

# Unterdeckung – was tun?



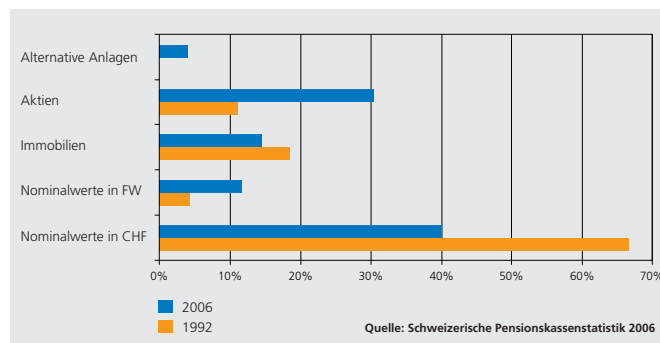
## Die aktuellen Herausforderungen der Pensionskassen

**Unabhängigen Schätzungen zufolge haben die Schweizer Pensionskassen im vergangenen Jahr Verluste in der Grössenordnung von 70 bis 90 Mrd. CHF erlitten. Experten rechnen damit, dass Ende 2008 bei rund drei Viertel aller Vorsorgeeinrichtungen die Pensionsverpflichtungen nicht mehr vollständig durch Vermögenswerte gedeckt sind und sich diese Kassen somit in Unterdeckung befinden. Die Unterdeckung ist einerseits eine direkte Folge der Finanzkrise, andererseits aber auch auf die Überschätzung der Risikofähigkeit und die Unterschätzung der Kapitalmarktrisiken zurückzuführen.**

### Wurden die Risiken unterschätzt?

Die Grafik «Vermögensallokation der schweizerischen Pensionskassen» widerspiegelt die Verschiebung von risikoarmen zu risikoreicheren Anlagen und damit den Ertragsdruck, dem die Vorsorgeeinrichtungen während der lang anhaltenden Periode sinkender oder tiefer Zinsen ausgesetzt waren. War die Voraussetzung dazu – also die Risikofähigkeit – gegeben? Bei der Beurteilung der Risikofähigkeit einer Pensionskasse reicht die alleinige Betrachtung des Deckungsgrades nicht aus. Zusätzlich muss auch strukturellen Aspekten (Altersstruktur der Versicherten/Destinatäre) und der Primatsform Rechnung getragen werden. Vereinfacht gilt bei Einrichtungen mit Beitragsprimat (dem zunehmenden und bereits überwiegenden Teil in der Schweiz): Je grösser der Anteil Rentner, desto geringer ist die Risikofähigkeit und umgekehrt. Seit Einführung des BVG sind die schweizerischen Pensionskassen laufend älter geworden, der Anteil Rentner hat zugenommen. Wurden 1992 noch 312 000 Altersrentner gezählt, waren es 2006 bereits über eine halbe Million (ein Anstieg um 62%! ). Die Anzahl aktiver Versicherter ist dagegen mit rund 3,4 Mio. konstant geblieben. So gesehen hat sich die Risikofähigkeit der schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen verringert.

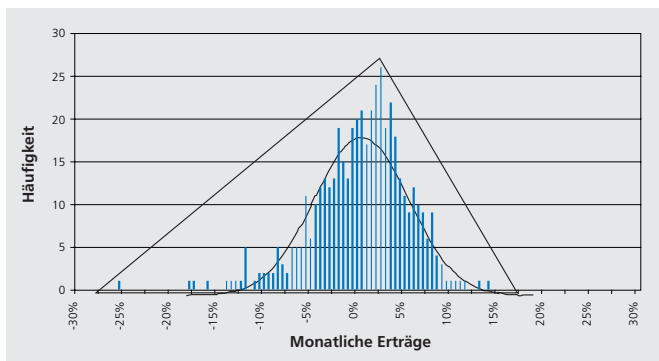
### Vermögensallokation der schweizerischen Pensionskassen



Ein Grund für die häufige Unterschätzung von Kapitalmarktrisiken liegt in der Verteilung der Kapitalmarkterträge, was vor allem bei Aktien gut zu beobachten ist. Die Grafik «Verteilung der Monatsrenditen MSCI World» zeigt, dass diese nicht – wie angenommen – symmetrisch und damit auch nicht normalverteilt sind. Vielmehr zeigt die Darstellung, dass es Verluste gibt (Balken auf der linken Seite im Diagramm), die in der Realität der Kapitalmärkte häufiger vorkommen, als es theoretisch aufgrund der Normalverteilung (Glockenkurve) angenommen wird. Auf der rechten Seite dagegen fehlen solche «positiven Ausreisser». Mit anderen Worten: Den potenziellen «seltene grossen Risiken» von Aktienanlagen stehen nicht die gleichen potenziellen «seltene grossen Chancen» gegenüber. Der Unterschätzung der Risiken bei gleichzeitiger Überschätzung der Ertragschancen unterliegt der Theoretiker mit seinen Modellen ebenso wie der Praktiker mit seiner subjektiven Wahrnehmung.

Wie die Entwicklungen der beiden vergangenen Jahre zeigen, kann sich eine vermeintlich komfortable Reservesituation rasch einmal zu einer Unterdeckung entwickeln.

### Verteilung der Monatsrenditen MSCI World in CHF



(seit 31.12.1969)

### Kann man sich eine Unterdeckung erlauben?

Pensionskassen müssen ihre Vorsorgeverpflichtungen verzinsen (Mindestzins). Diese Zinskosten fallen auch in Perioden ohne oder mit negativen Kapitalerträgen an und werden kumuliert. Es genügt somit nicht, einmal erlittene Verluste auszugleichen, sondern es müssten auch die zwischenzeitlich aufgelaufenen Zinsen dazuerwartet werden. Die Wiederherstellung der vollen Deckung braucht deshalb vor allem Zeit. Die Zinskosten ihrerseits sind von Art und Struktur der individuellen Vorsorgeeinrichtung abhängig. Eine Beitragsprimatkasse mit durchschnittlich jungen Destinatären und wenigen Rentnern hat beispielsweise üblicherweise tiefere Zinskosten als eine Leistungsprimatkasse mit durchschnittlich älteren Destinatären und vielen Rentnern. Letztere ist zudem weniger flexibel im Sanierungsfall. So braucht eine Personalvorsorgeeinrichtung mit einem Deckungsgrad von 85% und einer Mindestverzinsung von 4% während fünf Jahren bereits eine durchschnittliche Kapitalrendite von 7,5% p.a., um die Unterdeckung abtragen zu können. Damit können in diesem Zeitraum noch nicht einmal Wertschwankungsreserven

gebildet werden. Bei einer jungen Kasse mit einer Mindestverzinsung von 3,0% genügt dagegen eine Rendite von 6,4% während fünf Jahren. Auch diese Rendite mutet im heutigen Umfeld hoch an, sie zu erreichen scheint aber realistischer. Wenn wir von einer langfristig erzielbaren Rendite von 5,5% p.a. (nach Spesen!) ausgehen, so benötigt die Kasse mit Mindestverzinsung 4% etwa zwölf Jahre, um die Unterdeckung abzubauen, die Kasse mit 3% dagegen nur etwas mehr als die Hälfte, nämlich sieben Jahre. Der Zeitbedarf zum Abbau einer noch so kleinen Unterdeckung sollte nicht unterschätzt werden.

### Kostensteigerungen zur Unzeit

Unterdeckungen geschehen normalerweise nicht in einem wirtschaftlich intakten Umfeld. Sie sind Begleiterscheinungen von Wirtschafts- und Kapitalmarktkrisen. Restrukturierungen können Unterdeckungen verschärfen, sofern sie nicht zu einer Teilliquidation führen. Oft sind zudem Sanierungsbeiträge von Arbeitgebern und Arbeitnehmern erforderlich. Eine Krise kann sich durch eine solche Erhöhung der Lohnnebenkosten für die Unternehmungen verschärfen. Den Versicherten wird – sofern diese zur Sanierung beitragen müssen – Kaufkraft entzogen, die zur Ankurbelung der Konjunktur benötigt wird. Sanierungen von Vorsorgeeinrichtungen, die in normalen Zeiten problemlos scheitern, können in Krisen zu fast unlösbaren Aufgaben werden.

### Die Märkte bleiben unberechenbar

Oft erholen sich die Märkte nach starken Einbrüchen wieder relativ rasch. Eine Garantie dafür gibt es allerdings nicht, auch keinen wahrscheinlichen Zeitpunkt. Tritt die erhoffte Erholung nicht ein oder folgt der Baisse eine zweite, so kann aus einer geringen Unterdeckung rasch eine grössere werden, die sich nur mit Sanierungsmassnahmen beheben lässt. Oder bildlich ausgedrückt: Ist man beim ersten Markteinbruch noch mit einem blauen Auge davon gekommen, kann ein darauf folgender ernsthafte Konsequenzen nach sich ziehen.

### Massnahmen bei Unterdeckung

Doch was ist zu tun, wenn es – wie zurzeit bei vielen Pensionskassen – zu einer Unterdeckung gekommen ist? In diesem Fall steht eine Reihe von Massnahmen zur Verfügung:

#### Leistungen

- Verzicht auf Verzinsung über Minimum
- Unterschreiten der BVG-Mindestverzinsung
- Anpassung von Leistungen im überobligatorischen Bereich bei den aktiven Versicherten.
- Verzicht auf Vorbezüge Wohneigentumsförderung

#### Beiträge

- Verwendungsverzicht Arbeitgeberbeitragsreserve
- Sanierungsbeiträge Arbeitgeber und Arbeitnehmer
- Sanierungsbeiträge Rentner (nur Teuerungsausgleich)

#### Vermögensanlagen

- Überprüfung und ggf. Anpassung der Anlagestrategie
- Überprüfung der Kostenstruktur

Bei der Festlegung der Verzinsung des Alterskapitals im überobligatorischen Bereich besteht für den Stiftungsrat die grösste Gestaltungsfreiheit. Bereits ein Unterschreiten des BVG-Mindestsatzes ist hingegen nur mit starken Einschränkungen möglich (Dauer und Umfang der Massnahmen). Auf der Beitragsseite gelten ebenfalls Einschränkungen, v. a. in Bezug auf die Beteiligung der Arbeitnehmer und der Rentner. Die ausschliessliche Sanierung durch den Arbeitgeber hängt schliesslich von dessen finanziellen Möglichkeiten ab. Bleiben noch die Vermögensanlagen. Welchen Beitrag vermögen sie zu leisten?

## Die Funktion der Anlagestrategie

Unter Anlagestrategie versteht man die langfristige Ausrichtung der Vermögensanlagen, die der Risikofähigkeit des Anlegers Rechnung tragen muss. Sie wird üblicherweise als konkrete prozentuale Aufteilung des Vermögens auf die verschiedenen als zulässig erklärten Vermögensklassen festgehalten. Mit der Risikofähigkeit wird die objektive, messbare Fähigkeit des Investors angesprochen, potenzielle Vermögens- und Ertragsverluste zu verkraften. Die Kriterien zur Ermittlung und Bestimmung der Risikofähigkeit können je nach Anleger und Zweck der Vermögensanlage unterschiedlich sein. Der Anlagehorizont, die Art der Verpflichtungen, die der Anlage gegenüberstehen, die Liquidität des Anlagevermögens und andere Faktoren können einen Einfluss auf die maximale Verlusttoleranz haben. Diese maximale Verlusttoleranz stellt ihrerseits quasi die objektive «Schmerzgrenze» dar, deren Überschreiten mit der strategischen Allokation verhindert werden soll, und bildet gleichzeitig die Grundlage zur Berechnung der Wertschwankungsreserven.

## Anpassen oder nicht anpassen

Häufig wird die Meinung vertreten, dass eine Vorsorgeeinrichtung ihre Anlagestrategie bei einer durch einen Kapitalmarktzusammenbruch bedingten Unterdeckung keinesfalls anpassen oder gar deren Risiken reduzieren sollte. Begründet wird diese Haltung mit dem langfristigen Anlagehorizont der Pensionskassen. Dem ist grundsätzlich nichts entgegenzuhalten. Trotzdem sollten folgende Faktoren berücksichtigt werden:

Die Anlagestrategie muss ein Abbild der Risikofähigkeit sein. Wenn diese sich verändert, dann muss auch die Anlagestrategie überprüft werden. Eine gute Anlagestrategie wird aber nicht bei jeder Veränderung der Kapitalmärkte angepasst, da sie bewusst im Hinblick auf mögliche negative Überraschungen so gestaltet wurde, dass sie diese aufzufangen vermag. Trotzdem kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich Risikofähigkeit und Strategie nicht mehr decken. Dafür können neben Kapitalmarkturbulenzen auch strukturelle Veränderungen (Restrukturierungen usw.) verantwortlich sein.

Viele Anleger glauben, dass einem Verlustjahr fast zwangsläufig ein Jahr mit positiven Erträgen folgen muss. Dies muss jedoch nicht zwingend der Fall sein! Mit zunehmender Dauer einer Baisse steigt zwar die in einer zukünftigen Hausse zu erwartende Rendite, d.h. die potenzielle Belohnung für das Halten risikobe-

hafteter Anlagen. Trotz der verlockenden Belohnung muss sich der Anleger andererseits aber immer fragen, ob er weitere Rückschläge in Kauf nehmen kann und will. Der Zeitpunkt der Trendwende an den Kapitalmärkten lässt sich auch nicht annähernd vorhersagen. Mit abnehmender Risikofähigkeit werden aber die Konsequenzen eines weiteren Verfehlens der finanziellen Ziele zunehmend gravierend. Der erste Markteinbruch ist in der Regel noch leicht verkraftbar. Erst der zweite oder gar dritte Einbruch in Folge nimmt bedrohliche Auswirkungen an.

## Was die Anlagestrategie kann und was sie nicht kann

Damit sind aber auch schon die Grenzen der Anlagestrategie aufgezeigt: Mit einer Anpassung der Anlagestrategie allein lassen sich Unterdeckungen bei Personalvorsorgeeinrichtungen nicht beheben. Die Risiken im Falle einer Unterdeckung übermässig hochzufahren, um möglichst stark an einer anschliessenden Erholung der Kapitalmärkte zu partizipieren, ist ebenso wenig empfehlenswert, wie das Risiko soweit zu reduzieren, bis die langfristig erforderlichen Erträge nicht mehr realisiert werden können. Die Anlagestrategie wirkt in diesem Sinne präventiv. Sie muss es der Vorsorgeeinrichtung ermöglichen, die langfristig erforderliche Rendite zu erwirtschaften und gleichzeitig das Anlagerisiko so zu kontrollieren, dass der Vorsorgezweck nicht gefährdet wird. Strategisches Vermögensmanagement ist mit Risikomanagement gleichzusetzen und somit eine finanzielle Führungsaufgabe des obersten Organs der Vorsorgeeinrichtung.

## Worauf zu achten ist

Eine gute Anlagestrategie berücksichtigt alle wesentlichen Aspekte einer Vorsorgeeinrichtung. Dazu gehören einerseits die vorhandene Wertschwankungsreserve, welche das Polster für erwartete Schwankungen des Vermögenserfolgs darstellt, andererseits aber auch strukturelle Faktoren wie die Altersstruktur der Destinatäre/Rentner einer Pensionskasse oder die Art und Weise, wie sie finanziert ist. Ebenso müssen wahrscheinliche Entwicklungen, die eine Kasse in ihren Strukturen verändern können (anstehende Entlassungen, Teilliquidationen, ausserordentliche Mittelzu- oder -abflüsse, Planänderungen und Ähnliches), in die strategischen Überlegungen einfließen. Jede Kasse hat ihre eigene Risikofähigkeit und muss daher individuell beurteilt werden. Es genügt nicht, wie dies in der Praxis oft der Fall ist, eine Anlagestrategie ausschliesslich aufgrund der vorhandenen Schwankungsreserve festzulegen oder – umgekehrt – allein aufgrund der Aktiven den Zielwert der Schwankungsreserve zu bestimmen. Wer so verfährt, vernachlässigt wesentliche strukturelle Faktoren. Bei einer Pensionskasse mit einer günstigen Altersstruktur, d.h. durchschnittlich jungen Destinatären, mag eine Schwankungsreserve von 10% für eine bestimmte Anlagestrategie ausreichend sein, während beispielsweise bei einer reinen Rentnerkasse für die gleiche Strategie eine Reserve von 20% kaum genügend ist. Die Anlagestrategie bestimmt zu 85% bis 90% den Erfolg der Vermögensanlagen. Es lohnt sich also, bei deren Formulierung grosse Sorgfalt anzuwenden.

## Was wir für Sie tun können

Die systematische Analyse des Risikos, dessen Beurteilung und die anschliessende massgeschneiderte Strategieoptimierung sind in der Praxis nicht immer einfach zu bewerkstelligen und erfordern viel Erfahrung und Spezialwissen. Unser Beratungsprozess folgt der Logik des Anlageprozesses. Wir unterstützen Sie bei der Entscheidungsfindung unter Einbezug der individuellen Risikofähigkeit Ihrer Pensionskasse, indem wir neben der finanziellen Risikofähigkeit auch die relevanten strukturellen Faktoren berücksichtigen. Dabei findet die Asymmetrie der Ertragsverteilung Eingang. Wir ergänzen die Entscheidungsgrundlagen mit Angaben über das Ausmass und die Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Unterdeckung. Anhand von Stressperioden können Aussagen getestet werden. Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater. Er verfügt über die notwendigen Hilfsmittel, um Sie bei der Entscheidung über die Anlagestrategie wirkungsvoll zu unterstützen. Wie aus nachstehender Darstellung hervorgeht, ist er darauf vorbereitet, Ihnen die wahrscheinliche Entwicklung des Vermögens und damit den zu erwartenden Verlauf des Deckungsgrades für verschiedene Vermögensallokationen aufzuzeigen. Wir freuen uns darauf, unsere Kompetenz und Erfahrung bei der Festlegung Ihrer individuellen Anlagestrategie einbringen zu dürfen.

## Ihre Kontaktperson in Ihrer Region

### Bern, Oberwallis, Solothurn

Rolf Burkhardt, Tel. 031-336 23 93, rolf.burkhardt@ubs.com

### Zürich, St. Gallen, Tessin, Appenzell, Glarus, Graubünden, Schaffhausen, Thurgau

Helmut Fleischmann, Tel. 044-237 45 75  
helmut.fleischmann@ubs.com

### Basel-Land, Basel-Stadt

Thomas Gloor, Tel. 061-289 34 60, thomas-za.gloor@ubs.com

### Luzern, Aargau, Nidwalden, Obwalden, Schwyz, Uri, Zug

Herbert Jurt, Tel. 041-208 23 66, herbert.jurt@ubs.com

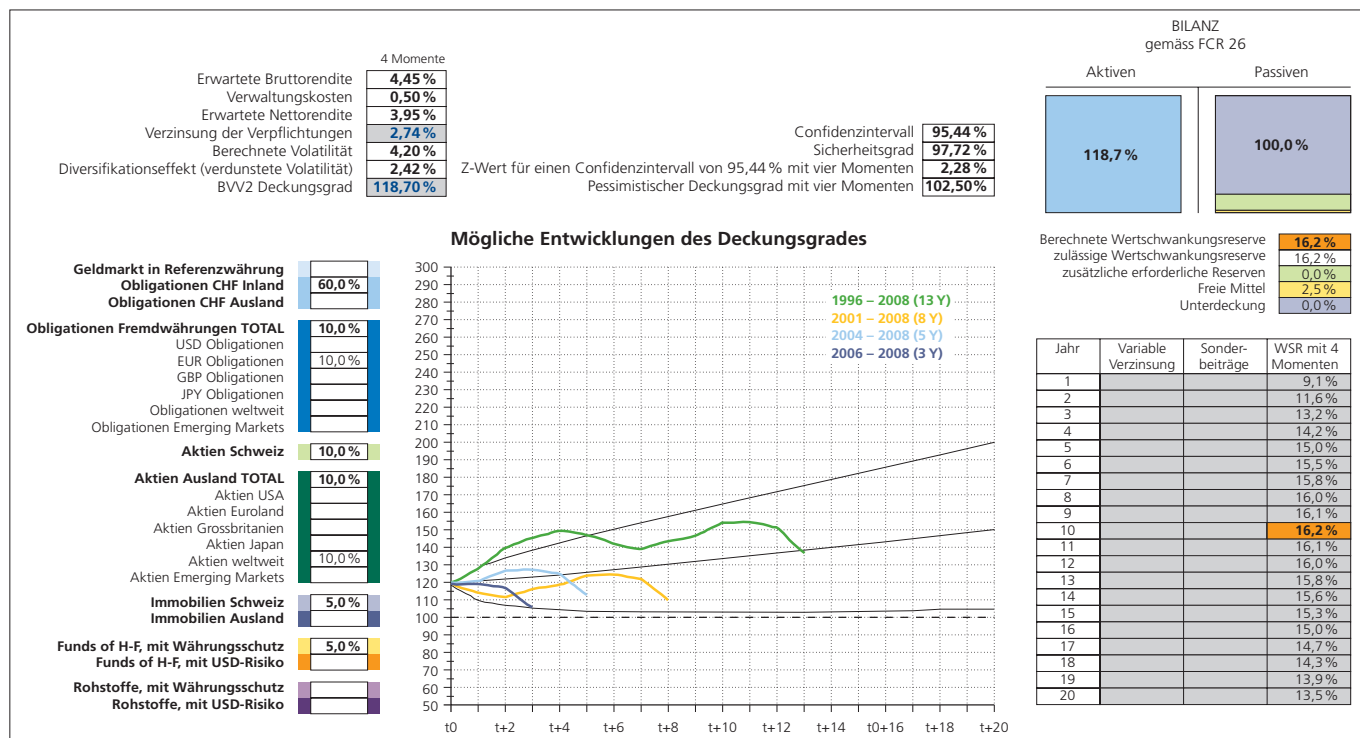
### Genf, Waadt, Neuenburg, Jura, Freiburg, Unterwallis

Philippe Troesch, Tel. 022-375 74 24, philippe.troesch@ubs.com

Verschiedene Publikationen für institutionelle Anleger können Sie bestellen unter [sh-ia@ubs.com](mailto:sh-ia@ubs.com)

Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.ubs.com/institutionelle-anleger](http://www.ubs.com/institutionelle-anleger)

## Mögliche Entwicklungen des Deckungsgrades



Herausgeberin des vorliegenden Dokuments ist die unter schweizerischem Recht registrierte UBS AG. Die Verteilung des vorliegenden Berichts ist nur unter den in dem anwendbaren Recht abgefassten Bedingungen gestattet. Das Dokument wurde unabhängig von spezifischen Anlagezielen, einer besonderen finanziellen Situation oder speziellen Bedürfnissen eines bestimmten Adressaten erstellt. Das Dokument dient reinen Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch eine Einladung zur Offertenstellung, zum Vertragsabschluss, zum Kauf oder Verkauf von irgendwelchen Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten dar. Die im vorliegenden Doku-

ment beschriebenen Produkte bzw. Wertpapiere können in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlagegruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein.

Die im vorliegenden Dokument zusammengetragenen Informationen und erlangten Meinungen basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Die in der Vergangenheit registrierte Performance irgendwelcher Investitionen (ob simuliert oder effektiv) ist nicht zwingend ein Mass-

stab für deren zukünftige Performance. Jegliche Information oder Meinung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Sowohl UBS AG als auch die übrigen Mitglieder der UBS-Gruppe sind zu Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten sowie zu deren Kauf bzw. Verkauf berechtigt.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG – zu welchem Zweck auch immer – weder reproduziert noch weiterverteilt oder neu aufgelegt werden.