
Unterdeckung und Anlagestrategie

Von Dr. ALFRED BÜHLER und Dr. HANSRUEDI SCHERER,
Finanzberater, Zürich

Résumé

Suite à la crise des marchés financiers, de nombreuses institutions de prévoyance du deuxième pilier se sont trouvées à découvert à la fin 2008. Sans réserves financières et devant le danger imminent de pertes de placements supplémentaires, l'organe suprême d'une caisse de prévoyance a la tâche exigeante de devoir contrôler la stratégie de placement et dans tous les cas de s'adapter aux événements nouveaux. Entrent en ligne de compte afin de pouvoir définir une stratégie de placement appropriée, la situation financière effective de l'institution de prévoyance, sa capacité d'assainissement et les risques de placements.

1. Einleitung

Nachdem vor dem Jahr 2000 Unterdeckungen bei Vorsorgeeinrichtungen die Ausnahme bildeten und auf spezifische Gegebenheiten zurückzuführen waren, sind in den Jahren 2001/02 erstmals eine Vielzahl von Unterdeckungen aufgetreten. Als Reaktion auf diese Unterdeckungen wurden auf den 1. Januar 2005 Sanierungsbestimmungen in der Gesetzgebung eingeführt. Da zu diesem Zeitpunkt die meisten Unterdeckungen primär aufgrund der Erholung der Anlagemärkte wieder behoben waren, sind diese Sanierungsbestimmungen in den Folgejahren nur vereinzelt zur Anwendung gekommen. Erst mit der Finanzkrise im Jahr 2008 und der dadurch ausgelösten zweiten Periode verbreiteter Unterdeckungen gelangten die Sanierungsbestimmungen erstmals flächendeckend zur Anwendung. Dabei sind die verschiedensten konkreten Fragestellungen, insbesondere zur Notwendigkeit und Ausgestaltung der Sanierungsmassnahmen, aufgetreten, welche in revidierten Merkblättern der Aufsichtsbehörden und anderen Publikationen beantwortet wurden.¹

¹ Vgl. z.B. ERICH PETER, Unterdeckung und Sanierung – Rechte und Pflichten der Vorsorgeeinrichtung, Aktuelle Juristische Praxis AJP/PJA 7 (2009) 783 ff.

Auf die Frage des zulässigen Risikos der Anlagestrategie in der Unterdeckung wird weder in den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Vorgaben noch in der Fachliteratur eingegangen. Auch in der Praxis werden Sanierungskonzepte i.d.R. ohne explizite Berücksichtigung der Anlagerisiken präsentiert. Typischerweise werden ausschliesslich die erwartete Rendite der gültigen Anlagestrategie explizit berücksichtigt und die möglicherweise notwendigen Sanierungsmassnahmen in der Unterdeckung bestimmt. Auf das Anlagerisiko und das damit verbundene Sanierungsrisiko wird zwar hingewiesen, es ist aber eher eine zu akzeptierende Realität als eine wichtige Determinante des Sanierungskonzeptes.

Risikomanagement ist eine zentrale Führungsaufgabe des obersten Organs einer Vorsorgeeinrichtung, was selbstverständlich nicht nur in einer Unterdeckung gilt. Jedoch gilt es, in der Unterdeckung den Führungsrhythmus zu erhöhen und konkrete, auch vorausschauende (bedingte) Massnahmen zu ergreifen. So muss sich das oberste Organ z.B. bei einem Deckungsgrad von 130% in den meisten Fällen noch nicht zwingend mit konkreten Massnahmen bei einer möglichen Unterdeckung auseinandersetzen. Hingegen sind bei einem Deckungsgrad von 95% neben den möglicherweise sofort zu ergreifenden Massnahmen auch Überlegungen angezeigt, wie auf ein weiteres Absinken des Deckungsgrades reagiert werden könnte und welche Konsequenzen sich für die Vorsorgeeinrichtung und die Destinatäre ergeben würden.

Das Anlagerisiko ist in den meisten Fällen die Hauptursache für die bestehenden hohen und plötzlich aufgetretenen Unterdeckungen der Vorsorgeeinrichtungen per Ende 2008. Die Konzepte zur Bewältigung der Deckungslücke müssen deshalb neben den Sanierungsmöglichkeiten auch das Anlagerisiko als zentrale Entscheidungsgrösse berücksichtigen. Eine integrierte Betrachtung der möglichen Massnahmen auf der Beitragsseite, der Leistungsseite und der Anlagenseite ist notwendig. Mit diesem Aufsatz versuchen wir, einen Beitrag zu dieser Diskussion zu leisten. Wir konzentrieren uns dabei primär auf die ökonomische Perspektive und verzichten auf ausführliche juristische Abhandlungen.

2. Determinanten der Anlagestrategie

Die Kriterien, welche bei der Festlegung der Anlagestrategie einer Vorsorgeeinrichtung herangezogen werden müssen, sind unabhängig vom Vorhandensein einer Unterdeckung. Es handelt sich dabei um Überle-

gungen zur Risikofähigkeit, zur Sollrendite und zur Liquidität. Wie wir nachfolgend erläutern werden, nimmt die Bedeutung aller drei Kriterien mit einer Unterdeckung zu. Zudem treten in der Regel Zielkonflikte auf. Insbesondere die Kriterien Sollrendite und Risikofähigkeit können oft nicht gleichzeitig erfüllt werden. Selbstverständlich sollte eine Anlagestrategie auch optimal diversifiziert sein. Diesen wichtigen Grundsatz der Diversifikation greifen wir jedoch in diesem Aufsatz nicht weiter auf, da eine optimale Diversifikation unabhängig von der finanziellen Situation einer Vorsorgeeinrichtung gewährleistet sein sollte. Da spezifische Anlagerisiken das Gesamtrisikobudget zusätzlich belasten, müssen Vorsorgeeinrichtungen jedoch bei Unterdeckungen die Implementierung ihrer Anlagestrategie besonders sorgfältig gestalten.

2.1 *Risikofähigkeit*

Das Risiko der Anlagestrategie muss auf die Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung und die Risikobereitschaft der Risikoträger abgestimmt sein.² Diese und ähnliche Formulierungen sind weitverbreitet und akzeptiert. Die Kernfrage ist jedoch, was unter der Risikofähigkeit konkret zu verstehen ist. Welche Eigenschaften einer Vorsorgeeinrichtung beeinflussen deren Risikofähigkeit, und welche Einflussfaktoren führen zu einer veränderten Risikofähigkeit im Zeitablauf?

2.1.1 Risikofähigkeit und finanzielle Situation

Die Risikofähigkeit beschreibt die Fähigkeit der Vorsorgeeinrichtung, die aufgrund eines veränderten ökonomischen Umfeldes eingetretenen Veränderungen der finanziellen Situation entweder mit eigenen Mitteln (finanzielle Risikofähigkeit) oder durch Anpassungen von Beiträgen und Leistungen (strukturelle Risikofähigkeit) zu tragen. Um die Risikofähigkeit zu erfassen, wird eine Kennzahl benötigt, anhand derer die finanzielle Situation gemessen werden kann.

² Selbstverständlich muss die Risikofähigkeit nicht nur Anlagerisiken, sondern auch sämtliche anderen Risiken wie z.B. versicherungstechnische Risiken, operative Risiken oder Risiken beim Arbeitgeber abdecken. Wir konzentrieren uns jedoch im Folgenden auf die Anlagerisiken, d.h. sämtliche Veränderungen im ökonomischen Umfeld, welche die Bewertung der Vermögensanlagen beeinflussen (z.B. Aktienrisiken, Zinsänderungsrisiken usw.).

Der Deckungsgrad als Verhältnis zwischen dem vorhandenen Nettovermögen und dem notwendigen Vorsorgekapital ist eine naheliegende Kennzahl für die finanzielle Situation einer Vorsorgeeinrichtung. Die Verwendung von Marktpreisen resp. die marktnahe Bewertung der Vermögensanlagen ist weitgehend akzeptiert. Es können zwar Marktverwerfungen und Bewertungsprobleme auftreten, eine praktikable Alternative zur Marktbewertung existiert jedoch nicht. Bei der Frage der Art und Weise der Bewertung der Vorsorgeverpflichtungen gehen die Meinungen in der Vorsorgewelt allerdings stark auseinander. Da die Bewertungsmethode der Vorsorgekapitalien eine zentrale Rolle bei der Beurteilung der finanziellen Situation einer Vorsorgeeinrichtung spielt, werden wir diesen Aspekt im Detail erläutern.

2.1.2 Wann sind die Vorsorgeverpflichtungen gedeckt?

Das BVG basiert auf drei wesentlichen Grundsätzen³. Im ersten Grundsatz wird festgelegt, dass sich das Gesetz nur auf den obligatorischen Teil der beruflichen Vorsorge bezieht. Im zweiten Grundsatz werden der Versicherungsgedanke und die individuelle Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung hervorgehoben. Der dritte Grundsatz bezieht sich auf die Finanzierung der Altersleistungen im Deckungskapitalverfahren^{4, 5}.

Der Begriff des Deckungskapitalverfahrens ist im Gesetzestext nicht explizit erwähnt. In Art. 69 Abs. 1 BVG wird jedoch festgehalten, dass für die Sicherung des finanziellen Gleichgewichts nur der vorhandene Bestand an Versicherten und Rentnern berücksichtigt werden darf (Grundsatz der Bilanzierung in geschlossener Kasse). Es darf somit von keiner Erneuerung des Bestandes ausgegangen werden. In der Botschaft zum BVG wird primär die Liquidationsgefahr einer Vorsorgeeinrichtung als Begründung für die Notwendigkeit des Deckungskapitalverfahrens angeführt. Das bei einer Liquidation benötigte Kapital entspricht einem

³ Vgl. Botschaft zum BVG vom 19.12.1975 (BBl 1976 I 159f).

⁴ Ausgenommen sind die öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen mit Staatsgarantie. Wir befassen uns in diesem Aufsatz nicht mit diesen teilweise im Umlageverfahren (Mischfinanzierung) finanzierten Vorsorgeeinrichtungen. Die nachfolgenden Überlegungen können jedoch sinngemäss auf den mit Deckungskapital finanzierten Teil (Zieldeckungsgrad) einer Mischfinanzierung übertragen werden.

⁵ Die im Rentenwertumlageverfahren finanzierten Risikoleistungen besprechen wir in diesem Aufsatz nicht. Bei einer umfassenden Risikoanalyse sind jedoch die versicherungstechnischen Risiken und der Risikoprozess zu berücksichtigen.

Spezialfall der Bilanzierung in geschlossener Kasse, da implizit von einem sofortigen Austritt sämtlicher aktiver Versicherter ausgegangen wird.

Die Vorsorgeverpflichtungen müssen so bewertet werden, dass bei einem Deckungsgrad von 100% das vorhandene Nettovermögen ausreichend ist, um die bestehenden Verpflichtungen zu decken. Wir werden im Folgenden diese Problemstellung für die Rentenverpflichtungen und die Verpflichtungen gegenüber den aktiven Versicherten separat diskutieren.

Wenn wir eine geschlossene Rentnerkasse betrachten, dann bestehen keine aktiven Versicherten, und folglich spielen Austrittsraten keine Rolle. Im Rahmen einer prospektiv dynamischen Bilanzierung⁶ müssen keine zukünftigen Beiträge berücksichtigt werden. Das prospektiv dynamische Vorsorgekapital entspricht dem Barwert der Leistungen und der mit der Leistungserbringung verbundenen Vermögensverwaltungs- und Administrationskosten. Die Projektion der erwarteten Rentenzahlungen (inkl. Anwartschaften) sollte auf einer bestmöglichen Schätzung (Best Estimate) basieren, und die Bewertung der erwarteten Cashflows sollte auf einer risikogerechten Basis erfolgen. Sind diese beiden Bedingungen erfüllt, dann entspricht das resultierende Vorsorgekapital dem für eine risikominimale Finanzierung der Rentenleistungen notwendigen Vorsorgevermögen.⁷

Bei den aktiven Versicherten ist die Bewertung unter der Annahme eines sofortigen Austritts sämtlicher Versicherten am einfachsten. In dieser Situation entspricht das notwendige Vorsorgekapital der Summe der individuellen Austrittsleistungen. Zusätzliches Vorsorgekapital ist für Leistungen bereitzustellen, welche vor dem Bewertungszeitpunkt erworben wurden, im Moment jedoch noch nicht bekannt sind.⁸ Wird für die Bewertung von einer geschlossenen Kasse mit bestmöglich geschätzten Austrittsraten ausgegangen, dann wird das notwendige Vorsorgekapital prospektiv dynamisch bewertet. Dazu muss das Produktionsziel der Vor-

⁶ Bei einer prospektiv dynamischen Bilanzierung entspricht das Vorsorgekapital der Differenz zwischen dem Barwert der Leistungen und dem Barwert der Beiträge. Bei der Bilanzierung in geschlossener Kasse werden dabei keine Neueintritte berücksichtigt.

⁷ In Abhängigkeit von der Bestandesgrösse ist zusätzliches Vorsorgekapital zur Deckung der versicherungstechnischen Risiken oder der Bestandesrisiken notwendig. Aufgrund der bestehenden Modellrisiken kann zudem über die Berücksichtigung einer zusätzlichen Marge diskutiert werden.

⁸ Dazu zählen z.B. die sogenannten IBNR (Incurred but not Reported), welche insbesondere bei der Invaliditätsversicherung auftreten. Es handelt sich dabei um vor dem Bewertungszeitpunkt eingetretene Invaliditätsfälle, welche der Vorsorgeeinrichtung bis zum Bewertungszeitpunkt noch nicht gemeldet wurden.

sorgeeinrichtung bekannt sein, d.h. das Leistungsziel und dessen Finanzierung. Viele Elemente des Produktionsziels sind reglementarisch festgehalten. Für die Verzinsung der Altersguthaben wie auch für die Höhe der zukünftigen Rentenumwandlungssätze im Beitragsprimat müssen i.d.R. zusätzliche Vorgaben gemacht werden. Des Weiteren müssen Annahmen bezüglich des ökonomischen Umfelds (z.B. erwartete Inflation), der Lohnentwicklung (erwartete Reallohnerhöhungen, karrierebedingte Lohnerhöhungen, Inflationsausgleich usw.) und des Verhaltens der Versicherten bei der Pensionierung (Frühpensionierung, Kapitalbezugsquote usw.) getroffen werden. Auf der Basis dieser Annahmen können die erwarteten zukünftigen Cashflows und deren Risiken in der geschlossenen Kasse bestimmt werden. Der risikogerechte Barwert dieser Cashflows entspricht dem notwendigen Vorsorgekapital.

Eine risikogerechte Bewertung zukünftiger Cashflows entspricht einer marktnahen Bewertung. Es wird ein sogenanntes Replikationsportfolio bestimmt, welches dieselben Cashflows wie diejenigen der Vorsorgeeinrichtung aufweist. Der Marktpreis des Replikationsportfolios entspricht der marktnahen resp. risikogerechten Bewertung der Verpflichtungen. Existieren keine gehandelten Wertpapiere, aus denen das Replikationsportfolio gebildet werden kann, dann müssen zur Bewertung der zukünftigen Cashflows finanzökonomische Modelle herangezogen werden. Bei einem Rentnerbestand mit fixen Rentenzahlungen setzt sich das Replikationsportfolio z.B. aus langfristigen Bundesobligationen zusammen. Für eine marktnahe Bewertung können auch die erwarteten Rentenzahlungen mit den Kassazinssätzen⁹ der Bundesobligationen diskontiert werden.

2.1.3 Ökonomischer Deckungsgrad und finanzielle Risikofähigkeit

Das Verhältnis zwischen dem Netto-Vorsorgevermögen und dem risikogerecht bestimmten prospektiv dynamischen Vorsorgekapital wird auch als ökonomischer Deckungsgrad bezeichnet. Der ökonomische Deckungsgrad ist ein zentrales Führungsinstrument. Er widerspiegelt sowohl bezüglich seines Niveaus wie auch bezüglich seiner Veränderungen im

⁹ Bei Kassazinssätzen (Spotrates; Zero-Kupon-Renditen) handelt es sich um den Zinssatz für einen vorgegebenen Zeithorizont. Diese müssen mittels Schätzverfahren aus den Marktpreisen der vorhandenen Bundesobligationen geschätzt werden. Die Schweizerische Nationalbank publiziert diese Kassazinssätze auf täglicher Basis.

Zeitablauf die Deckungssituation und damit die Sicherheit der Erbringung der zukünftigen Leistungen in der geschlossenen Kasse.

Liegt der ökonomische Deckungsgrad bei 100%, dann können die auf der Basis des Leistungsziels und dessen Finanzierung (Produktionsziel) festgelegten zukünftigen Cashflows in der geschlossenen Kasse risikominimal finanziert werden. Liegt der ökonomische Deckungsgrad über 100%, dann ist Risikokapital (Eigenkapital) vorhanden. Mit diesem Risikokapital können die Anlagerisiken, aber auch sämtliche anderen Risiken der Vorsorgeeinrichtung getragen werden. Solange der ökonomische Deckungsgrad nicht unter 100% sinkt, ist die Sicherheit der Erfüllung der Vorsorgezwecke (auf der Basis des Produktionsziels) nicht gefährdet. Der ökonomische Deckungsgrad ist also die zentrale Kennzahl für die Bestimmung der finanziellen Risikofähigkeit.

2.1.4 Strukturelle Risikofähigkeit

Das Leistungsziel und dessen Finanzierung (Produktionsziel) sollten grundsätzlich langfristig ausgerichtet sein. Bei einer Verschlechterung der anhand des ökonomischen Deckungsgrades gemessenen Deckungssituation können kurz- und längerfristige Anpassungen vorgenommen werden. Insbesondere bei einer durch tiefe oder negative Anlageerträge ausgelösten Verschlechterung der Deckungssituation stellt sich immer wieder die Frage, ob die beobachtete Entwicklung einen temporären Charakter hat oder ob es sich um eine permanente Veränderung der Bewertung einzelner Wertpapiere oder ganzer Anlageklassen handelt. Die Unsicherheit, ob eine beobachtete Marktentwicklung eher einen vorübergehenden Charakter hat (z.B. eine Marktübertreibung) oder auf fundamental begründbaren Änderungen der Erwartungen (z.B. Gewinnerwartungen bei Aktien) basiert, ist jedoch eine inhärente Eigenschaft des Anlagerisikos.

Es liegt in der Führungsverantwortung des obersten Organs, bei einer Verschlechterung des ökonomischen Deckungsgrades einen sinnvollen Mix aus längerfristigen Anpassungen des Produktionsziels und kurzfristigen Massnahmen zu finden. Eine Anpassung der Rentenumwandlungssätze oder der Verzicht auf eine von der Vorsorgeeinrichtung finanzierte AHV-Überbrückungsrente sind eher langfristige Massnahmen und führen zu einer Anpassung des Produktionsziels. Eine Nullverzinsung der Altersguthaben oder die Erhebung von Sanierungsbeiträgen sind eher kurzfristiger Natur und stellen eine vorübergehende Abweichung vom Produktionsziel dar. Bei den langfristigen Massnahmen handelt es sich

i.d.R. nicht um eigentliche Sanierungsmassnahmen, wie sie in Art. 65d–e BVG aufgezählt werden. Bei den kurzfristigen Massnahmen kann es sich um Sanierungsmassnahmen i.e.S. handeln. Es gibt jedoch auch kurzfristige Massnahmen, wie z.B. die Nullverzinsung im Überobligatorium, die nicht als Sanierungsmassnahme im Sinne des Gesetzgebers zu qualifizieren sind. Zusätzlich gilt es zu beachten, dass die gesetzlichen Sanierungsmassnahmen nur bei Vorliegen einer Unterdeckung gemäss Art. 44 BVV 2 ergriffen werden dürfen. Die Sanierungsmassnahmen sind deshalb auf die Zeitperiode der Unterdeckung beschränkt und können folglich nicht langfristiger Natur sein. Auf die Problematik, dass der Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 in der Praxis nicht mit dem ökonomischen Deckungsgrad übereinstimmt, gehen wir in Abschnitt 2.1.7 dieses Aufsatzes ein.

Die Möglichkeiten einer Vorsorgeeinrichtung, bei einer Verschlechterung des ökonomischen Deckungsgrades Massnahmen zu ergreifen, bezeichnen wir als die strukturelle Risikofähigkeit. Sie hängt wesentlich vom Anteil des Vorsorgekapitals der Rentner am gesamten Vorsorgekapital ab. Dies hängt damit zusammen, dass bei den Rentnern i.d.R. im heutigen rechtlichen Umfeld keine wirkungsvollen Massnahmen möglich sind. Auch der Anteil der überobligatorischen Leistungen hat einen wesentlichen Einfluss auf die Möglichkeiten, wirksame Massnahmen zu ergreifen.

Die Vorsorgeeinrichtungen haben somit die Möglichkeit, die mit der Leistungserbringung verbundenen Risiken (z.B. Anlagerisiken) nicht nur mit vorhandenem Risikokapital (finanzielle Risikofähigkeit) abzufangen, sondern es können im Rahmen der strukturellen Risikofähigkeit zusätzliche Massnahmen beschlossen werden. Diese zusätzlichen Massnahmen belasten die Risikoträger der Vorsorgeeinrichtung. Risikoträger sind die Arbeitgeber, die Arbeitnehmer und die Rentner, wobei die Allokation der Risiken innerhalb dieser Gruppe der Risikoträger durch gesetzliche Regelungen eingeschränkt wird. Für die Beurteilung der gesamten Risikofähigkeit einer Vorsorgeeinrichtung müssen sowohl die finanzielle wie auch die strukturelle Risikofähigkeit beachtet werden.

2.1.5 Dynamische Anlagestrategien und Belastung der Risikoträger

Der ökonomische Deckungsgrad verändert sich aufgrund der bestehenden Risiken (Anlagerisiken, Zinsänderungsrisiken, Bestandesrisiken, versicherungstechnische Risiken usw.) laufend. Die Risiken können entweder mit vorhandenem Risikokapital (finanzielle Risikofähigkeit) oder durch Anpassungen des Produktionsziels und/oder kurzfristige Massnah-

men (strukturelle Risikofähigkeit) aufgefangen werden. Verschlechtert sich der ökonomische Deckungsgrad bei unveränderten Risiken, dann führt dies automatisch zu einem höheren Bedarf an struktureller Risikofähigkeit, resp. die Risikoträger werden potenziell stärker belastet. Der vergleichbare Effekt tritt bei einer Unternehmung mit abnehmendem Eigenkapital auf, bei der die potenzielle Belastung der Fremdkapitalgeber (Ausfallrisiko) resp. der anderen Stakeholder steigt.

Wollen oder können die Risikoträger die bei einer Verschlechterung des ökonomischen Deckungsgrades resultierende potenziell höhere Belastung nicht tragen, dann müssen die Risiken reduziert werden. In Bezug auf das Anlagerisiko bedeutet dies, dass der Anteil der risikobehafteten Anlagen wie z.B. der Aktien reduziert wird. Eine Anlagestrategie, bei welcher der Anteil der risikobehafteten Anlagen regelgebunden in Abhängigkeit des ökonomischen Deckungsgrades verändert wird, kann als dynamische Anlagestrategie bezeichnet werden.

Mit einer Reduktion des Anlagerisikos sinkt die erwartete Anlagerendite. Bei unverändertem Produktionsziel steigen damit die erwarteten Kosten der Beitragszahler. Liefert der dritte Beitragszahler (Anlagerendite) einen geringeren erwarteten Beitrag, dann müssen die beiden anderen Beitragszahler (Arbeitnehmer und Arbeitgeber) entsprechend höhere erwartete Beiträge ausrichten. Dafür nimmt das Risiko höherer potenzieller Belastungen der Risikoträger ab.

Eine dynamische Anlagestrategie ist prozyklisch, d.h., bei fallenden Anlagemärkten wird verkauft, und bei steigenden Anlagemärkten wird gekauft. Es handelt sich dabei um eine Absicherungsstrategie, die finanztechnisch als Replikation einer Put Option charakterisiert werden kann. Da bei einer dynamischen Anlagestrategie stets zu tieferen Kursen verkauft werden muss und zu höheren Kursen wieder gekauft wird, entstehen zwangsläufig Absicherungskosten. Diese entsprechen im Erwartungswert der Prämie einer entsprechenden Versicherung (Put Option). Mit einer dynamischen Anlagestrategie versichern sich die Risikoträger gegen hohe zukünftige Belastungen, dafür müssen sie jedoch höhere durchschnittliche Beiträge bezahlen.

Solange die Risikoträger sowohl die Fähigkeit wie auch die Bereitschaft aufweisen, die bei einem sinkenden ökonomischen Deckungsgrad potenziell höheren Belastungen zu tragen, drängt sich eine dynamische Anlagestrategie nicht auf. Ist dies nicht der Fall oder bestehen gesetzliche Schranken, dann ist eine dynamische Anlagestrategie eine mögliche Variante der Absicherung.

2.1.6 Fortgeführte Vorsorgeeinrichtung

Wir haben argumentiert, dass die Beurteilung der Deckungssituation einer Vorsorgeeinrichtung auf der Basis des ökonomischen Deckungsgrades erfolgen sollte. Der ökonomische Deckungsgrad entspricht dabei dem risikogerechten Barwert der zukünftigen Beiträge und Leistungen, wie er aus einer prospektiv dynamischen Bewertung in der geschlossenen Kasse hervorgeht. Die meisten Vorsorgeeinrichtungen sind jedoch nicht geschlossen. Es stellt sich deshalb die Frage, inwieweit der auf der Basis einer geschlossenen Kasse berechnete ökonomische Deckungsgrad für die Beurteilung der finanziellen Situation einer fortgeführten Kasse relevant ist.

In der fortgeführten Kasse treten jedes Jahr neue Versicherte in die Vorsorgeeinrichtung ein. Mit diesen Eintritten sind Freizügigkeitseinlagen verbunden, und es wird neues ökonomisches Vorsorgekapital gebildet. Dies hat folgende Konsequenzen:

- Erstens entsprechen die von einem neuen Mitarbeiter einbezahlten Freizügigkeitseinlagen oft nicht dem entsprechenden ökonomischen Deckungskapital. Tritt z.B. ein 50-jähriger Versicherter in die Kasse ein, dann ist aufgrund der typischerweise (ökonomisch) zu hohen Rentenumwandlungssätze das ökonomische Vorsorgekapital höher als die Freizügigkeitseinlagen. Mit der Erneuerung des Bestandes können somit laufend ökonomische Verluste entstehen.
- Liegt zweitens der ökonomische Deckungsgrad der neu eintretenden Mitarbeiter (Verhältnis zwischen den Freizügigkeitseinlagen und dem neu gebildeten ökonomischen Vorsorgekapital) über demjenigen des bestehenden Kollektivs, dann führt die Erneuerung des Bestandes zu einer Verbesserung des ökonomischen Deckungsgrades. Damit übernehmen die neuen Versicherten einen Teil der bestehenden ökonomischen Deckungslücke.
- Drittens handelt es sich bei den neuen Versicherten um zusätzliche Risikoträger, die bei der Beurteilung der strukturellen Risikofähigkeit berücksichtigt werden sollten.

Aufgrund dieser Effekte in der fortgeführten Kasse sollte für die Analyse der Risikofähigkeit auch eine Simulation des ökonomischen Deckungsgrades in der fortgeführten Kasse durchgeführt werden. Dabei können sich auch unterschiedliche Szenarien bezüglich der Bestandesentwicklung aufdrängen. Die Analyse der strukturellen Risikofähigkeit resp. der Wirkungsweise von (Sanierungs-)Massnahmen sollte auf jeden

Fall auf der Basis der Simulation des ökonomischen Deckungsgrades und des Deckungsgrades gemäss Art. 44 BVV 2 erfolgen.

2.1.7 Bilanzierung gemäss Art. 44 BVV 2 in der Praxis

Die in der Praxis von den Vorsorgeeinrichtungen ausgewiesenen Deckungsgrade gemäss Art. 44 BVV 2 entsprechen i.d.R. einem technischen Deckungsgrad. Die Bezeichnung «technisch» wurde in Anlehnung an den Begriff der versicherungstechnischen Bilanz gewählt, aus der jeweils die entsprechenden technischen Vorsorgekapitalien und Rückstellungen entnommen werden.

Während die Bewertung der Vermögensanlagen beim ökonomischen wie auch beim technischen Deckungsgrad identisch ist, unterscheidet sich die Bewertung der Verpflichtungen grundlegend. Die Bilanzierungsmethoden unterscheiden sich sowohl bezüglich der Bewertung der erwarteten Verpflichtungen wie auch bezüglich der Art und Weise der Bewertung von Risiken. Wir gehen hier auf die wichtigsten Unterschiede ein.

In der ökonomischen Betrachtung sind sämtliche erwarteten Vorsorgeverpflichtungen auf der Basis einer bestmöglichen Schätzung relevant. Wird mit einer Zunahme der Lebenserwartung gerechnet, dann ist diese Zunahme bei der Schätzung der zukünftigen Rentenzahlungen zu berücksichtigen. Muss damit gerechnet werden, dass Vorsorgefälle, die vor dem Bewertungszeitpunkt eingetreten sind, bis zum Bewertungszeitpunkt noch nicht gemeldet wurden (IBNR), dann ist aus ökonomischer Perspektive eine angemessene Rückstellung zu bilden. In der technischen Bilanzierung werden diese beiden Elemente i.d.R. nicht berücksichtigt.

In der technischen Bilanzierung sind Risikorückstellungen erlaubt, so z.B. die Rückstellung für Schwankungen im Risikoverlauf bei aktiven Versicherten (Tod und Invalidität) und Rentnerbeständen. Diese Risiken müssen bei der ökonomischen Sicht durch Risikokapital gedeckt sein und sind nicht Teil des Vorsorgekapitals, da die Verpflichtungen auf der Basis einer marktnahen Bewertung im ökonomischen Vorsorgekapital enthalten sind. Das Risikokapital entspricht der Differenz zwischen dem Netto-Vorsorgevermögen und dem ökonomischen Vorsorgekapital.

Der wohl bedeutendste Unterschied zwischen der technischen und der ökonomischen Bilanzierung besteht in Bezug auf den zur Berechnung der Barwerte verwendeten Diskontsatz. Bei der technischen Bewertung entspricht der Diskontsatz einem fixen technischen Zinssatz. Bei der ökonomischen Bewertung steht die marktnahe Bewertung im Vorder-

grund, und es können implizite Diskontsätze bestimmt werden. Werden finanzökonomische Bewertungsmodelle wie das Barwertmodell angewendet, dann müssen die verwendeten Diskontsätze explizit vorgegeben werden. Diese sind marktabhängig und verändern sich deshalb ständig. Für die Bewertung eines Rentnerbestandes sind z.B. die erwarteten Cashflows mit den periodengerechten Kassazinssätzen der Bundesobligationen zu diskontieren.¹⁰ Vereinfachungen wie die Verwendung eines Durchschnittszinssatzes für sämtliche Laufzeiten sind möglich, sofern dadurch die Realität nicht systematisch verzerrt wird.

Der technische Zinssatz orientiert sich an der erwarteten Rendite der Vermögensanlagen einer Vorsorgeeinrichtung. Dadurch entsteht eine direkte Beziehung zwischen der erwarteten Rendite der Anlagestrategie, der angemessenen Höhe des technischen Zinssatzes und der Höhe des technischen Vorsorgekapitals. Aus ökonomischer Sicht orientiert sich die Bewertung der Verpflichtungen an deren Eigenschaften. Sowohl die Höhe der erwarteten Verpflichtungen wie auch die Risiken der Verpflichtungen beeinflussen deren Bewertung.¹¹

In der technischen Betrachtung wird jeweils argumentiert, dass die nicht durch vorhandenes Vermögen oder zukünftige Beiträge gedeckten Leistungen durch Vermögenserträge zu finanzieren sind. Dies gilt z.B. für die Kosten der Zunahme der Lebenserwartung. Faktisch werden mit dieser Vorgehensweise unsichere zukünftige Anlageerträge aktiviert. Aus ökonomischer Sicht ist eine Aktivierung unsicherer Anlageerträge oder erwarteter Risikoprämien ausgeschlossen.

2.2 Sollrendite

Die Sollrendite entspricht der für die Finanzierung der Leistungen notwendigen Anlagerendite einer Vorsorgeeinrichtung und beinhaltet damit die Anforderungen an die Anlagerendite als dritten Beitragszahler. In der Praxis wird die Sollrendite i.d.R. entweder statisch oder dynamisch berechnet.

¹⁰ Dies gilt unter der Annahme, dass die Cashflows fix sind, d.h., unter Berücksichtigung des Produktionsziels weder reduziert noch erhöht werden sollen resp. können.

¹¹ Grundsätzlich sind Situationen vorstellbar, bei denen die Risiken der Verpflichtungen von den Risiken der Anlagestrategie abhängen. Beispiele wären eine regelgebundene Verzinsung der Altersguthaben in Abhängigkeit der zukünftigen Anlagerendite oder Leistungsziele mit Optionscharakter.

2.2.1 Statische Sollrenditen

Bei der statischen Sollrendite handelt es sich im Beitragsprimat um einen mit dem jeweiligen Anteil des Vorsorgekapitals gewichteten Durchschnitt der Verzinsung der Altersguthaben und des technischen Zinssatzes. Im Leistungsprimat kann direkt vom technischen Zinssatz ausgegangen werden. Zusätzlich sind sämtliche nicht durch Beiträge finanzierten Leistungen und Kosten zu berücksichtigen. Beispielsweise wird für die Kosten der Zunahme der Lebenserwartung ein Zuschlag von 0,5% festgelegt, oder die Administrationskosten müssen mit einer zusätzlichen Anlagerendite von 0,1% finanziert werden. Treten systematische technische Pensionierungsverluste auf, dann wird ein entsprechender Zuschlag gemacht.

2.2.2 Dynamische Sollrenditen

Die dynamische Sollrendite ist diejenige Anlagerendite, welche zur Erreichung eines vorgegebenen Deckungsgradzieles über einen vorgegebenen Zeithorizont notwendig ist. Oft wird auch die zur Stabilisierung des aktuellen Deckungsgrades notwendige Anlagerendite als dynamische Sollrendite bezeichnet. Als gleichgewichtige dynamische Sollrendite wird diejenige Anlagerendite verstanden, die zu einer Stabilisierung eines hypothetischen Deckungsgrades von 100% führt.

Die dynamische Sollrendite zur Stabilisierung des Deckungsgrades hängt vom Deckungsgrad und damit vom vorhandenen Vorsorgevermögen in der Ausgangslage sowie von der Methodik und den Annahmen der Bewertung der Verpflichtungen ab. Die dynamische Sollrendite zur Stabilisierung eines technischen Deckungsgrades von 80% ist nicht dieselbe wie diejenige zur Stabilisierung eines technischen Deckungsgrades derselben Vorsorgeeinrichtung bei 120%. Bei positiven Netto-Cashflows ist beispielsweise die dynamische Sollrendite für die Stabilisierung eines technischen Deckungsgrades von 120% höher als diejenige zur Stabilisierung eines technischen Deckungsgrades von 80%. Daraus kann natürlich nicht gefolgert werden, dass für die Finanzierung der Leistungen bei einem Deckungsgrad von 120% eine höhere Anlagerendite notwendig ist als bei einem Deckungsgrad von 80%. Bei einem Deckungsgrad von 120% ist 50% mehr Vorsorgevermögen vorhanden als bei einem Deckungsgrad von 80%. Wenn mehr Vermögen in der Kasse ist, braucht es weniger Anlagerendite, als wenn weniger Vermögen vorhanden ist, sofern

die zukünftigen Beiträge und Leistungen dieselben sind. Dieses Beispiel zeigt, dass die dynamische Sollrendite in gewissen Fällen die tatsächlich notwendige Anlagerendite nicht korrekt wiedergibt.

2.2.3 Sollrendite und ökonomischer Deckungsgrad

Das Konzept der Sollrendite kann am einfachsten verstanden werden, wenn die betrachtete Vorsorgeeinrichtung gedanklich in eine geschlossene Kasse («Altkasse») und in eine mit neuen Mitarbeitern alimentierte Kasse («Neukasse») aufgeteilt wird. Zum Analysezeitpunkt existiert nur die «Altkasse», in der «Neukasse» sind noch keine Mitarbeiter versichert. Mit der Zeit nimmt der Bestand der aktiven Versicherten in der «Altkasse» laufend ab, und derjenige in der «Neukasse» nimmt laufend zu. Konsolidiert entsprechen «Altkasse» und «Neukasse» der tatsächlich fortgeführten Vorsorgeeinrichtung.

Wird für die «Altkasse» der ökonomische Deckungsgrad bestimmt und liegt dieser bei 100%, dann entspricht die notwendige Anlagerendite der Rendite auf Verfall des Replikationsportfolios.¹² Im einfachen Beispiel eines geschlossenen Rentnerbestandes mit fixen Renten entspricht die Sollrendite der Rendite auf Verfall des die Rentencashflows replizierenden Bondportfolios. Liegt der tatsächliche ökonomische Deckungsgrad über oder unter 100%, dann entspricht die Sollrendite demjenigen Diskontsatz, bei welchem der Barwert der erwarteten Cashflows dem vorhandenen Vermögen entspricht. Im geschlossenen Bestand kann somit die Sollrendite auf der Basis des vorhandenen Vermögen und der zukünftigen Cashflows eindeutig bestimmt werden. Der technische Zinssatz ist nur dann relevant, wenn er implizit die zukünftigen Beiträge und Leistungen bestimmt. Dies z.B. beim Tarif und den Beiträgen im Leistungsprimat oder den Rentenumwandlungssätzen im Beitragsprimat. In diesem Zusammenhang spricht man auch vom Rechnungszinssatz. Der technische Zinssatz als Bewertungszinssatz spielt für die Sollrendite im geschlossenen Bestand keine Rolle.

Für die jedes Jahr neu eintretenden aktiven Versicherten im Bestand der «Neukasse» können prinzipiell dieselben Überlegungen angestellt werden wie in der «Altkasse». Die neuen Versicherten zahlen ihre Freizügigkeitseinlagen ein, was zur Bildung des erforderlichen ökonomischen

¹² Streng genommen gilt dies nur für Replikationsportfolios mit fixen zukünftigen Cashflows.

Vorsorgekapitals führt. Wiederum kann derjenige Diskontsatz bestimmt werden, bei welchem der Barwert der zukünftigen Cashflows den einbezahlten Freizügigkeitseinlagen entspricht. Da diese Sollrendite nicht vom durch vergangene Anlageverluste oder Anlagegewinne beeinflussten Vorsorgevermögen abhängt, entspricht diese Sollrendite der dem Produktionsziel zugrunde liegenden notwendigen Anlagerendite für die neu eintretenden Versicherten.

In der fortgeführten Vorsorgeeinrichtung entspricht die Sollrendite dem vermögensgewichteten Durchschnitt der Sollrenditen der beiden Teilkassen «Altkasse» und «Neukasse». In den ersten zehn Jahren dominiert i.d.R. die Sollrendite der «Altkasse», sehr langfristig betrachtet ist die Sollrendite der «Neukasse» relevant. Anders formuliert, wird die Sollrendite kurz- und mittelfristig primär von der aktuellen Deckungssituation bestimmt, langfristig betrachtet dominiert die dem Produktionsziel (Leistungsziel und dessen Finanzierung) zugrunde liegende (einkalkulierte) Anlagerendite.

Zusammengefasst kann festgehalten werden, dass eine ökonomische Über- oder Unterdeckung mit einer unter oder über dem risikolosen Kapitalmarktzinssatz liegenden Sollrendite einhergeht.¹³ Sind das aktuelle Nettovermögen und die zukünftigen Cashflows bekannt, dann enthält die Sollrendite im Vergleich zum ökonomischen Deckungsgrad keine zusätzlichen Informationen.

2.2.4 Sollrendite und technischer Deckungsgrad

Da der technische Deckungsgrad weder auf einer bestmöglichen Schätzung noch einer risikogerechten Bewertung der zukünftigen Verpflichtungen basiert, kann er auch nicht als Basis für die Bestimmung einer Sollrendite herangezogen werden. Betrachten wir wiederum eine geschlossene Rentnerkasse und nehmen wir an, dass die Sollrendite zur Stabilisierung eines Deckungsgrades von 100% über die nächsten fünf Jahre bei 4% und das Zinsniveau bei 5% liegt. Ist es nun tatsächlich so, dass sich mit einer um 2% über der Sollrendite liegenden Anlagerendite von 6% in den ersten beiden Jahren die Deckungssituation der Rentnerkasse verbessert hat? Die Antwort hängt von der Zinsentwicklung ab. Ist das Zinsniveau von 5% in der Ausgangslage auf 2% nach zwei Jahren gesunken, dann hat sich die finanzielle Situation der Rentnerkasse trotz über der Sollrendite liegender Anlagerendite massiv verschlechtert. Der technische

¹³ Diese Aussage gilt nur für ein Replikationsportfolio mit fixen Cashflows.

Deckungsgrad ist zwar gestiegen, der ökonomische Deckungsgrad hingegen massiv gesunken. In der Ausgangslage besteht kein Risikozwang. Aufgrund des über der technischen Sollrendite von 4% liegenden Zinsniveaus von 5% liegt der ökonomische Deckungsgrad über 100%. Sinkt das Zinsniveau bis in zwei Jahren auf 2%, dann besteht eine ökonomische Deckungslücke, und die Leistungen können nicht mehr garantiert werden.

Die Verwendung einer statischen Sollrendite kann ebenso problematisch sein. Bei einem geschlossenen Rentnerbestand entspricht diese dem technischen Bewertungszinssatz plus zusätzlichen Komponenten für die Kosten der Zunahme der Lebenserwartung und die Administrationskosten. Diese statische Sollrendite stimmt nur zufälligerweise mit der auf der Basis des vorhandenen Vermögens und der erwarteten Cashflows bestimmten tatsächlichen Sollrendite überein.

2.3 Liquidität

Liquidität im engeren Sinne, die Fähigkeit der Vorsorgeeinrichtung, ihren ordentlichen Verpflichtungen fristgerecht nachzukommen, hat einen Einfluss auf die Liquiditätsquote der Anlagestrategie. Je höher die Wahrscheinlichkeit einer Teil- oder Gesamtliquidation, desto mehr muss die Liquidität der Vermögensanlagen gewährleistet sein. Dies gilt grundsätzlich unabhängig vom Deckungsgrad.

Im weiteren Sinne spielt die Liquidität im Zusammenhang mit der Flexibilität der Vermögensallokation eine wichtige Rolle. Je höher der Anteil weniger liquider Anlagen im Portfolio der Vorsorgeeinrichtung ist, desto weniger flexibel können die Anlagerisiken gesteuert werden. Auch bezüglich der optimalen Diversifikation können sich nicht gewünschte Restriktionen ergeben. Die Flexibilität zur Reduktion von Anlagerisiken kann vor allem in einer Unterdeckung wichtig sein. Deshalb ist gerade in der Unterdeckung und bei grösseren Rentnerbeständen eine höhere Liquidität der Vermögensanlagen erforderlich.

Gemäss Art. 65c Abs. 1a muss in einer Unterdeckung sichergestellt sein, dass die Leistungen bei Fälligkeit erbracht werden können. Diese Bestimmung ist primär eine Anforderung an die Deckungssituation und nicht an die Liquidität. Ohne die Berücksichtigung von Massnahmen ist es i.d.R. ausgeschlossen, dass eine Vorsorgeeinrichtung in einer Unterdeckung ihre Leistungen mit Sicherheit erbringen kann. Der Gesetzesartikel kann somit so interpretiert werden, dass die Sicherheit unter Berück-

sichtigung der gesetzlich erlaubten maximalen (Sanierungs-)Massnahmen auch in einer Unterdeckung gewährleistet werden muss. Ist eine Teil- oder Gesamtliquidation absehbar, dann bestehen kaum wirksame Massnahmen zur Verbesserung der Deckungssituation, und deshalb ist eine Unterdeckung zu vermeiden.

3. Anlagestrategie und Unterdeckung

Grundsätzlich sind in einer Unterdeckung dieselben Überlegungen zur Risikofähigkeit und zu den angemessenen Anlagerisiken relevant wie bei einer Überdeckung. Im Unterschied zur Überdeckung können jedoch in der Unterdeckung unmittelbar Sanierungsmassnahmen ergriffen werden. Besonders problematisch ist die Tatsache, dass sich die Zulässigkeit von Sanierungsmassnahmen am Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 orientiert, und dieser ist wie bereits erwähnt i.d.R. nicht mit einem ökonomischen Deckungsgrad vergleichbar und beurteilt daher die tatsächliche finanzielle Situation nicht korrekt. Daraus ergeben sich bei der Erstellung von Sanierungskonzepten und den Überlegungen bezüglich einer risikogerechten Anlagestrategie zusätzliche Herausforderungen.

3.1 Zulässigkeit einer zeitlich begrenzten Unterdeckung

Mit der BVG-Revision per 1. Januar 2005 wurden Sanierungsbestimmungen in die Gesetzgebung aufgenommen. In der Botschaft zur Gesetzesänderung¹⁴ wurde argumentiert, dass die Forderung einer jederzeitigen Sicherheit gemäss geltendem Recht unrealistisch sei. Eine zeitlich begrenzte Unterdeckung sollte deshalb erlaubt werden. Dies würde insbesondere verhindern, dass die Vorsorgeeinrichtungen ihre Aktienbestände zu Unzeiten verkaufen müssten. Dazu zwei Bemerkungen:

- Der Gesetzgeber war offensichtlich der Ansicht, dass ein Deckungsgrad von 100% gemäss Art. 44 BVV 2 die jederzeitige Sicherheit garantieren würde. So wird in der Botschaft erläutert, dass das notwendige Vorsorgekapital und die notwendigen Rückstellungen die erworbenen Ansprüche der Versicherten und die laufenden Leistungen der Rentner und Rentnerinnen garantieren würden. Bei einem De-

¹⁴ Vgl. Botschaft über Massnahmen zur Behebung von Unterdeckungen in der beruflichen Vorsorge vom 19.9.2003 (BBl 2003 6399).

ckungsgrad von 100% wird jedoch typischerweise eine Anlagerendite zwischen 4% und 5% benötigt. Bei einem langfristigen Zinsniveau von 2,5% können Anlagerenditen in dieser Grössenordnung keineswegs garantiert werden.

- Die Frage, ob es sich beim Zeitpunkt, zu dem Aktienbestände verkauft werden mussten, um eine Unzeit handelte, kann immer nur im Nachhinein beantwortet werden. Ein Verkauf von Aktienbeständen im Frühjahr 2008 und Investitionen in langfristige Bundesobligationen wären sicherlich nicht zur Unzeit erfolgt. Dies im Gegensatz zu einem entsprechenden Verkauf im Frühjahr 2009. Systematisches Risikomanagement kann sich nicht mit der Frage auseinandersetzen, wann eine Unzeit zur Anpassung der Risiken besteht. Es ist hingegen darauf zu achten, dass Wertpapiere nicht in Phasen von Marktturbulenzen mit geringer Marktliquidität verkauft werden müssen.

Die angemessene Zeitperiode zur Behebung der Unterdeckung wurde vom Bundesrat auf fünf bis sieben Jahre festgelegt. Ausnahmsweise sollen zehn Jahre möglich sein. Dabei wurde nicht davon ausgegangen, dass sich die Phase einer «Unzeit», Aktienbestände zu verkaufen, über fünf bis zehn Jahre erstrecken könnte. Es wurde vielmehr erkannt, dass verhältnismässige Massnahmen zur Behebung der Unterdeckung ihre Wirkung nur über einen längeren Zeithorizont entfalten können. Eine Verlängerung der Sanierungsfrist kann auch nur erwirkt werden, wenn bei einem Zeithorizont von sieben Jahren unverhältnismässige Massnahmen ergriffen werden müssten.

Der Gesetzgeber wollte eindeutig keine dauerhaften Unterdeckungen zulassen. Es ist deshalb zwingend, dass der Gesetzgeber einen Zeitrahmen vorgibt, innerhalb dessen das oberste Organ einen verbindlichen Zeitpunkt festlegt, zu dem die Sanierung abgeschlossen sein muss.

3.2 Anforderungen an ein Massnahmenkonzept

Weist eine Vorsorgeeinrichtung zum Bilanzstichtag eine Unterdeckung gemäss Art. 44 BVV 2 aus, dann muss das oberste Organ ein Massnahmenkonzept ausarbeiten. Wir gehen hier nur auf diejenigen Anforderungen ein, die für die Ausarbeitung der Anlagestrategie besonders relevant sind.

Inwieweit das Massnahmenkonzept zu einer Behebung der Unterdeckung innerhalb der vorgegebenen Zeitperiode führen muss, ist die wichtigste Fragestellung. In den uns bekannten Massnahmenkonzepten wer-

den die notwendigen Massnahmen so festgelegt, dass der Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 unter Berücksichtigung der erwarteten Rendite der Anlagestrategie einen Wert von 100% innerhalb der vorgegebenen Zeitperiode erreicht. Diese Vorgehensweise führt zu folgenden Problemen:

- Erstens müssen mit einer riskanteren Anlagestrategie weniger einschneidende Massnahmen getroffen werden als mit einer risikoarmen Anlagestrategie. Dies hängt damit zusammen, dass die erwartete Rendite der riskanteren Anlagestrategie höher ist als diejenige der risikoarmen Anlagestrategie. Dieser falsche Anreiz kann zu einer nicht adäquaten, zu risikoreichen Anlagestrategie führen.
- Zweitens wird es nicht möglich sein, nachträglich zu überprüfen, inwieweit die Massnahmen geeignet waren, den Deckungsgrad im Erwartungswert auf 100% zurückzuführen. Die meisten getroffenen Annahmen sind nicht per se richtig oder falsch – sie sind nur mehr oder weniger plausibel. Im Nachhinein wird immer argumentiert werden können, dass die Annahmen ex ante zwar plausibel waren, die Realität sich jedoch anders entwickelt hat. Dies gilt natürlich auch bezüglich der tatsächlichen Anlagerendite, die nur zufälligerweise mit dem ursprünglichen Erwartungswert übereinstimmt. Ist dann nach sieben Jahren die Unterdeckung immer noch nicht behoben, dann wird die ungenügende Anlagerendite dafür verantwortlich sein, und es wird ein neues Massnahmenkonzept beschlossen, welches wiederum auf einer erwarteten Sanierung basiert. Im Endeffekt kann die Vorsorgeeinrichtung beliebig lange in einer Unterdeckung verharren.

Die einzige Möglichkeit, eine solche Entwicklung zu verhindern (wenn dies politisch gewollt wird), ist die verbindliche Vorgabe eines Zeithorizontes, innerhalb dessen die Sanierung zwingend abgeschlossen sein muss. Wenn der Deckungsgrad während der Sanierungsfrist per Bilanzstichtag einmal über 100% liegt, ist die Sanierung abgeschlossen, und falls in Zukunft wieder eine Unterdeckung auftritt, beginnt die Sanierungsfrist wieder von vorne.

3.3 *Verhältnismässigkeit*

Es kann argumentiert werden, dass eine Planung der Massnahmen aufgrund der bestehenden Risiken nicht möglich ist und damit ein Sanierungserfolg innerhalb einer vorgegebenen Zeitperiode nie garantiert werden kann. Dieser Argumentation kann nur gefolgt werden, wenn von fixen, im Zeitablauf nicht veränderbaren Massnahmen ausgegangen wird.

Um den Sanierungserfolg zu garantieren, müssen die Massnahmen laufend der tatsächlichen Entwicklung des Deckungsgrades angepasst werden. Da der verbleibende Sanierungshorizont mit jedem Jahr der Unterdeckung abnimmt, können drastische Massnahmen notwendig werden, und die Grenze der Verhältnismässigkeit ist schnell überschritten.

3.4 *Anlagestrategie und Risikoträger in der Unterdeckung*

Mit der Frage der maximal möglichen Massnahmen finden wir wieder zurück zur strukturellen Risikofähigkeit und zu den Risikoträgern in einer Unterdeckung. Die notwendigen Massnahmen zur garantierten Sanierung innerhalb einer vorgegebenen Zeitperiode können auf der Basis einer bestimmten Anlagestrategie simuliert werden. So kann aufgezeigt werden, welche Massnahmen in welcher Höhe mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit eintreten werden. Diese notwendigen Massnahmen können aufgrund gesetzlicher Vorgaben nicht durchsetzbar sein, und bezüglich der freiwilligen Massnahmen kann die notwendige Bereitschaft der Risikoträger fehlen.

Hat das oberste Organ keine Möglichkeit, die notwendigen Massnahmen durchzusetzen, dann kann es den Erfolg der Sanierung innerhalb der vorgegebenen Zeitspanne bei der gegebenen Anlagestrategie nicht garantieren. Die einzige Handlungsmöglichkeit besteht in der Reduktion der Anlagerisiken. Im Extremfall muss das Risiko bis zur risikolosen Anlagestrategie reduziert werden. Würde der Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 auf der Basis des ökonomischen Bewertungskonzeptes bestimmt, dann hätte auch eine massive Reduktion des Anlagerisikos keine gravierenden Konsequenzen. Der Deckungsgrad könnte mit verhältnismässigen Massnahmen und mit hoher Sicherheit auf 100% zurückgeführt werden.

Wird jedoch der Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 als technischer Deckungsgrad berechnet, dann führt eine risikolose Anlagestrategie zu einem erwarteten Absinken des Deckungsgrades. Die zur Finanzierung der Leistungen notwendige Anlagerendite liegt über dem risikolosen Zinssatz. Bei einer rentnerlastigen Vorsorgeeinrichtung kann eine Situation entstehen, in der die notwendigen Massnahmen selbst mit einer risikominimalen Anlagestrategie nicht verhältnismässig sind.

Besteht eine grosse Differenz zwischen dem Deckungsgrad gemäss Art. 44 BVV 2 und dem ökonomischen Deckungsgrad und weist die Vorsorgeeinrichtung eine geringe strukturelle Risikofähigkeit auf, dann kann eine Situation entstehen, in welcher das oberste Organ den Erfolg der

Sanierung unabhängig von der gewählten Anlagestrategie nicht garantieren kann.

3.5 *Anlagerisiko als zentrales Element eines Massnahmenkonzeptes*

Ein Massnahmenkonzept in der Unterdeckung muss unter Berücksichtigung des Risikos der Anlagestrategie zu einem Sanierungserfolg innerhalb einer vorgegebenen Zeitperiode führen. Dazu ist ein dynamisches Konzept notwendig, bei dem die Massnahmen laufend an die Entwicklung des Deckungsgrades angepasst werden. Das Anlagerisiko ist ein zentraler Baustein eines solchen Konzeptes, und die notwendigen Massnahmen sind darauf abzustimmen. Einschneidenden Massnahmen am Ende der vorgegebenen Sanierungsperiode kann entgegengewirkt werden, wenn zu Beginn der Unterdeckung umfangreichere Massnahmen ergriffen werden, als zur erwarteten Sanierung notwendig wären. Damit ist auch gewährleistet, dass die zum «Schadenszeitpunkt» versicherten Mitarbeiter einen höheren Anteil der Sanierungslast tragen. Wird hingegen zu Beginn der Unterdeckung nur zaghafte saniert, dann besteht ein höheres Risiko, dass in der Zukunft eintretende Mitarbeiter stärker belastet werden.

Da in einer Unterdeckung keine finanzielle Risikofähigkeit vorhanden ist, entscheidet alleine die strukturelle Risikofähigkeit über die maximal tolerierbaren Anlagerisiken. Je höher das Anlagerisiko, desto einschneidender sind die möglicherweise notwendigen Massnahmen, und das oberste Organ muss beurteilen, inwieweit solche Massnahmen durchsetzbar sind. Ohne eine klare und verbindliche zeitliche Vorgabe werden die notwendigen Massnahmen laufend in die Zukunft verschoben, und es findet eine unbefristete Abkehr vom Deckungskapitalverfahren statt.

4. **Zusammenfassung**

Risikomanagement ist eine zentrale Führungsaufgabe des obersten Organs einer Vorsorgeeinrichtung. Dazu sind klare Zielvorgaben und Führungsinstrumente notwendig. Die Ziele müssen eindeutig, umsetzbar und kontrollierbar sein. Die Risiken sind der Grund, weshalb Risikomanagement notwendig ist. Sie dürfen nicht im «Disclaimer» eines Risikomanagementkonzeptes wegdefiniert werden. Ein einheitliches und konzeptionell widerspruchsfreies Bewertungskonzept ist die Voraussetzung für ein effektives Risikomanagement.

Die Anlagestrategie einer Vorsorgeeinrichtung muss primär auf die Risikofähigkeit und die Risikobereitschaft der Risikoträger ausgerichtet sein. Die Risikofähigkeit bestimmt das maximal zulässige Anlagerisiko. Aufgrund der Risikobereitschaft drängt sich eventuell eine Strategie mit weniger Risiken auf. Die Risiken können entweder mit Eigenkapital der Vorsorgeeinrichtung gedeckt werden (finanzielle Risikofähigkeit) oder mit potenziellen Leistungsreduktionen oder Beitragserhöhungen (strukturelle Risikofähigkeit). Das oberste Organ muss wissen, wann keine finanzielle Risikofähigkeit mehr vorhanden ist. Deshalb ist der Deckungsgrad als entsprechende Kennzahl auf der Basis finanzökonomischer Bewertungsmethoden zu bestimmen.

In einer Unterdeckung muss verbindlich festgelegt werden, bis zu welchem Zeitpunkt die Unterdeckung behoben sein muss. Das maximale Risiko der Anlagestrategie muss so festgelegt werden, dass die notwendigen Massnahmen zur Zielerreichung vom obersten Organ durchgesetzt werden können.