und optimale Anlagestrategien gehören zu den Kernkompetenzen der Asset Manager. Hier gilt es, das Knowhow der Industrie richtig einzusetzen, um die Renten von morgen zu maximieren.

Diese Studie soll Stiftungsräten, Anlagekommissionsmitgliedern und weiteren Interessierten ein Werkzeug liefern, um bessere Entscheidungen zu treffen und damit Anlageerträge weiter zu optimieren.



# 1. Management Summary

## Die Auswertung der quantitativen Risikofähigkeit in Bezug zu den eingegangenen Risiken von Pensionskassen liefert neue Erkenntnisse

In der vorliegenden, von der Asset Management Association Switzerland (AMAS) in Auftrag gegebenen Pensionskassen-Studie hat die Beratungsgesellschaft WTW die quantitative Risikofähigkeit von Pensionskassen hinsichtlich der eingegangenen Anlagerisiken analysiert.

WTW hat dafür ein Modell entwickelt, das zum ersten Mal die Risikofähigkeit einer Pensionskasse direkt mit dem Risiko (Volatilität) von Anlagestrategien und dem Renditepotential verbindet. Dies ermöglicht neue (quantitative) Auswertungen. So lassen sich erstmals Aussagen dazu treffen, wie stark sich Pensionskassen gegenüber geringen und erheblichen Unterdeckungen exponieren, in welchem Ausmass sie die vorhandene Risikofähigkeit ausnutzen, wieviel (zusätzliches) Renditepotential besteht, würde diese voll ausgenützt werden, und welche Anlageklassen zur vollen Ausnutzung beitragen würden.

Im Rahmen der Auswertung wurden jeder Pensionskasse drei maximal tragbare Volatilitäten von Anlagestrategien zugeordnet. Diese wurden individuell und spezifisch für jede Pensionskasse so berechnet, dass der Deckungsgrad während einer Strategieperiode von fünf Jahren jeweils mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% (Sicherheitsniveau (SN) 95% mit einem Unterdeckungsereignis alle 20 Jahre) über diesen drei festgelegten Stufen von Unterdeckungen bleibt. Zusätzlich wird die erwartete Entwicklung des Deckungsgrades über die nächsten fünf Jahre berücksichtigt, begrenzt auf die Zielgrösse der Wertschwankungsreserve.

Ausgangspunkt für die Länge der Strategieperiode und Berechnungsbasis für die drei Unterdeckungsstufen bildete die Fachrichtlinie «FRP 6 – Unterdeckung / Sanierungsmassnahmen» der Schweizer Kammer der Pensionskassen-Experten. Bei der Abstufung handelt es sich um die geringe Unterdeckung<sup>1</sup>, die erhebliche Unterdeckung<sup>2</sup> sowie die erhebliche Unterdeckung unterhalb des Risikobudgets<sup>3</sup> (RB) mit definierten Sanierungsmassnahmen (siehe Beispiel in Abbildung 1). Die Sanierungsmassnahmen (als Risikobudget bezeichnet) wurden standardisiert als Sanierungsbeitrag von 1% der Lohnsumme plus einer Minderverzinsung der

Altersguthaben von 1% gesetzt<sup>4</sup>. Insbesondere der Bereich der erheblichen Unterdeckung ist ein Mass für die strukturelle Risikofähigkeit einer Pensionskasse.

Abb. 1: Deckungsgrad- und Risikoprojektion mit dem Ausmass der Unterdeckung nach FRP 6

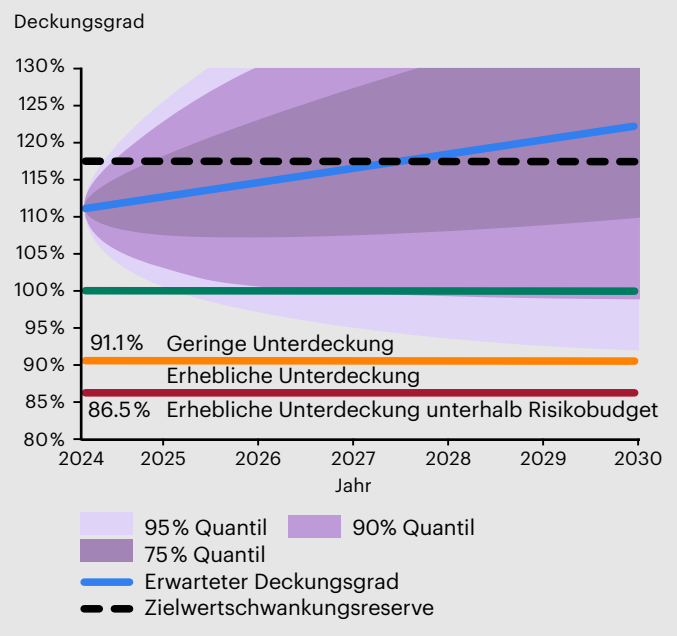


Abbildung 2 zeigt die Auswertung der quantifizierten Risikofähigkeit in Form von maximalen Volatilitäten, welche die Anlagestrategie aufweisen darf, damit der Deckungsgrad mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% über den berechneten Deckungsgrad-Schwellen bleibt (im Beispiel 100%, 91.1%, 86.5%). Diese Berechnungen wurden für jede einzelne Pensionskasse durchgeführt. In der Abbildung 2 ersichtlich ist auch die Effizienzgrenze, welche die maximal mögliche Rendite einer Anlagestrategie bei einer bestimmten Volatilität angibt. Weiter sind die Sollrendite der Pensionskasse eingetragen sowie die drei maximalen Volatilitäten, welche die oben aufgeführten Bedingungen erfüllen.

<sup>1</sup> Geringe Unterdeckung gemäss FRP 6: eine Sanierung in fünf Jahren ist möglich ohne zusätzliche Sanierungsmassnahmen.

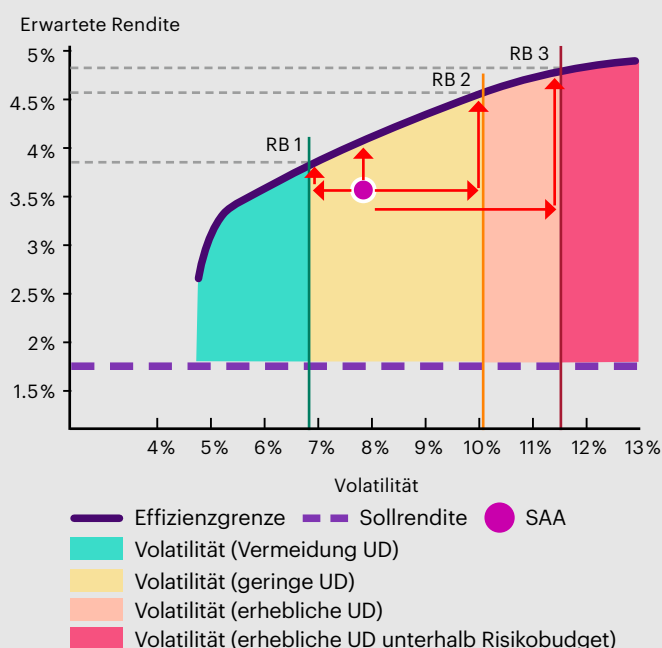
<sup>2</sup> Erhebliche Unterdeckung gemäss FRP 6: eine Sanierung in fünf Jahren ist möglich mit zusätzlichen Sanierungsmassnahmen.

<sup>3</sup> Das maximale Risikobudget beschreibt den zusätzlichen Deckungsgradverlust, der aufgrund der definierten Sanierungsmassnahmen in fünf Jahren wieder aufgeholt werden kann.

<sup>4</sup> Das Vorgehen ist analog zum OAK BV Bericht 2023. Je nach Struktur der Pensionskasse, bewirken Sanierungsmassnahmen über fünf Jahre eine unterschiedliche Verbesserung des Deckungsgrades. Dies führt bspw. bei rentnerlastigen Pensionskassen zu einer geringeren maximal tragbaren erheblichen Unterdeckung.

In der Studie wurde unter anderem für alle Pensionskassen die Position der konkreten Anlagestrategie (SAA für Strategic Asset Allocation, im Beispiel in Abb. 2 als Punkt dargestellt) in Bezug zu den drei maximalen Volatilitäten und zur Effizienzgrenze ausgewertet.

Abb. 2: **WTW-Risikoprofil: Auswertung des Renditepotentials einer Pensionskasse durch Optimierung an der Effizienzgrenze und durch Ausnutzung der Risikofähigkeit anhand der Grafik mit Effizienzgrenze, Sollrendite und maximal möglichen Volatilitäten von Anlagestrategien für die drei Deckungsgrad-Schwellen**  
**Maximale tragbare Volatilitäten (SN = 95.0%, 5 Jahre)**



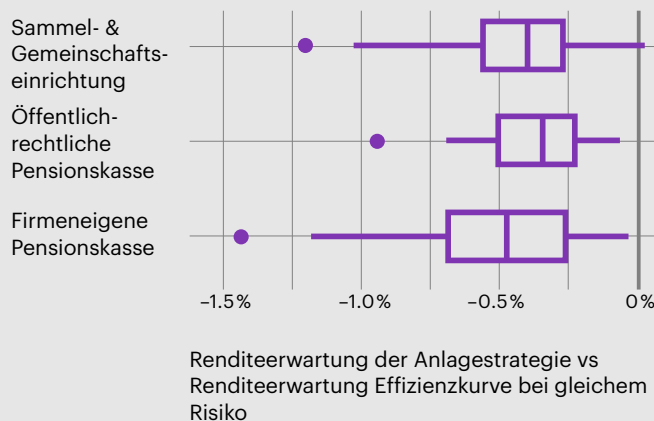
## Zusätzliches Renditepotential vorhanden

Die Auswertungen führen zur Erkenntnis, dass Pensionskassen in der Schweiz häufig über ein erhebliches Potential für Mehrrendite bei gleichem Anlagerisiko – oder gar über zusätzliches Potential bei Ausnutzung des vorhandenen Risikobudgets – verfügen. Dies, da sie aktuell Anlagestrategien mit einem Renditepotential verfolgen, das zwischen 0.3% und 0.5% unterhalb der Effizienzgrenze liegt, wie in Abb. 3 als sog. Box-Plot dargestellt<sup>5</sup>. Gleichzeitig wird auch die volle Risikofähigkeit oft nicht ausgenutzt.

## Effizientere Anlagestrategien

Insbesondere firmeneigene Pensionskassen zeigen diesbezüglich die grössten Handlungsmöglichkeiten, wobei der Streubereich gross ist. Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGE) sowie öffentlich-rechtliche Pensionskassen sind im Durchschnitt deutlich näher an der Effizienzgrenze. Grund dafür kann das meist grössere Anlagevolumen sein, was in vielen Fällen ein professionalisierteres Anlagemanagement erfordert. Allein durch die Ausnutzung des höheren Renditepotentials bei gleichbleibendem Risiko könnten die 25% der Pensionskassen mit dem grössten Effizienzspielraum ihre erwartete Rendite durchschnittlich um 0.84% pro Jahr steigern. Auf einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen dieser Pensionskassen um ca. 11.7% pro versicherte Person erhöhen.

Abb. 3: **Reduziertes Renditepotential durch ineffiziente Portfolios**



Die Analyse zeigte zudem, dass die Pensionskassen mit den höchsten Anteilen an Obligationen und mit den tiefsten Anteilen an alternativen Anlagen die optimierungsfähigsten Anlagestrategien verfolgen. Auch der Home Bias führt häufig zu ineffizienten Strategien, also die Neigung, Anlagen aus dem Heimmarkt Schweiz den Vorzug zu geben.

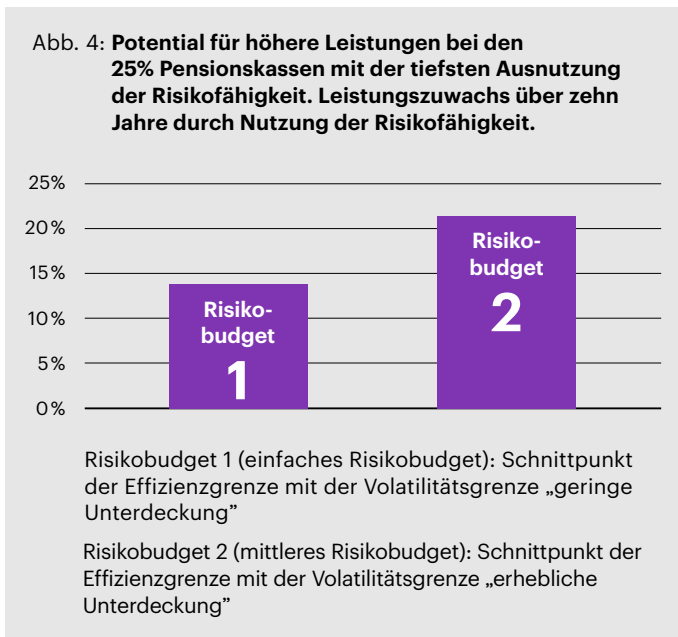
Aus der Analyse lässt sich schlussfolgern, dass die folgenden Massnahmen den Anlagestrategien dieser Pensionskassen Schub verleihen können:

- Reduktion von Anleihen
- Abbau des Home Bias (Heimmarktneigung)
- Aufbau alternativer Anlagen wie Hedgefonds, Infrastruktur und Private Equity

<sup>5</sup> Ein Box-Plot vermittelt auf einen Blick mehrere Informationen über einen Datensatz. Der Median zeigt die zentrale Tendenz, während die Länge der Box die Streuung der mittleren 50% der Daten beschreibt. Die waagerechten Antennen geben einen Überblick über den Bereich der meisten Daten. Und zusätzliche Punkte markieren Ausreisser, die deutlich ausserhalb des normalen Bereichs liegen. Eine symmetrische Box weist auf eine gleichmässige Verteilung der Daten hin, während eine asymmetrische Box auf eine Schiefe in den Daten hinweist.

### Bessere Ausnutzung der Risikofähigkeit

Ungenutzte Risikofähigkeit lässt darüber hinaus weiteres Renditepotential entstehen. Die 25% der Pensionskassen mit der tiefsten Ausnutzung des «einfachen» Risikobudgets bis zur Volatilitätsgrenze «geringe Unterdeckung» (einfaches Risikobudget 1) könnten ihre erwartete Rendite durchschnittlich um 0,95% pro Jahr steigern. Bei einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen um ca. 13,6% pro versicherte Person erhöhen. Angewendet auf die 25% der Pensionskassen mit der tiefsten Ausnutzung des «mittleren» Risikobudgets 2 bis zur Volatilitätsgrenze «erhebliche Unterdeckung» (mittleres Risikobudget 2) würde dies gar einer durchschnittlichen jährlichen Renditesteigerung um 1,48% pro Jahr entsprechen und einem Anstieg der versicherten Leistungen um ca. 21,7% pro versicherte Person auf einem Zeithorizont von zehn Jahren.



## Funktionierendes Risikomanagement

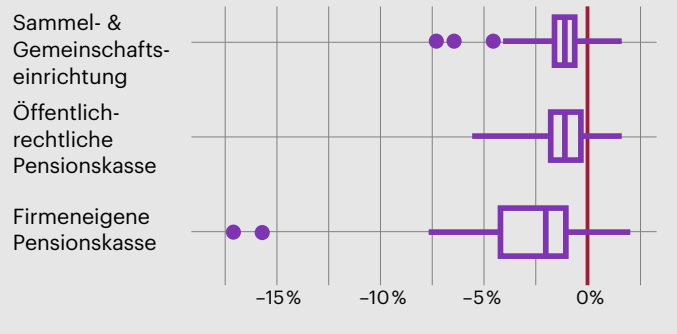
### Die eingegangenen Anlagerisiken sind überwiegend tragbar

Die Auswertung der Ausnutzung der Risikofähigkeit zeigt, dass alle Pensionskassen mehr oder weniger Unterdeckungsrisiken eingehen. Sowohl firmeneigene, wie auch öffentlich-rechtliche Pensionskassen und SGE gehen jedoch fast nur Risiken ein, die mit dem angesetzten Sanierungsbudget<sup>6</sup> auch getragen werden können. Dabei bleiben sie mit dem Anlagerisiko ihrer Portfolios im Durch-

<sup>6</sup> Im Einzelfall können die Sanierungsbudgets der Pensionskassen von den WTW-Annahmen abweichen.

schnitt unterhalb der maximalen Volatilitätsgrenze, welche mit den definierten Sanierungsmassnahmen zu nicht tragbaren Unterdeckungen führen würde (Sicherheitsniveau von 95%).

Abb. 5: **Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximal tragbaren Volatilität unter Berücksichtigung der Sanierungsfähigkeit (Linie bei 0%)**



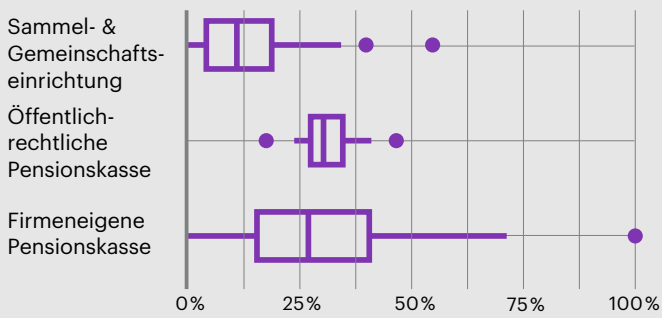
SGE sowie die öffentlich-rechtlichen Pensionskassen gehen höhere Risiken ein als die firmeneigenen Pensionskassen. Die Unterschiede lassen sich mit Blick auf die Struktur und Rahmenbedingungen erklären:

### Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen mit wenigen Rentnern

SGE zeichnen sich im Durchschnitt durch eine deutlich bessere Sanierungsfähigkeit und eine ausgewogenere Struktur aus, gekennzeichnet durch einen geringeren Anteil von Rentenbeziehenden am gesamten Vorsorgekapital. Andererseits stehen sie auch im Wettbewerb mit anderen SGE und tendieren zu leicht tieferen Zielwertschwankungsreserven und leicht höheren Umwandlungssätzen. Dies führt zu etwas tieferen Deckungsgraden als beispielsweise bei firmeneigenen Pensionskassen; die Renditeerwartungen liegen hingegen auch höher als bei firmeneigenen Pensionskassen. Durch den hohen Anteil an Altersguthaben im Vergleich zu den Vorsorgekapitalien der Rentenbeziehenden lassen sich die meisten SGE sehr leicht über die Verzinsung steuern, womit auch die Unterdeckungsrisiken leichter gemanagt werden können.



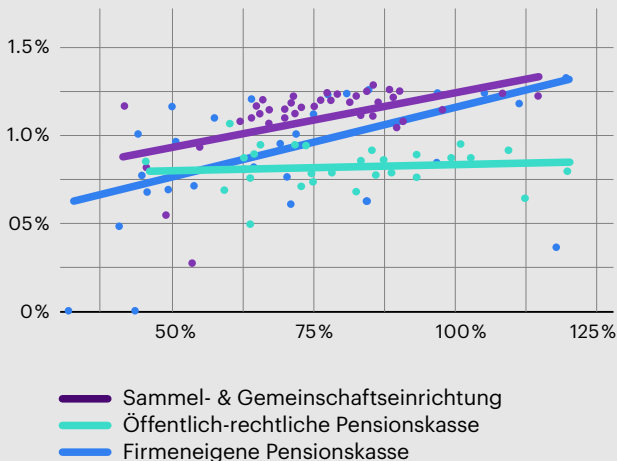
Abb. 6: Anteil Rentenbeziehende am Vorsorgekapital



### Öffentlich-rechtliche Pensionskassen mit Fortbestandssicherheit

Öffentlich-rechtliche Pensionskassen stellen die Vorsorge oft für Städte und Gemeinden oder für Kantone sicher. So können sie nicht plötzlich zahlungsunfähig werden. Zudem haben sie den Steuerzahler als Garant im Rücken. Dies können die Gründe dafür sein, dass öffentlich-rechtliche Pensionskassen häufig Anlagerisiken unabhängig von der Sanierungsfähigkeit eingehen, wie Abbildung 7 zeigt. Dabei werden die eingegangenen Anlagerisiken relativ (im Verhältnis) zu den berechneten maximal tragbaren Volatilitäten mit dem tatsächlichen jährlichen Sanierungshebel des Deckungsgrads (mit den eingangs definierten vergleichbaren Sanierungsmassnahmen) verglichen.

Abb. 7: Ausnutzung der maximalen Risikofähigkeit vs. Sanierungsfähigkeit



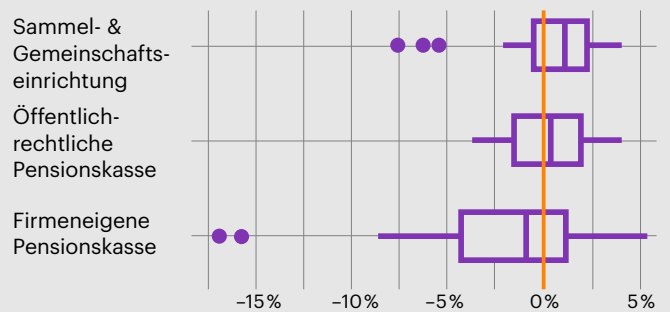
Öffentlich-rechtliche Pensionskassen weisen zudem oft höhere technische Zinssätze und leicht tiefere Umwandlungssätze als der Durchschnitt aller Pensionskassen

auf. Im Mittel verfügen sie über tiefere Deckungsgrade, möglicherweise auch aufgrund von vorangegangenen Kompensationsmassnahmen nach Senkungen des Umwandlungssatzes.

### Firmeneigene Pensionskassen mit grossem Anreiz zur Risikoaversion

Die firmeneigenen Pensionskassen sind sehr heterogen in ihrer Struktur, was den Anteil der Rentenbeziehenden und auch die Bilanzsumme angeht. Die Unternehmen müssen sich direkt an eventuellen Sanierungen beteiligen. Zudem sind viele von ihnen börsenkotiert. Es besteht daher ein grosser Anreiz, die Unterdeckungsrisiken klein zu halten – insbesondere erhebliche Unterdeckungen, die zu Sanierungsmassnahmen führen, wollen vermieden werden. Dies ist in Abbildung 8 ersichtlich.

Abb. 8: Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximalen Volatilität zur Vermeidung einer erheblichen Unterdeckung (Linie bei 0%)



### Stiftungsrat in der Verantwortung

Das oberste Organ, in der Regel der Stiftungsrat, muss sich mit den eingegangenen Anlagerisiken in Verbindung mit der Risikofähigkeit der Pensionskasse konkret befassen sowie die Entwicklung periodisch überprüfen und entsprechend dokumentieren.

Sowohl das Gesetz als auch das Bundesgericht rechnen damit, dass der Vermögensertrag der Pensionskassen als Dritter Beitragszahler wesentlich zum Erreichen des Verfassungsziels der beruflichen Vorsorge beiträgt. Der rechtliche Auftrag lautet demgemäss, mit einer dem Risiko angemessenen Anlagestrategie und unter Beachtung der erforderlichen Sorgfalt, Erträge zu erwirtschaften. Es ist demnach nicht nur die Aufgabe des Stiftungsrats, Anlagerisiken möglichst adäquat zu begrenzen, sondern auch risikogerechte Erträge zu generieren.

## 2. Einleitung

Die über Pensionskassen organisierte berufliche Vorsorge hat zum Zweck, den versicherten Personen nach der Pensionierung zusammen mit den Leistungen der eidgenössischen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenversicherung (AHV/IV) die Fortsetzung der gewohnten Lebenshaltung in angemessener Weise zu erlauben. Sie ist im Kapitaldeckungsverfahren aufgebaut, wobei die zuständige Pensionskasse die Versichertenbeiträge für jede Person am Kapitalmarkt anlegt und als Spargelder verzinst. Die Finanzierung erfolgt durch Beiträge sowohl von Arbeitnehmenden wie auch von Arbeitgebern, wie es die Bundesverfassung in Art. 113 vorschreibt. Neben den Beiträgen sind es vor allem die Kapitalerträge, die notwendig sind, um das Leistungsziel für die Versicherten zu erreichen. Die Pensionskassen verwalten ihr Vermögen so, dass Sicherheit und genügender Ertrag der Anlagen, eine angemessene Verteilung der Risiken sowie die Deckung des voraussehbaren Bedarfs an flüssigen Mitteln gewährleistet sind (Art. 71 des Bundesgesetzes über die Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG)).

In Art. 51a Abs. 2 BVG wird unter lit. m und n dem Stiftungsrat der jeweiligen Vorsorgeeinrichtung die unübertragbare Aufgabe zugeteilt, eine Anlagestrategie zu definieren und zu überwachen sowie die langfristige Übereinstimmung zwischen der Anlage des Vermögens und den Verpflichtungen zu überprüfen. Dies wird als die Risikofähigkeit der Pensionskasse interpretiert, also die Fähigkeit, Anlagerisiken zu tragen. Diese Aufgabe ist für einen Stiftungsrat im Milizsystem ohne Hilfe von Beratern oft nur schwer zu erfüllen. Weiter sind die Begriffe Sicherheit und genügender Ertrag schwer zu fassen und oft nur unscharf definiert. Beides kann in einem weiten Rahmen interpretiert werden.

Angesichts dessen hat das Beratungsunternehmen WTW für das Management von Pensionskassen ein eigenes WTW-Risikoprofil entwickelt. Dabei handelt es sich um eine Methode, mit welcher die Risikofähigkeit einer Pensionskasse quantitativ als eine maximale Wertschwankung der Vermögensanlagen (Volatilität) in Abhängigkeit eines Sicherheitsniveaus und eines Anlagehorizonts berechnet wird.

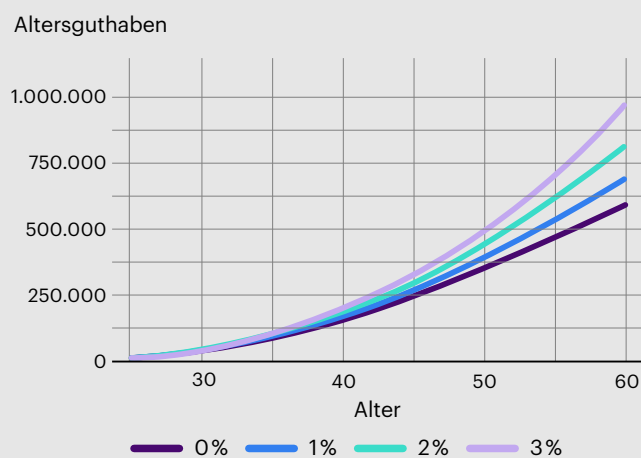
In der vorliegenden Studie hat WTW die Jahresrechnungen von 150 Pensionskassen in der Schweiz ausgewertet. Dabei wurde die Risikofähigkeit der Pensionskassen mittels dem WTW-Risikoprofil untersucht mit dem Ziel, verborgenes Renditepotential zu finden und zu quantifizieren und die unterschiedlichen Unterdeckungsrisiken transparent darzustellen. Ebenso wurde der Frage nach-

gegangen, ob die Pensionskassen Risiken eingehen, die sie auch tragen können, und ob sich dies innerhalb der drei untersuchten Gruppen – firmeneigene Pensionskassen, öffentlich-rechtliche Pensionskassen und Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGE) – unterscheidet.

Für Letzteres wurden die Pensionskassen entsprechend nach ihrer Art kategorisiert. Die Rechtsbezeichnung bezieht sich hier auf die der Pensionskasse angeschlossenen Arbeitgeber. In Einzelfällen wurden demzufolge gemäss Jahresrechnung als Sammelstiftung deklarierte Pensionskassen als öffentlich-rechtlich oder als firmeneigene Pensionskasse erfasst. Als SGE wurden Pensionskassen erfasst, die am Markt Anschlüsse an die Stiftung suchen und im Wettbewerb stehen.

Die Bedeutung der Analyse des Risikopotentials wird umso deutlicher, wenn man bedenkt, wie stark der Vermögensertrag die Höhe der Altersleistungen nach 40 Jahren beeinflusst (siehe Abbildung 9). Allein der Anstieg von einer Verzinsung der Sparbeiträge mit 2% zu einer Verzinsung mit 3% über 40 Jahre führt zu einem rund 20% höheren Altersguthaben und damit auch zu einer 20% höheren Altersrente. Dies unterstreicht die Relevanz der Pensionskasse als Dritten Beitragszahler für die Leistungen der Versicherten und rechtfertigt einen genauen Blick auf brachliegendes Renditepotential und wie dieses realisiert werden kann.

Abb. 9: Entwicklung des Altersguthabens in Abhängigkeit der Verzinsung

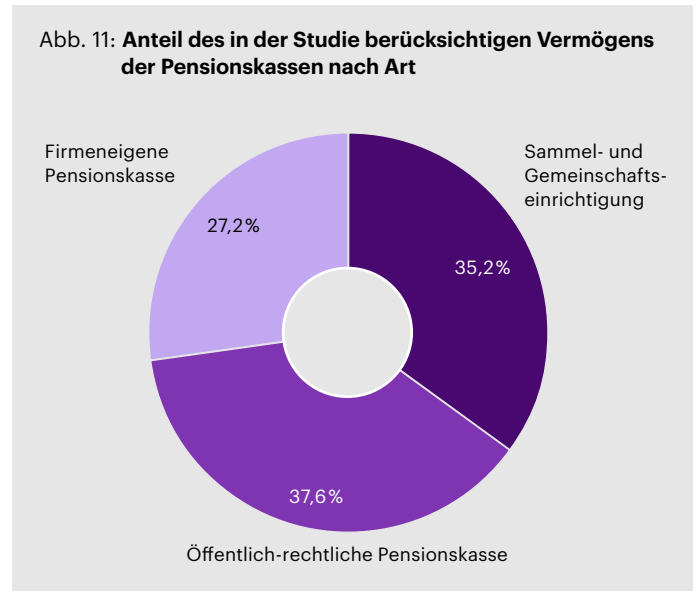
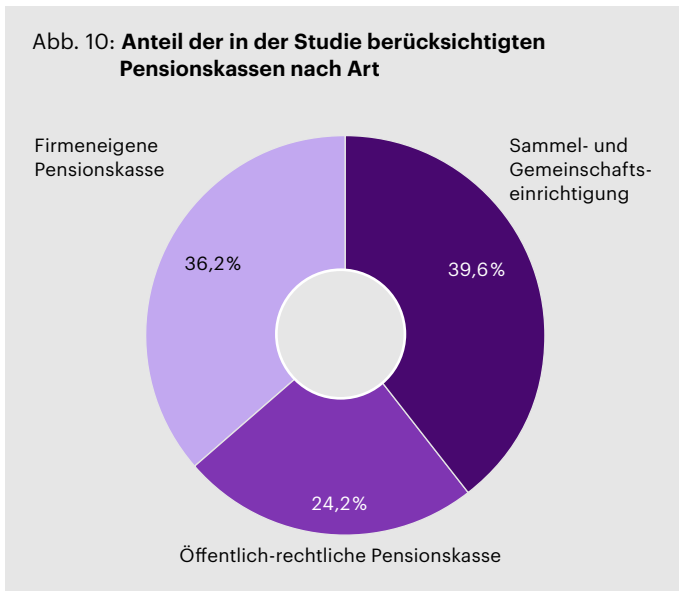


# 3. Datenbasis

WTW hat die Jahresrechnungen per 31.12.2023 von 150 Pensionskassen in der Schweiz ausgewertet, die mehrheitlich im Internet publiziert wurden. Damit wurden insgesamt CHF 680 Mio. an Vorsorgevermögen und CHF 657 Mio. an Vorsorgekapital berücksichtigt bzw. 2.74 Millionen aktive Versicherte und 0.7 Millionen Rentenbeziehende. Die untersuchten Pensionskassen decken einen Grossteil der Versicherten und der Vermögen in der 2. Säule in der Schweiz ab, dies konkret mit folgenden Anteilen:

- 61% aller Vermögenswerte
- 64% aller Verpflichtungen
- 67% aller Versicherten
- 66% aller Rentner

Die untersuchten Pensionskassen wurden in drei Gruppen eingeteilt: firmeneigene, öffentlich-rechtliche und Sammel- & Gemeinschaftseinrichtungen (SGE). Diese Aufteilung wurde gewählt, weil die drei Gruppen im Gesetz teilweise eigene Regulierungen haben. Im Gesamtdatensatz der Studie sind die drei Gruppen wie folgt vertreten:



Dieser Bestand wurde in der vorliegenden Studie ausgewertet und hinsichtlich der eingegangenen Anlagerisiken im Vergleich zur jeweiligen Risikofähigkeit der einzelnen Pensionskasse analysiert. Dabei wurden neben einer versicherungstechnischen Analyse auch die investierten Vermögen untersucht. Weiter wurde dies mit den rechtlichen Rahmenbedingungen in Bezug auf die Verantwortung der Stiftungsräte in Zusammenhang gebracht. Die Deckungsgrade der untersuchten Pensionskassen wurden inkl. der positiven Entwicklung der Finanzmärkte auf Ende Jahr 2024 geschätzt.



# 4. Methode zur Untersuchung der Risikofähigkeit

## Umfassendes quantitatives Konzept zur Darstellung der Risikofähigkeit

### Risikofähigkeit bestimmt Anlagestrategie

Pensionskassen dürfen nur Anlagerisiken gemäss ihrer strategischen Anlageallokation (SAA; Anlagestrategie) eingehen, die sie gemäss ihrer Risikofähigkeit auch tragen können. Die Risikofähigkeit einer Pensionskasse ist sodann eine zentrale Grösse, um Anlagestrategien umzusetzen, welche für eine Pensionskasse ein optimales Renditepotential bei tragbaren Schwankungsrisiken der Vermögensanlage ergeben. Insbesondere die Schwankungen nach unten, ausgelöst durch vorübergehende negative Entwicklungen der Kapitalmärkte, müssen mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit getragen werden können. Diese Wahrscheinlichkeit wird durch das angewendete Sicherheitsniveau beschrieben. Wenn zum Beispiel nur einmal in 20 Jahren eine Unterdeckung eintreten darf, wird mit einem Sicherheitsniveau von 95 % gearbeitet.

### Finanzielle und strukturelle Risikofähigkeit

Um die Risikofähigkeit einer Schweizer Pensionskasse zu beurteilen, gibt es unterschiedliche Ansätze. Im Allgemeinen wird dabei in den versicherungstechnischen Gutachten<sup>7</sup> zwischen einer finanziellen und einer strukturellen Risikofähigkeit unterschieden. Die finanzielle Risikofähigkeit bezieht sich insbesondere auf den Deckungsgrad der Pensionskasse und den Umfang, in welchem die Zielgrösse der Wertschwankungsreserve gebildet ist, um Wertverluste bei ungünstiger Entwicklung der Kapitalmärkte bis zu einem gewissen Grad ausgleichen zu können. Die strukturelle Risikofähigkeit berücksichtigt hauptsächlich den Anteil Rentenbeziehende und die Fähigkeit, sich aus einer allfälligen Unterdeckung wieder sanieren zu können (Sanierungsfähigkeit).

### Notwendigkeit eines quantitativen Ansatzes für die Beurteilung der Risikofähigkeit

Häufig wird das Sicherheitsniveau allein für die Berechnung der Zielgrösse der Wertschwankungsreserve verwendet. Für eine Beurteilung der Gesamtrisikofähigkeit einer Pensionskasse ist dies jedoch nicht aussagekräftig. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass sowohl die strukturelle als auch die finanzielle Risikofähigkeit gemeinsam beeinflussen, welche Anlagerisiken eine Pensionskasse jeweils eingehen kann. Erst aus der kombinierten Betrachtung lässt sich ableiten, welche Anlagerisiken angemessen und vertretbar sind.

### WTW-Risikoprofil

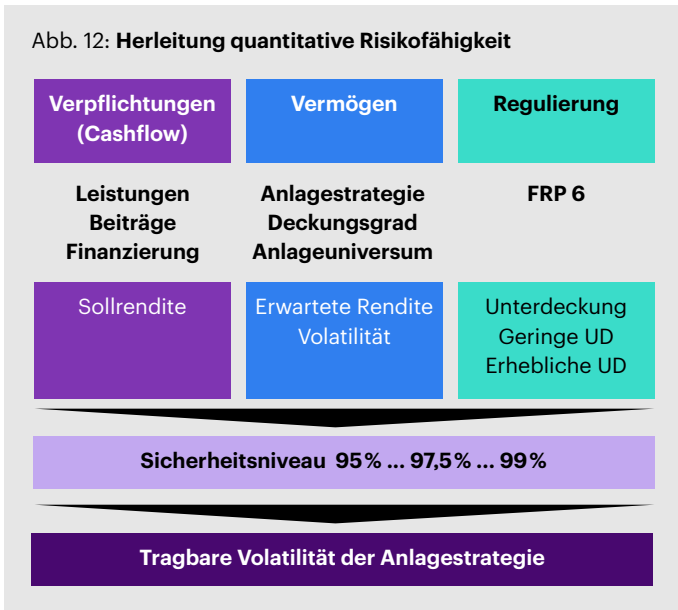
Um die gesamthafte Risikofähigkeit bewerten zu können, hat WTW das quantitative «WTW-Risikoprofil» entwickelt, das der Gesamtsituation einer Pensionskasse ein risikogerechtes Rendite/Risikoprofil zuordnet<sup>8</sup>. Im Wesentlichen wird über diesen WTW-Ansatz beschrieben, wie hoch die Volatilität (Schwankungsrisiko) der Anlagestrategie sein darf, damit eine Unterdeckung zum Beispiel während der nächsten fünf bis zehn Jahre (Strategieperiode) nur bei einem Ereignis mit einer Wahrscheinlichkeit von 5%, 2,5% oder 1% eintritt, was jeweils einem Sicherheitsniveau von 95%, 97,5% oder 99% entspricht.

Für die vorliegende Studie wurde ein Sicherheitsniveau von 95% und eine Strategieperiode von fünf Jahren angewandt. Die tragbaren Volatilitäten wurden so berechnet, dass ausgehend von der heutigen Gesamtsituation einer Pensionskasse eine entsprechende Unterdeckung nur in 5% der Fälle während einer Strategieperiode von fünf Jahren erwartet wird.

<sup>7</sup> Idealerweise sollte die Risikofähigkeit in einer «Asset Liability Management»-Studie über die Strategieperiode bewertet werden. Da dort Informationen bzgl. der zukünftigen Wachstumsannahmen und erwarteten Cashflows benötigt werden, wurde für diese Studie eine Analyse analog zu den Expertengutachten und dem Risikomass «Value at Risk» (VaR) verwendet.

<sup>8</sup> Siehe Schweizer Personalvorsorge SPV04, 2024, Christian Heiniger und Michael Melles.

Abb. 12: Herleitung quantitative Risikofähigkeit



## Verpflichtungen

### Technischer Zins, Verzinsung und Sollrendite

Die Höhe des technischen Zinssatzes zur Berechnung der künftigen Leistungen und Beiträge ist unterschiedlich für jede Pensionskasse und bestimmt auch massgebend die Sollrendite, die notwendig wäre, um den Deckungsgrad über ein Jahr konstant zu halten. Im finanziellen Gleichgewicht sollten Aktive und Rentenbeziehende gleichbehandelt werden. Dies insbesondere dann, wenn die Umwandlungssätze, welche die Höhe der lebenslangen jährlichen Altersrente bestimmen, nicht zu weit weg von den technisch neutralen Umwandlungssätzen<sup>9</sup> liegen. Unter diesen Umständen ist die Annahme sinnvoll, dass mittelfristig die Verzinsung der Altersguthaben in etwa der Höhe des technischen Zinssatzes entspricht. Mit dieser Annahme und den Inputdaten aus den verfügbaren Bilanz- und Betriebsrechnungszahlen kann eine Pensionskassen-spezifische Sollrendite ermittelt werden, welche das Leistungsniveau der Pensionskasse kennzeichnet. Kennt man die erwartete Rendite, lässt sich aus diesen beiden Grössen die erwartete Deckungsgradentwicklung der Pensionskasse individuell abschätzen.

<sup>9</sup> Gemäss dem Bericht zur finanziellen Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2023 der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) liegt der durchschnittliche Umwandlungssatz von Vorsorgeeinrichtungen ohne Vollversicherung oder Staatsgarantie im Alter von 65 Jahren bei 5.18% und der durchschnittliche technische Zinssatz bei 1.76%. Der technisch neutrale Umwandlungssatz (50% Männer und 50% Frauen) liegt bei rund 4.86%.

<sup>10</sup> Fachrichtlinie für Pensionskassen-Experten Nr. 6 – Unterdeckung / Sanierungsmassnahmen. Ausgearbeitet und publiziert durch die Schweizerische Kammer der Pensionskassen-Experten.

## Vermögen

### Anlagestrategie gemäss Jahresrechnung

Die Anlagestrategien wurden für die vorliegende Studie den Jahresrechnungen der Pensionskassen entnommen. Der Detaillierungsgrad ist dabei sehr unterschiedlich. Für die Auswertungen wurden die Anlagestrategien in 18 Anlageklassen abgebildet.

Für die gesamthafte Darstellung innerhalb des WTW-Risikoprofils (siehe Abbildung 14) bezüglich optimal diversifizierter Anlagerisiken wurde ein Anlageuniversum gemäss Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2) verwendet.

### Modellierung der Rendite/Risikoeigenschaften

Für die Modellierung der Rendite/Risikoeigenschaften wurde das WTW-eigene stochastische Kapitalmarktmodell, das Global Asset Model (GAM), herangezogen. Das Modell liefert Schätzungen zu Renditen, Korrelationen und Volatilitäten über kurzfristige sowie sehr langfristige Zeiträume (20 Jahre). Während die kurzfristigen 1-Jahres-Schätzungen tendenziell stärker von den aktuellen Marktbedingungen wie dem Zinsumfeld beeinflusst werden, spielen bei längerfristigen Schätzungen langfristige Annahmen eine grössere Rolle, wie die Erwartung, dass sich Werte im Zeitverlauf wieder einem langfristigen Durchschnitt annähern (Mean Reversion).

## Regulierung – Unterdeckung gemäss FRP 6

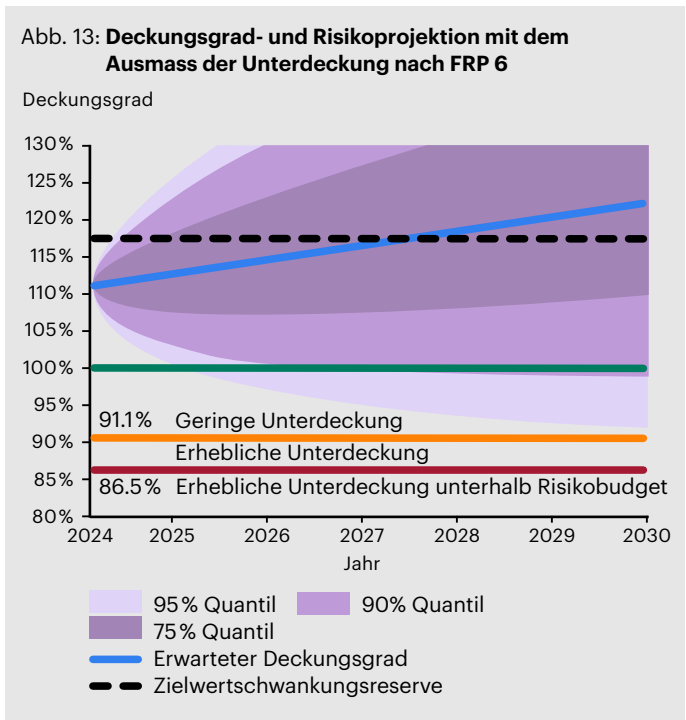
### Risiko Unterdeckung und Sanierung

Das Hauptrisiko einer Pensionskasse liegt bekanntermassen darin, dass sie möglicherweise nicht ausreichend Rückstellungen und Reserven für die reglementarisch versprochenen Leistungen bildet. In der Folge könnte eine Sanierung notwendig werden. Dies würde entweder bedeuten, dass zusätzliche Beiträge erhoben werden, um die gleichen Leistungen zu garantieren, oder dass bei gleichbleibender Finanzierung tiefere Leistungen ausgerichtet werden. Gemäss der Fachrichtlinie FRP 6<sup>10</sup> ist die Sanierungsschwelle als «erhebliche» Unterdeckung definiert, falls die Pensionskasse im Erwartungswert fünf oder mehr Jahre benötigt, um ohne Sanierungsmassnahmen wieder auf einen Deckungsgrad von 100% zu gelangen. Kann sich die Pensionskasse in Unterdeckung in weniger als fünf Jahren ohne Massnahmen wieder auf einen Deckungsgrad von 100% erholen, spricht man von einer «geringen» Unterdeckung.

### Berechnung der Wirksamkeit standardisierter Sanierungsmassnahmen

Um den Sanierungshebel zu ermitteln, ist die Struktur der Pensionskasse abhängig von den definierten Sanierungsmassnahmen zu berücksichtigen. Gemäss dem Bericht der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV 2023 lag der Anstieg des Deckungsgrades durch die Kombination von Sanierungsmassnahmen mit einem Sanierungsbeitrag von 1% der Lohnsumme und einer Minderverzinsung der Altersguthaben von 1% bei rund 0.92% pro Jahr. Der durchschnittliche Anteil der Rentenbeziehenden an den Gesamtverpflichtungen beträgt bei den in dieser Studie untersuchten Pensionskassen rund 41% inklusive zugehöriger Rückstellungen.

Aufgrund dieser Werte wurde die Sanierungsfähigkeit der Pensionskassen gemäss ihrem Anteil an Rentenverpflichtungen wie folgt simuliert: Liegt dieser Anteil bei 30% oder weniger, wird ein Sanierungseffekt von 150% des durchschnittlichen Sanierungshebels angenommen (also ein Anstieg des Deckungsgrades von rund 1.38% pro Jahr). Dieser Effekt nimmt bei einer sehr rentnerlastigen Pensionskasse mit einem Anteil an Rentenverpflichtungen von 90% oder mehr linear bis 0% ab. Ebenso wird in der Studie davon ausgegangen, dass Pensionskassen im Einzelfall andere Sanierungsmassnahmen<sup>11</sup> beschliessen können.



In Abbildung 13 wird beispielhaft ein Deckungsgradverlauf über die nächsten zehn Jahre dargestellt. Dabei entspräche der Bereich zwischen 100% und 91.1% einer geringen Unterdeckung gemäss der FRP 6. Mit den zuvor beschriebenen Sanierungsmassnahmen könnte die Beispiel-Pensionskasse in fünf Jahren aus einer Unterdeckung von 86.5% im Erwartungswert wieder auf 100% gelangen.

Diese Werte werden als Mittelwert über die Strategieperiode ermittelt, analog zur durchschnittlich erwarteten Anlagerendite. Damit ist die Analyse der Risikofähigkeit einer Pensionskasse nicht direkt vom Anfangsdeckungsgrad abhängig. Aufgrund der bisher sehr positiven Anlageperformance der Pensionskassen im laufenden Jahr wurden die Deckungsgrade per 31.12.2023 entsprechend auf den 31.12.2024 fortgeschrieben<sup>12</sup>. Mit diesen Annahmen sowie den individuellen Leistungsniveaus und Renditeerwartungen<sup>13</sup> lassen sich umgekehrt bei gegebener Wahrscheinlichkeit (Sicherheitsniveau) maximale Volatilitäten berechnen, welche die jeweiligen Unterdeckungen über die durchschnittliche Strategieperiode<sup>14</sup> vermeiden.

### Unterdeckungsrisiken werden in maximal tragbare Volatilitäten übersetzt

Um diesen quantitativen Ansatz an einer Beispiel-Pensionskasse zu erläutern, sind in Abbildung 14 mit einem WTW-Risikoprofil die unterschiedlichen Unterdeckungsrisiken für eine durchschnittliche Sollrendite von rund 1.7% über die Strategieperiode dargestellt. Der aufgeführte Punkt entspricht dem Rendite/Risikoprofil der zugehörigen Anlagestrategie (strategische Anlageallokation (SAA))<sup>15</sup>.

Bei den vertikalen Linien in der Grafik handelt es sich um berechnete maximale Volatilitäten, welche die erwähnten Unterdeckungsrisiken mit dem gewählten Sicherheitsniveau von 95% (entspricht einem Ereignis, das nur alle 20 Jahre eintritt) widerspiegeln. Die durchschnittliche finanzielle Risikofähigkeit wird dabei über die gesamte Strategieperiode bewertet und ist somit nicht ausschliesslich vom Anfangsdeckungsgrad abhängig. Zusätzlich wird die strukturelle Risikofähigkeit, um aus einer erheblichen Unterdeckung (mit oder ohne Sanierungsbeiträgen) wieder in eine Überdeckung zu gelangen, berechnet. Aus diesen Grössen werden kombiniert, und für jedes Unterdeckungsrisiko, Volatilitätsgrenzen abgeleitet. Diese zeigen im Vergleich mit der Anlagestrategie somit auf, welche Unterdeckungsrisiken eine Pensionskasse aufgrund ihrer finanziellen und strukturellen Risikofähigkeit über die

<sup>11</sup> Insbesondere bei Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen wird in dieser Studie angenommen, dass die Teilliquidationsrisiken im entsprechenden Reglement in Unterdeckung risikoneutral weitergegeben werden können.

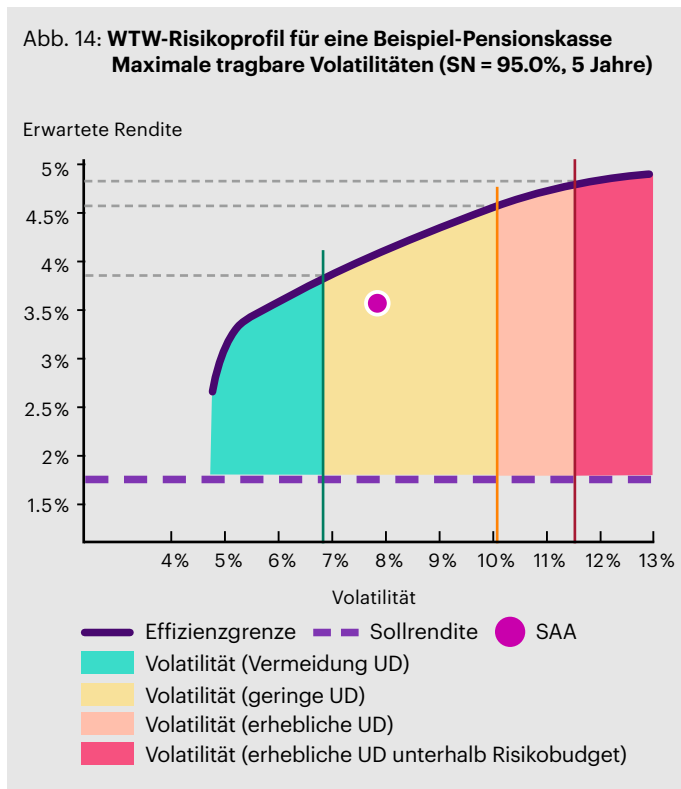
<sup>12</sup> Per Ende November 2024 war die durchschnittliche Performance gemäss UBS rund 7.8%, gemäss Pictet Index 25+ rund 8.3% und gemäss Prevanto Monitor rund 9.3%. Mit einer Zusatzverzinsung in Höhe des durchschnittlichen technischen Zinssatzes und der durchschnittlichen Sollrendite ergeben sich Deckungsgrad-Anstiege von rund 5 bis 6%.

<sup>13</sup> Schätzung gemäss WTW Global Asset Model per Mitte 2024.

<sup>14</sup> Eine durchschnittliche Strategieperiode für eine Anlagestrategie von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen beträgt fünf bis zehn Jahre. Für die Berechnungen wurde der Erwartungswert nach fünf Jahren verwendet, was die pro-zyklische Abhängigkeit vom Anfangsdeckungsgrad reduziert, aber maximal den Zieldeckungsgrad der Pensionskasse in Bezug auf ihre Risikofähigkeit berücksichtigt.

<sup>15</sup> Die Effizienzgrenze berechnet sich aus dem möglichen BVV2-Anlageuniversum und enthält zumeist mehr Anlagekategorien als solche, in denen die VE investiert ist.

gesamte Strategieperiode mit einem bestimmten Sicherheitsniveau eingeht.



In der beispielhaften Abbildung eines WTW-Risikoprofils für eine spezifische Pensionskasse ist zu erkennen, dass eine Volatilität von rund 10% getragen werden könnte, wenn sie das Risiko einer erheblichen Unterdeckung (mittlere vertikale Volatilitätsgrenze) nur einmal in 20 Jahren in Kauf nehmen möchte. Momentan ist die Anlagestrategie dieser Pensionskasse (siehe Punkt mit der SAA) effektiv konservativer ausgerichtet mit einer Volatilität von rund 7.5% und das gleiche Risiko einer erheblichen Unterdeckung besteht nur rund einmal in 40 Jahren. Würde man auch allfällige Sanierungsmassnahmen in die Risikofähigkeit einbeziehen, könnte die Pensionskasse bei gleichem Sicherheitsniveau sogar eine Anlagestrategie mit einer maximalen Gesamtvolatilität von rund 11.5% tragen.

### Erfassung aller wesentlichen Grössen wie Leistungen, Anlagestrategie und Struktur

Mit dieser Vorgehensweise werden im WTW-Risikoprofil folgende Elemente quantitativ erfasst:

- Anlagestrategie
- Vorsorgeplan (Leistungsversprechen) und Projektionsannahmen (über die Sollrendite und die Volatilitätsgrenzen)

- Struktur der Kasse und ihre Sanierbarkeit (über die Volatilitätsgrenzen)
- Rendite- und Risikoeigenschaften der heutigen Anlagestrategie

Die verschiedenen Kurven im Risikoprofil reagieren auf sämtliche Änderungen der Inputgrössen über die untersuchte Projektionsdauer. Eine Reduktion der Sollrendite bewirkt zum Beispiel eine Vergrösserung der Risikofähigkeit.

Ebenso werden alle relevanten Elemente der Risikofähigkeit einbezogen:

- Finanzielle Risikofähigkeit (technischer Deckungsgrad und Wertschwankungsreserve)
- Strukturelle Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung basierend auf der Analyse des Erholungspotentials der Pensionskasse in Unterdeckung mit und ohne Hilfe eines Sanierungsbudgets
- Analyse der Cashflows und des Liquiditätsbedarfs
- Bestimmung der Soll- und Zielrendite und Aufteilung nach den Einflussfaktoren
- Erwartete Rendite/Risikoprofil der aktuellen Anlagestrategie in Verbindung mit der vorhandenen Risikofähigkeit

### Vorteile des quantitativen Risikoprofils

Nur eine solche quantitative Risikotransparenz kann dem Stiftungsrat einer Pensionskasse aufzeigen, wie sich die Risiken bei Veränderung der Struktur oder der Leistungen der Pensionskasse entwickeln. Würde die Sollrendite höher liegen, zum Beispiel durch eine höhere zukünftige Verzinsung, dann würden die Risikofähigkeit tiefer und die Unterdeckungsrisiken höher ausfallen. Die berechneten Volatilitätsgrenzen würden sich somit bei gleichem Sicherheitsniveau in der Abbildung 14 nach links verschieben. Entsprechend umgekehrt würde es sich bei einer Senkung der Sollrendite verhalten.

Während konservative Anlagestrategien kurzfristig als sicher erscheinen, bergen sie langfristig erhebliche Risiken. Sie führen zu niedrigen Renditen, steigenden Beiträgen und einer möglichen Gefährdung der langfristigen Stabilität der Pensionskasse. Eine zu vorsichtige Strategie kann folglich genauso problematisch sein wie eine übermässig risikoreiche Vorgehensweise. Vielmehr sollten Pensionskassen ihre Risikofähigkeit effektiv nutzen und eine Anlagestrategie verfolgen, die sowohl Rendite als auch Sicherheit ausgewogen berücksichtigt.

## Vorgehensweise und Definitionen

### Systematische Einteilung der Vorsorgeeinrichtungen

Alle untersuchten Pensionskassen wurden für die Studie wie eingangs erwähnt in drei Gruppen aufgeteilt:

- Firmeneigene<sup>16</sup> Pensionskassen (ohne Vollversicherung oder Staatsgarantie)
- Öffentlich-rechtliche Pensionskassen
- Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen (SGE)

Diese Aufteilung bietet sich an, da es aus Risikosicht jeweils unterschiedliche Rahmenbedingungen gibt. Firmeneigene Pensionskassen haben in der Regel eine stärkere Bindung zum Arbeitgeber, öffentlich-rechtliche Pensionskassen hingegen können darauf vertrauen, dass ihr angeschlossener Arbeitgeber auch in 20 Jahren noch zahlungsfähig ist und notfalls sogar der Steuerzahler einspringen kann. Für die Untergruppe der noch im System der Teilkapitalisierung befindlichen öffentlich-rechtlichen Pensionskassen wurde der momentane Ziel-Finanzierungs-Deckungsgrad gemäss dem Ausfinanzierungspfad, der Jahresrechnung und den allenfalls vorhandenen Wertschwankungsreserven verwendet. SGE stehen dagegen im Wettbewerb und unterliegen einer strengeren Regulierung<sup>17</sup>.

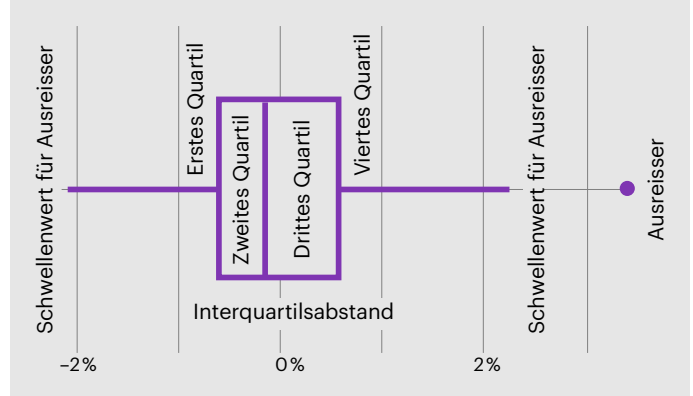
### Vorgehensweise für die Auswertungen

Für jede Pensionskasse in allen Gruppen wurde bei der Untersuchung wie folgt vorgegangen: Gemäss der geschätzten aktuellen Deckungsgrade und der Werte der Jahresrechnung 2023 wurden die jeweiligen Sollrenditen berechnet. Für die zukünftige Entwicklung der erwarteten Deckungsgradverläufe wurde die jeweilige Anlagestrategie verwendet und gemäss dem WTW Global Asset Model ausgewertet. Aus dieser Analyse wurde zudem die erwartete Gesamtvolatilität der jeweiligen SAA berechnet und die individuellen Ziel-Deckungsgrade der Pensionskasse für die Bestimmung der individuellen quantitativen Risikofähigkeit verwendet.

Gemäss dieser Analyse und der im vorangegangenen Kapitel beschriebenen Methode wurden daraufhin für jede Pensionskasse die individuell berechneten Volatilitätsgrenzen für die Vermeidung einer geringen Unterdeckung, einer erheblichen Unterdeckung sowie einer mit den definierten Sanierungsmassnahmen maximal tragbaren Unterdeckung ermittelt.

Die Auswertung in den folgenden Kapiteln basiert auf diesen individuell berechneten Werten. Die Darstellung in den Box-Plots<sup>18</sup> erfolgt in den jeweiligen Gruppen getrennt und mit separat berechneten Median-Werten und den darunter sowie darüber liegenden 25% Quantilen (in der Box links vom Median liegen also die Ergebnisse, in denen sich 25% bis 50% der Pensionskassen befinden, in der Box rechts vom Median entsprechend solche zwischen 50% bis 75%). Die Grösse der beiden Quantil-Boxen beschreibt, ob die Verteilung normal (beide Quantile wären gleich breit) ist, oder ob es mehr Abweichungen mit höheren Werten im Quantil gibt (das rechte Quantil wäre breiter als das linke oder umgekehrt, falls das linke Quantil breiter ist). Die Anzahl der Pensionskassen in beiden Quantilen ist immer mit 25% der Pensionskassen gleich hoch.

Abb. 15: Darstellung der Verteilung aller Daten einer Auswertung in einem Box-Plot



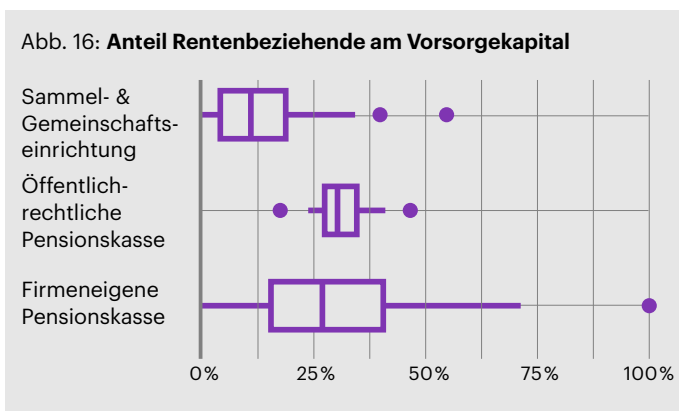
<sup>16</sup> Die Rechtsbezeichnung bezieht sich hier auf die der Vorsorgeeinrichtung angeschlossenen Arbeitgeber.

<sup>17</sup> Speziell zu erwähnen sind hier die FRP 7 der SKPE sowie die Mitteilungen der OAK BV zu Leistungsverbesserungen bei Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen nach Art. 46 BVV2.

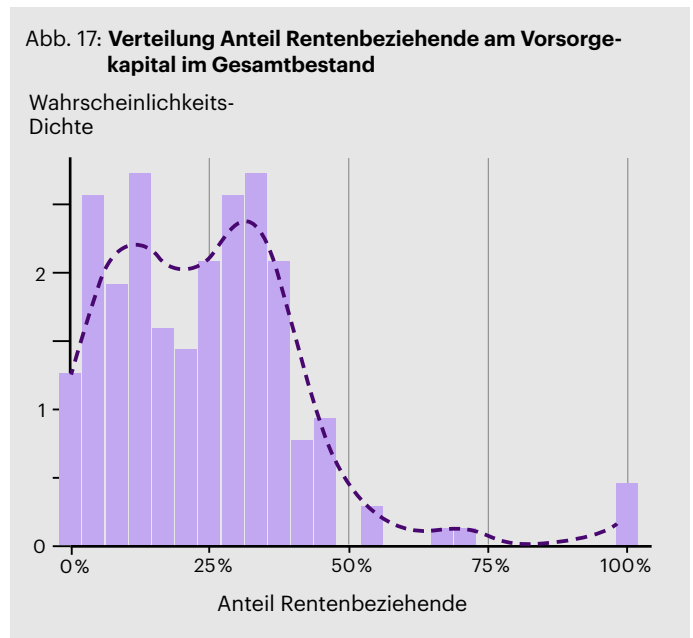
<sup>18</sup> Ein Box-Plot vermittelt auf einen Blick mehrere Informationen über einen Datensatz. Der Median zeigt die zentrale Tendenz, während die Länge der Box die Streuung der mittleren 50% der Daten beschreibt. Die waagerechten Antennen geben einen Überblick über den Bereich der meisten Daten, und zusätzliche Punkte markieren Ausreisser, die deutlich ausserhalb des normalen Bereichs liegen. Eine symmetrische Box weist auf eine gleichmässige Verteilung der Daten hin, während eine asymmetrische Box auf eine Schiefe in den Daten hinweist.

# 5. Statistik von Basiskenngrößen

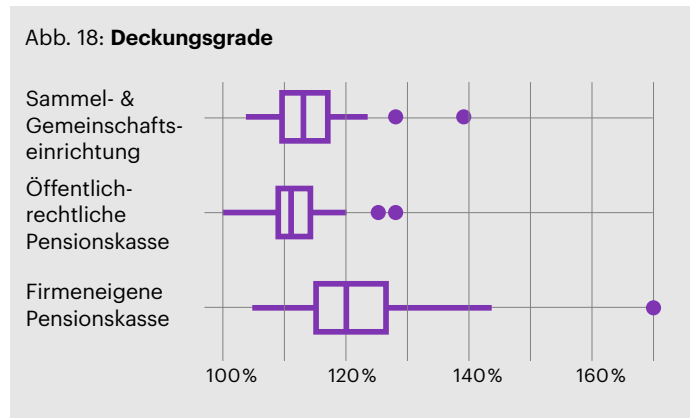
Die strukturelle Risikofähigkeit, die aus der Sanierungsfähigkeit einer Pensionskasse folgt, ist wesentlich vom Anteil des Deckungskapitals für Rentenverpflichtungen am gesamten Vorsorgekapital abhängig. Insbesondere die SGE weisen einen deutlich geringeren Anteil an Rentenbeziehenden auf, was in der Regel durch Underwriting-Richtlinien und risikoneutrale Teilliquidationsbestimmungen aktiv gesteuert wird.



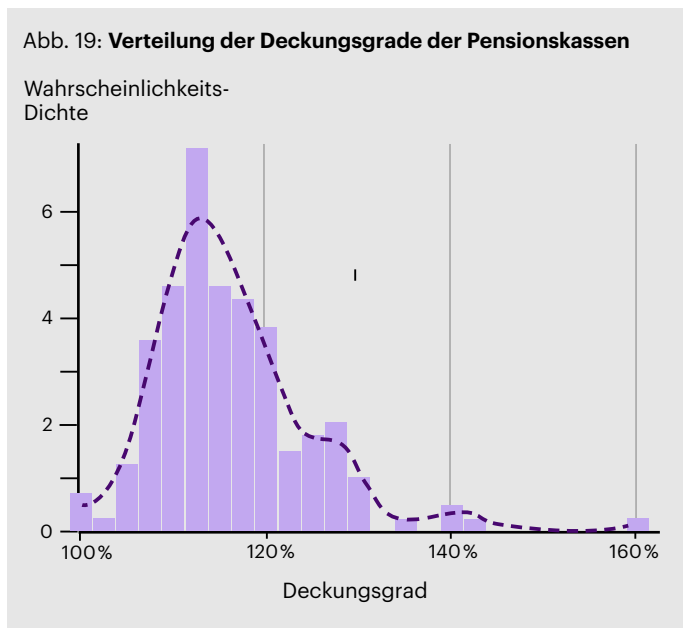
In Abbildung 16 zum Anteil der Rentenbeziehenden am Vorsorgekapital nach Art der Pensionskasse ist ersichtlich, dass der Anteil bei den SGE mit einem Median-Wert von rund 10% deutlich tiefer liegt als bei den firmeneigenen (rund 33%) sowie den öffentlich-rechtlichen Pensionskassen (rund 34%). Zudem weisen die firmeneigenen Pensionskassen eine links-schiefe Verteilung des Anteils auf. Das heisst, es gibt bei den 25% dieser Pensionskassen mit einem Rentneranteil von weniger als 33% eine breitere Streuung als bei den 25% derjenigen, deren Anteil an Rentenbeziehenden über 33% liegt. Öffentlich-rechtliche Pensionskassen dagegen sind um den Median-Wert annähernd normalverteilt.



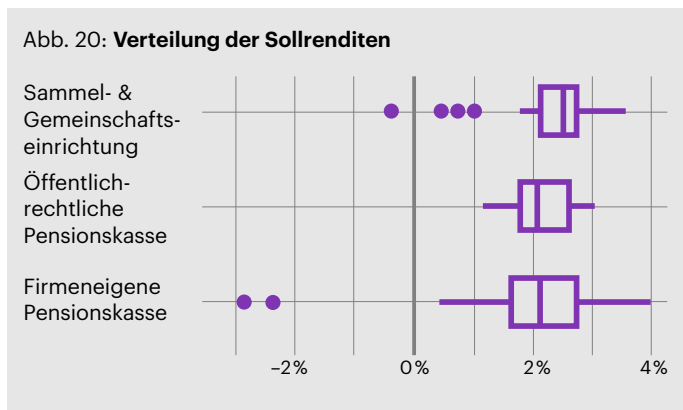
In der Betrachtung des analysierten Gesamtbestands haben die meisten Pensionskassen noch einen Anteil an Rentenverpflichtungen am gesamten Vorsorgekapital von unter 40% (siehe Abbildung 17). Es sind aber auch rentnerlastige (>70%) sowie reine Rentnerkassen (100%) vertreten.



Um die aktuelle Situation der analysierten Pensionskassen einzuordnen, werden in Abbildung 18 die aktuellen, mit den oben erwähnten Annahmen geschätzten Deckungsgrade nach Art der Pensionskasse dargestellt. Die Deckungsgrade der firmeneigenen Pensionskassen liegen im Median am höchsten (rund 119%) und diejenigen der öffentlich-rechtlichen<sup>19</sup> Pensionskassen am tiefsten (rund 112.5%). Obwohl die SGE im Wettbewerb stehen, liegen deren Deckungsgrade mit einem Median-Wert von rund 113.5% noch über den öffentlich-rechtlichen Pensionskassen.

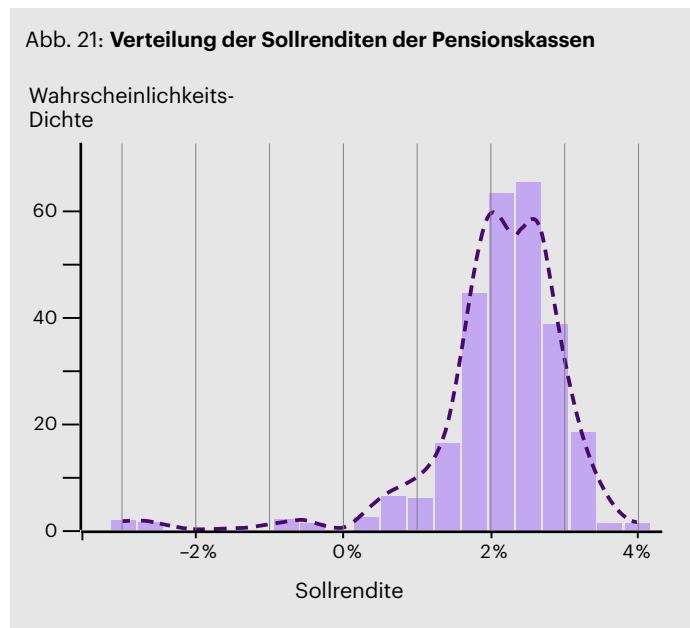


Die Mehrheit der untersuchten Pensionskassen befindet sich aktuell in einem Deckungsgrad-Bereich von 112% bis 114%. Dies liegt noch leicht unter dem durchschnittlichen Ziel-Deckungsgrad von rund 117% mit voll gebildeter Wertschwankungsreserve. Es gibt jedoch einige wenige Pensionskassen, welche sich nur in einer geringen Überdeckung befinden und ungenügende Wertschwankungsreserven aufweisen.



Interessant ist, diese Analyse auch im Vergleich zum Leistungsniveau zu betrachten. Dieses ist durch die benötigte Sollrendite, wie eingangs beschrieben, charakterisiert.

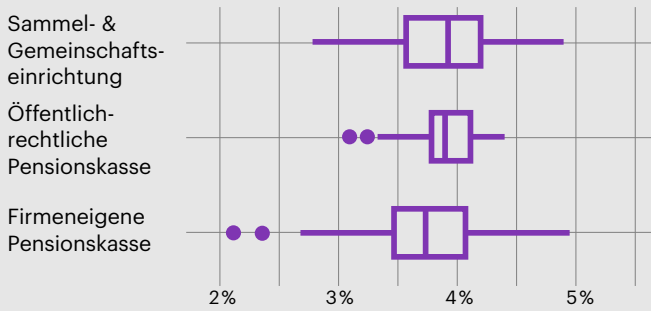
Im Vergleich des Leistungsniveaus der Pensionskassen, charakterisiert durch die benötigte Sollrendite, zeigt sich der Einfluss des Wettbewerbs. Im Median liegt die Sollrendite bei SGE rund 0.5% höher als bei den firmeneigenen und öffentlich-rechtlichen Pensionskassen. Die höhere Sollrendite kommt allerdings auch dadurch zustande, dass die Verzinsung der Altersguthaben mit dem technischen Zinssatz gleichgesetzt wurde. Dies scheint eine begründbare Annahme für das langfristige Verzinsungspotential zu sein, insbesondere da sich der technische Zins gemäss Fachrichtlinie «FRP 4 – Technischer Zinssatz» der Schweizerischen Kammer der Pensionskassen-Experten vom erwarteten Vermögensertrag und der Struktur der Rentenbeziehenden der Pensionskasse ableitet. Weiter spielt wohl auch das starke Wachstum vieler SGE der letzten Jahre eine entscheidende Rolle für die höhere Sollrendite aber auch für die tieferen Deckungsgrade, indem Neuzugänge zu Verwässerungseffekten der Überdeckung geführt haben.



Die meisten Pensionskassen haben eine Sollrendite zwischen 2.0% und 2.7% (siehe Abbildung 21). Es gibt auch einzelne Pensionskassen mit negativer Sollrendite, was auf den ersten Blick verwundert. Es handelt sich hier aber um reine Rentnerkassen in Überdeckung. Diese weisen einen negativen Cashflow auf, was in Überdeckung die Sollrendite senkt. Diese Pensionskassen müssen speziell darauf achten, nicht in eine Unterdeckung zu geraten, da sich dann der negative Cashflow umgekehrt auswirkt und die Sollrendite stark steigen würde.

<sup>19</sup> In der Studie wurden alle sich noch im System der Teilkapitalisierung befindlichen Vorsorgeeinrichtungen bezogen auf den momentanen Ziel-Deckungsgrad bewertet. So liegt der tatsächliche durchschnittliche Deckungsgrad effektiv tiefer, oft noch deutlich unter 100%.

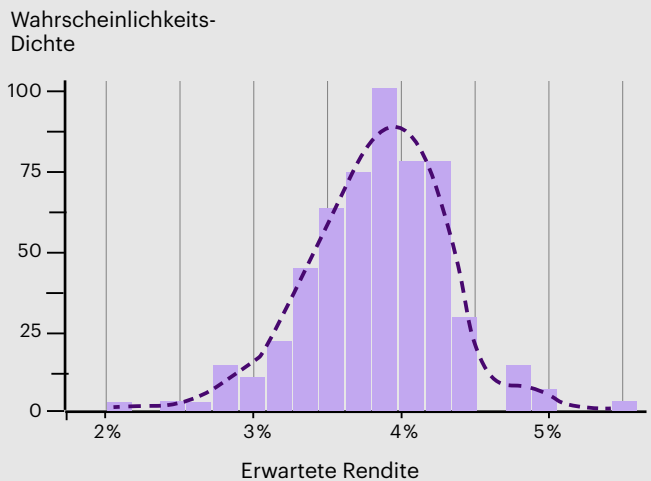
Abb. 22: Verteilung der erwarteten Renditen



Die durchschnittliche erwartete Sollrendite muss immer im Zusammenhang mit der erwarteten Rendite der Pensionskasse beurteilt werden. Liegt diese über der Sollrendite, lässt sich im Erwartungswert von einem Anstieg des Deckungsgrades ausgehen.

Die erwartete Rendite<sup>20</sup> der einzelnen untersuchten Pensionskassen liegt im Median bei den SGE sowie den öffentlich-rechtlichen Pensionskassen mit rund 3.75% am höchsten, die firmeneigenen Pensionskassen weisen eine rund 0.4% tiefere Renditeerwartung auf (siehe Abbildung 22).

Abb. 23: Verteilung der erwarteten Renditen der Pensionskassen

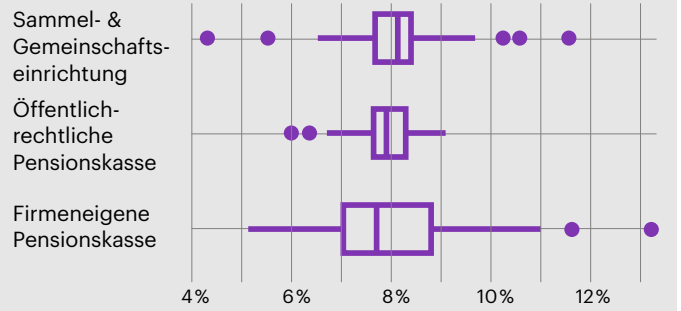


Je höher die erwartete Rendite, desto höher sind auch die eingegangenen Anlagerisiken einer Pensionskasse.



<sup>20</sup> Werte gemäss WTW Global Asset Model von Mitte 2024.

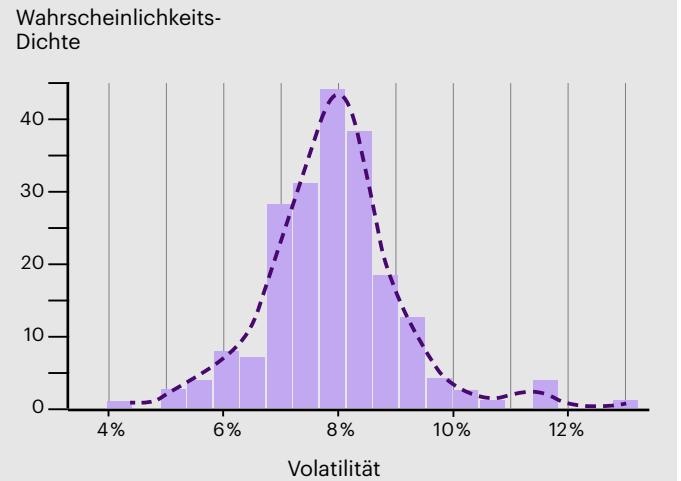
Abb. 24: Verteilung der Volatilität der Vermögenswerte



Ein Mass für die Anlagerisiken ist die jährliche Schwankung (Volatilität) der Vermögenswerte. Je höher diese mögliche Schwankung ist, desto eher kann eine Pensionskasse in eine Unterdeckung geraten. Die Volatilität ist somit abhängig vom konkreten Anlageportfolio der Pensionskasse.

In Abbildung 24 ist ersichtlich, dass SGE im Median leicht höhere Risiken eingehen, was aber auch zu ihrer höheren Renditeerwartung passt. Die firmeneigenen Pensionskassen sind im Median etwas risikoadverser und können auch nur von etwas tieferen erwarteten Renditen ausgehen.

Abb. 25: Verteilung der Volatilität der Vermögenswerte der Pensionskassen



Insgesamt liegen die meisten Pensionskassen bei einer jährlichen Volatilität der Vermögenswerte zwischen 7% und 9% und nur wenige unter 6% bzw. über 12% (siehe Abbildung 25).

# 6. Auswertung der Risikofähigkeit

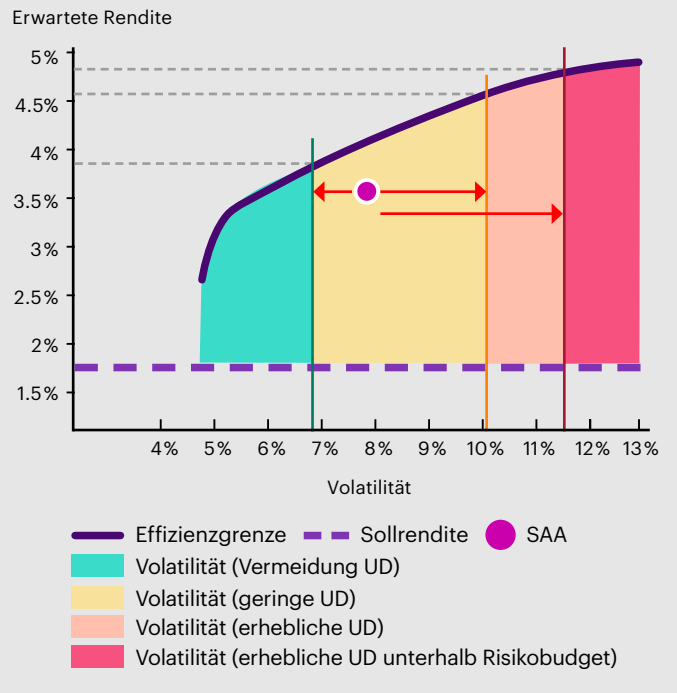
Wie wirken sich die aktuelle Situation sowie die Bestandes- und Leistungsstruktur nun auf die Risikobeurteilung der Pensionskassen aus? Beziehungsweise inwiefern gehen Pensionskassen in ihren Vermögensanlagen Risiken ein, die sie gemäss ihrer Risikofähigkeit auch tragen können?

Dazu wird die eingangs beschriebene quantitative Risikofähigkeit verwendet. Diese bezieht die Unterdeckungsrisiken mit ein. Dies in den drei Abstufungen geringe Unterdeckung (UD), erhebliche Unterdeckung sowie erhebliche Unterdeckung unterhalb des Risikobudgets (RB) mit definierten Sanierungsmassnahmen. Letzteres ist als maximal mit den definierten Sanierungsbeiträgen tragbare Unterdeckung zu sehen. Die dazugehörigen Volatilitäten der Anlagestrategien wurden für jede Pensionskasse und jedes dieser drei Unterdeckungsrisiken separat berechnet und ausgewertet.

Im Folgenden wird analysiert, wie sich die Volatilität der Pensionskassen-spezifischen Anlagestrategie (strategische Anlageallokation (SAA)) zur jeweiligen Pensionskassen-spezifischen Volatilität Unterdeckung (UD) verhält. Die Volatilität UD beschreibt die maximale Volatilität einer Anlagestrategie, damit nur einmal in 20 Jahren (Sicherheitsniveau (SN) von 95%) eine Unterdeckung während der Strategieperiode von fünf Jahren auftritt. Der rote Pfeil in der Abbildung ist der Abstand in Prozent der Volatilität der Anlagestrategie (SAA) zu den drei Volatilitäten Unterdeckung, erhebliche Unterdeckung und erhebliche Unterdeckung unterhalb des Risikobudgets (RB).



Abb. 26: Auswertung der Nutzung der Risikofähigkeit  
Maximale tragbare Volatilitäten (SN = 95.0%, 5 Jahre)

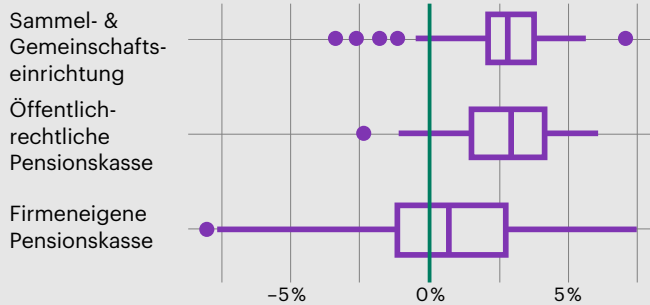


## Auswertung Risikofähigkeit in Bezug auf die Unterdeckung

Abbildung 27 macht deutlich, dass die firmeneigenen Pensionskassen ihre Risiken mehrheitlich sehr gut steuern und im Median nur knapp 1% höhere Volatilitäten aufweisen, um geringe Unterdeckungsrisiken mit einem Sicherheitsniveau von 95% zu vermeiden. Öffentlich-rechtliche Pensionskassen gehen dagegen höhere Unterdeckungsrisiken ein, und SGE liegen leicht darüber. Letztere besitzen jedoch mehrheitlich eine sehr gute Struktur, was den Versichertenbestand angeht, und können sich somit leichter aus einer möglichen Unterdeckung erholen.

Der Vergleich der berechneten maximal tragbaren Volatilitäten einer Pensionskasse wie sie sich im WTW-Risikoprofil bei einem Sicherheitsniveau von 95% ergeben, ist in diesem sowie in den zwei weiteren Box-Plots (siehe Abbildungen 27 bis 29) immer als Differenz in Prozentpunkten zur tatsächlichen Volatilität der Anlagestrategie der Pensionskasse gezeigt. Zudem wird in dieser Studie insbesondere bei SGE angenommen, dass die Teilliquidationsrisiken (gemäss entsprechenden Teilliquidations-Reglement) in Unterdeckung risikoneutral weitergegeben werden können.

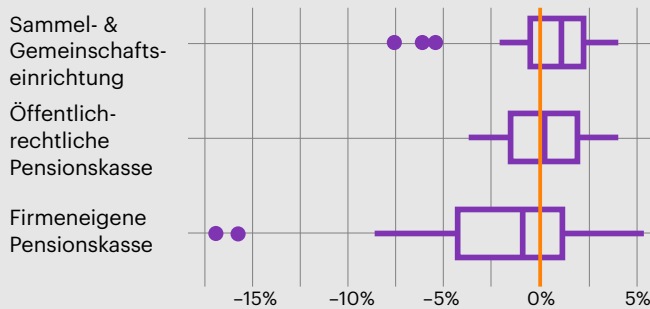
Abb. 27: Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximalen Volatilität unter Vermeidung einer (geringen) Unterdeckung (0%)



### Auswertung Risikofähigkeit in Bezug auf die erhebliche Unterdeckung

Verglichen mit dem Risiko einer erheblichen Unterdeckung nutzen SGE ihre Risikofähigkeit mehr aus als firmeneigene Pensionskassen, wie in Abbildung 21 dargestellt. Öffentlich-rechtliche Pensionskassen gehen in ihren Anlagerisiken im Median rund alle 20 Jahre das Risiko einer erheblichen Unterdeckung ein, da sich der Median der tatsächlichen Volatilität der Anlagestrategien kaum vom Median der berechneten Volatilität zur Vermeidung einer erheblichen Unterdeckung mit einem Sicherheitsniveau von 95 % unterscheidet.

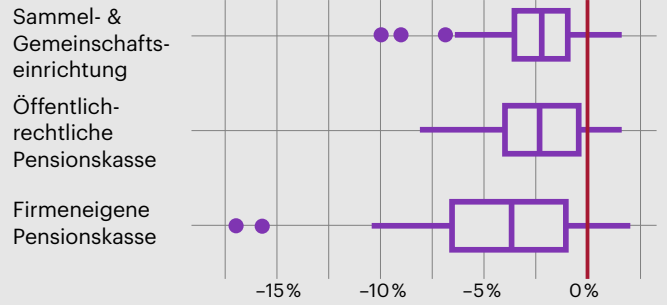
Abb. 28: Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximalen Volatilität zur Vermeidung einer erheblichen Unterdeckung (0%)



### Auswertung Risikofähigkeit in Bezug auf die maximal tragbare erhebliche Unterdeckung

Eine mit Sanierungsbeiträgen berechnete maximale Risikofähigkeit, welche der höchsten Volatilitätsgrenze im WTW-Risikoprofil entspricht (Abbildung 29), wird nur von wenigen Pensionskassen überschritten. Werte unter null bedeuten, dass das eingegangene Anlagerisiko (Volatilität) kleiner ist als die berechnete Volatilitätsgrenze.

Abb. 29: Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximal tragbaren Volatilität unter Berücksichtigung der Sanierungsfähigkeit (0%)



Bezogen auf die maximal tragbare Unterdeckung inklusive möglichen Sanierungsbeiträgen liegt der Median aller drei Gruppen unterhalb dieser Volatilitätsschwelle. Bei nur wenigen Pensionskassen würde eine erhebliche Unterdeckung somit noch höhere Sanierungsbeiträge erfordern als in dieser Auswertung angenommen.

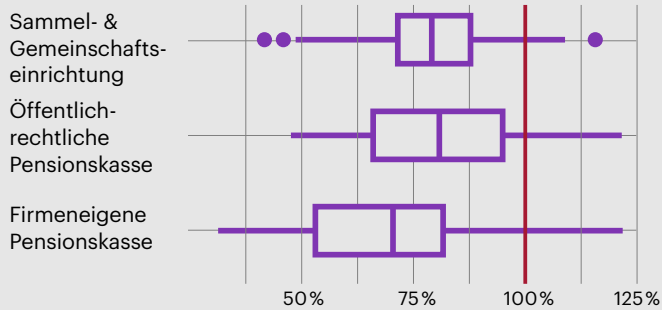
### Schlussfolgerungen Risikofähigkeit

Die grosse Mehrheit aller untersuchten Pensionskassen geht gemäss der vorliegende Studie Anlagerisiken ein, die sie aufgrund ihrer Risikofähigkeit inklusive allfälliger Sanierungsmassnahmen mit einem Sicherheitsniveau von 95 % auch tragen können.

- Firmeneigene Pensionskassen gehen das geringste Risiko von erhöhten Sanierungsbeiträgen ein, was einerseits an der höheren finanziellen Risikofähigkeit liegt, aber auch daran, dass der Arbeitgeber in einem solchen Falle mitsanieren müsste.
- SGE verwenden in der Regel grössere Teile der Performance für Leistungsverbesserungen und haben leicht höhere Leistungsversprechen, können die Risiken aber durch die hohe Sanierungsfähigkeit kompensieren.
- Öffentlich-rechtliche Pensionskassen gehen aufgrund der Stabilität und der Fortbestandsannahme des Arbeitgebers höhere Risiken ein.

Diese Schlussfolgerung wird auch in Abbildung 30 deutlich. Wären die eingegangenen Anlagerisiken höher als die maximale berechnete Volatilität, wäre der Wert in dieser relativen Darstellung grösser als 100%.

Abb. 30: Verhältnis der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximal tragbaren Volatilität unter Berücksichtigung der Sanierungsfähigkeit

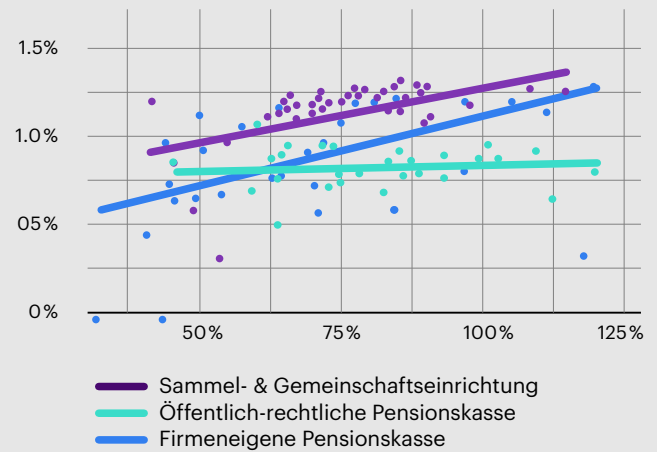


Auf Basis der Auswertungen ist es zwar gerechtfertigt, dass SGE etwas strenger reguliert werden, weil deren Bereitschaft, Risiken einzugehen, leicht höher ist. Im Vergleich zu den firmeneigenen Pensionskassen macht sich die fehlende direkte Beteiligung eines Arbeitgebers im Stiftungsrat, der risikomindernd eingreifen kann, bemerkbar. SGE weisen aber gleichzeitig durchschnittlich auch die beste Struktur mit dem kleinsten Anteil an Rentenbeziehenden auf und können daher die Unterdeckungsrisiken allein über die Verzinsung der Altersguthaben wirkungsvoll steuern. Firmeneigene Pensionskassen verfügen über einen im Durchschnitt um 5,5%-Punkte höheren Deckungsgrad als SGE. Abbildung 30 zeigt jedoch ebenfalls, dass auch SGE im Wettbewerb ihre Risikofähigkeit gezielt ausnutzen und in der Regel keine überzogenen Risiken eingehen.

Gleichzeitig sollte auch die Regulierung öffentlich-rechtlicher Pensionskassen diskutiert werden – insbesondere, wenn Einigkeit darüber herrscht, dass nicht der Steuerzahler als letzter Garant einspringen soll. In dieser Gruppe befinden sich die meisten Pensionskassen, die näher an der maximalen Tragbarkeit sind oder darüber hinaus Anlagerisiken eingehen und somit häufiger erhebliche Unterdeckungsrisiken mit Sanierungsmassnahmen in Kauf nehmen.

Zudem sind bei den öffentlich-rechtlichen Pensionskassen die eingegangenen maximal tragbaren Unterdeckungsrisiken nicht mit ihrer Sanierungsfähigkeit korreliert, wie die Abbildung 31 aufzeigt. Dagegen gehen SGE und firmeneigene Pensionskassen höhere Risiken mehrheitlich nur dann ein, wenn ihre eigene Sanierungsfähigkeit dies zulässt. Öffentlich-rechtliche Pensionskassen sind in dieser Hinsicht zu sorglos, beziehungsweise verlassen sie sich möglicherweise auf Hilfe von aussen.

Abb. 31: Ausnutzung der maximalen Risikofähigkeit vs. Sanierungsfähigkeit



# 7. Auswertung des Renditepotentials

## Zusammenhang zwischen Risikofähigkeit und Vermögensanlage

Die ermittelte Risikofähigkeit einer Pensionskasse bildet die Grundlage für die Herleitung einer optimalen Anlagestrategie. In Abhängigkeit der Risikofähigkeit und des Risikobudgets sollte ersichtlich sein, welche Anlagestrategien von der Pensionskasse getragen werden können und auch sollten. Wie bereits eingangs erwähnt, ist es die treuhänderische Pflicht, unter Berücksichtigung der Risikofähigkeit das Vorsorgevermögen so anzulegen, dass eine angemessene Rendite erzielt werden kann. Die im Schweizer Pensionskassenmarkt bisher übliche Herleitung einer tendenziell qualitativen Risikofähigkeit, die häufig mit «hoch», «mittel» und «tief» beurteilt wird, legt die Vermutung nahe, dass das vorhandene Risikobudget 1.) nicht genau ermittelt und 2.) nicht hinreichend ausgeschöpft wurde. Die folgenden Auswertungen konzentrieren sich darauf, wie sich eine Anwendung der oben beschriebenen Berechnung der Risikofähigkeit auf das Rendite/Risikoprofil ausgewirkt hätte und wodurch diese Unterschiede erklärt werden können. Aus dieser Analyse liessen sich zwei Hauptkenntnisse ableiten.

### Höhere Rendite durch bessere Diversifikation

Um die einzelnen Anlagestrategien der Pensionskassen zu beurteilen, eignet sich ein Vergleich mit dem möglichst optimal diversifizierten Portfolio für die jeweilige erwartete Rendite. Wenn man für jede höhere Renditeerwartung auch immer höhere Risiken (Volatilitäten) in Kauf nehmen muss, befindet man sich auf der sogenannten Effizienzkurve – gleichbedeutend mit der Effizienzgrenze – des in Frage kommenden Anlageuniversums.

Wie in Abbildung 33 ersichtlich, liegen die Rendite/Risikoprofile der Vergleichsgruppe alle unterhalb der Effizienzkurve. Das bedeutet gleichzeitig, dass theoretisch eine bessere Rendite durch eine höhere Diversifikation erreicht werden kann. Die Auswertungen zeigen, dass im Durchschnitt eine zusätzliche Rendite von 0.44% pro Jahr erzielt werden könnte bei gleichbleibendem Risiko. Die betrachteten Pensionskassen schöpfen ihr vorhandenes Potential nicht hinreichend aus.

Abb. 32: Beispiel-Auswertung von zusätzlichem Renditepotential oder Risikoabbau

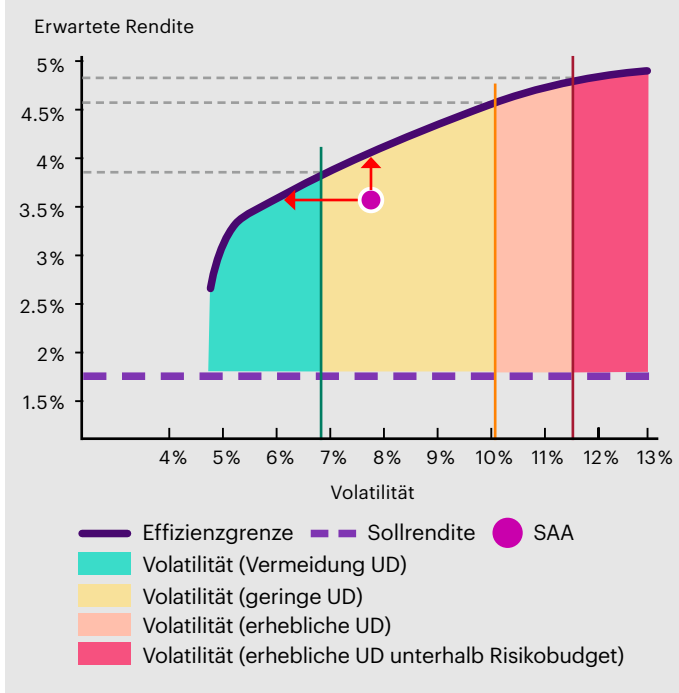
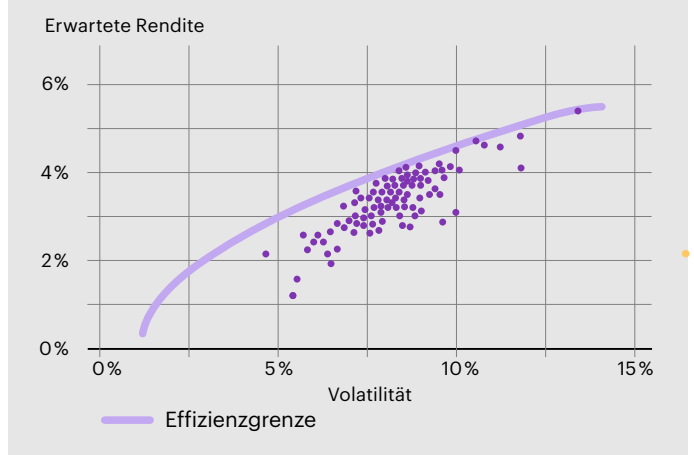
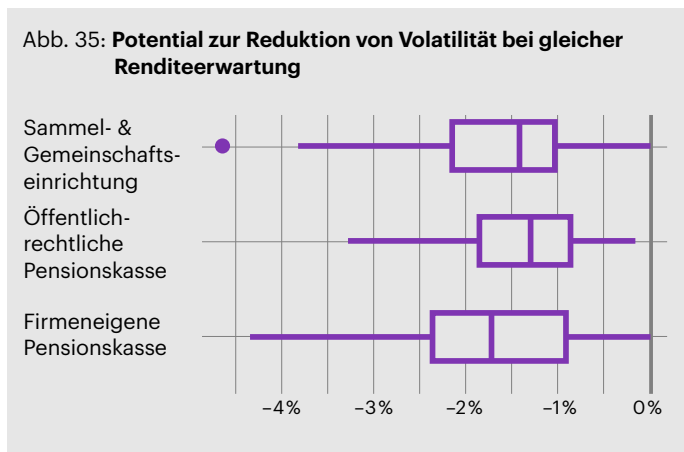
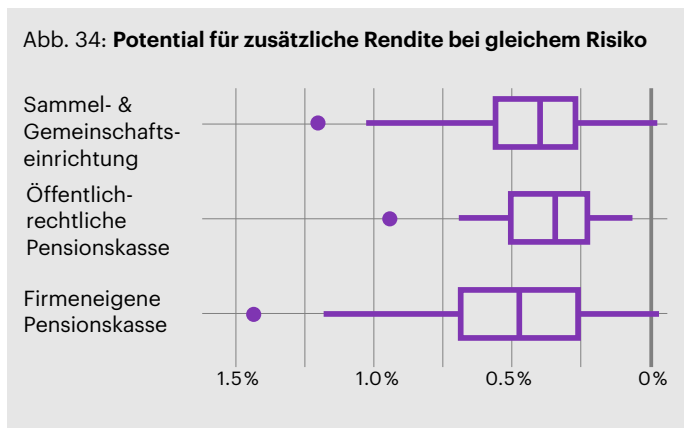


Abb. 33: Position der Anlagestrategie aller Pensionskassen zur Effizienzgrenze



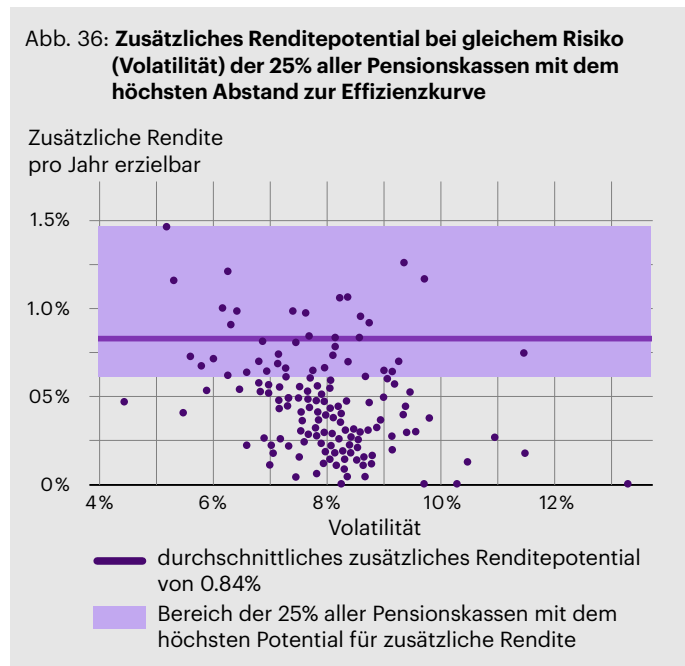
### Zusätzliches Renditepotential nach Art der Vorsorgeeinrichtung

Eine differenziertere Analyse nach Art der Pensionskasse (Abbildung 34 und 35) verdeutlicht, dass das grösste Renditepotential bei den firmeneigenen Pensionskassen liegt (Median + 0.48%), wohingegen das geringste bei den öffentlich-rechtlichen (Median + 0.35%) liegt. Die firmeneigenen Pensionskassen zeigen ebenfalls das grösste Diversifizierungspotential auf (im Median ~1.8% weniger jährliche Volatilität bei gleicher Rendite möglich). Auch die beiden anderen Gruppen haben hier noch ein grosses Potential mit im Median rund ~1.4% bis 1.3% weniger jährlicher Volatilität als Risikogewinn durch effizientere Diversifizierung.



Bezogen auf die eingegangenen Anlagerisiken ist eine Überprüfung einer optimaleren Diversifizierung allen Pensionskassen zu empfehlen. Oft fehlen bei der Strategic Asset Allocation (Anlagestrategie) die entsprechenden Anlagekategorien oder eine andere Gewichtung innerhalb der Anlagestrategie, um dies für die einzelnen Pensionskassen zu ermöglichen.

In der detaillierteren Betrachtung in Abbildung 36 ist erkennbar, wie gross der Abstand der Rendite der einzelnen Pensionskassen zur Effizienzkurve ist, um eine optimale Rendite zu erwarten. So könnten 25% der Pensionskassen der Vergleichsgruppe ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 0.84% pro Jahr verbessern. Auf einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen von 25% der Pensionskassen um ca. 11.7% pro versicherte Person verbessern.



### Möglichkeiten zur besseren Nutzung des Renditepotentials

Was kann eine Pensionskasse nun unternehmen, um ihr Renditepotential bei gleichem Risiko besser auszunutzen? Bei der genaueren Betrachtung der Anlageallokationen wird ersichtlich, dass es in Abhängigkeit des Rendite/Risikoprofils klare Tendenzen gibt für die Auswahl der Anlagen. Die Unterschiede dabei lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Je grösser das eingegangene Risiko (ab einer Volatilität von >7%) und damit die Renditeerwartung, desto höher ist die Allokation in ausländische Immobilien, Hedgefonds, Infrastruktur und Private Equity und desto weniger wird in Liquidität und Anleihen investiert. Zudem ist der Home Bias (Heimmarktneigung) auch deutlich tiefer, sowohl bei Aktien, Anleihen als auch Immobilien.
- Pensionskassen, deren Anlagestrategie eine Volatilität zwischen ca. 3% und 7% haben, sind deutlich stärker in Hedgefonds und Infrastrukturanlagen investiert und dies sogar stärker als bei höheren Risikoprofilen. Der Anteil an Cash sinkt jedoch und auch traditionelle Obligationen sind kaum Bestandteil des Portfolios.

- Pensionskassen mit einer tiefen Volatilität allozieren mehrheitlich in Cash, Schweizer Anleihen und einen geringen Teil in Schweizer Immobilien.
- Je höher der Anteil an Obligationen und je tiefer der von alternativen Anlagen, desto grösser war der Abstand zur Effizienzkurve bei gleichem Risiko.

Gestützt auf die Analysen kann man zusammenfassend sagen, dass folgende Massnahmen zur einer höheren Renditeerwartung bei gleichem Risiko führen<sup>21</sup>:

- Reduktion von Anleihen
- Abbau des Home Bias (Heimmarktneigung)
- Aufbau alternativer Anlagen wie Hedgefonds, Infrastruktur und Private Equity

### Ausgeprägter Home Bias

In der Studie wurde gerade auch der Aspekt des Home Bias näher untersucht. Pensionskassen zeigen eine bemerkenswerte Heimatmarktneigung in ihren Anlageportfolios. Diese Neigung ist sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen offensichtlich, aber noch stärker bei Immobilien:

1. Aktien: Im Durchschnitt allozieren Pensionskassen etwa 13% ihrer Portfolios in Schweizer Aktien, dem gegenüber stehen Allokationen von 19% in ausländische Aktien. Verglichen mit dem Anteil, den die Schweiz am globalen Aktienmarkt hat, ist das ein signifikantes Übergewicht, da dies einem Anteil von 40% Schweizer Aktien in der gesamten Aktienanlageklasse entspricht, während das Gewicht der Schweiz in einem typischen Weltaktienindex bei etwa 2 bis 3% liegt.
2. Anleihen: Der Home Bias ist auch bei festverzinslichen Anlagen deutlich ausgeprägt, wobei etwa zwei Drittel der Portfolioimmobilieninvestitionen typischerweise in CHF-denominierten Anleihen konzentriert sind.
3. Immobilien: Die Heimatmarktneigung ist bei Immobilieninvestitionen noch grösser, wobei über 90% der Portfolioimmobilieninvestitionen typischerweise in Schweizer Immobilien konzentriert sind. Im Gegensatz zu den Aktien und Anleihen ist diese Entwicklung stark durch den Regulator getrieben, da von den zugelassen 30% an Immobilien im Anlageportfolio maximal ein Drittel in ausländische Immobilien investiert werden darf.

Diese Konzentrationen sind im Vergleich zu einem global diversifizierten Portfolio signifikant. Die Tendenz, inländische Investitionen zu bevorzugen, kann auf mehrere Fak-

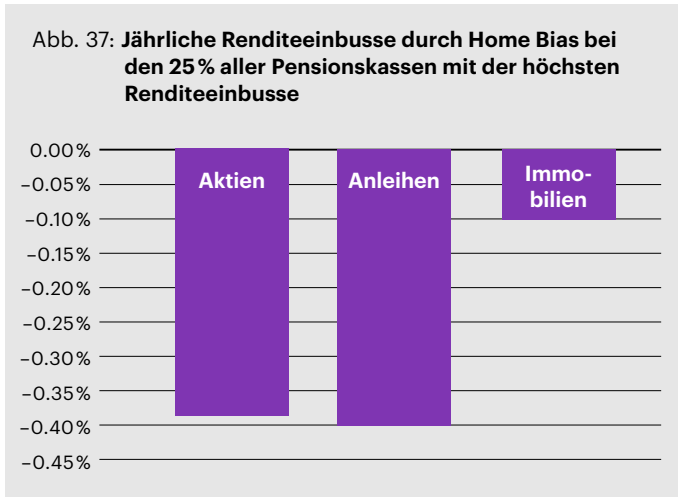
toren zurückgeführt werden, einschliesslich wahrgenommener Vertrautheit und Währungsrisikomanagement. Allerdings bedeutet dies auch, dass diese Portfolios möglicherweise die Vorteile einer breiteren internationalen Diversifikation verpassen. Die Auswertungen zeigen dazu Folgendes:

- Die 25% der Pensionskassen mit dem **höchsten Home Bias in Aktien** (im Durchschnitt 69% des Aktienanteils in Schweizer Aktien) haben **jährlich 0.39% weniger erwartete Rendite** als die 25% der Pensionskassen mit dem geringsten Home Bias in Aktien (im Durchschnitt 18% des Aktienanteils in Schweizer Aktien). Mit anderen Worten: Sollten diese Pensionskassen die Absicht haben, ihr grösstmögliches Potential auszuschöpfen (also ins 4. Quartil zu wechseln), würde das demzufolge mit einer höheren Renditeerwartung von 39 Basispunkten einhergehen. Während im obersten Quartil der Home Bias noch 17.98% beträgt.
- Die 25% der Pensionskassen mit dem **höchsten Home Bias in Anleihen** (im Durchschnitt 95% ihres Anleihenanteils in Schweizer Anleihen) haben **0.40% weniger erwartete Rendite** als die 25% der Pensionskassen mit dem geringsten Home Bias in Anleihen (im Durchschnitt 31% ihres Anleihenanteils in Schweizer Anleihen). Der Home Bias bei den Anleihen ist am höchsten in der Vergleichsgruppe, da jedoch das Renditepotential tiefer ist, kommt der Effekt etwas weniger zum Tragen als bei den Aktien.
- Die 25% der Pensionskassen mit dem **höchsten Home Bias in Immobilien** (im Durchschnitt 100% ihres Immobilienanteils in Schweizer Immobilien) haben **0.10% weniger erwartete Rendite** als die 25% der Pensionskassen mit dem geringsten Home Bias in Immobilien (im Durchschnitt 62% ihres Immobilienanteils in Schweizer Immobilien). Da nicht sehr viele Pensionskassen in ausländische Immobilien investieren, ist dieser Effekt vernachlässigbar.

Es gibt jedoch innerhalb der drei untersuchten Gruppen erhebliche Unterschiede, insbesondere zwischen den beiden Randquantilen. Für firmeneigene Pensionskassen erhöht sich dabei das durchschnittliche Rendite-Delta zwischen den oberen 25% und den unteren 25% mit dem höchsten Home Bias in Aktien auf 0.50% (von 0.39%), wohingegen er sich bei öffentlich-rechtlichen Pensionskassen auf rund 0.1% reduziert. Hier zeigt sich vermutlich das professionellere Anlagemanagement und die Governance der grösseren öffentlich-rechtlichen Pensionskassen.

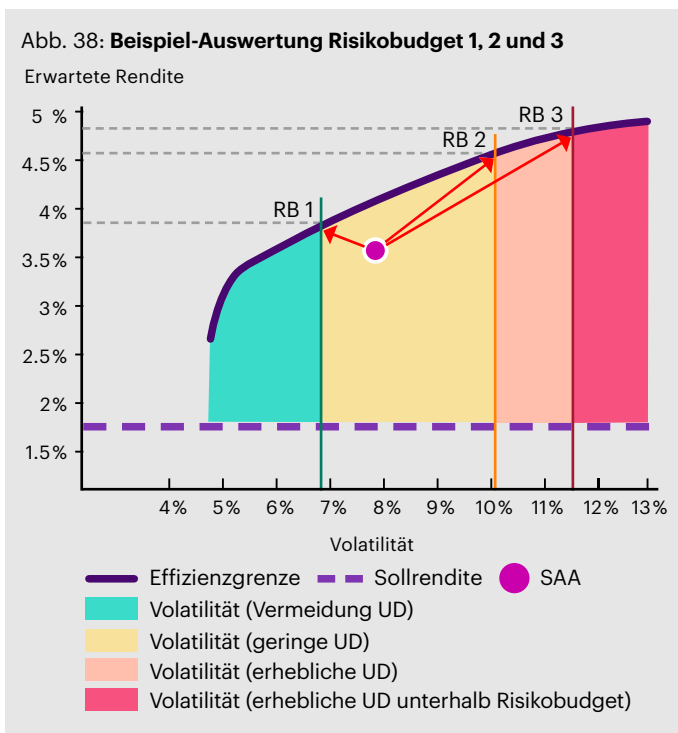
<sup>21</sup> Ohne dabei auf eine Erweiterung der Anlagemöglichkeiten gemäss Art. 50 BVV2 zurückzugreifen.

Eine analoge Situation besteht auch zwischen den oberen 25% und den unteren 25% der Pensionskassen mit dem höchsten Home Bias in Obligationen. In dieser Gruppe erhöht sich das Rendite-Delta bei firmeneigenen Pensionskassen auf 0.54% (von 0.4%), wohingegen er sich bei öffentlich-rechtlichen Pensionskassen auf rund 0.15% reduziert.



## Bessere Leistungen durch Nutzung des vorhandenen Risikobudgets

Zusätzlich zur oben diskutierten Optimierung der Vermögenswerte wurde analysiert, wie sich die Ergebnisse verändern, wenn das Risikobudget erkannt und ausgenutzt worden wäre (siehe Beispiel-Auswertung in Abbil-



dung 38). Das bedeutet, dass neben der Ausnutzung des Diversifikationspotentials auch das vorhandene Risikobudget ausgenutzt wird. Dabei stützt sich die Analyse auf die Auswertungen und die Definitionen in Kapitel 4. Herangezogen wurden die Auswertungen aller drei Risikobudgets. Der Einfachheit halber werden diese Risikobudgets mit 1 («einfaches» Risikobudget), 2 («mittleres» Risikobudget) und 3 («hohes» Risikobudget) bezeichnet. Zusammenfassend gibt es verschiedene Ebenen, die die erwartete Rendite unter diesen Gesichtspunkten erhöhen könnten: Über eine breitere Diversifikation (+0.84%), über eine Ausnutzung des Risikobudgets 1 (+0.95%), Risikobudgets 2 (+1.48%) und Risikobudgets 3 (+1.76%).

### Risikobudget 1 – einfach

Die Auswertungen zeigen, dass eine Ausnutzung des einfachen Risikobudgets die durchschnittlichen Leistungen gesteigert hätte:

- 25% der Vergleichsgruppe könnten ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 0.95% pro Jahr verbessern.
- Bei einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen von 25% der Pensionskassen um ca. 13.6% pro versicherte Person verbessern.

### Risikobudget 2 – mittel

Die Ausnutzung des mittleren Risikobudgets könnte dazu führen, dass:

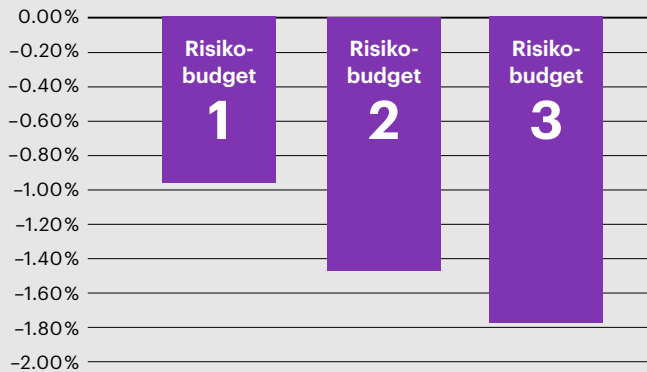
- 25% der Vergleichsgruppe ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 1.48% pro Jahr verbessern könnten.
- Auf einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen von 25% der Pensionskassen um ca. 21.7% pro versicherte Person verbessern.

### Risikobudget 3 – hoch

Die Ausnutzung des mittleren Risikobudgets könnte dazu führen, dass:

- 25% der Vergleichsgruppe ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 1.76% pro Jahr verbessern könnten.
- Auf einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen von 25% der Pensionskassen um ca. 26.0% pro versicherte Person verbessern.

Abb. 39: **Jährliche Renditeeinbuße durch ungenutztes Risikobudget bei den 25% aller Pensionskassen mit der höchsten Renditeeinbuße**



### Unterschiede zwischen den einzelnen Gruppen von Vorsorgeeinrichtungen

Ausgehend von den Ergebnissen der Untergruppen lässt sich feststellen, dass firmeneigene Pensionskassen dazu neigen, ihr volles Risikobudget weniger auszuschöpfen als die anderen Gruppen, da das untere Quartil ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 1.51% pro Jahr verbessern könnte («einfaches» Risikobudget). Dies entspricht einer Verbesserung der Leistungen von ca. 21.9% über einen Zeithorizont von zehn Jahren.

Und mit der vollen Nutzung des mittleren Risikobudgets könnten sie ihre durchschnittlichen Leistungen weiter erhöhen:

- 25% der Vergleichsgruppe könnten ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 1.92% pro Jahr verbessern.
- Dies entspricht einer Verbesserung der versicherten Leistungen von ca. 28.2% über einen Zeithorizont von zehn Jahren.

Dass firmeneigene Pensionskassen ihr Risikobudget seltener ausnutzen, könnte damit zusammenhängen, dass ihnen ihr eigener Einfluss auf die Entscheidungen bewusster ist und sie daher dazu neigen, risikoscheuer zu agieren. Zudem ist es möglich, dass die Wahrscheinlichkeit einer Unterstützung von Seiten des Arbeitgebers tiefer ausfällt.

### Government Put-Effekt

Öffentlich-rechtliche Pensionskassen neigen zwar dazu, gemessen an ihrer Struktur höhere Risiken einzugehen, aber die mögliche Leistungsverbesserung ist dennoch nicht zu vernachlässigen. So könnten 25% ihre erwartete Rendite im Durchschnitt um 1.08% pro Jahr verbessern. Auf einem Zeithorizont von zehn Jahren würde eine solche Optimierung die versicherten Leistungen von 25% der öffentlich-rechtlichen Pensionskassen um ca. 15.9% pro versicherte Person steigern. Vermutlich trägt die Garantie der öffentlichen Hand dazu bei, dass mehr Risiken eingegangen werden, die zudem nicht mit ihrer Sanierungsfähigkeit korreliert sind (siehe Abbildung 31).



# 8. Rechtliche Rahmenbedingungen

Das Gesetz verlangt von den Pensionskassen unter anderem, dass sie mit dem Vorsorgevermögen bei hinreichender Sicherheit einen genügenden Ertrag erwirtschaften. Der Stiftungsrat wird mit diesen zwei gegensätzlichen Prinzipien zu einem Balanceakt gezwungen. Als oberstes Organ ist er gefordert, die Vermögensanlage so zu organisieren, dass weder eine zu riskante Anlagestrategie zu Verlusten führt noch eine zu konservative Anlage mögliche Kapitalgewinne auslässt. Um diese anspruchsvollen Ermessensentscheide zu fällen, ist es ausschlaggebend, dass der Stiftungsrat die Risikofähigkeit der Pensionskasse entsprechend detailliert im Blick hat. Das WTW-Risikoprofil kann die individuelle Risikofähigkeit differenziert messen und konkret aufzeigen, ob und um wie viel diese mit der gewählten strategischen Anlageallokation über- oder unterschritten wird. Beim Ausschöpfen ihrer Risikofähigkeit gilt es für die Pensionskassen, verschiedene rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten.

## Die Pflicht, am Kapitalmarkt Erträge zu erwirtschaften

Die berufliche Vorsorge wird verfassungsgemäss aus Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträgen finanziert.<sup>22</sup> Sowohl das Gesetz<sup>23</sup> als auch das Bundesgericht<sup>24</sup> rechnen damit, dass der Vermögensertrag der Pensionskassen als Dritter Beitragszahler wesentlich zum Erreichen des Verfassungsziels der beruflichen Vorsorge beiträgt.<sup>25</sup> Der rechtliche Auftrag lautet demgemäss, mit einer dem Risiko angemessenen Anlagestrategie und unter Beachtung der erforderlichen Sorgfalt Erträge zu erwirtschaften.<sup>26</sup>

Wie umfassend die Erträge sein müssen und wie das Vermögen im Einzelnen anzulegen ist, wird nirgends konkret festgelegt. Seit Einführung der obligatorischen beruflichen Vorsorge ist die Rendite am Kapitalmarkt eine wichtige Finanzierungsquelle für die Altersvorsorge. Beispielsweise überstieg der Anlageerfolg in den Jahren 2017 und 2019 mit CHF 64 Mrd. (58%) beziehungsweise CHF 95.5 Mrd. (62%) die Beiträge von Arbeitnehmern und Arbeitgebern.<sup>27</sup> Im Durchschnitt erzielten die Pensionskassen gemäss Pensionskassenstatistik 2022 seit dem

Jahr 2012 einen Anlageerfolg von rund CHF 30.5 Mrd., dies stellt langfristig rund ein Drittel der Gesamtbeiträge dar. Die Bedeutung und das Potential des Anlageertrags verpflichteten Pensionskassen im Interesse der Versicherten, das Vermögen so anzulegen, dass sie auch im Lichte der Reallohnentwicklung, der Inflation und der demografischen Entwicklung zeitgemässe Renten erhalten.<sup>28</sup>

## Zuständigkeit für die Vermögensverwaltung

Die Organisation und Überwachung der Vermögensverwaltung ist eine unübertragbare Aufgabe des Stiftungsrats als oberstes Organ. Gemäss der gesetzlichen Kompetenzordnung ist er für die Festlegung der Ziele und Grundsätze der Vermögensverwaltung sowie der Durchführung und Überwachung des Anlageprozesses zuständig, ebenso für die periodische Überprüfung der mittel- und langfristigen Übereinstimmung zwischen der Anlage des Vermögens und den Verpflichtungen.<sup>29</sup> Der Stiftungsrat ist für die Führung der Vermögensanlage verantwortlich. Er gestaltet, überwacht und steuert nachvollziehbar die ertrags- und risikogerechte Vermögensbewirtschaftung.<sup>30</sup> Die jüngsten Haftungsurteile haben aufgezeigt, dass auch die Bestimmung der individuellen Risikofähigkeit, die Ausarbeitung der Anlagestrategie und die Organisation und Überwachung der Umsetzung der Anlagestrategie zu den nicht übertragbaren Aufgaben des Stiftungsrates gehören.<sup>31</sup> Diese übergeordneten Führungsaufgaben kann der Stiftungsrat nicht an Dritte übertragen.

Die konkrete Umsetzung der Anlagestrategie kann hingegen an ausführende Dritte delegiert werden. Dies wird nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung als eine organisatorische Massnahme betrachtet.<sup>32</sup> Damit wird deutlich, dass der Stiftungsrat zwar viele ausführende Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Vermögensverwaltung übertragen kann, jedoch für die übergeordneten Führungsaufgaben verantwortlich bleibt. Er steuert die Ziele und Grundsätze, die Organisation und das Verfahren für die Vermögensanlage insbesondere über das

<sup>22</sup> Art. 113 Abs. 3 der Bundesverfassung (BV).

<sup>23</sup> Art. 71 Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG); Art. 51 Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2).

<sup>24</sup> Bundesgerichtsentscheid (BGE) 140 V 169, E.8.4; BGE 135 V 382 E. 11.4.5.

<sup>25</sup> BGE 140 V 169, E.8.4; BGE 135 V 382 E. 11.4.5.

<sup>26</sup> Kommentar zum schweizerischen Sozialversicherungsrecht (KoSS) – SCHNEIDER/GEISER/GÄCHTER, Art. 71 BVG, N 20.

<sup>27</sup> BSK Berufliche Vorsorge – ETTLIN, Art. 71 BVG N 1; siehe auch Pensionskassenstatistik des Bundesamtes für Statistik (BFS) des entsprechenden Jahres.

<sup>28</sup> Basler Kommentar (BSK) Berufliche Vorsorge – ETTLIN, Art. 71 BVG N 8.

<sup>29</sup> Art. 51a Abs. 2 lit. m und lit. n BVG

<sup>30</sup> Art. 49a Abs. 1 BVV 2.

<sup>31</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022; Urteile vom 11. Juni 2024, 9C\_625/2021 (gegen ein Mitglied der Anlagekommission), 9C\_626/2021 (gegen den Präsidenten des Stiftungsrats), 9C\_627/2021 (gegen den Stiftungsrat); siehe auch Alina Fancelli, Organe einer Vorsorgeeinrichtung haften für CHF 20 Mio. solidarisch, in: Jusletter 11. November 2024, S. 4.

<sup>32</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022 E. 9.2.3.3.

Anlagereglement<sup>33</sup> und bleibt gerade auch für die Überwachung zuständig.

### Haftungsrisiken

Im Folgenden wird mit Blick auf die aktuelle Rechtsprechung aufgezeigt, wie der Stiftungsrat den Anforderungen an eine sorgfältige Vermögensanlage nachkommen kann, ohne sich haftbar zu machen.

Eine allfällige Haftung stützt sich primär auf Art. 52 Abs. 1 BVG.<sup>34</sup> Danach haften alle mit der Verwaltung oder Geschäftsführung der Pensionskasse betrauten Personen sowie der Experte für berufliche Vorsorge für den Schaden, den sie absichtlich oder fahrlässig zufügen. Stiftungsräte gehören als formelle Organe zum gesetzlich umschriebenen Kreis der haftpflichtigen Personen und haften persönlich und unbeschränkt gegenüber der Pensionskasse. Für eine Schadenersatzpflicht müssen ein Schaden, eine Missachtung einer einschlägigen berufsvorsorgerechtlichen Vorschrift (Sorgfaltspflichtverletzung) und mindestens ein Verschulden in leichter Fahrlässigkeit nachgewiesen werden. Zudem muss ein hinreichender Zusammenhang zwischen dem pflichtwidrigen Verhalten und dem Schaden bestehen.<sup>35</sup>

In der Praxis werden Stiftungsräte von Gerichten hauptsächlich im Rahmen von Regressforderungen des Sicherheitsfonds zu Schadenersatz verpflichtet, wenn dieser nach der Liquidation einer sanierungsunfähig gewordenen Pensionskasse in die Verpflichtungen gegenüber den Versicherten eintreten musste.<sup>36</sup> Gegenwärtig sind keine Urteile bekannt, in denen Stiftungsräte haftbar gemacht wurden, weil sich eine sorgfältig ausgewählte Anlagestrategie nicht oder ungenügend ausbezahlt hat. Ebenso wenig gibt es Strafbestimmungen im Strafgesetzbuch oder im BVG, welche übermutige oder zu konservative Anlageentscheidungen des Stiftungsrats unter Strafe stellen. Stiftungsräte hafteten zivilrechtlich in der Vergangenheit hauptsächlich nur dann, wenn Fehlentscheidungen in der Vermögensanlage derart gravierend waren, dass sie auch den Untergang der Pensionskasse zur Folge hatten. Gerichte befassten sich in diesen Fällen eingängig mit den Führungs- und Sorgfaltspflichten der Stiftungsräte und gaben so nützliche Leitplanken, welche die rechtlichen Anforderungen an die Sorgfaltspflichten

bei der Vermögensanlage konkretisieren. Rechtswidriges Verhalten bei der Vermögensanlage besteht primär in einem Verstoß gegen gesetzliche und regulatorische Bestimmungen.<sup>37</sup> Neben der Sorgfaltspflicht, kann auch die Verletzung der Treuepflicht eine Haftung auslösen. Die Treuepflicht gerät in den Fokus bei Interessenskonflikten, ist vorliegend aber nicht Thema.

Entscheidungen des Stiftungsrats als Gremium sind gemeinschaftliche Handlungen mehrerer Personen, was echte Solidarität begründet. Sofern die Haftungsvoraussetzungen erfüllt sind, haftet jede Person gegenüber einem Kläger für den gesamten Schaden. Im Innenverhältnis richtet sich die Haftung nach dem jeweiligen Verschulden, das vom Richter beurteilt wird.<sup>38</sup> Nach wie vor offen ist, ob das aktienrechtliche Prinzip<sup>39</sup> der differenzierten Solidarität, welches besagt, dass die Verantwortlichen auch im Aussenverhältnis nur für ihr individuelles Verschulden haften, auch im Berufsvorsorgerecht gilt.<sup>40</sup>

### Rechtliche Vorgaben im Spannungsfeld zwischen Rendite und Sicherheit

#### Die Vorgaben aus Gesetz und Verordnung

Der Stiftungsrat muss bei der Vermögensanlage die einschlägigen berufsvorsorgerechtlichen Vorschriften einhalten und die gesetzlichen Vorschriften kennen. Gemäss Art. 65 Abs. 1 BVG muss die Pensionskasse jederzeit sicherstellen, dass die übernommenen Verpflichtungen erfüllt werden können. Die Anlagestrategie darf somit als äusserste Grenze die Zahlungsfähigkeit nicht gefährden. In Bezug auf die Vermögensverwaltung regelt Art. 71 BVG konkret, dass das Vermögen so angelegt werden muss, dass Sicherheit und genügender Ertrag, eine angemessene Verteilung der Risiken (Diversifikation) sowie die Deckung des voraussehbaren Bedarfs an flüssigen Mitteln gewährleistet sind (Liquidität). Was das konkret heisst, wird in den Anlagevorschriften der Verordnung näher konkretisiert.<sup>41</sup>

Vermögensanlagen müssen sorgfältig ausgewählt, bewirtschaftet und überwacht werden.<sup>42</sup> Dabei gilt es darauf zu achten, dass die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke gewährleistet ist. Die Beurteilung

<sup>33</sup> Art. 49a Abs. 2 BVV 2.

<sup>34</sup> Siehe Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022 und Urteile vom 11. Juni 2024, 9C\_625/2021 (gegen ein Mitglied der Anlagekommission), 9C\_626/2021 (gegen den Präsidenten des Stiftungsrats), 9C\_627/2021 (gegen den Stiftungsrat) sowie auch ein älteres Urteil des Bundesgerichts vom 28. Dezember 2016, BGE 143 V 19).

<sup>35</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 11. Juni 2024, 9C\_626/2021 E. 4.1.2.

<sup>36</sup> Insbesondere gestützt auf Art. 56a BVG, siehe auch Art. 56 Abs. 1 lit. c BVG zur Leistungspflicht des Sicherheitsfonds.

<sup>37</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022 E.9.2.3.

<sup>38</sup> GLANZMANN-TARNUTZER in: AJP 2017, S. 1469 f.

<sup>39</sup> Art. 759 Abs. 1 OR.

<sup>40</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022 E. 9.6.; Urteile des Bundesgerichts vom 11. Juni 2024; 9C\_625/2021 E.6 (gegen ein Mitglied der Anlagekommission) sowie 9C\_627/2021, E.7 (gegen den Stiftungsrat).

<sup>41</sup> Art. 49 ff. BVG.

<sup>42</sup> Art. 50 Abs. 1 BVV 2.

dieser Sicherheit erfolgt insbesondere in Würdigung der gesamten Aktiven und Passiven sowie der Struktur<sup>43</sup> und der zu erwartenden Entwicklung des Versichertenbestandes. Als Grundsatz gilt, dass die Vermögensanlage mit einer angemessenen Risikoverteilung (Diversifikation) erfolgt. Mit anderen Worten müssen die Mittel insbesondere auf verschiedene Anlagekategorien, Regionen und Wirtschaftszweige verteilt werden.<sup>44</sup> Klumpenrisiken müssen vermieden werden.<sup>45</sup> Eine sorgfältige Vermögensbewirtschaftung erfordert ausserdem ein ertrags- und risikogerechtes Vorgehen.<sup>46</sup> Der Stiftungsrat muss demnach beurteilen und überwachen, ob die Anlagen der Risikofähigkeit der Pensionskasse entsprechen.

Das Gesetz legt detailliert fest, welche Anlagen in welchem Umfang zulässig sind.<sup>47</sup> Anlagen beim Arbeitgeber (5%), bei einem einzelnen Schuldner (10%) sowie Anlagen bei einzelnen Gesellschaften oder Immobilien (5%) sind prozentual zum Gesamtvermögen begrenzt.<sup>48</sup> Weiter haben bestimmte Anlagekategorien prozentuale Obergrenzen: Aktien (50%), Immobilien (30%), alternative Anlagen (15%), Fremdwährungen ohne Währungsabsicherung (30%), Infrastruktur (10%) sowie Private Debt und Private Equity (5%).<sup>49</sup>

Diese Schwellen dürfen im Rahmen der gesetzlich vorgesehenen Anlageerweiterungen ausnahmsweise überschritten werden, wenn im Anhang der Jahresrechnung schlüssig dargelegt wird, dass die Anforderungen an Sicherheit und Risikoverteilung hinreichend eingehalten sind.<sup>50</sup> Das Anlagereglement kann restriktivere Vorschriften enthalten. Anlagen mit Nachschusspflichten sind verboten.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung sind Anlagen im Rahmen dieser Grenzwerte aber nicht automatisch zulässig, sondern müssen immer auch im spezifischen Einzelfall den allgemeinen Sicherheitsanforderungen von Art. 71 BVG genügen.<sup>51</sup> Es muss stets geprüft werden, ob die Sicherheitsanforderungen noch erfüllt sind, bevor der reglementarische beziehungsweise gesetzliche Spielraum ausgeschöpft wird. Näheres ergibt sich aber aus der Rechtsprechung, auf die im Folgenden eingegangen wird.

### Das Sorgfaltsverständnis des Bundesgerichts

Was ist nun das richtige Mass an Vorsicht und wie hat sich der Stiftungsrat zu verhalten? Ausführlichere Vorgaben zum korrekten Vorgehen bei Vermögensanlage gibt das Gesetz nicht, ebenso wenig definiert es den Begriff der Risikofähigkeit.<sup>52</sup> Näheres ergibt sich aber aus der Rechtsprechung.

Im Zentrum steht die Auslegung der gesetzlichen Vorgabe, die Vermögensanlagen sorgfältig auszusuchen, zu bewirtschaften und zu überwachen. Am Ende geht es um die Sorgfaltspflicht, welche dem Stiftungsrat bei seiner Führungsaufgabe zukommt. Das Bundesgericht hat sich in diversen Urteilen zum Mass der erforderlichen Sorgfalt näher geäussert.<sup>53</sup>

Die Sorgfaltspflicht von Stiftungsräten wird in der Regel anhand objektiver Kriterien beurteilt und entspricht dem, was von einer gewissenhaften und vernünftigen Person, die demselben Kreis wie der Verantwortliche angehört, unter identischen Umständen erwartet werden kann. Ein gewissenhafter Stiftungsrat muss die Risiken seines Handelns einschätzen können. Dem vorhandenen Fachwissen ist dabei Rechnung zu tragen. Ein in Anlagefragen versierter Stiftungsrat kann selbständiger agieren, während ein unerfahrener Stiftungsrat gehalten ist, sich Expertenrat zu holen. Diesen hat er dann allerdings sorgfältig zu würdigen und zu plausibilisieren. Vor einer Entscheidung muss sich das Mitglied des Stiftungsrats vergewissern, dass es über ausreichende Informationen verfügt und diese in verständlicher Form zur Verfügung stehen. Es hat persönlich<sup>54</sup> an den Sitzungen des Stiftungsrats teilzunehmen und sich aktiv an der mündlichen Beratung und der Entscheidungsfindung zu beteiligen.<sup>55</sup>

Der Stiftungsrat hat sich, um überhaupt eine Anlagestrategie entwickeln zu können, zunächst mit der Risikofähigkeit der Stiftung zu befassen.<sup>56</sup> Risikofähigkeit und Sicherheit sind denn auch aufeinander abgestimmte Begriffe<sup>57</sup>. Die Abklärung der Risikofähigkeit ist ein wichtiger Aspekt der Sorgfaltspflicht. Die Risikofähigkeit ist gemäss Bundesgericht die Fähigkeit, erfahrungsgemäss zu erwartende marktbedingte Schwankungen des Gesamt-

<sup>43</sup> So haben beispielsweise Vorsorgeeinrichtungen mit einem grossen Rentnerbestand anders anzulegen als solche mit überwiegend jungen, aktiven Versicherten (vgl. STAUFFER, Berufliche Vorsorge, 3. Auflage, Zürich 2019).

<sup>44</sup> Art. 50 Abs. 2 und 3 BVV 2.

<sup>45</sup> OFK/BVG-FZG-VETTER-SCHREIBER, BVG 71 N 4.

<sup>46</sup> Art. 49a Abs. 1 BVV 2.

<sup>47</sup> Art. 53 ff. BVG.

<sup>48</sup> Art. 54, 54a/b und 57 BVV 2.

<sup>49</sup> Art. 55 BVV 2.

<sup>50</sup> Art. 50 Abs. 4 BVV 2.

<sup>51</sup> BGE 143 V 19 E. 6.1.6.

<sup>52</sup> BSK Berufliche Vorsorge-ETTLIN, Art. 71 BVG, N 34.

<sup>53</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022 und Urteile vom 11. Juni 2024, 9C\_625/2021 (gegen ein Mitglied der Anlagekommission), 9C\_626/2021 (gegen den Präsidenten des Stiftungsrats), 9C\_627/2021 (gegen den Stiftungsrat) sowie auch ein älteres Urteil des Bundesgerichts vom 28. Dezember 2016, BGE 143 V 19).

<sup>54</sup> Zum Erfordernis der persönlichen Teilnahme und dem Recht auf mündliche Beratung siehe BVGer C-5797/2020 vom 16. August 2024.

<sup>55</sup> Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022 E. 9.2.1.

<sup>56</sup> BGE 143 V 19 E. 6.1.2; Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022 E.9.2.3.2.

<sup>57</sup> BGE 143 V 19 E. 6.1.3.

vermögens auszugleichen und über genügend liquide bzw. liquidierbare Mittel zu verfügen, um laufende und künftige Verbindlichkeiten (zum Beispiel Rentenzahlungen, Freizügigkeitsleistungen) erfüllen zu können. Zur Beurteilung der Risikofähigkeit sei weder auf einzelne Anlagen noch auf die Verpflichtungen gegenüber den einzelnen Destinatären, sondern auf die Gesamtsituation abzustellen, wie sie beispielsweise im Deckungsgrad einer Pensionskasse zum Ausdruck komme. Das Bundesgericht erkennt auch die Schwankungsreserven als wesentliches Element der Risikofähigkeit, sagt aber auch klar, dass dieses allein nicht genüge. Man müsse die Schwankungsreserven in Relation zum Aktienengagement und zu weiteren Kennzahlen der Pensionskasse betrachten. Mit Blick auf die Gesamtsituation prüft das Bundesgericht die Risikofähigkeit anhand folgender Risikofaktoren<sup>58</sup>:

- Deckungsgrad zu Marktwerten und Netto-Buchwerten
- Schwankungsreserven in Prozent der Gesamtanlagen, des Marktwerts der Aktienanlagen und des Marktwerts für Anlagefonds
- Auflösung von Schwankungsreserven
- Aktienanteil (Schweiz und Ausland)
- Perspektiven für die Entwicklung des Versichertenbestandes und der Verbindlichkeiten
- Fixe Verpflichtungen auf der Passivseite (beispielsweise garantierte Verzinsungen)
- Aktuell geltende Grundsätze der Vermögensverwaltung (beispielsweise die Goldene Regel<sup>59</sup>, Vorgabe eines Vergleichs- bzw. Referenzindex<sup>60</sup>)
- Ergebnis der Jahresrechnungen
- Offizielle Pressemitteilungen zur Konjunktur
- Konkrete Hinweise und Mitteilungen der Aufsichtsbehörden zur Vermögenssituation

All diese Faktoren können die Risikofähigkeit einer Pensionskasse laufend beeinflussen und müssen von einem sorgfältigen Stiftungsrat in verschiedenen Zeitpunkten beachtet und neu beurteilt werden, insbesondere bei Veränderungen. Bei dieser Ausgangslage stellt sich die Frage, wie der Stiftungsrat konkret diesen Anforderungen gerecht werden kann.

### Risiken verantwortungsvoll eingehen: Wichtige Überlegungen für den Stiftungsrat

In der Praxis hat der Stiftungsrat die gesetzlichen Grundsätze (genügender Ertrag, Liquidität, Sicherheit und angemessene Risikoverteilung) in mehreren Phasen<sup>61</sup> zu prüfen. Zunächst bei der Festlegung der Anlagestrategie im Anlagereglement und dann jeweils beim Entscheid über konkrete Investitionen, insbesondere bei einer risikobehafteten Investition<sup>62</sup> und letztlich fortlaufend bei der Überwachung der Anlagen.

Um seiner Führungspflicht gerecht zu werden, muss der Stiftungsrat im **Anlagereglement** erste Grenzen für die Umsetzung der Anlagestrategie setzen.<sup>63</sup> Dies geschieht bereits mit der strategischen und der taktischen Vermögensallokation. Bei der Wahl der Anlagestrategie darf sich der Stiftungsrat nicht bloss auf den Anlageberater oder das Einschreiten der Revisionsstelle verlassen.<sup>64</sup> Er sollte den Anlagestil im Reglement klar festlegen und darin erklären, ob die Option auf Mehrertrag (aktive Verwaltung) oder das Sicherheitsdenken (passive Verwaltung) überwiegen soll. Bei einem aktiven Management müssen insbesondere auch Phasen mit unterdurchschnittlicher Performance verkraftet werden können.<sup>65</sup> Der Stiftungsrat kann zudem reglementarisch einen Vergleichsindex (Benchmark) für in- und ausländische Aktien oder maximale Toleranzgrenzen für aktives Management festlegen.<sup>66</sup> Er sollte im Anlagereglement die gewählte Strategie konkretisieren und die Kompetenzen regeln (Anlageorganisation). Ausserdem sollte er im Anlagereglement festhalten, ob er Anlagerweiterungen ausserhalb der gesetzlichen Kategorienbegrenzungen zulassen möchte oder nicht. Bei all diesen Entscheiden gilt es, die grundsätzliche Risikofähigkeit der Pensionskasse zu beachten. Mit angemessenen Begrenzungen im Anlagereglement kann sich der Stiftungsrat bereits ein erstes Mal effektiv von der Haftung entlasten. Zu erwähnen bleibt, dass der Stiftungsrat bei veränderter Risikostruktur der Pensionskasse die Begrenzungen prüfen und gegebenenfalls anpassen muss. Eine periodische Überprüfung, insbesondere auch bei Veränderungen, ist hier unerlässlich.

Bei **individuellen Anlageentscheiden** muss der Stiftungsrat erneut aktiv werden und sorgfältig handeln. Kauft er beispielsweise Anteile eines Fonds, hat er das Risiko der

58 BGE 143 V 19 E. 6.1.3 und E. 6.1.4.

59 Im zu prüfenden Zeitraum galt bei Verwaltern und Experten als Grundsatz der Vermögensverwaltung die Goldene Regel, dass Aktienanlagen nur so weit zu tätigen seien, als freie Mittel «im Umfang von mindestens etwa einem Drittel» des gesamten Aktienengagements vorhanden seien.

60 BGE 143 V 19 E. 6.1.6; in diesem Entscheid wurde miteinbezogen, dass es dem damaligen Standard entsprach, sowohl bei einer passiven als auch bei einer aktiven Vermögensverwaltung jeder Anlagekategorie einen Vergleichs- bzw. Referenzindex vorzugeben.

61 KoSS – SCHNEIDER/GEISER/GÄCHTER, Art. 71 BVG, N 44.

62 Urteil des Bundesgerichts vom 11. Juni 2024, 9C\_626/2021 E. 7.1.

63 BGE 143 V 19, E. 6.1.6.

64 Urteil des Bundesgerichts vom 11. Juni 2024, 9C\_625/2021 E. 5.3 und 9C\_626/2021 E. 7.2.

65 BGE 143 V 19 E. 6.1.6; in diesem Sinne auch BGE 140 V 169, E. 8.4.

66 BGE 143 V 19 E. 6.1.6.

Anlage im Lichte der aktuellen Risikofähigkeit zu beurteilen.<sup>67</sup> Zudem ist zu prüfen, ob die Grundsätze der Diversifikation und der Sicherheit der Anlage eingehalten sind. Bei marktabweichenden Renditeversprechungen mit hohen Risiken ist besonders kritisch zu hinterfragen, ob die Anlage mit dem Grundsatz der Sicherheit vereinbar ist.<sup>68</sup> Eine klare Risikobegrenzung erfordert zudem konkrete Vorgaben an die Vermögensverwaltung, wie etwa einen relevanten Vergleichsindex oder maximale Abweichungen, insbesondere bei weiten taktischen Bandbreiten.<sup>69</sup>

Wichtig ist auch eine gründliche **Dokumentation** der Risikoprüfung, um die Sicherheitsbewertung einer Investition nachvollziehbar zu machen. Je weniger plausibel die Renditeversprechungen, desto mehr Begründung und Belege sind für den Sicherheitsnachweis erforderlich.<sup>70</sup> Ein sorgfältig handelnder Stiftungsrat darf sich nicht mit unrealistischen Versprechen, etwa von automatisierten Aktienhandelssystemen mit angeblich minimalem Risiko bei hohen Renditen, zufriedengeben. Kritische Stimmen bei der Evaluation müssen ernst genommen werden, und zu grosse Sicherheits- und Renditeversprechen sind zu überprüfen und zu plausibilisieren.<sup>71</sup>

Bei aller Vorsicht ist jedoch festzuhalten, dass abschätzbare und tragbare Risiken in Kauf genommen werden dürfen, ohne dass dem Stiftungsrat ein Vorwurf gemacht werden kann, da dies notwendig ist, um einen ausreichenden Ertrag zu erzielen.

Auch nach der Wahl einer Anlagestrategie oder einer getätigten Investition muss der Stiftungsrat weiterhin erhöhte Sorgfalt aufbringen und die gesamten Umstände regelmässig überprüfen. Dazu gehören auch allfällige Bemerkungen aus der jährlichen Berichterstattung an die Aufsichtsbehörde oder die Revisionsstelle. Mittels Investment Controlling ist zu überwachen, ob die Anlagen dem aktuellen Risikoprofil entsprechen und ob die festgelegte Anlagestrategie noch zur Struktur der Pensionskasse passt. Sowohl die einzelnen Anlagen als auch die einmal gesetzten und kommunizierten Grenzen müssen kontinuierlich überprüft werden. Je komplexer und riskanter die Anlageinstrumente oder die Strategie, desto höher sind die Anforderungen an die Überwachung.<sup>72</sup>



## Schlussfolgerungen

Die Ausschöpfung marktkonformer Ertragsmöglichkeiten sichert künftige Renten. Rückblickend über einen Zeitraum von zehn Jahren hat der Kapitalertrag etwa ein Drittel der Vorsorgeguthaben finanziert und ist somit eine wichtige Finanzierungsquelle. Die rechtlichen Rahmenbedingungen auf dem Weg zu einer angemessenen Rendite erfordern vom Stiftungsrat jedoch einen Balanceakt zwischen Ertrag und Sicherheit. Der Stiftungsrat trägt die Hauptverantwortung, selbst wenn die Vermögensverwaltung delegiert wird. Wenn eine Pensionskasse deutlich weniger Ertrag erwirtschaftet, als aufgrund ihrer Risikofähigkeit möglich wäre, nutzt der Stiftungsrat sein Ermessen bei der Vermögensanlage nicht aus. Nicht nur fehlende Sicherheiten, sondern auch allzu passives oder konservatives Verhalten kann mangelnde Sorgfalt begründen und die Ziele der beruflichen Vorsorge gefährden.

Das WTW-Risikoprofil hilft Pensionskassen, ihre Risikofähigkeit und damit ihr Potenzial am Finanzmarkt besser zu erkennen und entsprechend zu handeln. Um eine angemessene Rendite zu erzielen, ist eine gewisse Risikoexposition unvermeidlich. Dabei sind jedoch auch Vorsichtsmassnahmen zu beachten. Das Bundesgericht anerkennt, dass jede Entscheidung im Bereich der Vermögensverwaltung von der Unsicherheit der Marktentwicklung geprägt ist. Der Misserfolg einer Anlage allein führt nicht zu einer Haftung.<sup>73</sup> Haftungsfälle treten in der Praxis bisher nur bei gravierenden Fehlentscheidungen und Pflichtverletzungen auf, und vorwiegend nur dann, wenn die Pensionskassen nicht mehr saniert werden können und liquidiert werden müssen.

In diesen Fällen muss der Stiftungsrat darlegen können, dass er sich hinreichend sorgfältig verhalten hat. Weil die gesetzlichen Vorgaben zur Vermögensverwaltung oft ungenau und auslegungsbedürftig sind, ergeben sich die konkreten Anforderungen an die Sorgfaltspflicht hauptsächlich aus der Rechtsprechung. Bei der Organisation, Umsetzung und Überwachung der Vermögensanlage hat der Stiftungsrat die Risikofähigkeit seiner Pensionskasse stets im Auge zu behalten. Die Risikofähigkeit ist eine dynamische Komponente und beeinflusst sowohl den Anlagestil im Reglement als auch die Umsetzung und konkrete Einzelentscheide. Selbst wenn das Gesetz und die reglementarischen Vorgaben eingehalten werden, kann eine Investition im Einzelfall aufgrund der spezifi-

67 BGE 143 V 19 E. 6.3.3.

68 BGE 143 V 19 E. 6.2.2.

69 BGE 143 V 19 E. 6.1.2.

70 BGE 143 V 19 E. 6.3.2.

71 BGE 143 V 19 E. 6.3.3.

72 Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022.

73 BGE 138 V 235, E. 4.3; zitiert im Urteil des Bundesgerichts vom 18. Juni 2024, 9C\_496/2022, 9C\_503/2022, 9C\_504/2022, 9C\_505/2022, E. 9.2.3.2.

schen Risikofähigkeit nicht zulässig sein. Ändert sich die Risikofähigkeit, ist zu prüfen, ob in der Vermögensverwaltung Änderungen geboten sind. Die Risikofähigkeit ist ein wichtiger, aber nicht der einzige Aspekt der Sorgfaltspflicht.

In der nachfolgenden Übersicht werden die in der Praxis thematisierten Anforderungen an ein sorgfältiges Handeln nochmals zusammenfassend aufgelistet:

### Festlegung Rahmenbedingungen

#### Beim Entscheid über die Anlagestrategie:

- Risikofähigkeit umfassend ermitteln.
- Sich mit den Gesamtumständen auseinandersetzen.
- Den gesetzlichen Spielraum kennen.
- Den marktkonformen Ertrag kennen.
- Genügender Ertrag anhand der Bedürfnisse der Pensionskasse definieren (technischer Zins, Sollrendite, etc.).
- Grenzen im Anlagereglement entsprechend der aktuellen Risikofähigkeit setzen (Steuerung und Definition Anlagestil).
- Klare Vorgaben an Vermögensverwalter machen, insbesondere bei weiten Bandbreiten (relevanter Vergleichsindex, maximale Abweichung, etc.).
- Kompetenzen im Anlagereglement klar regeln (Anlageorganisation).
- Empfehlungen von Anlageberatern kritisch prüfen und bei Zweifel eine Zweitmeinung einholen.
- Grundsatz der Diversifikation beachten.
- Anlageerweiterungsmöglichkeiten prüfen.

### Verhalten bei Investitionsentscheiden

#### Vor einem Entscheid:

- Aktualität der Risikofähigkeit überprüfen.
- Risikoprüfung dokumentieren.
- Fachwissen einholen bei fehlendem Knowhow.
- Informationen auf Vollständigkeit und Verständlichkeit prüfen und wenn nötig nachfragen.
- Zahlungsfähigkeit sicherstellen.
- Anlagen sorgfältig auswählen.
- Grundsatz der Diversifikation einhalten (Klumpenrisiken vermeiden).
- Empfehlungen von Anlageberatern kritisch prüfen und gegebenenfalls eine Zweitmeinung einholen.
- Marktsituation kennen.
- Renditeversprechen, die vom Markt abweichen und mit hohen Risiken verbunden sind, besonders kritisch prüfen und dokumentieren (Plausibilisierung/Verifizierung/Dritteinschätzungen).
- Prüftiefe an Komplexität und Höhe der Risiken der Anlageinstrumente anpassen.

#### Beim Entscheid:

- Risiken des eigenen Handelns kennen.
- Interessenkonflikte erkennen und gegebenenfalls in den Ausstand treten.
- An Diskussion und Entscheidungsfindungen aktiv teilnehmen.
- Protest bei Widerspruch gegen den Gremiumsentscheid im Protokoll festhalten.
- Obergrenzen der Anlagekategorien einhalten.
- Sicherheitsprüfung protokollieren.

#### Nach einem Entscheid:

- Vermögensanlage sorgfältig überwachen (z.B. Investment Reporting, Investment Controlling).
- Risikofähigkeit laufend prüfen.
- Vermögen strategisch allozieren oder einzelne Anlagen nach veränderter Risikofähigkeit bzw. Struktur prüfen und gegebenenfalls anpassen.



# 9. Abbildungen

<b>Abb. 1:</b> Deckungsgrad- und Risikoprojektion mit dem Ausmass der Unterdeckung nach FRP 6	<b>Seite 4</b>	<b>Abb. 14:</b> WTW-Risikoprofil für eine Beispiel-Pensionskasse	<b>Seite 13</b>
<b>Abb. 2:</b> WTW-Risikoprofil: Auswertung des Renditepotentials einer Pensionskasse durch Optimierung an der Effizienzgrenze und durch Ausnutzung der Risikofähigkeit anhand der Grafik mit Effizienzgrenze, Sollrendite und maximal möglichen Volatilitäten von Anlagestrategien für die drei Deckungsgrad-Schwellen	<b>Seite 5</b>	<b>Abb. 15:</b> Darstellung von Auswertungen in einem Box-Plot	<b>Seite 14</b>
<b>Abb. 3:</b> Renditepotential durch effiziente Anlageportfolios	<b>Seite 5</b>	<b>Abb. 16:</b> Anteil Rentenbeziehende am Vorsorgekapital nach Art der Pensionskasse	<b>Seite 15</b>
<b>Abb. 4:</b> Potential für höhere Leistungen bei den 25% Pensionskassen mit der tiefsten Ausnutzung der Risikofähigkeit	<b>Seite 6</b>	<b>Abb. 17:</b> Verteilung Anteil Rentenbeziehende am Vorsorgekapital im Gesamtbestand	<b>Seite 15</b>
<b>Abb. 5:</b> Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximal tragbaren Volatilität unter Berücksichtigung der Sanierungsfähigkeit (Linie bei 0%)	<b>Seite 6</b>	<b>Abb. 18:</b> Deckungsgrade nach Art der Pensionskasse	<b>Seite 15</b>
<b>Abb. 6:</b> Anteil Rentenbeziehende am Vorsorgekapital nach Art der Pensionskasse	<b>Seite 7</b>	<b>Abb. 19:</b> Verteilung der Deckungsgrade der Pensionskassen	<b>Seite 16</b>
<b>Abb. 7:</b> Ausnutzung der maximalen Risikofähigkeit vs. Sanierungsfähigkeit	<b>Seite 7</b>	<b>Abb. 20:</b> Verteilung der Sollrenditen nach Art der Pensionskasse	<b>Seite 16</b>
<b>Abb. 8:</b> Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximalen Volatilität zur Vermeidung einer erheblichen Unterdeckung (Linie bei 0%)	<b>Seite 7</b>	<b>Abb. 21:</b> Verteilung der Sollrenditen der Pensionskassen	<b>Seite 16</b>
<b>Abb. 9:</b> Entwicklung des Altersguthabens in Abhängigkeit der Verzinsung	<b>Seite 8</b>	<b>Abb. 22:</b> Verteilung der erwarteten Renditen nach Art der Pensionskasse	<b>Seite 17</b>
<b>Abb. 10:</b> Anteil der in der Studie berücksichtigten Pensionskassen nach Art	<b>Seite 9</b>	<b>Abb. 23:</b> Verteilung der erwarteten Renditen der Pensionskassen	<b>Seite 17</b>
<b>Abb. 11:</b> Anteil des in der Studie berücksichtigten Vermögens der Pensionskassen nach Art	<b>Seite 9</b>	<b>Abb. 24:</b> Verteilung der Volatilität der Vermögenswerte nach Art der Pensionskasse	<b>Seite 17</b>
<b>Abb. 12:</b> Herleitung quantitative Risikofähigkeit	<b>Seite 11</b>	<b>Abb. 25:</b> Verteilung der Volatilität der Vermögenswerte der Pensionskassen	<b>Seite 17</b>
<b>Abb. 13:</b> Deckungsgradprojektion und Unterdeckung nach Definition von FRP 6	<b>Seite 12</b>	<b>Abb. 26:</b> Auswertung der Nutzung der Risikofähigkeit	<b>Seite 18</b>
		<b>Abb. 27:</b> Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximalen Volatilität unter Vermeidung einer (geringen) Unterdeckung (0%)	<b>Seite 19</b>
		<b>Abb. 28:</b> Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximalen Volatilität zur Vermeidung einer erheblichen Unterdeckung (0%)	<b>Seite 19</b>
		<b>Abb. 29:</b> Differenz der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximal tragbaren Volatilität unter Berücksichtigung der Sanierungsfähigkeit (0%)	<b>Seite 19</b>



- Abb. 30:** Verhältnis der Volatilität der umgesetzten Anlagestrategie zur maximal tragbaren Volatilität unter Berücksichtigung der Sanierungsfähigkeit **Seite 20**
- Abb. 31:** Ausnutzung der Risikofähigkeit vs. Sanierungsfähigkeit **Seite 20**
- Abb. 32:** Beispiel-Auswertung von zusätzlichem Renditepotential oder Risikoabbau **Seite 21**
- Abb. 33:** Position der Anlagestrategie aller Pensionskassen zur Effizienzgrenze **Seite 21**
- Abb. 34:** Potential für zusätzliche Rendite bei gleichem Risiko **Seite 22**
- Abb. 35:** Potential zur Reduktion von Volatilität bei gleicher Renditeerwartung **Seite 22**

- Abb. 36:** Zusätzliches Renditepotential bei gleichem Risiko (Volatilität) der 25% aller Pensionskassen mit dem höchsten Abstand zur Effizienzkurve **Seite 22**
- Abb. 37:** Jährliche Renditeeinbuße durch Home Bias bei den 25% aller Pensionskassen mit der höchsten Renditeeinbuße **Seite 24**
- Abb. 38:** Beispiel-Auswertung Risikobudget 1, 2 und 3 **Seite 24**
- Abb. 39:** Jährliche Renditeeinbuße durch ungenutztes Risikobudget bei den 25% aller Pensionskassen mit der höchsten Renditeeinbuße **Seite 25**

## 10. Autoren



**Jérôme Franconville**  
Investment Lead Romandie  
jerome.franconville@wtwco.com  
+41 21 321 68 04



**Michael Melles**  
Pensionsversicherungs-Experte SKPE  
Director  
michael.melles@wtwco.com  
+ 41 43 488 44 77



**Christian Heiniger**  
Pensionsversicherungs-Experte SKPE  
Head Retirement Deutschschweiz  
christian.heiniger@wtwco.com  
+41 43 488 44 04



**Evelyn Schilter**  
Lic. iur., Rechtsanwältin, LL.M.  
Head of Legal Retirement  
evelyn.schilter@wtwco.com  
+41 43 488 44 79



**Roger Imboden**  
MLaw  
Legal Consultant Retirement  
roger.imboden@wtwco.com  
+41 43 488 44 12



**Alexandra Tischendorf**  
CFA Head Investment Switzerland  
alexandra.tischendorf@wtwco.com  
+41 76 316 92 40



**Dean Mantecca**  
Actuarial Consultant  
dean.mantecca@wtwco.com  
+41 43 488 44 80



## Über WTW

Als WTW (NASDAQ: WTW) bieten wir datengesteuerte, evidenzbasierte Lösungen in den Bereichen Mitarbeitende, Risiko und Kapital an. Wir nutzen die globale Sichtweise und das lokale Fachwissen unserer Mitarbeitenden in 140 Ländern und Märkten, um Unternehmen dabei zu helfen, ihre Strategie zu schärfen, die Widerstandsfähigkeit ihrer Organisation zu verbessern, ihre Mitarbeitenden zu motivieren und ihre Leistung zu maximieren.

In enger Zusammenarbeit mit unseren Kunden decken wir Chancen für nachhaltigen Erfolg auf und bieten Perspektiven, die Sie weiterbringen. **Mehr unter [wtwco.com](https://www.wtwco.com).**



[wtwco.com/social-media](https://www.wtwco.com/social-media)

Copyright © 2024 WTW. All rights reserved.  
WTW-WE-CH-Januar 2025

[wtwco.com/de-CH](https://www.wtwco.com/de-CH)

